

РАДНА ГРУПА ЗА ИЗРАДУ СТРАТЕГИЈЕ РЕФОРМЕ ПЕНЗИЈСКОГ  
СИСТЕМА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

УПРАВЉАЊЕ АКЦИЈАМА ИЗ ПОРТФЕЉА  
ФОНДА ЗА ПЕНЗИЈСКО И ИНВАЛИДСКО ОСИГУРАЊЕ  
РЕПУБЛИК СРПСКЕ

*Студија о избору модела управљања*

Бања Лука, мај 2007. године

УПРАВЉАЊЕ АКЦИЈАМА ИЗ ПОРТФЕЉА  
ФОНДА ЗА ПЕНЗИЈСКО И ИНВАЛИДСКО ОСИГУРАЊЕ  
РЕПУБЛИК СРПСКЕ

Изјава одговорности:

Мишљења, ставови и препоруке који су садржани у овој Студији чланова Радне групе за израду Стратегије реформе пензијског система у Републици Српској, нису нужно једнаки ставовима институција у којима су аутори стално запослени.

Радна група за израду Стратегије реформе пензијског система у Републици Српској формирана је Рјешењем Владе Републике Српске, број: 04/1-012-166/07 од 08.02.2007. године ("Службени гласник Републике Српске", број 11/07):

1. Божана Шљивар – предсјеник,
2. Проф. др. Јасмин Комић – члан,
3. Проф. др. Радомир Божић – члан,
4. Чедо Ковачевић – члан,
5. Оливера Куњадић – члан,
6. Остоја Кременовић – члан,
7. Брано Симанић – члан,
8. Мира Поткоњак – члан,
9. Дарко Лакић – члан,
10. Сњежана Рудић – члан,
11. Далибор Томаш – члан,

## САДРЖАЈ

УВОДНА РАЗМАТРАЊА .....	4
Увод .....	5
1. Предмет и основни циљеви студије .....	6
2. Резиме студије .....	6
3. Постојећи законски оквир .....	7
3.1. Стицање портфеља Фонда ПИО .....	8
3.2. Начин управљања портфељом .....	8
АНАЛИЗА ПОСТОЈЕЋЕГ СТАЊА .....	11
4. Анализа постојећег стања управљања портфељом фонда ПИО .....	12
4.1. Организација .....	12
4.2. Стање портфеља - процјена вриједности .....	16
4.2.1. Досадашњи начини процјене вриједности портфеља .....	17
4.2.2. Процјена вриједности портфеља по методологији Фонда за реституцију .....	17
4.3. Досадашњи ефекти управљања портфељом .....	18
4.3.1. Интерни – општи акти Фонда ПИО .....	19
4.3.2. Корпоративно управљање .....	19
4.3.3. Анализа, процјене и класификација предузећа из портфеља Фонда ПИО .....	21
4.3.4. Досадашњи финансијски ефекти управљања портфељом Фонда ПИО .....	24
4.3.4.1. Продаја и куповина хартија од вриједности .....	24
4.3.4.2. Понуде за преузимање .....	27
4.3.4.3. Остварени приходи .....	28
4.3.5. Закључци о досадашњем начину управљања портфељом Фонда ПИО .....	30
ИЗБОР МОДЕЛА УПРАВЉАЊА .....	32
5. Модели организовања и управљања портфељом фонда ПИО .....	33
5. Модели организовања и управљања портфељом фонда ПИО .....	33
5.1. Компаративна анализа међународних искустава .....	33
5.1.1. Демографски резервни фондови .....	33
5.1.2. Примјери демографских резервних фондова из праксе .....	36
5.2. Циљеви и намјена портфеља Фонда ПИО .....	39
5.3. Алтернативни модели организовања и управљања портфељом .....	39
5.3.1. Формирање посебног правног лица од портфеља Фонда ПИО -затворени инвестициони фонд .....	39
5.3.2. Модели управљања портфељом - затвореним инвестиционим фондом (ИФ) .....	41
5.3.2.1. Оснивање друштва за управљање ИФ-ом у власништву Фонда ПИО .....	41
5.3.2.2. Приватно друштво за управљање .....	43
5.3.2.3. Сектор у оквиру Фонда ПИО као управљач Фондом .....	45
5.3.2.4. Инвестиционо – развојна банка РС као управљач ИФ-ом .....	46
5.3.2.5. Имовина из приватизације и друштво за управљање основани као једно правно лице .....	46
ПРИЈЕДЛОЗИ РАДНЕ ГРУПЕ .....	48
6. Приједлози радне групе у вези управљања портфељом и основним принципима функционисања .....	49
6.1 Приједлог модела управљања портфељом Фонда ПИО .....	49
6.2 Основни принципи функционисања и приједлог законских измјена .....	50
7. Приједлог активности Владе РС и Радне групе у циљу реализације предложених рјешења .....	52

Први дио

## **УВОДНА РАЗМАТРАЊА**

## Увод

Пензијски систем Републике Српске функционише искључиво на принципу генерацијске солидарности или на тзв. «pay as you go» принципу. Овакав систем пензијског осигурања дугорочно је неодржив због демографских и економских промјена, те је стога напуштен у великом броју земаља. Узроци су сљедећи: смањење стопе фертилитета, продужавање очекиваног животног вијека, те постојање горњих граница за могуће пензионисање и повећање стопе доприноса. Све наведено резултира чињеницом да постепено долази до смањења броја запослених у односу на број пензионера, због чега овако постављен систем текућег финансирања долази у кризу.

У Републици Српској стога је извршена параметарска реформа која представља само почетак и неходну претпоставку за даље и сложеније реформске мјере. Реформа пензионог система је дуготрајан и свеобухватан процес, који је у РС започео 2000. године доношењем Закона о пензијском и инвалидском осигурању, односно кроз промјену основних параметара пензијског осигурања, као што су:

- повећање старосне границе за пензионисање,
- изједначавање мушкараца и жена у остваривању права на пензију,
- искључивање компоненти осигурања које по свом карактеру не представљају пензионо осигурање (туђа нега и помоћ),
- нови начин обрачуна пензијског основа и процента за израчун висине пензије,
- примјена коефицијента исплате пензије према прикупљеним средствима, ради обезбјеђења фискалне одрживости.

Наведеним параметарским промјенама су у знатној мјери измијењена права и сужене дотадашње бенефиције које су постојале у оквиру пензионог система.

Поред тога, познато је да је у процесу приватизације, кроз одредбе Закона о приватизацији државног капитала у предузећима из 1998. године, на Фонд пензијског и инвалидског осигурања РС (Фонд ПИО) пренесено 10% акција или 10% новчаних средства остварених продајом (у зависности од вриједности државног капитала и метода продаје) у свим предузећима која су била предмет приватизације. На овај начин се требао обезбиједити иницијални капитал Фонда ПИО, као основ за даље реформске поступке у овој области. У протеклом периоду није извршено реструктурирање наведеног портфеља, а постојећа законска рјешења у погледу организације и управљања постали су кочница ефикасном функционисању.

Имајући у виду све наведено, Влада РС је формирала Радну групу за израду стратегије реформе пензијског система у РС, са основним задатком да се реформи пензионог система приступи на цјеловит и свеобухватан начин, уз укључивање свих интересних група и стручњака различитих профила, те да се процес убрза коначним предлагањем новог модела пензијског осигурања. Као основни циљ се поставља дугорочна одрживост и стабилност пензијског система у РС, уз обезбјеђење општег друштвеног консензуса о прихватљивости предложених рјешења.

Расправе о овом сегменту реформе већ су започеле кроз имплементацију SITAP пројекта и пројектни задатак Савјетник за пензиону реформу, гдје су до сада били ангажовани представници ресорних министарстава и пензионих фондова из оба ентитета у БиХ.

У оквиру цјеловитог пројекта реформе пензионог система, као посебан задатак је дефинисано и предлагање модела организовања и начина управљања акцијама из портфеља Фонда ПИО.

У том смислу ова Студија-сепарат о избору модела управљања портфељом Фонда ПИО представља први дио цјеловите студије реформе пензијског система коју треба да припреми Радна група. Ова студија представља дио истраживања и резултата рада који се односе се на управљање акцијама Фонда ПИО стеченим у приватизацији, као питање које се у организационом и управљачком дијелу може третирати у овој фази одвојено од осталих сегмената реформе пензијског система. Када се утврде коначни циљеви, жељени исход, правци и модалитети реформе, могуће је да ће намјена ових средстава бити редефинисана, али то не би требало да утиче на предложени модел управљања.

## **1. Предмет и основни циљеви студије**

Предмет ове студије је анализа постојећег стања у вези са располагањем и управљањем имовином коју је Фонд ПИО стекао у процесу приватизације. Такође, извршена је и краћа анализа релевантних међународних искустава, како би се извршила компарација различитих модела и пракси.

Циљ ове студије је да се идентификују основни проблеми у досадашњем функционисању, односно начину управљања имовином из приватизације, те да се на бази утврђеног стања, међународних искустава, уз уважавање специфичности нашег законског оквира и карактеристика постојећег пензијског система, степена развијености финансијског тржишта, и других друштвено-економских услова предложи нови модел управљања и начин кориштења ове имовине. Основни критеријум код избора новог модела јесте ефикасније управљање у функцији повећање вриједности расположиве имовине - портфеља Фонда ПИО.

## **2. Резиме студије**

Влада РС је формирала Радну групу за израду стратегије реформе пензијског система у РС, са циљем да се реформи пензионог система приступи на цјеловит и свеобухватан начин, на дугорочној основи.

У оквиру пројекта реформе пензијског система, као посебан задатак је дефинисано и предлагање модела организовања и начина управљања акцијама из портфеља Фонда ПИО. У том смислу припремљена је Студија о избору модела управљања портфељом Фонда ПИО, кој је први дио цјеловите студије реформе пензијског система коју треба да припреми Радна група.

Радна група је на основу анализе досадашњег начина управљања портфељом Фонда ПИО (који се односи на регулаторни оквир, организациону структуру Фонда ПИО, односно Сектора задуженог за ове активности, начина процјене вриједности портфеља, корпоративног управљање, финансијских и других резултата итд.) извршила оцјену остварених ефеката.

С тим у вези је закључено да постојећи законски оквир и практична рјешења заснована на њему, не обезбјеђују основне претпоставке за рационално и ефикасно управљање портфељом Фонда ПИО. Извршене анализе показују да су почетна рјешења у смислу формирања сектора у оквиру Фонда ПИО брзо превазиђена и да свако даље одлагање избора новог модела организације и управљања има више-струке негативне посљедице по портфељ Фонда.

Након анализирања међународних искустава модела управљања резервним пензијским фондовима, те разматрањем алтернативних модела управљања портфељом Фонда ПИО (са анализом позитивних и негативних карактеристика) Радна група је предложила слиједеће:

1. формирање затвореног инвестиционог фонда од постојећег портфеља Фонда ПИО, чији би оснивач био Фонд ПИО,
2. формирање друштва за управљање затвореним инвестиционим фондом из тачке 1, чији би оснивач био Фонд ПИО.

Имајући у виду да се ради о новом приступу управљања портфељом, који раздваја текуће пословање Фонда ПИО од управљања портфељом, потребно је донијети посебан закон којим би се уредило оснивање и пословање фонда (ИФ-а) и друштва за управљање. Радна група је предложила основне принципе на којима се заснива пословање фонда (ИФ-а) и друштва за управљање и након прихватања предложеног модела од стране Владе Републике Српске приступиће изради приједлога посебног закона који би био упућен у јавну расправу.

### **3. Постојећи законски оквир**

Стицање и управљање портфељом Фонда ПИО регулисано је сљедећим законским прописима:

1. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима ("Службени гласник Републике Српске" број:24/98;62/02;38/03;65/03 и 109/05).
2. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима ("Службени гласник Републике Српске" број:51/06)
3. Закон о пензијском и инвалидском осигурању ("Службени гласник Републике Српске" – број:32/00;40/00;37/01;32/02;40/02;110/03;67//05 и пречишћени текст 106/05)

### 3.1. Стицање портфелеља Фонда ПИО

Портфелељ Фонда ПИО чине акције и удјели предузећа у којима је извршена приватизација државног капитала у складу са Законом о приватизацији државног капитала у предузећима (Службени гласник Републике Српске" број:24/98. ) .

У складу са чланом 26. став 1. и 2. наведеног закона Фонду ПИО је у ваучер понуди, која је окончана 15. марта 2001. године, пренесено 10% акција државног капитала предузећа у којима је вриједност државног капитала у почетном билансу стања била већа од 300.000 КМ и до 10% акција државног капитала предузећа која се приватизују по посебном приватизационом програму (стратешка предузећа). По том основу Фонд је у ваучер понуди постао власник акција у 832 предузећа.

Према одредби члана 27. истог закона постојала је обавеза да се Фонду уплати 10% продајне цијене остварене продајом државног капитала у предузећима у којима је вриједност државног капитала у почетном билансу стања била мања од 300.000 КМ.

Одредбе о преносу 10% државног капитала на Фонд ПИО садржи и нови Закон о приватизацији државног капитала у предузећима ("Службени гласник Републике Српске" број:51/06), што значи да ће и у будуће Фонд стицати имовину по овом основу.

Према одредби члана 200. Закона о пензијском и инвалидском осигурању, акције предузећа из члана 26. став 1. и 2. Закона о приватизацији државног капитала у предузећима и новчана средства остварена продајом државног капитала у предузећима из члана 27. истог закона су у својини Фонда ПИО, који има право располагања и управљања у складу са законом.

### 3.2. Начин управљања портфелељом

Управљање имовином (портфелељом), коју је Фонд ПИО стекао у поступку приватизације државног капитала у предузећима, регулисано је Законом о пензијском и инвалидском осигурању и општим актима Фонда ПИО. На управљање овом имовином не примјењује се Закон о инвестирању јавних средстава ("Службени гласник Републике Српске", број: 97/04).

Измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању из 2001. године („Службени гласник Републике Српске“ број 37/01), регулисано је располагање и управљање портфелељом Фонда ПИО који је формиран у процесу приватизације предузећа у Републици Српској. Дефинисано је да је Фонд ПИО за портфелељ хартија од вриједности дужан да води посебну рачуноводствену евиденцију и припрема финансијске извјештаје, одвојено од остале имовине, обавеза, прихода и расхода Фонда, те да поменуте извјештаје подноси Влади Републике Српске.

Овим измјенама је регулисано и оснивање савјетодавне комисије од пет чланова коју именује Управни Одбор Фонда ПИО, те формирање посебне организационе јединице са најмање два инвестициона менаџера која ће обављати послове управљања портфељом Фонда ПИО. УО Фонда ПИО одлучује о инвестиционој политици. Управни одбор Фонда био је надлежан и за именовање представника у скупштинама акционарских друштава, из портфеља Фонда ПИО, али је измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању („Службени гласник Републике Српске“ број:67/05) ова надлежност прешла на директора Фонда.

Измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању из јуна 2002. године („Службени гласник Републике Српске“ број:32/02), прописано је да се акције из портфеља Фонда ПИО могу продати на берзи, али уз претходну сагласност Владе Републике Српске, те да се средства добијена од продаје хартија од вриједности из портфеља могу користити за исплату пензија. До тада је стајала одредба да се само остварени нето добици по годишњем обрачуна могу користити за исплату пензија и побољшање материјалног положаја корисника пензија.

Измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању из децембра 2003. године („Службени гласник Републике Српске“ број:110/03), брисана је могућност да се средства добијена од продаје хартија од вриједности из портфеља Фонда ПИО, могу користити за исплату пензија, а Измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању у 2005. години („Службени гласник Републике Српске“ број:67/05) брисана је одредба да се продаја врши уз претходну сагласност Владе.

Статутом Фонда ПИО је регулисано да Управни одбор Фонда ПИО одлучује о инвестиционој политици и начину располагања имовином од приватизације, те другим активностима везаним за управљањем портфељом.

Статутом је, такође, детаљније регулисано и оснивање савјетодавне комисије, коју именује Управни одбор Фонда ПИО и коју чине запослени у Фонду, иако је Законом шире дефинисана (економски и правни стручњаци, претпоставка је да се првенствено ради о стручњацима из области финансијског тржишта). Комисија има савјетодавну улогу у циљу утврђивања стратегије, начина операционализације пројектованих задатака, итд.

На крају се даје преглед постојећих рјешења управљања имовином из приватизације кроз кратак резиме одредби Закона о пензијском и инвалидском осигурању (пречишћени текст објављен у „Службеном гласнику Републике Српске“ број:106/05) у коме су овој материји посвећене одредбе од члана 200. до члана 208.

Према одредби члана 201. став 3. Закона о пензијском и инвалидском осигурању (у даљем тексту: ЗПИО), у располагању и управљању имовином од приватизације државног капитала у предузећима, Фонд ПИО води инвестициону политику у складу са принципима сигурности, ликвидности и рентабилности. Акције из портфеља могу се продати на тржишту хартија од вриједности путем берзе.

Према одредбама члана 202. ЗПИО о имовини из приватизације води се посебна рачуноводствена евиденција и припремају финансијски извјештаји одвојено од остале имовине, обавеза, прихода и расхода Фонда ПИО. На рачуноводствену евиденцију и финансијске извјештаје примјењују се законски и други прописи из области рачуноводства, као и прописи Комисије за хартије од вриједности, који се односе на приватизационе инвестиционе фондове.

Према одредби члана 203. ЗПИО инвестициону политику води Управни одбор Фонда ПИО, који одлучује о располагању овом имовином. У вођењу инвестиционе политике Управном одбору помаже посебна комисија од пет чланова из реда економских и правних стручњака, као савјетодавно тијело.

Према одредби члана 204. ЗПИО у оквиру Фонд ПИО треба да се формира посебан организациони дио, који ће обављати послове управљања имовином из приватизације, као и послове књиговодствене и друге евиденције, те да се на овим пословима запосле најмање два инвестициона менаџера.

Према одредби члана 205. ЗПИО директор Фонда ПИО именује представнике Фонда у скупштинама акционарских друштава, чије акције држи у свом портфељу.

У складу с одредбом члана 206. наведеног закона највише 10% имовине од приватизације може бити уложено у хартије од вриједности једног емитента или са њим повезаних лица. По основу располагања имовином од приватизације може се посједовати највише 20% основног капитала једног емитента или са њим повезаних лица. Новчана средства добијена из приватизације, као и средства остварена од продаје акција из портфеља, Фонд ПИО може пласирати и оорчити код пословних банака.

Фонд ПИО је обавезан да доставља Влади на одобравање тромјесечне, полугодишње и годишње финансијске извјештаје (Члан 207. ЗПИО).

Према одредби члана 208. ЗПИО трошкови управљања портфељом Фонда покривају се из прихода остварених по основу држања и трансакција са имовином од приватизације. О расподјели добитка оствареног од имовине из приватизације одлучује Управни одбор Фонда. Остварена нето добит може се користити за побољшање ликвидности Фонда, повећање резерви Фонда, исплату пензија и побољшања материјалног положаја корисника пензија

**Други дио**

## **АНАЛИЗА ПОСТОЈЕЋЕГ СТАЊА**

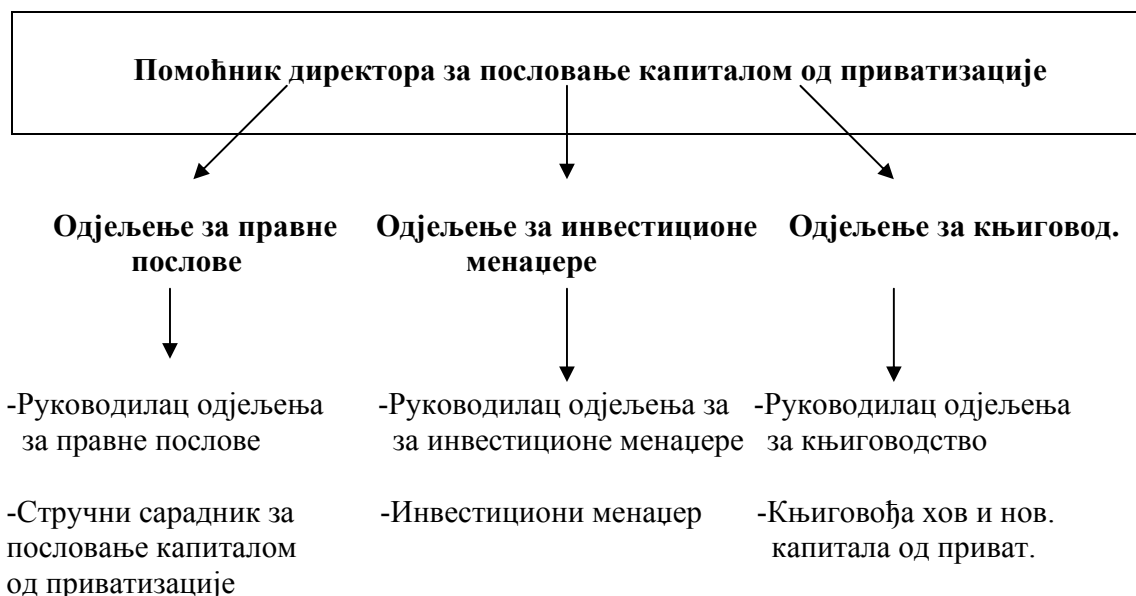
## 4. Анализа постојећег стања управљања портфељом фонда ПИО

### 4.1. Организација

Послови управљања портфељом организационо се обављају у Сектору за пословање капиталом из приватизације. Сектором руководи помоћник директора за пословање капиталом од приватизације.

Сектор за пословање капиталом од приватизације је организован Правилником о раду бр.01-43/02 од 07.02.2002. године на слиједећем принципу:

Шема организације Сектора



У периоду 2001.-2006. година Сектор није био кадровски попуњен, а уз то је био дислоциран из сједишта Фонда ПИО. Наиме, помоћник директора за пословање капиталом од приватизације и један инвестициони менаџер били су запослени на Палама, док су преостала два запослена у Сектору била у Бијељини и Бањалуци. Од марта 2007. године Сектор је обједињен у сједишту Фонда ПИО у Бијељини.

Сектор тренутно има 7 запослених (укључујући и помоћника директора за ове послове) са високом стручном спремом. Од укупног броја запослених 2 имају лиценцу инвестиционог менаџера. У свим Извјештајима о пословању до 2006. године наводи се да Сектор није кадровски и технички оспособљен да одговори свим захтјевима и потребама. У 2007. години постигнут је извјестан напредак у погледу броја запослених, али у односу на значај и величину фонда Сектор још увијек није потпуно кадровски попуњен (недостају искусни и квалификовани инвестициони

менаџери), нити постоји адекватна техничко-технолошка подршка (софтвер за анализу и управљање хартијама од вриједности и финансијско и књиговодствено евидентирање). Ако се изврши компарација са регулативом за приватизационе инвестиционе фондове или за инвестиционе фондове сличног типа (Закон о инвестиционим фондовима - затворени инвестициони фондови са јавном понудом), евидентно је да се на садашњем кадровском и техничком нивоу не може квалитетно, односно професионално управљати портфељом од око 800 различитих хартија од вриједности.

Према материјалима које је Фонд ПИО доставио Радној групи, за потребе израде Студије, тренутно оперативни рад Сектора обухвата - заступање на скупштинама акционара и припремање обуке представника Фонда, а врши се и анализа предузећа из порфеља у смислу приједлога за продају и прихватање понуде за преузимање. Очигледно је да и даље нема јасно дефинисаних дугорочних циљева и стратегије управљања, нити усвојене инвестиционе политике, што је и разумљиво уз постојећа законска рјешења.

У складу са чланом 203. ст. 2. и 3. Закона о пензијском и инвалидском осигурању-пречишћени текст („Службени гласник Републике Српске“ број:106/05) и чланом 12. тачка 9. Статута („Службени гласник Републике Српске“ бр.67/03 и 68/04) у циљу ефикаснијег управљања имовином из приватизације Управни одбор образује комисију за праћење стања и предлагање мјера за рационално, намјенско и економски оправдано усмјеравање, пласман и коришћење имовине стечене у процесу приватизације државног капитала.

Према одредби члана 13. Статута, комисија се именује на четири године из реда правних и економских стручњака запослених у Фонду, што је имајући у виду недостака искуства на финансијском тржишту кадрова из Фонда ПИО свакако ограничавајући фактор. Преме актима Фонда ПИО Комисија има савјетодавну улогу са задатком: дефинисања оптималних циљева управљања портфељом Фонда ПИО; утврђивања стратегије и начин операционализације пројектованих циљева; дефинисања оптималне организационе структуре неопходне за реализацију постављених циљева; утврђивања планских задатака и носилаца задатака и обезбјеђивање механизма за елиминацију ризика код инвестиционих улагања; пројектовања стратегије квалитетног и конзистентног управљања акционарским друштвима у којима је Фонд власник; одређивања пословне политике у функцији раста и развоја акционарских друштава и промовисања комплементарности развојних циљева организационог дијела - Сектора са стратешком политиком Фонда. Из наведеног произилази да није разграничено да ли комисија има савјетодавну или управљачку функцију.

На крају даје се компарација начин управљања портфељом Фонда ПИО према законској регулативи и стварне ситуације, што је представљено слиједећим прегледом:

Постојећа регулатива	Стварно стање
<p><b>Влада РС</b> именује Управни одбор Фонда ПИО који је дужан да доноси инвестициону политику портфеља Фонда ПИО;</p>	<p>- Управни одбор Фонда ПИО није донио инвестициону политику портфеља Фонда ПИО (2001.- 2005. год.)</p> <p>-УО Фонда ПИО у децембру 2005. год. задужује Сектор да припреми приједлог инвестиционе политике и уједно да изврши класификацију предузећа из портфеља. Сектор је у мају 2006. год. доставио студију „Акцијски капитал Фонда ПИО- очекивања, ефекти и перспективе“.</p> <p>-УО Фонда ПИО је у децембру 2006. године донио Привремена интерна правила и процедуре пословања са капиталом из портфеља Фонда . То је акт о интерним поступцима и процедурама у управљању портфељом и надлежностима и одговорностима појединих органа у вези са тим. Ту се спомиње и израда односно усвајање годишњег плана инвестиционих циљева, што никада није извршено. Овај акт-интерна правила је у ствари безуспјешан покушај да се процедуре које с односе на ПИФ-ове у складу са Законом о инвестионим фондовима примјене на Фонд ПИО.</p> <p>- УО Фонда ПИО у марту и априлу 2007. године доноси одлуке о класификацији, тј. прихвата већ извршене класификације из претходног периода, као и одлуке о продаји акција и реинвестирању, али без дефинисаних инвестиционих циљева и утврђене инвестиционе политике.</p>
<p><b>Управни одбор Фонда ПИО</b> одлучује о улагању средстава у ХОВ и располагању остварених добитака по основу портфеља;</p>	<p>- УО Фонда за ПИО није донио ни једну одлуку која се тиче реинвестирања средстава добијених по основу дивиденде</p> <p>- УО Фонда ПИО до 2007. године није донио ниједну одлуку која се тиче улагања средстава</p> <p>- УО Фонда ПИО је у марту и априлу 2007. године донио начелну одлуку о реинвестирању расположивих средстава добијених продајом акција из портфеља и задужио директора Фонда и Сектор да реализују политику инвестиционих улагања (иако политика инвестиционих улагања никада није донесена као посебан акт, изузимајући класификацију и одлуку да се продају акције у нестратешким ад из групе Ц и Д).</p>
<p><b>Управни одбор Фонда ПИО</b> доноси одлуке у вези повјеравања финансијских, административних, управних, техничких и других послова другим организацијама;</p>	<p>Управни одбор Фонда ПИО није донио ниједну одлуку у вези повјеравања послова другим организацијама;</p>

Постојећа регулатива	Стварно стање
<p>Управни одбор Фонда ПИО образује савјетодавну Комисију, од пет чланова из реда правних и економских стручњака</p>	<p>- Савјетодавна комисија је формирана 2004. године коју чине запослени у Фонду ПИО дакле лица која немају искуства у раду на финансијском тржишту.</p> <p>- Нова савјетодавна Комисија је имнеована крајем марта 2007. године искључиво од запослених у Фонду ПИО.</p>
<p>Савјетодавна комисија има задатак да прати стање у вези портфеља Фонда ПИО, предлаже мјере за рационално усмјеравање и пласман средстава, утврђује циљеве и стратегију управљања као и низ других активности везаних за управљање портфељом Фонда ПИО.</p>	<p>- Савјетодавна комисија се у периоду 2004. – 2006. година састала 6 пута.</p> <p>- Савјетодавна комисија у оба састава није донијела циљеве и стратегију управљања портфељом Фонда ПИО</p> <p>- Савјетодавна комисија именована у марту 2007. године донијела је или потврдила идентичне одлуке као и УО Фонда ПИО на сједницама у марту и априлу, па је очигледно да у пракси не функционише јасно разграничење између задатака и активности ова два органа.</p>
<p>О имовини из приватизације као и приходима и расходима од управљања том имовином Фонд ПИО је дужан да води посебну рачуноводствену евиденцију, припрема финансијске извјештаје и отвори посебне новчане рачуне.</p>	<p>- Посебно рачуноводство се води, али не у складу са Законом који налаже примјену прописа за ПИФ-ове.</p> <p>- Новац добијен од дивиденде се води на посебном рачуну.</p>
<p>У Фонду ПИО треба да се формира посебна организациона јединица под називом <b>Сектор за пословање капиталом од приватизације</b> којим руководи помоћник директора за пословање капиталом од приватизације.</p>	<p>- Сектор за пословање капиталом од приватизације је формиран 2002 године, а помоћник директора је именован у децембру 2002. године.</p> <p>У периоду до 2007. године:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- помоћник директора за пословање капиталом од приватизације уједно је и директор филијале Фонда ПИО Источно Сарајево, што значи да се посао управљања капиталом сматра споредним</li> <li>- поред помоћника директора још је двоје запослених, од чега једно од њих обавља и послове у другом сектору у оквиру Фонда ПИО.</li> <li>- посебна одјељења нису била формирана.</li> </ul> <p>У периоду од јануара 2007. године:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 7 запослених, поред помоћника директора од чега 2 са лиценцом инвестиционог менаџера</li> <li>- формирана су одјељења</li> </ul>

Из свега наведеног произилази да не постоји јасна концепција, нити је дефинисана било каква стратегија у смислу начина управљања и коначне употребе имовине-портфеља из приватизације, прије свега у оквиру законске регулативе, затим кроз опште акате Фонда ПИО, а тиме наравно и у самој пракси.

Органи који су по Закону о пензијском и инвалидском осигурању и Статуту Фонда ПИО задужени за управљање: директор Фонда ПИО, УО Фонда и савјетодавна

комисија немају прецизно разграничене функције, задатаке и одговорности. Није потпуно дефинисано каква је улога помоћника директора за пословање капиталом из приватизације.

По питању кључних докумената, као што су: стратегија инвестиционих циљева, политика управљања капиталом, план инвестиционих циљева, али и оперативних активности, као што су: класификација предузећа и одлуке о купопродајним трансакцијама, тренутно је успостављен систем надлежности односно доношења и спровођења одлука који је крајње нерационалан, спор и неефикасан. То је систем предлагања који иде од Сектора, преко директора Фонда, затим слиједи давања мишљења од стране савјетодавне комисије и доношење одлука од стране УО Фонда ПИО. На једнаком нивоу одговорности и одлучивање се налазе стратешки документи и оперативне активности. У вези са наведеним поставља се питање компетенције и професионалног искуства чланова УО Фонда ПИО у области финансијског тржишта односно тржишта капитала. Нпр. за чланове управног одбора друштва за управљање инвестиционим фондовима или прије друштва за управљање приватизационим инвестиционим фондовима, по закону се тражи вишегодишње искуство у овој области. Управо то је требао бити разлог више да се за чланове савјетодавне комисије поред лица из Фонда ПИО (какво је тренутно стање) именују и други из реда независних стручњака за област инвестиционог улагања и финансијског тржишта.

У оваквој ситуацији јасно је да су петогодишњи ефекти управљања имовином из приватизације више него скромни, по појединим елементима и негативни, што показује и анализа извршена у наредном поглављу.

## **4.2. Стање портфеља - процјена вриједности**

Номинална вриједност портфеља у моменту стицања, након ваучер понуде, а на основу почетних биланса стања предузећа из приватизације, износила је 822.557.530 КМ.

На дан 29.02. 2007. године на рачуну Фонда ПИО у Централном регистру хартија од вриједности уписано је 738 акција. Према резултатима ваучер понуде дирекције за приватизацију РС, Фонду ПИО су додијелене и акције 24 предузећа из Дистрикта Брчко, што је накнадним одлукама Супервизора и другим актима Дистрикта измијењено. Акције у предузећу "Фабрика акумулатора Сребреница" (Меморијални центар) су искњижене из портфеља. Поред тога, у портфељу се налази и 87 предузећа, чије акције још увијек нису регистроване у Централном регистру. Списак ових емитената се налази у Прилогу 1.

#### **4.2.1 Досадашњи начини процјене вриједности портфеља**

Према Закону о пензијском и инвалидском осигурању – пречишћени текст члан 202. став 2. Фонд ПИО је дужан да за имовину из приватизације води посебну рачуноводствену евиденцију и припрема финансијске извјештаје одвојено од остале имовине, обавеза, прихода и расхода. На ову рачуноводствену евиденцију и финансијске извјештаје сходно се примјењују законски и други прописи из области рачуноводства, као и прописи Комисије за хартије од вриједности, који се односе на приватизационе инвестиционе фондове.

У пракси ове одредбе никада нису у потпуности испоштоване. Фонд ПИО је у протеклом периоду вршио процјену вриједности свог портфеља на разне начине и по различитим методологијама, што је резултирало значајним разликама у процијењеној вриједности. На проблеме у вези са тим указује и Извјештај Главне служби за ревизију јавног сектора Републике Српске за 2003. годину - Препорука 5.2.4 Тачка 1.- гдје се налаже да се хитно усвоје рачуноводствене политике за евидентирање и исказивање хартија од вриједности, у складу са којом ће бити евидентирана и исказивана реална вриједност капитала Фонда ПИО, стеченог у процесу приватизације државног капитала у предузећима.

У наведеном Ревизорском извјештају налази се и Препорука 5.2.6 (3) Закључци, у којој се поред осталог наводи:

- Фонд ПИО није дефинисао рачуноводствене политике за признавање и вредновање акција Фонда ПИО у складу са МРС РС 32 - Финансијски инструменти: Објелодањивање и представљање.
- Фонд ПИО није дефинисао рачуноводствене политике за евидентирање трансакција везаних за хартије од вриједности (могуће дивиденде, губитке или добитке) нити је евидентирао трансакције у складу са односним политикама из МРС РС 32 - Финансијски инструменти: Објелодањивање и представљање, и МРС РС 25 - Рачуноводство улагања.

У складу са тим донесен је Правилник о рачуноводству и рачуноводственим политикама Фонда ПИО РС, број: 3570/04 у децембру 2004. године, гдје је чланом 16. усвојена рачуноводствена политика за евидентирање и исказивање хартија од вриједности. Одлуком Управног одбора Фонда ПИО у децембру 2004. године, усвојена је такође "Процјена надокнадиве вриједности дугорочних финансијских пласмана".

#### **4.2.2. Процјена вриједности портфеља по методологији Фонда за реституцију**

У овој Студији одређење је било да се процјена изврши по методологији која је прописана за Фонд за реституцију у складу са одредбама Уредбе о методологији за утврђивање нето вриједности имовине Акцијског фонда Републике Српске и Фонда

за реституцију Републике Српске (“Службени гласник РС” број 95/06, 2/07 и 7/07). Оваково одређење је мотивисано слиједећим чињеницама:

- Фонд ПИО имао је иницијално идентичну структуру портфеља као и Фонд за реституцију,
- методологија за процјену вриједности Фонда за реституцију усвојена је послје методологије за утврђивање нето вриједности имовине приватизационих инвестиционих фондова (Правилник о методологији за утврђивање нето вриједности имовине приватизационог инвестиционог фонда и обрачуну провизије за управљање- “Службени гласник РС” број 87/06), и из садашње перспективе у већој мјери уважава специфичне услове функционисања Фонда ПИО,
- методологија која се примјењује за утврђивање нето вриједности имовине приватизационих инвестиционих фондова у протеклом периоду претрпјела је значајне измјене и дуго је времена била у функцији основице за обрачун провизије за управљање, што код Фонда ПИО није тренутно релевантно,
- методологија прописана за Фонд за реституцију не предвиђа могућност додатне процјене вриједности, ако хартија од вриједности не задовољи неки од прописаних критеријума тржишности, већ се вриједност аутоматски утврђује као нижа од набавне или кориговане књиговодствене вриједности (просјечан дисконтни фактор остварен на слободном берзанском тржишту служи као фактор корекције). То је у овом случају значајно олакшало процјену и скратило вријеме за њену израду.

Такође треба нагласити, за потребе ове студије сама процјена вриједности портфеља није од посебне важности, тако да је одређење било за ону методологију која ће дати релативно објективне резултате, у одређеним границама, на најбржи могући начин.

Сама процјена извршена је од стране Централног регистра хартија од вриједности, а на захтјев Радне групе. Процјена је наравно обухватила само оне емитенте, односно хартије од вриједности који су регистровани у Централном регистру и без оних из Дистрикта Брчко тј. за 738 емитената на дан 28.02.2007. године (што је у суштини највећи дио портфеља). Према резултатима процјене достављене радној групи, процијењена вриједност портфеља Фонда ПИО на дан 28.02.2007. године износи 817,4 милиона КМ.

Поред тога, номинална вриједност претходно споменутог дијела портфеља који није регистрован у Централном регистру хартија од вриједности износи 56,9 милиона КМ, од чега се 50% номиналне вриједности односи на емитента Инжењеринг РИТЕ Угљевик 2 а.д. Угљевик. Имајући у виду недефинисан правни статус и финансијски положај ових предузећа, споменуту номиналну вриједност треба третирати са крајњом резервом.

### **4.3. Досадашњи ефекти управљања портфељом**

Фонд ПИО је тек у 2002. години преузео податке од Дирекције за приватизацију Републике Српске о свим емитентима из свог портфеља. У 2002. и 2003. години у

Централном регистру хартија од вриједности РС регистрован је и претежан број емитената из портфеља Фонда ПИО, чиме је фактички стечено право на рапослагање и управљање.

То значи да се на основу петогодишњег искуства у управљању имовином стеченом у приватизацији, може дати коначна оцјена ефеката досадашњег начина управљања.

За оцјену ефекта управљања у периоду 2002-2007. година кориштени су подаци из годишњих извјештаја Сектора, као и други документи којима располаже Фонд. С тим у вези, на тражење Радне групе, Фонд ПИО је доставио извјештаје о реализованим пословима Сектора за пословање капиталом од приватизације за 2003, 2004, 2005. и 2006. годину, уз напомену да су извјештаји по појединим годинама готово идентични, јер је *de facto* стање портфеља, организација и начин управљања било непромијењено.

У наставку се даје систематизовани преглед досадашњих ефеката управљања портфељом Фонда ПИО.

#### **4.3.1. Интерни – општи акти Фонда ПИО**

Фонд ПИО је усвојио слиједећа интерна акта која се односе на управљање имовином из приватизације:

- 28.12.2004. године Упутство за рад и дјеловање овлашћених представника Фонда ПИО у скупштинама, управним и надзорним одборима акционарских друштава
- 28.12.2006. године Привремена интерна правила и процедуре за пословање капиталом из портфеља Фонда
- 06.03.2007. године Упутство о представљању капитала Фонда ПИО у органима управљања акционарских друштава
- 04.04.2007. године Упутство о представљању капитала Фонда ПИО у органима управљања акционарских друштава<sup>1</sup>
- 25.04.2007. године Интерна правила и процедуре за пословање капиталом из портфеља Фонда ПИО.

#### **4.3.2. Корпоративно управљање**

Једина континуирана активност Фонда ПИО у управљању портфељом у анализираном периоду јесте учешће његових представника на скупштинама акционарских друштава.

---

<sup>1</sup> из достављене документације од Фонда ПИО није јасно да ли је доношењем Упутства од 04.04.2007. године стављено ван снаге Упутство од 06.03.2007. године.

Табела 1. Учешће представника Фонда ПИО на скупштинама акционара

Ред. бр.	Година	Број скупштина ад
1.	2002.	655
2.	2003.	1060
3.	2004.	430
4.	2005.	629
5.	2006.	635
6.	2007.*	87

Напомена: \* Односи се на период 01.01.-31..03.2007. године

Извор: документација Фонда ПИО

Поред тога, представници Фонда ПИО били су у значајној мјери заступљени у органима акционарских друштава, што показују подаци из наредне табеле:

Табела 2. Учешће представника Фонда ПИО у органима а.д.

Ред.бр.	Година	Управни одбор	Надзорни одбор
1.	2002.	72	180
2.	2003.	95	192
3.	2004.	86	207
4.	2005.	86	235
5.	2006.	81	157
6.	2007.	36	145

Извор: документација Фонда ПИО

У наставку се даје краћа анализа начина избора и рада представника Фонда ПИО у органима емитента из портфеља.

До 2007. године директор Фонда је предлагао представника Фонда ПИО у органима емитента, а критеријум је усвојен одлуком УО из прве половине 2001. године да 50% представника у скупштинама ад буде из реда пензионерске популације, а 50% из реда запослених Фонда. Овај критеријум је примјењиван и приликом избора лица за чланове у УО/НО акционарских друштава, тамо гдје је скупштина а.д. омогућавала партиципацију Фонда ПИО.

У марту 2007. године паралелно са захтјевом Радне групе да се достави анализа рада представника Фонда ПИО у органима емитента из портфеља са тачно дефинисаном структуром и врстом података који се траже (од броја емитената до начина давања инструкција и извјештавања) директор Фонда ПИО доноси Упутство о представљању капитала Фонда ПИО у органима управљања акционарских друштава. Овим Упутством регулише се ко може да представља Фонд ПИО у акционарским друштвима, услове које мора испуњавати лице које представља Фонд, поступак одређивања и ко одређује лице које заступа Фонд, у колико органа управљања у акционарским друштвима може бити једно лице именовано, опозив и разлози за опозив. Упутством је дефинисано да Фонд ПИО у органима емитента може за-

ступати само лице које је запослено у Фонду (са 3 године радног искуства), а предлагачи су директори Филијала према сједишту емитента. Директор Фонда именује представнике. У стратешким предузећима као представници могу бити именовани само директор Фонда и помоћници директора.

Упутство за рад и дјеловање овлаштених представника Фонда ПИО у скупштинама, управним и надзорним одборима акционарских друштава из 2004. године представља уствари анализу портфеља по броји и врсти емитената и даје генералне, боље рећи теоријске смјернице о томе какву пословну политику представници Фонда треба да подржавају. У складу са тим до 2007. године писмене инструкције за гласање су давале само у изузетним случајевима, када је било у питању доношење стратешке одлуке.

Према информацији достављеној из Фонда ПИО писани извјештаји од стране представника Фонда на скупштинама акционара постоје у само неколико случајева, односно како се наводи "...у зависности од представника и његовог односа према указаном повјерењу...". О раду и дјеловању у управним и надзорним одборима није било извјештаја.

Од априла 2007. године, усвајањем измијењених Упутства о представљању капитала Фонда ПИО РС у органима управљања акционарских друштава (а очигледно иницирано захтјевима Радне групе) захтијева се од сваког представника Фонда да у року од седам дана од дана одржавања сједнице доставе писани извјештај на прописаном обрасцу.

Из наведеног произилази да се у пракси проводила неселективна политика активног управљања, без праћења и оцјене ефеката. Управљачка структура Фонда ПИО је подржавала став тзв. активног учешћа у органима управљања предузећа. Ни након доношења споменутог Упутства из априла 2007. године, још увијек није јасно дефинисано код којих емитената се намјерава остварити активно управљање, (имајући у виду велики број емитената у портфељу), преферирају се искључиво лица из самог Фонда, а избор се заснива на територијалном, а не професионалном принципу.

#### ***4.3.3. Анализа, процјене и класификација предузећа из портфеља Фонда ПИО***

##### **- Основни подаци о портфељу Фонда ПИО-база података**

Фонд ПИО је у 2002. години преузео податке од Дирекције за приватизацију Републике Српске о свим емитентима из портфеља са 30.06.1998. године (назив, сједиште, укупан капитал, број акција Фонда ПИО, те проценат власништва Фонда, као и структуру власништва). На основу наведених података формирана је база података у електронском облику.

Фонд ПИО је за све емитенете из портфеља преузео финансијске извјештаје из АПИФ-а за период 2002 - 2005. година, што је Фонду служило као основа за процјену вриједности портфеља.

**- Број емитената из портфеља Фонда ПИО регистрованих у Централном регистру хартија од вриједности**

С обзиром да се према Закону о тржишту хартија од вриједности власништво стиче даном уписа у Централни регистар хартија од вриједности, у наставку се даје преглед из кога се види динамика којом је Фонд стицао власништво у анализираном периоду, а тиме и право управљања и располагања:

Табела 3. Број регистрованих емитената из портфеља Фонда ПИО

Ред.бр.	Период	Број предузећа
1.	31.12.2001.	5
2.	31.12.2002.	346
3.	31.12.2003.	631
4.	31.12.2004.	667
5.	31.12.2005.	725
6.	31.12.2006.	735
7.	28.02.2007.	738

*Извор: Централни регистар хартија од вриједности и документација Фонда ПИО*

**- Предузећа из портфеља Фонда ПИО над којима је покренут поступак стечаја / ликвидације**

У Сектору се води евиденција о емитентима из портфеља над којима је покренут поступак стечаја / ликвидације, те њихов број износи 106 са 31.01.2007. године, што се види из наредне табеле:

Табела 4. Покренути поступци стечаја/ликвидације над емитентима из портфеља Фонда

Ред.бр.	Период	Број предузећа
1.	2002.	1
2.	2003.	3
3.	2004.	20
4.	2005.	41
5.	2006.	40
6.	до марта 2007.	1

*Извор: документација Фонда ПИО*

Треба истакнути чињеницу да Фонд ПИО има двојаку улогу у свим емитентима, као власник капитала, а истовремено је и повјерилац по основу изворног прихода (обавезе по основу доприноса). Дио потраживања је наплаћен у појединим стечај-

ним поступцима. По власничком основу Фонду ПИО до сада није ништа припало из евентуалног остатка стечајне масе, из разлога што у већини случајева стечајна маса није била довољна ни за покривање потраживања повјерилаца општег исплатног реда.

До сада су 3 предузећа брисана из судског регистра. У Прилогу 2 ове Студије налази се табела са списком предузећа из портфеља над којима је покренут поступак стечаја.

### **- Класификација емитената из портфеља Фонда ПИО**

Класификација емитената из портфеља је вршена у периоду 2004. – 2005. година и тада је направљена основна подјела портфеља на "стратешка" и "нестратешка" предузећа. Потом је извршено груписање емитената по привредним гранама у оквиру којих је извршена подкласификација на категорије А<sub>1</sub>, А, Б, Ц и Д. Приликом класификације узети су у обзир сви економско-финансијски показатељи, као и структура власништва у наведеном периоду за сваког емитента.

Према достављеном документу Фонда ПИО у категорију:

- А<sub>1</sub> и А су уврштена предузећа која имају квалитетну и дугорочну тржишну позицију, код којих ће вриједност у наредном периоду расти и гдје се реално очекује остварење високог профита.

- Б су сврстани емитенти за које је неопходно тражити партнере ради провођења развојно – инвестиционе активности која ће обезбједити финансијско тржишну перспективу.

- Ц и Д су сврстани емитенти који немају реалну тржишну перспективу, које карактеришу кумулирани губици који су често већи од износа капитала, те емитенти у којима је профилирана структура власништва (појединачни већински власници имају преко 50% учешћа у капиталу) па самим тим Фонд ПИО не може активно утицати на пословну политику, а што све указује да акције из ових категорија треба продати.

### **- Методологије процјене вриједности портфеља кориштене од Фонда ПИО**

Процјена вриједности имовине тј. портфеља Фонда ПИО је вршена у периоду 2004.– 2006. година.

Према документацији достављеној од Фонда ПИО примијењене су различите методологије и то:

за 2004. годину:

- Процијењена вриједност утврђена је на основу "Правила поступка изношења државног капитала на берзу и друга уређена јавна тржишта" ("Службени гласник РС", број: 55/03). За акционарска друштва за која нису били доступни подаци о финан-

сијском пословању или су резултати пословања негативни процјена је утврђена у износу од 10% номиналне – почетне вриједности.

- Код процјене вриједности акција у акционарским друштвима за која Фонд ПИО није имао податке о финансијском пословању, а уврштена су на берзу, преузета је задња цијена.

за 2005. годину :

- Процијењена вриједност утврђена је на основу "Правила поступка изношења државног капитала на берзу и друга уређена јавна тржишта" ,
- Код а.д. која нису доставила финансијске извјештаје или су исказала негативан финансијски резултат или су иста у стечају приликом процјене одређен је проценат од 10% у односу на номиналну вриједност,
- Код предузећа која су котирала на берзи узета је последња цијена са трговања на дан 31.12.2005. године,
- Код предузећа која су била уврштена на слободном берзанском тржишту узета је последња цијена трговања на дан 31.12.2005. године,
- За предузећа из комуналног сектора која се баве водоснабјевањем процјена капитала је извршена као 1 акција = 1 КМ,
- За предузећа која су у саставу Електропривреде – преузета је процјена независног процјениоца "КМРГ" .

за 2006 годину:

- Просјечна тржишна цијена за дату годину или књиговодствена цијена утврђена са 31.12.2005. године

На основу наведеног видљиво је да Фонд ПИО приликом вођења рачуноводствених евиденција и процјене није примјењивао одредбе Закона о пензијском и инвалидском осигурању, које су упућивале на сходну примјену прописа за приватизационе инвестиционе фондове, нити је примјењивао Међународне рачуноводствене стандарде.

**- Нереализовани добици и губици**

С обзиром да Фонд ПИО за имовину из приватизације није водио рачуноводствену евиденцију нити састављао финансијске извјештаје у складу са прописима, не постоје подаци о нерализованим добацима и губицима за портфељ у цјелини.

**4.3.4. Досадашњи финансијски ефекти управљања портфељом Фонда ПИО**

**4.3.4.1. Продаја и куповина хартија од вриједности**

У периоду 2002–2003. година док је на снази била одредба о претходној сагласности Владе РС, Фонд ПИО се званично обратио Влади за продају акција у слиједећим случајевима:

- 18.07.2002. године, 30.09.2002. године и 29.10.2002. године захтјев за продају акција у 66 предузећа
- 05.02.2003. године захтјев за продају акција у 12 предузећа .

Фонд ПИО у својим захтјевима није наводио почетну цијену по којима би биле наведене акције понуђене на продају, а такође није наведен ни број акција које би биле предмет трансакције.

Влада РС није одговорила на упућене захтјеве. У Прилогу 3 ове Студије се налази преглед захтјева, односно емитената.

### ***- Продаја акција***

Управни одбор Фонда је у 2005. години донио Одлуку о продаји акција за 50 емитента у стечају и 39 ветеринарских станица. Са реализацијом исте започело се у августу 2006. године. У тој години продато су акције у 12 ветеринарских станица по укупној продајној вриједности од 155.755 КМ.

Одлука о продаји је очигледно донесена без претходне анализе сваког појединог емитента, што је супротно принципима и правилима професионалног управљања портфељом (све акције су понуђене по 1 КМ, тј. номиналној вриједности).

У 2007. години продате су акције у још 8 ветеринарских станица и акције у два друга емитента, са укупном продајном вриједношћу од 114.825 КМ. У наставку се даје преглед реализованих добитака/губитака у наведеним трансакцијама у односу на номиналну и књиговодствену вриједност из којег се виде негативни нето ефекти.

Табела 5. Преглед извршених продаја хартија од вриједности

Ред. број	Датум продаје	Назив емитента	Продата количина	Продајна цијена	Приход по основу продаје	Номин. вријед. продатих хов	Књиг. вријед. продатих хов	Реализ. губици / добици у односу на ном. вријед.	Реализ. губици / добици у односу на књиг. вријед.
1	08.08.06	Вет стан. Теслић	9121	1	9.080	9.121	12.384	-41	-3.304
2	08.08.06	Вет стан. Сокол.	3356	1	3.341	3.356	8.189	-15	-4.848
3	14.08.06	Вет стан. Теслић	5955	1,12	6.640	5.955	8.085	685	-1.446
4	24.08.06	Вет стан. Шеков.	1415	0,8	1.122	1.415	1.556	-293	-434
5	24.08.06	Вет стан. Лукав.	470	0,8	366	470	2.826	-104	-2.460
6	25.08.06	Вет стан. Рогат.	2573	0,8	2.048	2.573	6.498	-525	-4.449
7	11.09.06	Вет стан. Пале	2896	1,11	3.204	2.896	3.773	308	-569
8	13.09.06	Вет стан. БЛ	80030	1	79.670	80.030	106.424	-360	-26.755
9	26.09.06	Вет стан. Фоча	9797	0,512	4.993	9.797	12.415	-4.804	-7.421
10	29.09.06	Вет стан. Власен.	10875	0,513	5.579	10.875	17.015	-5.296	-11.437
11	03.11.06	Вет стан. Добој	36227	0,512	18.465	36.227	47.785	-17.762	-29.320
12	06.11.06	Вет стан. Н. Град - дио акција	12500	0,512	6.371	12.500	15.409	-6.129	-9.038
13	10.11.06	Вет стан. Н.Град - дио акција	8000	0,512	4.078	8.000	9.862	-3.922	-5.784
14	22.12.06	Вет стан. Н.Град - дио акција	3584	0,512	1.827	3.584	4.418	-1.757	-2.591
15	29.01.07	Вет стан. Шамац	17521	0,514	8.972	17.521	13.660	-8.549	-4.688
16	05.03.07	Вет стан. Лакт.	1032	0,51	525	1.032	1.271	-507	-747
17	06.03.07	Вет стан. Н.Град	41602	0,512	21.204	41.602	51.284	-20.398	-30.079
18	06.03.07	Вет стан. Лакт	300	0,51	153	300	370	-147	-217
19	09.03.07	Вет стан. Н.Град	25350	0,512	12.921	25.350	31.250	-12.429	-18.329
20	09.03.07	Вет стан. Лакт.	1032	0,51	525	1.032	1.271	-507	-747
21	12.03.07	Вет стан. Модрича	1600	0,8	1.270	1.600	4.548	-330	-3.278
22	22.03.07	Вет стан. Н. Град	3508	0,512	1.788	3.508	4.324	-1.720	-2.536
23	03.04.07	Вет стан. Модр.	5600	0,8	4.460	5.600	15.919	-1.140	-11.459
24	04.04.07	Вет стан. Модр.	800	0,8	637	800	2.274	-163	-1.637
25	19.03.07	Градиш Прњавор	2454	1,6	3.914	2.454	5.756	1.460	-1.842
26	03.04.07	АШ Крајина БЛ	83512	0,7	58.458	83.512	93.667	-25.054	-35.209
УКУПНО:					261.611	371.110	482.233	-109.499	-220.624

Извор: документација Фонда ПИО

У току израде ове студије Фонд ПИО је доставио Радној групи информацију да је Сектор извршио анализу одређеног броја предузећа класификованих у тзв. групу Ц и Д, за која се наводи да постоји оправданост одлуке о продаји и да се започело са њеном реализацијом.

## - Куповина акција

Све до 2007. године Фонд ПИО није инвестирао средства добијена продајом или средства од дивиденде. У периоду јануар–март 2007. године уложено је у куповину хартија од вриједности 214.418 КМ (4 емитента из система Електропривреде РС). Ефекти тих улагања приказани су у наредном табеларном прегледу.

Табела 6. Ефекти из улагања

Ознака емитента	Вриједност обављеног посла (без трошкова провизије)	Датум куповине хов и тржишна цијена на дан куповине	Купљено акција	Тржишна цијена на дан 12.04.2007.	Тржишна вриједност купљених хов на дан 12.04.2007.	Нереализ. губици / добици
ХЕТР	26.106,00	(05.01.2007) 2,29	11.400	3,72	42.408	16.302
ЕДПЛ	16.894,88	(05.01.2007) 3,68	4.591	5,75	26.398	9.503
ХЕДР	14.223,00	(05.01.2007.) 1,65	8.620	3,16	27.239	13.016
ЕЛДО	23.995,86	(05.01.2007) 2,66	9.021	4,19	37.798	13.802
ХЕДР	2.064,15	(10.01.2007) 1,65	1.251	3,16	3.953	1.889
ЕДПЛ	8.290,80	(10.01.2007) 3,60	2.303	5,75	13.242	4.951
ХЕДР	8.910,00	(11.01.2007) 1,65	5.400	3,16	17.064	8.154
ЕДПЛ	1.015,00	(11.01.2007) 3,50	290	5,75	1.668	653
ХЕДР	165,00	(12.01.2007) 1,65	100	3,16	316	151
ХЕДР	886,05	(16.01.2007) 1,65	537	3,16	1.697	811
ХЕДР	27.165,60	(15.03.2007) 2,64	10.290	3,16	32.516	5.351
ХЕТР	44.380,00	(15.03.2007) 3,17	14.000	3,72	52.080	7.700
ХЕТР	57.852,50	(16.03.2007) 3,17	18.250	3,72	67.890	10.038
ХЕДР	8.469,37	(19.03.2007) 2,87	2.951	3,16	9.325	856
Укупно:	240.418				333.594	93.177

Извор: документација Фонда ПИО

У претходној табели наведена су укупно уложена средства, са и без брокерске провизије, као и цијене по којима је извршена куповина наведених хартија од вриједности. Тржишна вриједност купљених количина хартија од вриједности је утврђена на дан 12.04.2007. године и из тога су изведени нето ефекти раста вриједности (нереализовани добици) у укупном износу од 93.176,62 КМ.

### 4.3.4.2. Понуде за преузимање

У периоду од децембра 2005. године до фебруара 2007. године Сектор за пословање капиталом од приватизације је обавијестио надлежне органе Фонда ПИО у вези 54 објављене јавне понуде за преузимање. За сваког од емитената, чије су акције биле предмет преузимања, Управном одбору Фонда ПИО достављена је анализа као основа за доношење одлуке о депоновању акција. Надлежни органи Фонда ПИО до краја 2006. године нису се изјаснили за прихватање понуде ни у једном случају. У Прилогу 4 ове Студије се налази преглед објављених понуда за преузимање са капитализацијом акција Фонда ПИО по цијени из понуде.

Управни одбор Фонда ПИО је у марту 2007. године донио одлуку о прихватању понуде за преузимање акција сљедећих емитената: АШ "Крајина" Бања Лука, "Гра-

дип" а.д. Прњавор и "Нискоградња" а.д. Теслић. Акције АШ КРАЈИНА су депоноване по цијени од 0,70 КМ по акцији, што је и највиша цијена којом се до тада трговало. Накнадно су обустављене од извршења одлуке за емитенте "Градип" и "Нискоградња", из разлога што су тржишне цијене биле далеко веће од понуђених цијена.<sup>2</sup>

#### 4.3.4.3. Остварени приходи

##### - Исплаћена дивиденда

**Табела 7. Исплаћена дивиденда у акцијама и новцу**

2001. година		
Дивиденда		
Назив емитента	у акцијама	у новцу
'Бијаљинапут" АД Бијељина	-	6.761,01
<b>Укупно</b>		<b>6.761,01</b>
2002. година		
Назив емитента	у акцијама	у новцу
'Бијаљинапут" АД Бијељина		8.259,9
"Телеком Српске" АД Бања Лука	13.596.845	
<b>Укупно</b>		<b>8.259,9</b>
2003. година		
Назив емитента	у акцијама	у новцу
'Бијаљинапут" АД Бијељина		11.504,68
"Телеком Српске" АД Бања Лука	5.418.492	2.297.953,27
АД "Техногас" Лакташи		1.0051,2
<b>Укупно</b>		<b>2.319.509,15</b>
2004. година		
Назив емитента	у акцијама	У новцу
'Бијаљинапут" АД Бијељина		10.000,00
"Телеком Српске" АД Бања Лука	4.099.641	3.076.101,75
АД "Техногас" Лакташи		16.752,00
'Витинка" АД Козлук		47.755,40
'Невесињепутеви" АД Невесиње		2.897,89
АД "Боксит" Милићи		113.575,90
'Рафинерија уља" АД Модрича		10.450,79
'Бентонит" АД Шипово		1.045,57
'Тржница" АД Бања Лука	534.807	
'Гистоћа" АД Бања Лука	133.057	
'Водовод и канализација" АД Бијељина	41.557	
<b>Укупно</b>		<b>3.278.579,30</b>

<sup>2</sup> Треба имати у виду да су информације о вишим тржишним цијенама у односу на цијене из јавне понуде биле познате и у тренутку доношења одлука о прихватању тих одлука, што доводи у питање компетенције Управног одбора за одлучивање у овој области

**2005. година**

Назив емитента	у акцијама	У новцу
'Бијалинапут" АД Бијељина		9.561,96
'Телеком Српске" АД Бања Лука		6.997.253,62
АД "Техногас" Лакташи		20.102,40
'Витинка" АД Козлук		63.678,87
'Невесињепутеви" АД Невесиње		3.348,81
'ХЕ на Врбасу" АД Мркоњић Град		17.912,00
'Херцеговинапутеви" АД Требиње	131.990	
'Гистоћа" АД Бања Лука	27.654	
<b>Укупно</b>		<b>7.111.857,66</b>

У периоду 2001.-2005. година укупни ефекти из дивиденде исплаћених у новцу су 12.724.922,02 КМ. Цјелокупан износ усмјерен је у исплату пензија, иако је у појединим периодима постојала законско ограничење таквог кориштења.

Иницијално када је Законом о Измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању у августу 2001. године регулисано управљање имовином из приватизације, било је утврђено да се само нето добици остварени по годишњем обрачуну могу користити за текућу потрошњу односно исплату пензија. Измјенама и допунама из јуна 2002. године било је прописано је да се средства добијена од продаје хартија од вриједности из портфеља могу користити за исплату пензија.

Измјенама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању из децембра 2003. године поново је уведена забрана да се средства добијена од продаје хартија од вриједности из портфеља Фонда ПИО могу користити за исплату пензија.

***- Прилив по основу 10% од продаје предузећа са капиталом до 300.000 КМ (члан 27. Закона о приватизацији државног капитала у предузећима)***

Према евиденцији Фонда ПИО дозначена је уплата од стране Дирекције за приватизацију по основу 10% од продаје предузећа са државним капиталом мањим од 300.000 КМ и то:

-04.04.2001. године	500.000,00 КМ
-05.04.2001. године	2.500.000,00 КМ

што укупно износи 3.000.000,00 КМ. Ова средства Фонд ПИО је усмјерио у исплату пензија, односно искориштена су у редовном пословању. У Фонду ПИО не располажу податком колики износ је Дирекција за приватизацију до сада у обавези да исплати Фонду по наведеном основу.

#### **4.3.5. Закључци о досадашњем начину управљања портфељом Фонда ПИО**

На основу анализе извршене у поглављима 3. и 4. ове Студије може се закључити да досадашњи начин организовања и управљања портфељом Фонда ПИО карактерише слиједеће:

- непотпун законски оквир са честим и неконзистентним измјенама;
- непостојање јасног концепта намјене имовине и начина кориштења остварених ефеката (од самог закона, до интерних аката Фонда ПИО);
- у протеклом периоду Фонд ПИО није јасно дефинисао инвестиционе циљеве, стратегију улагања и инвестициону политику;
- интерним актима Фонда ПИО нису у потпуности разграничене улоге, надлежности и одговорности појединих органа у доношењу стратешких и оперативних одлука (УО Фонда, директор Фонда, помоћник директора Фонда, савјетодавна Комисија). Поред тога, до 2005. године законом је била прописана обавеза добијања претходне сагласности Владе РС на продају хартија од вриједности;
- полазећи од навода из претходних алинеја произилази да постоји спорост у доношењу одлука и инертност у рекцијама на тржишне промјене, због чега је постојећи начин управљања изразито неефикасан;
- систем управљања је организован на начин који онемогућује ефикасну контролу (у домену ризика, конфликта интереса итд.);
- нису јасно разграничене одговорности органа Фонда ПИО за ефекте управљања портфељом;
- портфељ Фонда ПИО, и 5 година након стицања, садржи акције иницијално стечене из приватизације, што значи да сложени процес реструктурирања портфеља тек предстоји;
- искуства о начину првих продаја су негативна, јер су одлуке донесене без претходних анализа у вези продајне цијене, начина објављивања намјере продаје, метода продаје и сл;
- до сада нису поштоване законске одредбе у вези припреме финансијских извјештаја и начина вредновања, тако да се не може утврдити фер вриједност портфеља и не могу се мјерити ефекти реализованих и нереализованих добитака или губитака;
- начин корпоративног управљања у емитентима из портфеља је нетранспарентан и непрофесионалан, није извршена селекција емитената у којима се намјерава остварити активно управљање (што је неопходно с обзиром на велики број емитената у портфељу);
- исплаћена дивиденда у новцу, у појединим периодима кориштена је супротном прописима (за текућу потрошњу, иако нису утврђени нето добици);
- није поштована законска обавеза достављања Влади РС посебних периодичних и годишњих финансијских извјештаја који се односе на портфељ Фонда ПИО;
- Фонд ПИО - Сектор за пословање капиталом од приватизације још увијек није кадровски и технички оспособљен за обављање повјерених послова

управљања портфељом (не постоје сви потребни организациони дијелови, укључујући одјељење за анализе, ризике и сл., нити је успостављен адекватан информациони систем).

Имајући у виду наведене карактеристике, очигледно је да постојећа законска рјешења не обезбјеђују основне претпоставке за рационално и ефикасно управљање портфељом Фонда ПИО. Полазећи од достигнутог степена развоја тржишта капитала у РС, организација и начин управљања портфељом Фонда ПИО нису адекватно регулисани, како законом, тако и општим актима Фонда ПИО. Досадашњи ефекти показују да организациона јединица - сектор није прихватљив начин за управљање имовином из приватизације која се састоји од 800 емитената у процијењеној вриједности од 814 милиона КМ (према методологији из Уредба о методологији за утврђивање нето вриједности имовине акцијског фонда Републике Српске и Фонда за реституцију Републике Српске).

Извршене анализе показују да су почетна рјешења у смислу формирања сектора у оквиру Фонда брзо превазиђена и да свако даље одлагање избора новог модела организације и управљања има вишеструке негативне посљедице по имовину стечену у приватизацији.

Трећи дио

## **ИЗБОР МОДЕЛА УПРАВЉАЊА**

## 5. Модели организовања и управљања портфељом фонда ПИО

### 5.1. Компаративна анализа међународних искустава

#### 5.1.1. Демографски резервни фондови

Резервни фондови обавезног пензијског осигурања, познатији као демографски резервни фондови, формирају се с циљем обезбјеђења дугорочне одрживости обавезног пензијског осигурања и користе се као амортизер, тј. неутрализатор пројектованих или неочекиваних потешкоћа у функционисању обавезног пензијског осигурања.

Средства резервних фондова формирају се акумулацијом вишкова текућих доприноса у односу на текуће исплате пензија. Имајући у виду виталну улогу пензијског осигурања у обезбјеђењу адекватних примања осигураника у пензији, управљање средствима резервних фондова и њихова сигурност све више добијају на значају.

У наставку се даје краћа анализа међународне праксе организовања и управљања демографским резервним фондовима<sup>3</sup>.

#### - Облик организовања и органи управљања

Резервни фондови се, у правилу, јављају у два облика организовања:

1. као интегрални дио шеме пензионог осигурања (Финска, Данска, САД, Канада) или
2. као правно одвојен и самосталан фонд (Норвешка, Шведска, Јапан, Ирска, Шпанска, Француска, Пољска).

Независно од облика организовања, готово сви резервни фондови, по закону, морају имати посебан орган управљања. Број чланова органа управљања варира, али се у већини случајева ради о деветочланом органу са трипаритетним представницима: запослених, послодавца и владе. Чланови морају посједовати одговарајућа инвестициона, пословна, економска и финансијска знања, а бира их влада (преко предсједника, ресорних министарстава и државних секретаријата).

Дјелокруг органа управљања обухвата:

- доноси инвестициону политику,
- доноси или одобрава инвестиционе одлуке
- именује ревизора, а негдје и актуара и
- подноси извјештај о активностима резервног фонда.

---

<sup>3</sup> Базирано на: "Public Scheme Reserve Funds: Helping sustain PAYG pensions – Survey Report", International Social Security Association, 2007.

Орган управљања за свој рад одговара ресорним министрима (министру рада и социјалне заштите и министру финансија) и парламенту (извјештаји се достављају парламенту или одговарајућим одборима парламента).

#### - Финансирање и трошкови

Резервни фондови организовани као интегрални дио шеме пензионог осигурања средства стичу алокацијом годишњег вишка доприноса које је пензиони фонд примио над пензијама које је исплатио, и 60% својих прихода црпи из социјалних доприноса. С друге стране, фондови организовани као самостална правна лица средства формирају од вишка инвестиционих прихода над административним трошковима, тј. више од 90% својих прихода стичу инвестирањем.

У појединим земљама (Финска и Португал) држава врши трансфер капитала за посебне намјене, док у Пољској, Словачкој и Француској постоје намјенски доприноси за резервни фонд.

Неке земље су добиле иницијална средства за конституисање резервног фонда, што је уређено законима тих земаља (нпр. у Ирској је Влада дужна 1% БДП инвестирати у резервни фонд, што је износило 35% укупних извора резервног фонда, док је у Шпанији у закону о буџету утврђена обавеза улате средства која је износила 89% укупних извора финансирања)

Табела 8. Резервни пензијски фондови

Земља	Допринос %	Обвезник	Будуће промјене
Пољска	0,25	Запослени	Повећање на 0,35% до 2008., након тога смањење на 0%
Словачка	4,75	Послодавац, предузетник и добровољно осигурани	
	2%	Држава	
Француска	2% социјални порез		

Извор: "Public Scheme Reserve Funds: Helping sustain PAYG pensions – Survey Report", International Social Security Association, 2007.

У оцјени минималног износа средстава резервног фонда користе се актуарске процјене (већином вањског актуара), које су обавезне, углавном, за фондове организоване у саставу шеме обавезног пензионог осигурања, и то: најчешће сваке три године, док се у Данској актуарска процјена врши 4 пута годишње. За правно самосталне фондове, актуарске процјене, углавном, нису обавезне.

Битно је уочити да се плаћања из средстава резервног фонда, кад он егзистира као дио шеме пензионог осигурања, врше за исплате пензија, док се за плаћање административних трошкова користе пословна средства и рачуни пензионог фонда. С друге стране, код правно самосталних резервних фондова плаћања из фонда врше само за покриће административних и инвестиционих трошкова.

У Ирској, Новом Зеланду и Пољској средства резервног фонда се не могу користити за исплату пензија прије 2025, 2020 и 2009. године респективно.

У Пољској, нпр. не постоји орган управљања фондом, те се коришћење средстава резервног фонда за исплату пензија може вршити само уз одобрење владе.

Извршена анализа трошкова пословања резервних фондова показује да самостални резервни фондови имају, генерално, ниже трошкове пословања (укупни трошкови мјерени у односу на укупне приходе и или укупну активу) у односу на фондове који су дио шеме осигурања. Код самосталних фондова, административни трошкови у односу на активу износе 0,31% или мање.

#### **- Управљање активом**

Сви резервни фондови имају детаљно прописану инвестициону политику, која не уређује само питања инвестиционих одлука и алокације активе, већ разрађује и могуће сукобе интереса лица укључених у инвестирање средстава.

Инвестициона политика садржи различите стратегије максимизирања поврата и минимизирања ризика. Принципи инвестирања базирани на приносу, солвентности, ликвидности и диверсификацији, често су допуњени ограничењима из регулативе или органа управљања.

Контрора изложености портфолиа ризику врши се путем усвојених индикатора ризика.

У већини земаља преферира се инвестирање на домаћем тржишту, док је то негде и законска обавеза (Пољска – 100%, Португал 50%). Ипак, пракса показује да самостални фондови више улажу у иностране ХОВ, углавном из слиједећих разлога: флексибилнија регулатива, овим фондовима управљају (у правилу) специјализоване институције које посједују адекватна знања и капацитет за анализу ХОВ као потенцијалних страних инвестиција, располажу већим износом средстава за инвестирање (јер се ова средства не користе за исплату пензија), налазе се у земљама које нису изложене девизном ризику што је карактеристично за нашу земљу и потенцијална евро улагања) и налазе се под мањим политичким ризиком обавезног улагања на домаћем тржишту.

Карактеристично за фондове који су дио шеме пензионог осигурања јесте држање већег износа средстава у облику ликвидних улагања (готовина или средства на банкарским рачунима), док самостални резервни фондови улажу више у ХОВ. Поред тога, у земљама попут Канаде, Француске и Ирске значајнији дио портфолија чине акције (негде чак дупло више од улагања у обвезнице). С друге стране, у САД-у примјењује се посебна стратегија улагања по којој се сва средства (100%) улажу у посебне емисије (домаћих) трезорских обвезница намјењених Социјалном Осигурању.

Управљање активом врши се на различите начине: управљање "унутар куће", управљање путем посебног лица (друштво за управљање) или управљање комбинацијом (интерно управљање и аранжмани са професионалним инвестиционим менаџерима и другим финансијским институцијама). Тамо гдје су фондови дио шеме, управљање активом врши само фонд социјалне сигурности, заједно са

обављањем осталих дјелатности. Супротно овоме, тамо гдје су фондови самостална правна лица управљање ативом врши независна специјализована институција, чији је једини задатак максимизирање приноса путем најефикасније алокације средстава. (што је једно од објашњења зашто ови фондови више улажу у хартије од вриједности) .

Коначну одлуку о композицији инвестиционог портфеља обично доноси орган управљања, на приједлог професионалног инвестиционог одјељења, или, пак, само инвестиционо одјељење.

Мали број посматраних земаља има обавезу коришћења услуга депозитара, но тамо гдје она постоји као депозитар се користи јавна институција (Централна банка или јавни депозитар за хартије од вриједности).

Сви резервни фондови подлијежу обавези ревизије, често од главне службе за ревизију јавног сектора (или од приватног ревизора којег именује влада). Извјештај о пословања доставља се једном годишње парламенту и одговарајућем одбору парламента.

#### **- Порески третман**

Добит стечена инвестирањем на домаћем тржишту није опорезива. У Данској и Финској институције које управљају средствима резервног фонда подлијежу истом пореском режиму као и друга предузећа.

Посебну пажњу заслужује разматрање начина оснивања и функционисања Француског демографског резервног фонда

### ***5.1.2. Примјери демографских резервних фондова из праксе***

#### **- Француски Демографски резервни фонд**

Француски Демографски резервни фонд је јавна државна институција, основана 2000. године. Држава врши управљање кроз Управни одбор и Надзорни одбор, у који Влада Француске именује чланове. У ове органе укључују се представници свих страна у социјалном дијалогу (синдикати, влада, стручњаци из области).

Сврха оснивања овог фонда је дугорочне природе, с циљем кориштења средстава из фонда након 2020. године, када ће у Француској (према демографским пројекцијама и актуарским прорачунима) јавни пензиони систем доћи у финансијске потешкоће, те ће имати проблема са исплатом пензија.

Принципи функционисања су: (1) независност, до 2020. године, Фонду је остављено да аутономно функционише, према правилима која су унпријед утврђена; (2) тран-

спарентност, води се рачуна о јавности свих операција, те редовно обавјештава ширу јавност о свом дјеловању; (3) укључивање свих страна у социјалном дијалогу у рад Фонда.

Извори финансирања фонда су: (1) 2% тзв. друштвени порез – сви грађани Франуске солидарно плаћају 2% пореза на сва примања за ову сврху; (2) вишкови из постојећег јавног пензионог система (постојећи текући buffer фонд); (3) приходи од пословања (продаје, куповине средстава фонда); (4) дознаке од Државне фирме за снадбјевање гасом; (5) остали приходи. На крају 2006. године укупни капитал овог фонда износио је 31.1 милијарду евра.

Управљање фондом врши се преко управног и надзорног одбора. Надзорни одбор укључује представнике: законодавства, синдиката, ресорног министарства социјалне заштите, привреде, финансија и индустрије, реномираних стручњака из финансијске области. НО тренутно има 20 чланова. НО дефинише инвестициону политику и принципе пословања, врши избор независних ревизора и одобрава извјештаје.

Управни одбор-одбор извршних директора има три члана, којим предједава директор. Овај одбор одговара за рад фонда, извршава операције и одговара за законитост и пословање у складу са постављеним правилима. Инвестиционе операције врше инвестициони менаџери. У фонду тренутно има око 40 запослених. Укупни оперативни трошкови не прелазе 2.5% капитала.

Средства фонда улажу се у хартије од вриједности у складу са увојеном инвестиционом политиком. У прве 3 године функционисања, остварене су неочекивано велике стопе поврата (10%, у односу на планираних 5-6%). У мају 2006. године, инвестициона политика је промијењена, те се више улаже у акције изван Еурозоне. Укупно учешће улагања у обвезнице је смањено са 45% на 30%, а улагање у акције је повећано са 55% на 60%. Највећа промјена инвестиционе политике је препоручено улагање у акције изван Еурозоне (са 17% на 27% портфолиа, због очекивања већих приноса).

#### **- Словеначки резервни фонд – Капиталска дружба**

У Словенији демографски резервни фонд постоји и послује у оквиру акционарског друштва Капиталска дружба, које је основано Законом о пензијском и инвалидском осигурању. До 1996. године имовином из приватизације управљало се у оквиру организационог дијела Завода за ПИО, да би се након тога та имовина издвојила у самостално правно лице.

У процесу приватизације друштвене својине законом је 10% приватизоване имовине припало Пензионом фонду (Завод за пензијско и инвалидско осигурање). У ту сврху у оквиру Завода, као посебан организациони сектор, формиран је тзв. Капиталски фонд. Правни основ био је Закон о пензијском и инвалидском осигурању (ЗПИЗ из 1992. године). Као самостално правно лице Капиталски фонд се организује на основу измјене у Закона из 1994. и 1996. године. Након тога Фонд

послује под називом Капиталска дружба, делнишка дружба - КАД у искључивом државном власништву.

Послије пензионе реформе, која је започела крајем године 1999. године садашња КАД послује по Закону о пензијском и инвалидском осигурању и по Закону о привредним друштвима. У процесу приватизације у Словенији била је створена и могућност, да грађани дио сертификата из приватизације замјене за пензионе бонове, што је било реализовано у 1996. години и регулисано у Закону о првом пензионом фонду и преобликовању овлашћених инвестиционих друштава.

КАД обавља слиједеће дјелатности:

- (1) управља имовином из приватизационог процеса, која је намијењена за допунско финансирање обавеза Завода за пензијско и инвалидско осигурање,
- (2) управља имовином и исплаћује ренте из Првог пензионог фонда и
- (3) управља фондовима додатног пензијског осигурања.

У првом својству је КАД резервни фонд пензионог система (за све осигуранике), а у другом осигуравајуће друштво са фондом за исплаћивање ренти појединцима, који су у први пензиони фонд уложили своја приватизациона потраживања.

Поред тога КАД управља и са три фонда додатног пензионг осигурања: обавезног додатног осигурања, који је намијењем такозваним бенефицираним осигураницима, затвореног пензионог фонда за јавне службенике и (отвореног) узајамног пензионог фонда.

Из наведеног произилази да су функције и послови КАД по свом значају различите природе и намјене, па стога понекад и у супротности. Због типа приватизације у Словенији, КАД је као резервни фонд пензионог система (био) састављен од великог броја власничких удјела у привредним друштвима. Због тога је од самог почетка једна од нјаважнијих активности била консолидација портфеља, тј. смањивање броја предузећа и хартија од вриједности, односно удјела. Удјели у мањим предузећима и онима, која нису котирала на организованом тржишту, продавани су, а средства инвестирана у друге хартије од вриједности. У многим друштвима КАД је имао значајно власничко учешће, те је могао својим одлукама да активно утиче на управљање, што је у јавности често имало негативан одјек. Тренутна опредјелјења су да се КАД постепено претвара у портфељског инвеститора.

Што се тиче даљег функционисања и циљева преовлађује становиште да КАД треба да остаје »резервни фонд« за допуњавање пензија. Различита су стајалишта, да ли допуњавања тј. кориштење средстава и дезинвестирање треба да почне одмах или тек послје (или) око 2015 године. Економски аналитичари сматрају да би, са стајалишта дугорочне одрживости јавних финансија, боље било, да КАД операцијама на тржишту капитала и новим приватизационим средствима повећава обим до оног нивоа када ће бити спреман да значајније допринесе јавном фонду. Пракса је тренутно другачија јер већ сада КАД годишње допуњује буџет Завода.

За отклањање супротности између основне функције и додатних дјелатности, КАД би према неким идејама требао да се трансформише у холдинг компанију, у којој би компаније кћери биле: осигурање, друштво за управљање, те резервни фонд.

## **5.2. Циљеви и намјена портфеља Фонда ПИО**

Прије излагања алтернативних модела организовања и управљања портфељом Фонда ПИО, потребно је да се дефинишу основни циљеви и намјена портфеља, који, поред осталог, одређују коначан избор модела.

Основни циљеви управљања портфељом Фонда ПИО су:

1. повећање вриједности портфеља кроз ефикасније управљање и надзор;
2. дугорочна одрживост пензијског система Републике Српске, са становишта покрића дијела транзицијског трошка реформе пензијског система и потенцијалног учешћа у додатном пензијском осигурању.

Имајући у виду да је избор модела управљања портфељом Фонда ПИО само прва фаза целокупне пензијске реформе, како је то назначено и у уводном дијелу ове Студије, коначна намјена портфеља ће бити утврђена у другој фази, тј. израдом стратегије реформе пензијског система, укључујући и могућност краткорочне подршке Фонду ПИО за исплату текућих пензија, у складу са законски утврђеним ограничењима.

## **5.3. Алтернативни модели организовања и управљања портфељом**

У овом поглављу дата је анализа могућих модела организовања и управљања портфељом фонда ПИО. Назначене су основне карактеристике, предности и недостаци сваког предложеног модела.

При томе је, организовање портфеља Фонда ПИО у облику посебног правног лица – типа затвореног инвестиционог фонда, усвојено као полазна основа, након чега су разматрани алтернативни начини управљања основним инвестиционим фондом.

### **5.3.1. *Формирање посебног правног лица од портфеља Фонда ПИО -затворени инвестициони фонд***

Фонд ПИО је иницијално, у приватизацији, стекао у власништво имовину (портфељ хартија од вриједности и новчана средства из приватизације), којима се, према постојећем стању, управља у оквиру посебног сектора Фонда ПИО. Постојеће рјешење анализирано је у претходним поглављима ове Студије, са закључком, да је као такво неодрживо.

Због наведеног, предлаже се да се поменута имовина издвоји из Фонда ПИО и региструје као засебно акционарско друштво – затворени инвестициони фонд (ИФ).

Оснивач новоформираног ИФ-а био би Фонд ПИО, чиме се задржавају постојећа власничка права Фонда ПИО над овом имовином.

Алтернативно, власник и оснивач новог ИФ-а може бити и Република Српска, као што је то урађено у Словенији. Наравно, циљеви и намјена употребе имовине (за потребе реформе пензијског система), остали би исти.

Без обзира на власничку структуру, у наставку се дају предности предложеног модела издавања портфеља у посебно правно лице:

- ефикасније управљање и мјерење резултата, у функцији максимизирања раста вриједности портфеља ИФ-а;
- већа транспарентност и ефикаснија контрола управљања портфељом;
- могућност повезивања управљачке провизије са оствареним резултатима управљања;
- увођење функције депозитара ИФ-а, коју би вршила законом овлашћена институција и
- могућност формирања више фондова из имовине ИФ-а или других фондова у реформи пензијског система, којим би управљало исто друштво за управљање.

Оснивање и пословање ИФ-а требало би уредити посебним законом, уз могућност сходне примјене Закона о инвестиционим фондовима.

Сличан начин организовања имовине из приватизације примјењен је у Словенији и Хрватској. У овој Студији, у поглављу 5.1.2. детаљно је анализирано искуство Словеније (КАД), а у Хрватској је капитал који је по основу приватизације припао бранитељима, пренесен у фонд - посебно правно лице, који је дат на управљање приватном друштву за управљање Erste Invest.

Предложени модел основања ИФ-а, даље се може дограђивати кроз форму постојања два или више (под)фондова и то:

- **ФОНД I** - на почетку би био једнак постојећем портфељу хартија од вриједности Фонда ПИО, тј. у њега би се пренио сав капитал који је припао Фонду ПИО из приватизације.
- **ФОНД II** - у којем би се као почетна средства могла наћи новчана средства која припадају Фонду ПИО из приватизације, а налазе се на посебном рачуну Фонда ПИО. Надаље, у овај фонд би се преносио новац од продаје акција из ФОНДА I, који би се даље инвестирао у ликвидне хартије од вриједности и другу активу (у складу са законом и усвојеном инвестиционом политиком). Тиме би се могао мјерити остварени принос и ефекат управљања и ФОНДОМ I и ФОНДОМ II.

На овај начин у ФОНДУ I се врши дезинвестирање кроз континуирану продају (фокус је на анализи цијена и тренутка продаје акција из портфеља). Насупрот томе, у ФОНДУ II се тежи увећању вриједности капитала и мјерењу приноса.

Идеја формирања 2 подфонда могла би се, такође, разматрати и у контексту фонда ликвидних и фонда неликвидних хартија од вриједности (уз дефинисане критеријум-

ма ликвидности). Тиме би се одређена арбитражност процјене вриједности хартија од вриједности свела само на процјену оних неликвидних, и дјелимично ублажили проблеми с којима су се сусретали приватизациони инвестициони фондови у процјени вриједности свог портфеља.

### **5.3.2. Модели управљања портфељом - затвореним инвестиционим фондом (ИФ)**

Управљање основаним ИФ-ом (у складу са приједлогом из тачке 5.3.1. ове Студије) могуће је организовати на слиједеће начине:

1. оснивање друштва за управљање у власништву Фонда ПИО, односно Републике Српске
2. повјеравање управљања приватном друштву
3. коришћење постојећег сектора за управљање у саставу Фонда ПИО
4. повјеравање управљања Инвестиционо – развојној банци РС
5. оснивање ИФ-а и друштва за управљање као једног правног лица.

Побројани модели, резултат су различитих теоријских анализа и искустава међународне праксе.

#### **5.3.2.1. Оснивање друштва за управљање ИФ-ом у власништву Фонда ПИО**

У складу са домаћом и међународном праксом и прописима из области инвестиционих фондова, Фонд ПИО могао би основати предузеће - друштво за управљање ИФ-ом. Алтернативно, власник и оснивач овог друштва може бити и Република Српска. Фонд ПИО, као оснивач и акционар друштва за управљање, преко органа друштва организовао би, пратио и надзирао рад друштва за управљање. Основни задатак друштва за управљање био би раст вриједности нето имовине ИФ-а.

Основано друштво за управљање ИФ-ом финансирало би се из провизије коју наплати по основу управљања портфељом или унапријед утврђеним буџетом. Актима друштва за управљање требала би се прописати минимална и максимална провизија – буџет, коју друштво може да наплати, а да не угрози вриједност портфеља којим се управља (уз прописивање минималног износа за покриће фиксних трошкова).

Одлуке друштва за управљање доносиле би се у најбољем интересу ИФ-а, уз максималну заштиту од спољних фактора и утицаја. Инвестиционе одлуке, у складу са усвојеном инвестиционом политиком, требао би да самостално доноси професионални тим на основу стручних анализа, уз поштовање принципа профитабилности, сигурности и дисперзије ризика. За одлуке о продаји пакета акција дијела стратешких предузећа (нпр. Телеком, Електропривреда и сл.) могуће је прописати обавезу прибављања претходног одобрења од органа управљања друштва.

У друштву би требали бити запослени стручњаци из области финансијског тржишта са доказаним искуством у тој области, тј. брокери и инвестициони менаџери. Организациона структура друштва за управљање требала би бити прилагођена међународним стандардима организовања друштава за управљање на развијеним финансијским тржиштима, што подразумева оснивање различитих сектора (за анализу, наруџбе, корпоративно управљање, рачуноводство, правне послове, маркетинг и односе са јавношћу, итд).

Поменута организациона структура захтијева већи број запослених, прије свега инвестиционих менаџера и аналитичара, при чему треба водити рачуна о рационализацији трошкова друштва за управљање, како се не би десило да друштво за управљање постане само себи циљ<sup>4</sup>.

#### **Предности:**

- управљање у најбољем интересу портфеља ИФ-а,
- максимизирање вриједности портфеља;
- ефикаснији надзор управљања портфељом;
- транспарентно управљање портфељом;
- стварање доброг имиџа Фонда ПИО, неопходног и за промоцију целокупне реформе пензијског система Републике Српске;
- јасно дефинисан правни статус и одговорности, раздвајање управљања портфељом од текућих послова Фонда ПИО;
- могућност ефикасне координације са Инвестиционо–развојном банком РС у вези заједничког дјеловања у управљању портфељом, као и са осталим акционарима, прије свега инвестиционим фондовима;
- у својој развијеној фази друштво за управљање може преузети управљање и другим фондовима (нпр. пензијским фондовима након спроведене реформе пензијског система).

#### **Недостаци:**

- опасност од формирања прегломазне организационе структуре и броја запослених (али, вјероватно је да би исти број стручног особља био потребан и у алтернативним моделима организовања који се даље разматрају);
- ризик високих трошкова друштва за управљање и недовољне зараде друштва за њихово покриће;
- ризик утицаја других фактора на доношење инвестиционих одлука, који нису искључиво професионални. Овај ризик је присутан и код других модела управљања, а најмањи је у случају ангажовања приватног друштва за управљање.

---

<sup>4</sup> У будућности се може разматрати опција оснивања брокерске куће у власништву Фонда ПИО, или у оквиру друштва за управљање, а све у циљу смањења накнада које се плаћају брокерским кућама.

Због потребе обезбјеђења транспарентности управљања и укључивања других носилаца јавног интереса, могуће је прописати да дио чланова органа друштва именује Влада Републике Српске.

Као подваријанта овог модела, постоји и опција оснивања заједничког друштва за управљање са оснивачима: Фонд ПИО и Инвестиционо-развојна банка РС, са једнаким учешћем у капиталу друштва. Могуће је и да се учешће Банке обезбиједи каснијом докапитализацијом друштва којег је основао Фонд ПИО.

Такође, дугорочно посматрано, у каснијој фази управљање се може повјерити и приватном друштву за управљање и то путем:

1. продаје друштва за управљање основаног од Фонда ПИО
2. докапитализације постојећег друштва за управљање или
3. престанком постојећег друштва за управљање и избором приватног друштва.

У вези са избором овог модела управљања портфељом Фонда ПИО, Радна група је је добила мишљење стручњака Свјетске банке и Пројекта СИТАП, који су подржали овај приједлог. Према њиховом мишљењу, у садашњим условима, оптимално рјешење било би модел оснивања друштва за управљање у власништву Фонда ПИО, са релативно мањим бројем запослених, а по потреби да се ангажују спољни сарадници и институције. Даље наводе, да за помоћне функције друштва (информатика, администрација и општи послови, физички простор и обезбјеђење) максимално треба користити постојеће ресурсе Фонда ПИО. Оснивач друштва треба да има овлаштења да именује и разрјешава Управу друштва. Одређени број чланова Управног одбора може се препустити другим интересним групама (Влади РС). Увођењем транспарентности у раду и других механизма за елиминисање политичког утицаја, смањиће се могућност злоупотреба и грешака.

### *5.3.2.2. Приватно друштво за управљање*

У случају избора приватног друштва за управљање ИФ-ом, требало би расписати јавни тендер (вјероватно међународни, због величине портфеља). Тендером би се дефинисали услови које потенцијални управљач мора да задовољи, а све у циљу избора друштва за управљање које има потврђене референце, неопходну инфраструктуру и искуство, који гарантују ефикасно управљање.

Изабрано друштво за управљање финансирало би се из провизије, чија би висина зависила од резултата које друштво оствари управљајући повјереним портфељом.

Начин инвестирања и ограничења инвестиционе политике дефинисали би се (под)законским актима из ове области. Слично као и код претходног модела, изузетно, могла би се прописати обавеза прибављања претходне сагласности органа оснивача ИФ-а за продају пакета акција стратешких предузећа.

### **Предности:**

- могућност да се кроз конкурентске понуде изврши избор друштва за управљање које понуди најбоље услове;
- транспарентно управљање портфељом;
- очекивани већи приноси на портфељ ИФ-а којима управља приватни професионални управљач са искуством;
- везивање трошкова провизије за остварену зараду ИФ-а;
- мањи ризик од утицаја спољних (непрофесионалних) фактора на рад приватног друштва за управљање;
- могућност раскида уговора уколико друштво за управљање не испуни преузете обавезе, и избор новог друштва.

### **Недостаци:**

- примарни интерес друштва за управљање било би максимизирање зарада друштва;
- могућа пасивност и прекомјерни опрез у доношењу инвестиционих одлука због прописане конзервативне инвестиционе политике и изложености јавној оцјени рада друштва;
- постојање могућности раскида уговора о управљању од стране друштва, што захтијева додатно вријеме и трошкове за избор новог друштва;
- ризик одсуства интереса приватних друштава за овом активности, због чега би се морали тражити алтернативни модели управљања.

У зависности од тога да ли би се на расписаном тендеру бирало домаће или страно друштво за управљање, предложени модел има одговарајуће предности и недостатке који се наводе у наставку.

### **Друштво за управљање из иностранства:**

1. **предност:** искуство у области управљања и познавање ситуације на међународном тржишту капитала,
2. **недостатак:** непознавање прилика на тржишту капитала РС. Такође, велики број акција из портфеља Фонда ПИО није ликвидан, због чега се не би могли користити уобичајени методи анализе и управљања на развијеним тржиштима капитала.

### **Друштво за управљање из БиХ**

1. **предност:** познавање прилика на домаћем тржишту капитала и познавање стања у предузећима из портфеља Фонда ПИО и
2. **недостатак:** ниједно од постојећих друштава за управљање нема успостављану неопходну организациону структуру и довољан број искусних кадрова за управљање портфељом Фонда ПИО. Такође, ниједно од постојећих друштава за управљање, још увијек, се није показало довољно ефикасним, нити има искуства у инвестирању у хартије од вријдности изван РС, односно ФБиХ.

У вези са овим моделом управљања, Радна група је добила и мишљење савјетника Свјетске банке и СИТАП пројекта, по којем би модел уступања капитала приватном друштву на управљање теоријски био најадекватније рјешење, али исто, због ограничења у времену и расположивим ресурсима, није изводљиво у кратком року. Као главно ограничење сматра се недостатак/непостојање локалног друштва који би могао да преузме портфељ на управљање (постојећи на тржишту за то немају капацитета, а ризици су превелики), те реално непознавање локалних услова код реномираних друштава из иностранства који би могли изразити интерес за послове управљања.

### *5.3.2.3. Сектор у оквиру Фонда ПИО као управљач Фондом*

Један од могућих модела је задржавање постојећег начина управљања у оквиру Фонда ПИО, кроз посебан сектор. Према овом моделу требало би унаприједити досадашње управљање на начин да се Сектор за пословање капиталом од приватизације реорганизује, тј. учини ефикаснијим, кадровским оспособљавањем и оснивањем унутрашњих организационих јединица.

#### **Предности:**

- потребан релативно кратак временски период за спровођење модела

#### **Недостаци:**

- постојећа структура, састав и функције органа фонда ПИО нису адекватни потребама управљања портфељом, што има за последицу неефикасност у функционисању;
- овакав начин управљања портфељом хартија од вриједности није у складу са међународним и домаћим стандардима управљања у овој области. Наиме, општеприхваћена међународна пракса управљања фондовима подразумијева издвајање функције управљања у посебно правно лице;
- немогућност ефикасног надзора;
- управљање портфељом не може се у потпуности раздвојити од текућих послова Фонда ПИО, због чега је мјерење ефеката управљања тешко објективизирати. Наиме, резултати управљања не могу бити егзактно подвојени од осталих резултата пословања Фонда ПИО;
- објективно отежана одговарајућа стимулација запослених стручних лица, у односу на остале запослене у Фонду ПИО.

Поред набројаних недостатака, у суштини, све што је наведено у тачки 4.3.5 – Закључци у вези са досадашњим ефектима управљања портфељом Фонда ПИО, додатно потврђује да постојећи начин управљања није дао очекиване резултате, те као такав није прихватљив.

#### *5.3.2.4. Инвестиционо – развојна банка РС као управљач ИФ-ом*

Инвестиционо–развојној банци РС законом је повјерено управљање Фондом за реституцију и Акцијским фондом, а чланом 9. Закона о Инвестиционо-развојној банци утврђено је да банка може закључити уговор о управљању и са другим фондovima, без обзира на облик њиховог власништва. Из наведеног произилази да се законска могућност уступања ИФ-а на управљање Банци.

Ипак, чланом 7. став 2. истог закона одређено је да за обавезе Банке гарантује Република Српска, што изазива дилеме у вези са евентуалном штетом насталом у управљању ИФ-ом.

##### **Предности:**

- с обзиром да су, иницијално, структуре портфеља Фонда ПИО и Фонда за реституцију РС биле идентичне, један управљач (ИРБ) смањило би трошкове управљања;
- управљајући са два фонда позиција управљача на тржишту била би боља због могућег пакетирања акција и других синергетских ефеката.

##### **Недостаци:**

- Банка се тек конституише, те је реално за очекивати да ће бити потребно додатно вријеме за потпуно успостављање структуре банке и њено пословање у пуном капацитету са свим законом јој повјереним функцијама;
- могући ризик од прекомјерне концентрације моћи одлучивања и утицаја спољних, непрофесионалних, фактора на инвестиционе одлуке;
- нејасан статус ИФ-а и Фонда за реституцију у поступку преузимања акционарских друштава, као и у вези са другим ограничењима која се односе на фондове са једним управљачем.

У моделу управљања наведеном у тачки 5.3.2.1. ове Студије, већ је изложена опција оснивања заједничког друштва за управљање са оснивачима Фонд ПИО и Банка.

#### *5.3.2.5. Имовина из приватизације и друштво за управљање основани као једно правно лице*

Према овом моделу, основало би се једно правно лице у оквиру којег би се налазили:

- портфељ Фонда ПИО и
- орган који би управљао портфељом – менаџмент.

Овај модел подразумијева састављање и презентовање одвојених финансијских извјештаја за портфељ и за управљачку структуру, иако би исти егзистирали у оквиру једног правног лица. Сличан модел примјењен је у Словенији, што је образложено у оквиру тачке 5.1.2. ове Студије, али се разматра његова трансформација у холдинг.

**Предности:**

- управљање у најбољем интересу портфеља ИФ-а;
- максимизирање вриједности портфеља;
- раздвајање управљања портфељом од текућих послова Фонда ПИО;
- могућност ефикасне координације са Инвестиционо–развојном банком РС у вези заједничког дјеловања у управљању портфељом, као и са осталим акционарима, прије свега инвестиционим фондовима;
- нижи трошкови оснивања.

**Недостаци:**

- сложеније мјерење резултата и вођење књиговодствених евиденција;
- опасност од формирања прегломазне организационе структуре и броја запослених;
- ризик високих трошкова управљања који се не би могли везати за резултате управљања портфељом;
- ризик утицаја других фактора на доношење инвестиционих одлука, који нису искључиво професионални. Овај ризик је присутан и код других модела управљања, а најмањи је у случају ангажовања приватног друштва за управљање;
- теже обављање функције депозитара.

**Четврти дио**

## **ПРИЈЕДЛОЗИ РАДНЕ ГРУПЕ**

## 6. Приједлози радне групе у вези управљања портфељом и основним принципима функционисања

### 6.1 Приједлог модела управљања портфељом Фонда ПИО

Имајући у виду анализиране предности и недостатке напријед наведених модела, може се закључити слиједеће:

1. задржавање постојећег организационог облика, тј. посебног сектора Фонда ПИО који би управљао имовином из приватизације није прихватљиво, јер су досадашњи ефекти негативни<sup>5</sup>, а супротно је теоријским и практичним принципима и стандардима управљања оваквом врстом имовине,
2. пренос управљања на Инвестиционо-развојну банку РС<sup>6</sup> могуће је извршити у каснијој фази пословања Банке, због чега тренутно овај модел није прихватљив, а стање портфеља Фонда ПИО и друге потребе реформе пензијског система налажу хитан избор новог модела управљања,
3. пренос управљања на приватно друштво за управљање<sup>7</sup> носи ризик да би се друштво, првенствено, оријентисало на максимизирање свог профита, а што би му било обезбијеђено чак и уз пасивну стратегију управљања, имајући у виду за наше услове релативно велику вриједност портфеља.

Узимајући у обзир напријед наведено, Радна група предлаже:

3. **формирање затвореног инвестиционог фонда од постојећег портфеља Фонда ПИО, чији би оснивач био Фонд ПИО,**
4. **формирање друштва за управљање затвореним инвестиционим фондом из тачке 1, чији би оснивач био Фонд ПИО.**

У овом тренутку, уважавајући све специфичности портфеља Фонда ПИО, развијеност других институција тржишта капитала РС, те намјене и циљеве употребе овог портфеља, Радна група сматра да је предложени модел објективан, прихватљив и реално изводљив за наше услове.

У вези са избором модела управљања портфељом Фонда ПИО, Радна група је сарађивала са стручњацима Свјетске банке и Пројекта СИТАП, који су подржали коначан приједлог Радне групе. Према њиховом мишљењу, у садашњим условима, оптимално рјешење било би модел оснивања друштва за управљање у власништву Фонда ПИО. Препоручују максималну транспарентност у раду и увођење других механизма за смањење политичког утицаја, како би се смањила могућност злоупотреба и грешака. Посебно истичу, да приликом оснивања фонда односно друштва, треба јасно навести сврху оснивања. Иако постоје заговорници

<sup>5</sup> видјети елаборације под тачкама 4.3.5. и 5.3.2.3. ове Студије

<sup>6</sup> видјети елаборације под тачком 5.3.2.4. ове Студије

<sup>7</sup> видјети елаборације под тачком 5.3.2.2. ове Студије

кориштења имовине за рјешавање текућих проблема у исплати пензија, сматрају да је треба користити у дугом року (најраније 2018. године), по моделу како је уређен француски Демографски резервни фонд. Потребно је тренутно спријечити кориштење средстава за текућа питања, јер би сваки изузетак довео до неконтролисаног одлива средстава, што би довело у питање сврху оснивања. У супротном, оснивање друштва и фонда и слична рјешења, у том случају су скупа и непотребна.

## **6.2 Основни принципи функционисања и приједлог законских измјена**

Уколико приједлог Радне групе буде прихваћен од Владе Републике Српске, што подразумијева избор модела управљања портфељом кроз формирање затвореног инвестиционог фонда и посебног друштва за управљање тим фондом, потребно је да се, укратко, изнесу основни принципи законских рјешења.

Имајући у виду да се ради о новом приступу управљања портфељом, који раздваја текуће пословање Фонда ПИО од управљања портфељом, неопходно је да се донесе посебан закон, којим би се уредило оснивање и пословање фонда (ИФ-а) и друштва за управљање. Закон би се заснивао на слиједећим принципима:

1. Фонд (ИФ) би функционисао као пензијски резервни фонд, и законом би му били утврђени дугорочни и краткорочни циљеви и намјена,
2. Вриједност свих акција из портфеља Фонда ПИО и новчаних средстава стечених приватизацијом представљали би оснивачки капитал ИФ-а, уз процјену према посебно утврђеној методологији,
3. ИФ се може подијелити на два или више подфондова, у зависности од структуре портфеља и циљева, како би се њиме ефикасније управљало и надзирало,
4. ИФ-ом управља друштво за управљање искључиво у интересу ИФ-а, уз уважавање принципа рентабилности, ликвидности, дисперзије ризика,
5. Друштво за управљање, као посебно правно лице, своју имовину, обавезе, приходе и расходе води одвојено од имовине ИФ-а,
6. Друштво за управљање води инвестициону политику уз законом дефинисана ограничења у погледу врсте и начина улагања,
7. На обрачун нето вриједности имовине ИФ-а сходно се примјењују одредбе Закона о инвестиционим фондовима,
8. Нето добит се користи искључиво на начин и у сврхе утврђене законом, у складу са дугорочним и краткорочним циљевима пословања,
9. Функцију депозитара ИФ-а обавља овлаштена институција, која испуњава законом прописане услове,
10. Надзорни одбор ИФ-а треба формирати на широј основи, уважавајући различите носиоце интереса: оснивач, пензионери, послодавци, синдикат, независни стручњаци и други,
11. Органи друштва за управљање ИФ-ом, морају, прије свега, задовољити принцип професионалности (посебни услови утврђени законом),

12. Управу друштва за управљање треба да чине лица запослена у друштву, чија је то једина функција,
13. Начин обрачуна накнаде (буџет или провизија) друштва за управљање дефинише се законом,
14. Друштво за управљање може управљати и другим фондовима.

## 7. Приједлог активности Владе РС и Радне групе у циљу реализације предложених рјешења

Уколико Влада Републике Српске усвоји предложени модел управљања портфељом Фонда ПИО, а у циљу његове ефикасније реализације даје се приједлог и динамика потребних активности.

Рок	Активности	Носилац активности
прва половина маја 2007. год.	Стручна расправа о предложеном моделу управљања.	Радна група
до краја маја 2007. год.	Усвајање предложеног моделу управљања.	Влада РС
до краја јуна 2007. године	Израда нацрта посебног закона.	Радна група
до средине јула 2007. године	Стручна расправа предложених законских рјешења	Радна група
до краја септембра 2007. године	Усвајање нацрта, односно приједлога закона	Народна Скупштина РС
до средине октобра 2007. године	Избор вршилаца дужности чланова органа ИФ-а и друштва за управљање.	Фонд ПИО / Влада РС
до краја октобра 2007. год	Јавни конкурс и избор чланова органа ИФ-а и друштва за управљање.	Фонд ПИО / Влада РС
до краја октобра 2007. год	Доношење интерних аката и почетак рада	Друштво за управљање

**ПРИЛОЗИ**

**Прилог 1.**

Преглед предузећа из портфела Фонда ПИО који нису регистровани у Централном регистру хартија од вриједности

Ред. број	Мат.бр.	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
1	1	"КРИВАЈА" А.Д. ДОБОЈ	482.100	48.210	10,00	1,00	48.210
2	4	"МЕКОТЕ" А.Д. Х. ПИЈЕСАК	543.094	54.309	10,00	1,00	54.309
3	17	"РОГОЈ" А.Д. ТРНОВО	366.902	36.690	10,00	1,00	36.690
4	1005502	"АУТОПРОМЕТ-ГЛАМОЧ" А.Д. БАЊА ЛУКА	740.721	74.072	10,00	1,00	74.072
5	1014072	"ВЕТЕРИНАРСКА СТАНИЦА " А.Д. ДЕРВЕНТА	285.234	28.523	10,00	1,00	28.523
6	1014439	"РАД" А.Д. БРАТУНАЦ	3.426.787	342.679	10,00	1,00	342.679
7	1017217	"РАД" А.Д. КОТОР ВАРОШ	351.366	30.829	8,77	1,00	30.829
8	1017233	"БОБАС" А.Д. КОТОР ВАРОШ	379.202	37.920	10,00	1,00	37.920
9	1031295	"РАД" А.Д. ДЕРВЕНТА	561.410	56.141	10,00	1,00	56.141
10	1031414	"ИЗВОР" А.Д.ФОЧА	1.887.297	188.730	10,00	1,00	188.730
11	1032127	"ПОЉООПРЕМА" А.Д. И. Н. САРАЈЕВО	547.411	54.741	10,00	1,00	54.741
12	1041916	"ВЕТ. СТОЧ. ЦЕНТАР" А.Д. БАЊА ЛУКА	1.969.820	143.273	7,27	1,00	143.273
13	1042203	"КЉУЧ" А.Д. С.КЉУЧ	2.322.168	232.217	10,00	1,00	232.217
14	1058312	"КОНФЕКЦИЈА" А.Д. ФОЧА	841.942	84.194	10,00	1,00	84.194
15	1065513	"ПРАТЕКС" А.Д. ПАЛЕ	1.254.434	125.443	10,00	1,00	125.443
16	1068253	"15 АПРИЛ" А.Д. ВИШЕГРАД	1.094.975	109.498	10,00	1,00	109.498
17	1074539	"ГРАД" А.Д. СРЕБРЕНИЦА	3.122.519	312.252	10,00	1,00	312.252
18	1078844	"ФАБРИКА ШЕЋЕРА" А.Д. БИЈЕЉИНА	90.879.997	8.476.853	9,33	1,00	8.476.853
19	1085352	"КЕРАМИКА" А.Д. БРАТУНАЦ	1.186.109	118.610	10,00	1,00	118.610
20	1099337	"КОМУНАЛНА ДЈЕЛАТНОСТ " А.Д. СРЕБРЕНИЦА	1.520.012	152.001	10,00	1,00	152.001
21	1105272	"НОВИ ГРАД" А.Д. ГРАДИШКА	4.668.094	449.257	9,62	1,00	449.257
22	1107950	"ОШТРЕЉ" А.Д. И. ДРВАР	2.066.260	206.626	10,00	1,00	206.626
23	1111795	"ЛИГНОШПЕР" А.Д. НОВИ ГРАД	5.474.022	540.294	9,87	1,00	540.294
24	1115294	"ВЕТЕРИНАРСКА СТАНИЦА " А.Д. КОТОР ВАРОШ	208.720	20.872	10,00	1,00	20.872
25	1117700	"ТРИКОТАЖА" А.Д. ФОЧА	1.305.703	130.570	10,00	1,00	130.570

Ред. број	Мат.бр.	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
26	1117718	"ФАБРИКА ЧАРАПА" А.Д. ФОЧА	2.102.387	210.239	10,00	1,00	210.239
27	1119443	"ТОПЛАНА" А.Д. ШАМАЦ	1.765.424	176.542	10,00	1,00	176.542
28	1121596	"ГРАДСКА ТОПЛАНА"А.Д. ДОБОЈ	7.703.489	743.765	9,65	1,00	743.765
29	1125044	"ЧАЈАВЕЦ-ТЕМИКА" А.Д. ФОЧА	4.991.659	499.166	10,00	1,00	499.166
30	1145673	"КОМУНАЛИЈЕ" А.Д.РОГАТИЦА	581.808	58.181	10,00	1,00	58.181
31	1148397	" ПРЕТИС " А.Д. ПАЛЕ	10.238.192	1.023.819	10,00	1,00	1.023.819
32	1150189	"КОМУНАЛАЦ" А.Д. ДЕРВЕНТА	3.269.626	326.963	10,00	1,00	326.963
33	1151720	А.Д."ТРАНСПОРТ" УГЉЕВИК	2.223.495	207.683	9,34	1,00	207.683
34	1154435	"СВИЛА" А.Д. ЧЕЛИНАЦ	14.273.469	1.357.408	9,51	1,00	1.357.408
35	1164899	"БУДУЋНОСТ" А.Д. ЛАКТАШИ	5.907.433	590.743	10,00	1,00	590.743
36	1170996	"САНА" А.Д. С.С. МОСТ	442.602	44.260	10,00	1,00	44.260
37	1176498	"БОСНАЕКСПРЕС" А.Д. ДОБОЈ	5.618.823	461.010	8,20	1,00	461.010
38	1182536	"ЦВРЦКА" А.Д. КНЕЖЕВО	1.086.064	108.606	10,00	1,00	108.606
39	1182803	"ВЕТЕРИНАРСКА СТАНИЦА" А.Д. ВИШЕГРАД	60.504	6.050	10,00	1,00	6.050
40	1187058	"ТОПЛАНА" А.Д. ГРАДИШКА	2.133.498	213.350	10,00	1,00	213.350
41	1202995	"ЛИСИНА" А.Д. ШИПОВО	791.863	79.186	10,00	1,00	79.186
42	1204254	"ЈЕЛШИНГРАД-ФАБ. МАШ. И УРЕЂ." А.Д. КОТОР ВАРОШ	5.279.101	527.910	10,00	1,00	527.910
43	1205781	" ТВ. КОТРЉАЈНИХ ЛЕЖАЈА " А.Д. СОКОЛАЦ	24.595.611	2.459.561	10,00	1,00	2.459.561
44	1214217	"ВОДОВОД И КАН." А.Д. ШАМАЦ	10.345.759	985.457	9,53	1,00	985.457
45	1230182	" ТКАОНИЦА ЂИЛИМА " А.Д. И. ИЛИЦА	717.912	71.791	10,00	1,00	71.791
46	1235796	"ЦЕНТАР ЗА УНАПРЕЂЕЊЕ ПОЉОПРИВРЕДЕ" А.Д. СОКОЛАЦ	2.930.589	293.059	10,00	1,00	293.059
47	1260219	"ВЕТЕРИНАРСКА СТАНИЦА"А.Д. НЕВЕСИЊЕ	139.359	13.936	10,00	1,00	13.936
48	1279467	"ИНЖЕЊЕРИНГ-РИТЕ-УГЉЕВИК 2" А.Д. УГЉЕВИК	280.506.139	28.050.614	10,00	1,00	28.050.614
49	1314971	"РЕГ. Ц. ЗА ПРИП. НАУКЕ У ПОЉП" А.Д. БАЊА ЛУКА	155.680	15.568	10,00	1,00	15.568
50	1345869	"САНА-ТРГОВИНА"А.Д. НОВИ ГРАД	176.017.400	12.864.000	7,31	0,01	128.640
51	1349988	"ЗРАК" А.Д. ТЕСЛИЋ	4.152.083	283.766	6,83	1,00	283.766
52	1353489	"ЧАЈАВЕЦ "СП.УРЕЂАЈИ А.Д. БАЊА ЛУКА	1.762.486	170.636	9,68	1,00	170.636
53	1353497	"ЧАЈАВЕЦ- МЈ. ДЕТЕК.УРЕЂАЈИ А.Д. БАЊА ЛУКА	1.215.006	113.062	9,31	1,00	113.062

Ред. број	Мат.бр.	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
54	1353527	"ЧАЈАВЕЦ-МЕХ. ПРОИЗВОДИ" А.Д. БАЊА ЛУКА	6.255.625	614.948	9,83	1,00	614.948
55	1353578	"ЧАЈАВЕЦ" ТЕЛЕКОМ. И ЕЛЕК. А.Д. БАЊА ЛУКА	3.753.006	365.129	9,73	1,00	365.129
56	1355317	"ВЕТЕРИНАРСКА СТАНИЦА" А.Д. БИЛЕЋА	49.258	4.926	10,00	1,00	4.926
57	1380036	"СЕКУНДАР" А.Д. БАЊА ЛУКА	334.126	33.413	10,00	1,00	33.413
58	1382837	"ЕЛЕГАНТ" А.Д. ПРИЈЕДОР	865.646	86.565	10,00	1,00	86.565
59	1750518	"КОМГРАП" А.Д. ЛОПАРЕ	342.137	34.214	10,00	1,00	34.214
60	1753657	"СТАНКОМ" А.Д. СКЕЛАНИ	356.213	35.621	10,00	1,00	35.621
61	1774832	"ИНСТИТУТИ" А.Д. И.Н. САРАЈЕВО	5.865.732	586.573	10,00	1,00	586.573
62	1824902	"ЛУТРИЈА РС" А.Д. БАЊА ЛУКА	3.008.286	300.829	10,00	1,00	300.829
63	1841076	"1 ОКТОБАР" А.Д. КАЛИНОВИК	1.816.040	181.604	10,00	1,00	181.604
64	1842986	"ДОМАРК" А.Д. ДОБОЈ	1.064.101	77.005	7,24	1,00	77.005
65	1877127	"ТОПЛАНА - ДЕРВЕНТА" А.Д.	1.653.347	165.335	10,00	1,00	165.335
66	1891111	"САНА-САН" А.Д. НОВИ ГРАД	90.365.600	6.364.500	7,04	0,01	63.645
67	1903624	" ВЕТЕРИНАРСКА АМБУЛАНТА ' А.Д. С.С. МОСТ	282	28	9,93	1,00	28
68	1909487	" САНА -КОНФЕКЦИЈА " А.Д. НОВИ ГРАД	690.167.200	53.574.900	7,76	0,01	535.749
69	1918303	" ТОПЛАНЕ " А.Д. СОКОЛАЦ	618.681	61.868	10,00	1,00	61.868
70	1936000	КОМРАД" РОГАТИЦА	136.181	13.618	10,00	1,00	13.618
71	1937189	КОМУС" БИЛЕЋА	87.859	8.786	10,00	1,00	8.786
72	1937197	ВОДОВОД" БИЛЕЋА	2.526.880	252.688	10,00	1,00	252.688
73	1938240	ВОДОВОД И КАНАЛИЗАЦИЈА" ПАЛЕ	3.018.918	301.892	10,00	1,00	301.892
74	1938681	КОМУС" ГАЦКО	1.302.287	130.229	10,00	1,00	130.229
75	1938959	ГРАДСКА ТРЖНИЦА" ПРИЈЕДОР	407.378	31.503	7,73	1,00	31.503
76	1938967	КОМУНАЛНЕ УСЛУГЕ" ПРИЈЕДОР	2.892.873	223.706	7,73	1,00	223.706
77	1940350	КОМУС-НЕВЕСИЊЕ" НЕВЕСИЊЕ	193.926	19.393	10,00	1,00	19.393
78	1940368	КОМУС- НЕВЕСИЊЕ"	2.864.098	286.410	10,00	1,00	286.410
79	1941372	КОМУНАЛАЦ" ЛАКТАШИ	302.047	30.205	10,00	1,00	30.205
80	1941429	ГРАДСКА ЋИСТОЋА" ГРАДИШКА	313.186	30.128	9,62	1,00	30.128
81	1941658	ВОДОВОД И КАНАЛИЗАЦИЈА" НОВИ ГРАД	4.229.726	422.973	10,00	1,00	422.973

Ред. број	Мат. бр.	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
82	1941984	ТРЖНИЦА" ГРАДИШКА	70.046	6.738	9,62	1,00	6.738
83	1944061	ЂИСТОЋА" ВЛАСЕНИЦА	206.001	20.600	10,00	1,00	20.600
84	1948334	КОМУНАЛАЦ" СРБИЊЕ	478.357	47.836	10,00	1,00	47.836
85	1753436	ИНТЕРШПЕД" ДОБОЈ	728.220	72.822	10,00	1,00	72.822
86	1195441	ВОДОВОД" ТРЕБИЊЕ	4.876.384	487.638	10,00	1,00	487.638
87	1174378	НОВИ ГРАД" УГЉЕВИК	96.469.800	9.631.500	9,98	0,01	96.315
<b>УКУПНО</b>							<b>56.906.705</b>

Извор: документација Фонда ПИО

**Прилог 2**  
**ПОКРЕНУТИ ПОСТУПЦИ СТЕЧАЈА / ЛИКВИДАЦИЈЕ НАД ЕМИТЕНТИМА ИЗ**  
**ПОРТФЕЉА ФОНДА ПИО У ПЕРИОДУ 2002 - 2007**

**2002. година**

Ред. бр.	Код	Назив емитента	Број акција Фонда ПИО	% учешћа Фонда ПИО	Датум отварања стечајног поступка	Напомена
1	ИЗБО	А.Д. "ИЗБОР" СРЕБРЕНИЦА У ЛИКВИДАЦИЈИ	455.332	10,00	22.04.2002.	

**2003. година**

1	СТНС	А.Д. "СТАНОСЕРВИС" НОВИ ГРАД	50.743	9,65	07.03.2003.	
2	1176498	"БОСНАЕКСПРЕС" ДОБОЈ	461.010	8,20	28.05.2003.	
3	ЗВЈЗ	А.Д. "ЗВИЈЕЗДА" ВЛАСЕНИЦА - У СТЕЧАЈУ	78.057	10,00	30.10.2003.	

**2004. година**

1	ЗИТО	А.Д. "ЖИТО" ВИШЕГРАД - У СТЕЧАЈУ	162.319	9,06	01.11.2004.	
2	ВРДА	"ВАРДА" А.Д. ВИШЕГРАД - У СТЕЧАЈУ	716.613	10,00	01.07.2004.	
3	ВГТР	"ВИШЕГРАДТРАНС" А.Д., ВИШЕГРАД - У СТЕЧАЈУ	61.941	10,00	18.10.2004.	
4	УУТЛ	А.Д. "УНИС УТЛ" ВИШЕГРАД - У СТЕЧАЈУ	228.127	10,00	09.12.2004.	
5	УНГС	А.Д. "УНИГЛАС" ШАМАЦ	2.668.006	10,00	15.04.2004.	брисан из судског регистра
6	ТННО	"ЕНЕРГОИНВЕСТ" ТННО А.Д., ДОБОЈ - У СТЕЧАЈУ	1.554.420	10,00	17.12.2004.	брисан из судског регистра
7	ТЕРП	НИРС-ТЕРПЕНТИН А.Д. ВИШЕГРАД	701.351	7,80	01.07.2004.	
8	СТКР	"СТАКОРИНА" А.Д., ЛУКЕ-ЧАЈНИЧЕ - У СТЕЧАЈУ	1.079.058	10,00	15.07.2004.	
9	СНТК	"САНА-ТРИКОТАЖА И КОНФЕКЦИЈА" АД НОВИ ГРАД-У СТЕЧАЈУ	535.749	7,76	01.07.2004.	
10	РБПР	А.Д. "РОБОПРОМ" ВЛАСЕНИЦА - У СТЕЧАЈУ	80.277	10,00	28.10.2004.	
11	ИВПО	А.Д. "ИВАЊСКО ПОЉЕ" СРПСКИ БРОД	62.961	10,00	15.06.2004.	
12	ИСКР	ШТАМПАРИЈА "ИСКРА" А.Д., ДЕРВЕНТА - У СТЕЧАЈУ	354.148	10,00	15.04.2004.	
13	ЕЛСТ	А.Д. "ЕЛАСТИК" ВЛАСЕНИЦА - У СТЕЧАЈУ	435.815	9,29	30.06.2004.	
14	ЦПЛВ	"ЧАЈАВЕЦ-ПРЕЦИЗНИ ЛИВ" А.Д., БАЊА ЛУКА - У СТЕЧАЈУ	158.483	9,35	16.06.2004.	
15	ЦЈАЛ	"ЧАЈАВЕЦ-АЛАТНИЦА" А.Д. БАЊА ЛУКА	387.764	10,00	17.12.2004.	
16	ЦЕНГ	ЧАЈАВЕЦ - ЕНЕРГЕТИКА, А.Д. - У СТЕЧАЈУ	87.242	10,00	16.11.2004.	
17	ЦЕЛП	А.Д. "ЦЕЛПАК", ПРИЈЕДОР - У СТЕЧАЈУ	1.328.500	6,00	18.05.2004.	
18	БРОД	А.Д. "БРОД" СРПСКИ БРОД - У СТЕЧАЈУ	287.809	10,00	17.12.2004.	
19	1330829	"ОЗРЕН-ПРОЈЕКТ" А.Д. ПЕТРОВО	504.272	10,00	09.09.2004.	брисан из судског регистра
20	1204254	"ФАБРИКА МАШИНА И УРЕЂАЈА" КОТОР ВАРОШ	527.910	10,00	02.11.2004.	

2005. година

1	ЗЕНТ	А.Д. "ЗЕНИТ" БИЈЕЉИНА	2.741.792	10,00	02.09.2005.	
2	ВРЛО	"ВРЕЛО" А.Д., ЧАЈНИЧЕ	224.767	9,96	28.01.2005.	
3	ВЕЗН	А.Д. "ВЕЗИОНИЦА" ЗВОРНИК - У СТЕЧАЈУ	1.085.224	10,00	11.03.2005.	
4	УНИВ	А.Д. "УНИВЕРЗАЛ" БАЊА ЛУКА	1.923.292	10,00	27.05.2005.	
5	ТСВЦ	"ТИСОВАЦ" КНЕЖЕВО	56.764	10,00	17.05.2005.	
6	ТРИК	ИТК "ТРИКО" А.Д. ГРАДИШКА - У СТЕЧАЈУ	1.044.711	10,00	20.09.2005.	
7	ТППА	"ТЕХНОГАС" А.Д. ПАЛЕ	60.032	10,00	16.09.2005.	
8	СВИФ	"СВИЊОГОЈСКА ФАРМА" А.Д. НОВА ТОПОЛА - У СТЕЧАЈУ	1.257.108	9,29	23.02.2005.	
9	СТЛР	"ШИПАД-СТОЛАР" А.Д. БИЈЕЉИНА - У СТЕЧАЈУ	344.120	10,00	17.03.2005.	
10	СРВТ	А.Д. "СЕРВИСТРАНС" СРПСКО ГОРАЖДЕ	40.793	10,00	16.09.2005.	
11	СНБД	А.Д. "СНАБДЈЕВАЧ" ПРИЈЕДОР	31.292	9,73	28.10.2005.	
12	РОТЕ	А.Д. "РОТЕХ", РОГАТИЦА	549.529	10,00	16.06.2005.	
13	РОПР	А.Д. "РОМАНИЈА ПРЕВОЗ" А.Д. ПАЛЕ - У СТЕЧАЈУ	238.766	10,00	15.03.2005.	
14	РБНК	А.Д. "РИБНИК" РИБНИК	50.564	10,00	20.09.2005.	
15	ПЛНС	АД ПЛАНИНСКО ХАН ПИЈЕСАК	2.156.780	10,00	03.01.2005.	
16	ПИПЗ	А.Д. УНИС "ПРОИЗВОДЊА И ПРЕРАДА ЖИЦЕ" СРБИЈЕ	316.269	10,00	09.06.2005.	
17	ПДКА	"ПРИЈЕДОРКА" А.Д., ПРИЈЕДОР	297.172	8,74	14.10.2005.	
18	НВЗВ	А.Д. "НОВИ ИЗВОР" ЗВОРНИК - У СТЕЧАЈУ	564.639	9,99	12.10.2005.	
19	НВСК	"НЕВЕСИЊКА" А.Д. НЕВЕСИЊЕ - У СТЕЧАЈУ	378.227	10,00	06.04.2005.	
20	НПХП	А.Д. "НАПРЕДАК" ХАН ПИЈЕСАК	109.068	10,00	30.12.2005.	
21	МТЛЦ	А.Д. "МЕТАЛАЦ" ВИШЕГРАД	402.139	9,95	15.03.2005.	
22	МРКЦ	"МРАКОВИЦА" Г.П.-А.Д. ПРИЈЕДОР	401.648	10,00	27.04.2005.	
23	МОТА	А.Д. "МОТАЈИЦА" СРБАЦ	379.597	10,00	19.05.2005.	
24	МЕБО	А.Д. "МЕБОШ" ШАМАЦ - У СТЕЧАЈУ	606.971	9,08	10.03.2005.	
25	МАГЛ	МАГЛИЋ АД ФОЧА	3.551.827	10,00	18.03.2005.	
26	КРПР	А.Д. "КРУПА-ПРЕВОЗ" ПРИЈЕДОР	93.725	10,00	27.09.2005.	
27	ЈДАР	АД ДИ "ЈАДАР" ЗВОРНИК - У СТЕЧАЈУ	2.078.520	9,37	23.03.2005.	
28	ИТРС	А.Д. "ИТРИС" СРБАЦ	895.120	10,00	22.12.2005.	
29	ХЛДН	А.Д. "ХЛАДЊАЧА" СРПСКО ГОРАЖДЕ	146.063	10,00	16.09.2005.	
30	ГРНТ	"ГРАНИТ" А.Д. ВИШЕГРАД	104.877	10,00	31.12.2005.	
31	ГЛПЛ	А.Д. "ГАЛАПЛЕТ" МОДРИЧА	154.668	10,00	23.09.2005.	
32	ЕНИК	"ЕНИКОН" А.Д. СА П.О. ЗВОРНИК - У СТЕЧАЈУ	116.689	10,00	21.03.2005.	
33	ДЕМО	А.Д. "ДЕМОС" ДЕРВЕНТА	5.934.016	9,87	09.12.2005.	
34	ЦЕЛМ	"ЧАЈАВЕЦ-ЕЛЕКТРОМЕХАНИКА" АД БАЊА ЛУКА - У СТЕЧАЈУ	4.780.646	10,00	17.02.2005.	
35	БРДТ	"БРОДТЕКС" ФАБРИКА ЧАРАПА И ПРЕДИВА А.Д. С.БРОД	776.919	10,00	27.05.2005.	
36	БОРЈ	ДИ "БОРЈА" А.Д. ТЕСЛИЋ - У СТЕЧАЈУ	2.657.890	9,98	25.03.2005.	
37	БЛРА	"БЕЛИРА" А.Д., БАЊА ЛУКА	1.509.513	10,00	13.07.2005.	
38	БАКИ	"БАКИЋ" А.Д., СРБИЈЕ	191.232	10,00	08.07.2005.	
39	АЛКН	А.Д. "АЛКОН" БАРАЋИ	87.320	10,00	03.11.2005.	
40	21891111	"САНА-САН" НОВИ ГРАД	63.645	7,04	15.11.2005.	
41	21353527	"ЧАЈАВЕЦ" МЕХАНИЧКИ ПРОИЗВОДИ А.Д.	614.948	9,83	15.09.2005.	

**2006. година**

1	ВРБЛ	А.Д. ДИ "ВРБАС" БАЊА ЛУКА	189.939	9,74	26.04.2006.	
2	ВИХО	А.Д. "ВИХОР" БРАТУНАЦ	159.449	10,00	25.01.2006.	
3	ВБОТ	А.Д. "ВЕЛЕЖ БОТИН"	206.835	10,00	17.08.2006.	
4	СПРС	"СРБИЊЕПРЕВОЗ" А.Д. ФОЧА	286.281	9,00	30.06.2006.	
5	СОКХ	'СОКО ХОЛДИНГ' А.Д.	89.891	10,00	12.10.2006	
6	САВГ	" 6. АВГУСТ" АД МИЛИЋИ	134.615	9,57	11.10.2006.	
7	РОМН	А. Д. "РОМАНИЈА" СОКОЛАЦ - У СТЕЧАЈУ	2.187.849	9,55	13.04.2006.	
8	РМУМ	"МИЉЕВИНА" АД ФОЧА	3.795.437	10,00	24.11.2006	
9	РДНК	ГИК "РАДНИК" А.Д., СРЕБРЕНИЦА - У СТЕЧАЈУ	393.749	10,00	30.01.2006.	
10	ПОДР	А.Д. ХУТ "ПОДРИЊЕ" БРАТУНАЦ	94.677	10,00	16.02.2006.	
11	ПЛНТ	А.Д. "ПЛАНТАЖЕ" ГРАДИШКА - У СТЕЧАЈУ	937.935	7,71	21.05.2006.	
12	ПЕРУ	"ПЕРУЊИЦА" ФОЧА- У СТЕЧАЈУ	1.031.475	9,58	20.03.2006.	
13	НВСК	"НЕВЕСИЊКА" А.Д. НЕВЕСИЊЕ - У СТЕЧАЈУ	378.227	10,00	06.04.2005.	
14	НПРД	КОНФЕКЦИЈА "НАПРЕДАК" А.Д. ВИШЕГРАД - У СТЕЧАЈУ	172.149	9,55	10.05.2006.	
15	МТЛГ	"МЕТАЛГАС" А.Д., ВИШЕГРАД - У СТЕЧАЈУ	189.043	9,31	13.03.2006.	
16	МЛПС	"МЛИНПЕК" А.Д. ПРЊАВОР	313.208	8,41	07.11.2006	
17	МЕРМ	"МЕРМЕР" А.Д. ШЕКОВИЋИ	173.543	8,91	01.08.2006	
18	КЛОВ	"КОМПАНИЈА-ЛОВНИЦА" А.Д. ШЕКОВИЋИ	74.479	9,83	01.08.2006.	
19	ЈУПР	А.Д. "ЈУПРОМ" НЕВЕСИЊЕ	78.746	10,00	24.05.2006.	
20	ЈХРН	А.Д. "ЈАХОРИНКА" СУМБУЛОВАЦ	288.584	9,07	03.07.2006.	
21	ГРДН	"ГРАДИНА" АД БРАТУНАЦ	107.535	10,00	31.10.2006	
22	ГРДЦ	"ГРАДАЦ" А.Д. БРАТУНАЦ - У СТЕЧАЈУ	1.077.939	10,00	17.03.2006.	
23	ФССЛ	А.Д. ФСС-ЛОПАРЕ – У СТЕЧАЈУ	773.928	10,00	28.03.2006.	
24	ФОНС	"ФОН" ШЕКОВИЋИ – У СТЕЧАЈУ-	107.975	10,00	30.05.2006.	
25	ДРНБ	"ДРИНА" АД БРАТУНАЦ	57.279	8,44	15.11.2006	
26	ДЦГР	ДЦ "ГРАДИНА" А.Д. НОВО ГОРАЖДЕ	326.761	10,00	07.06.2006.	
27	БСНО	ФАБРИКА ОБУЋЕ "БОСНА" А.Д. БАЊА ЛУКА	3.277.886	10,00	26.07.2006.	
28	БЛИК	"БЛИК" А.Д., БАЊА ЛУКА - У СТЕЧАЈУ	872.848	10,00	07.03.2006	
29	БЈЛС	А.Д. "БЈЕЛАШНИЦА" ПАЛЕ - У СТЕЧАЈУ	169.987	10,00	27.04.2006.	
30	1205781	ТВОРНИЦА КОТРЉАЈНИХ ЛЕЖАЈА СОКОЛАЦ	2.459.561	10,00	18.01.2006.	
31	1151720	"ТРАНСПОРТ" А.Д. УГЉЕВИК	207.683	9,34	22.06.2006.	
32	1125044	"ЧАЈАВЕЦ-ТЕМИКА" ФОЧА	499.166	10,00	09.05.2006.	
33	1117718	"ФАБРИКА ЧАРАПА" ФОЧА	210.239	10,00	20.03.2006.	
34	1117700	"ТРИКОТАЖА" ФОЧА	130.570	10,00	22.05.2006.	
35	1058312	"КОНФЕКЦИЈА" ФОЧА	84.194	10,00	05.04.2006.	
36	1031210	"УКРИНА" А.Д.	4.071.661	10,00	18.12.2006	
37	1841076	"1 ОКТОБАР" АД КАЛИНОВИК	181.604	10,00	29.11.2006	
38	1230182	" ТКАОНИЦА ЋИЛИМА " АД	71.791	10,00	11.10.2006.	
39	1154435	"СВИЛА" А.Д. ЧЕЛИНАЦ	1.357.408	9,51	25.10.2006	
40	1085352	"КЕРАМИКА" АД БРАТУНАЦ	118.610	10,00	17.10.2006	

**2007. година**

1	ПОДИ	ДИПО А.Д. ПОДГРАДЦИ	1.026.336	8,66	30.01.2007	
---	------	---------------------	-----------	------	------------	--

## Извор: документација Фонда ПИО

### Прилог 3

Захтјеви Фонда ПИО за продају акција поднесен Влади  
2002. година

Ред. бр.	КОД	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
1	АЛУМ	АД "АЛУМИНА" КНЕЖЕВО СА П.О.	216.639.300	21.663.900	10,00	0,01	216.639
2	АПБЛ	АУТОПРЕВОЗ АД Б.ЛУКА	1.043.670.300	84.612.699	8,11	0,01	846.127
3	АСРК	АУТОСЕРВИС-КРАЈИНА АД Б.ЛУКА	696.882	60.434	8,67	1,00	60.434
4	АТСЦ	"АУТОСЕРВИС-ЦЕНТАР" АД Б.ЛУКА	3.304.576	266.371	8,06	1,00	266.371
5	БЛАК	"БАЊА ЛАКТАШИ" АД ЛАКТАШИ	6.868.062	628.283	9,15	1,00	628.283
6	БНПТ	"БИЈЕЉИНА ПУТ" АД БИЈЕЉИНА	3.500.822	350.082	10,00	1,00	350.082
7	БСНК	А.Д. "БОСАНКА" ДОБОЈ	12.416.827	1.193.586	9,61	1,00	1.193.586
8	БТПР	"БЕТОНСКИ ПРОИЗВОДИ" АД	1.798.481	162.495	9,04	1,00	162.495
9	ЦЕЛХ	СХП "ЦЕЛЕХ" АД Б.ЛУКА	11.453.816	1.145.381	10,00	1,00	1.145.381
10	ДОПТ	ДОБОЈПУТЕВИ АД ДОБОЈ	5.530.201	376.300	6,80	1,00	376.300
11	ДУБИ	"ДУБИЧАНКА" КОЗАРСКА ДУБИЦА	562.650	34.825	6,19	1,00	34.825
12	ДВАН	А.Д. "ДУВАН" БРАТУНАЦ	1.602.232	135.094	8,43	1,00	135.094
13	ЕЛВА	ЕЛВАЦО АД БИЈЕЉИНА	16.099.150	1.609.915	10,00	1,00	1.609.915
14	ЕНТР	АД "ЕНТЕРИЈЕР" КОТОРСКО	3.264.786	326.683	10,01	1,00	326.683
15	ФОПЛ	АД "ФОП" ЛОПАРЕ	5.792.886	579.289	10,00	1,00	579.289
16	ФРУК	"ФРУКТОНА" Б.ЛУКА	10.094.446	100.935	1,00	1,00	100.935
17	ГРДА	"ГРАЂА" АД Б.ЛУКА	4.783.436	255.150	5,33	1,00	255.150
18	ГРФР	А.Д. "ГРАФИЧАР" ДОБОЈ	1.307.222	116.945	8,95	1,00	116.945
19	ГРНР	"ГРАЂЕВИНАР" НОВИ ГРАД	898.722	89.871	10,00	1,00	89.871
20	ГРНТ	ГРАНИТ ВИШЕГРАД	1.047.866	104.787	10,00	1,00	104.787
21	ГСБТ	"ГАСБЕТОН-ЦЕЛКОН" АД Б.ЛУКА	1.563.375	156.337	10,00	1,00	156.337
22	ХДРТ	ХИДРАТ ЧЕЛИНАЦ	2.220.149	211.545	9,53	1,00	211.545
23	ХГПТ	"ХЕРЦЕГОВИНАПУТЕВИ" АД ТРЕБИЊЕ	876.883	87.688	10,00	1,00	87.688
24	ХТЛП	"ХОТЕЛ ПРИЈЕДОР" АД ПРИЈЕДОР	2.500.423	250.042	10,00	1,00	250.042
25	ХТЛП	"ХОТЕЛ ПРИЈЕДОР" АД ПРИЈЕДОР	2.500.423	250.042	10,00	1,00	250.042
26	КМНЛ	"КАМЕНОЛОМИ" АД ЗВОРНИК	441.370	31.459	7,13	1,00	31.459
27	КЗПТ	"КОЗАРАПУТЕВИ" АД Б.ЛУКА	6.054.294	605.429	10,00	1,00	605.429
28	ЛЕОТ	УТ АД "ЛЕОТАР" ТРЕБИЊЕ	4.444.991	444.499	10,00	1,00	444.499
29	МЕТЛ	ПРЕДУЗЕЋЕ "МЕТАЛ" АД ГРАДИШКА	15.679.520	1.168.344	7,45	1,00	1.168.344
30	МППТ	"МРКОЊИЋПУТЕВИ" АД	1.840.150	184.500	10,03	1,00	184.500
31	МЛПС	"МЛИНПЕК" АД ПРЊАВОР	3.722.022	313.208	8,41	1,00	313.208
32	МСРГ	ШТАМПАРИЈА "МИЋО СОКОЛОВИЋ" РОГАТИЦА	558.849	55.885	10,00	1,00	55.885
33	МТЛК	"МЕТАЛКА" АД ПРЊАВОР	3.705.065	261.001	7,04	1,00	261.001
34	МТНО	МЕТАЛНО АД ЗВОРНИК, П.О.	10.779.609	959.980	8,91	1,00	959.980
35	НСКГ	АД "НИСКОГРАДЊА" ДОБОЈ	1.021.290	102.129	10,00	1,00	102.129

Ред. бр.	КОД	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
36	НСРВ	А.Д."НОВА СИРОВИНА" Б.ЛУКА	5.886.822	514.065	8,73	1,00	514.065
37	НВПТ	"НЕВЕСИЊЕПУТЕВИ" А.Д. НЕВЕСИЊЕ	409.095	40.909	10,00	1,00	40.909
38	ОЗРН	А.Д. "ОЗРЕН" СРБИЊЕ	2.019.742	199.205	9,86	1,00	199.205
39	ОЗТУ	А.Д. "ОЗРЕНТУРИСТ" ДОБОЈ	4.412.724	416.891	9,45	1,00	416.891
40	ПАПР	"ПАПИРНИЦА" АД КОЗАРСКА ДУБИЦА	1.297.699	119.391	9,20	1,00	119.391
41	ПДПТ	"ПРИЈЕДОРПУТЕВИ" А.Д. ПРИЈЕДОР	4.230.190	363.413	8,59	1,00	363.413
42	ПЛДГ	"ПЛАНИНСКО ДОБРО ГАЦКО"	1.447.051	144.705	10,00	1,00	144.705
43	ПРОЈ	А.Д. "ПРОЈЕКТ" Б.ЛУКА	520.043	47.394	9,11	1,00	47.394
44	ПРОМ	ТП "ПРОМЕТ" АД ПРЉАВОР	9.144.193	863.721	9,45	1,00	863.721
45	ПРВЗ	АД "ПРЕВОЗ" НЕВЕСИЊЕ	345.739	34.574	10,00	1,00	34.574
46	ПТБЛ	"ПУТ" А.Д. Б.ЛУКА	871.632	87.165	10,00	1,00	87.165
47	ПУТН	"ПУТНИК" А.Д. Б.ЛУКА	524.402	44.385	8,46	1,00	44.385
48	ПВЛЦ	"ВЕЦТРА" А.Д.-СРПСКО САРАЈЕВО	644.624	64.484	10,00	1,00	64.484
49	РАДБ	ГП "РАД" А.Д. БИЈЕЉИНА	3.892.837	286.378	7,36	1,00	286.378
50	РБАР	"РИБЊАК БАРДАЧА"	2.448.031	203.470	8,31	1,00	203.470
51	СЛИН	"САНА-ЛИНЕА" А.Д. С.КОСТАЈНИЦА	66.101.100	4.478.700	6,78	1,00	4.478.700
52	СМБТ	СЕМБЕРИЈА ТРАНСПОРТ АД БИЈЕЉИНА	1.757.137	146.716	8,35	1,00	146.716
53	СПВО	ДИ "ШИПОВО" А.Д. ШИПОВО	1.638.444	123.766	7,55	1,00	123.766
54	СТРД	"СТАНДАРД" АД ПРЉАВОР	3.544.986	344.654	9,72	1,00	344.654
55	ТХНР	АД "ТЕХНОРАД" ДЕРВЕНТА	1.312.816	131.158	9,99	1,00	131.158
56	ТРМЛ	"ТЕРМАЛ" АД ЛОПАРЕ	7.065.492	706.549	10,00	1,00	706.549
57	УСЛГ	"УСЛУГА" А.Д. Б.ЛУКА	1.358.177	135.818	10,00	1,00	135.818
58	УТСЦ	"УНИС" ТСЦ А.Д. ПРЉАВОР	12.935.438	652.842	5,05	1,00	652.842
59	ВЦВО	"ВУЧЕВО" А.Д. СРБИЊЕ	2.987.983	298.798	10,00	1,00	298.798
60	ВДРН	ВОДОПРИВРЕДА ДРИНА А.Д. ЗВОРНИК	762.548	53.189	6,98	1,00	53.189
61	ВИТА	ВИТАМИНКА А.Д. Б.ЛУКА	35.725.355	2.351.705	6,58	1,00	2.351.705
62	ВЛПТ	АД "ВЕЛЕПРОМЕТ" ЗВОРНИК	9.550.164	764.577	8,01	1,00	764.577
63	ВРБС	ГП "ВРБАС" А.Д. ЛАКТАШИ	1.702.118	94.994	5,58	1,00	94.994
64	ВТНК	"ВИТИНКА" А.Д. КОЗЛУК	1.639.762	104.410	6,37	1,00	104.410
65	ЗЛТБ	ГП "ЗЛАТИБОР" А.Д.БИЈЕЉИНА	382.666	38.265	10,00	1,00	38.265
66	ЗВПТ	"ЗВОРНИКПУТЕВИ" А.Д. ЗВОРНИК	1.499.080	87.218	5,82	1,00	87.218

1	ЦЕЛХ	СХП "ЦЕЛЕХ" А.Д. Б.ЛУКА	11.453.816	1.145.381	10,00	1,00	1.145.381
2	КЗПТ	"КОЗАРАПУТЕВИ" А.Д. Б.ЛУКА	6.054.294	605.429	10,00	1,00	605.429
3	ПУТН	"ПУТНИК" А.Д. Б.ЛУКА	524.402	44.385	8,46	1,00	44.385
4	ПДПТ	"ПРИЈЕДОРПУТЕВИ" А.Д. ПРИЈЕДОР	4.230.190	363.413	8,59	1,00	363.413
5	СЛИН	"САНА-ЛИНЕА" А.Д. С.КОСТАЈНИЦА	66.101.100	4.478.700	6,78	1,00	4.478.700
6	ТРМЛ	"ТЕРМАЛ" АД ЛОПАРЕ	7.065.492	706.549	10,00	1,00	706.549
7	ТРМЛ	"ТЕРМАЛ" АД ЛОПАРЕ	7.065.492	706.549	10,00	1,00	706.549

Ред. бр.	КОД	НАЗИВ ЕМИТЕНТА	Укупан број акција	Акције Фонда ПИО		Номинална вриједност (у КМ)	
				број	%	једне акције	акција Фонда
8	ЛЕОТ	УТ АД "ЛЕОТАР" ТРЕБИЊЕ	4.444.991	444.499	10,00	1,00	444.499
9	ДОПТ	ДОБОЛПУТЕВИ АД. ДОБОЈ	5.530.201	376.300	6,80	1,00	376.300
10	ПВЛЦ	"ВЕЦТРА" А.Д.-СРПСКО САРАЈЕВО	644.624	64.484	10,00	1,00	64.484
11	ДВАН	А.Д. "ДУВАН" БРАТУНАЦ	1.602.232	135.094	8,43	1,00	135.094
12	АГРК	"АГРОКООП" АД ТРЕБИЊЕ	598.828	42.220	7,05	1,00	42.220

Извор: документација Фонда ПИО

## Прилог 4

### Јавне понуде за преузимање

Ред. бр.	Назив емитента	Цијена из понуде	Укупан број емитованих акција	Учешће Фонда ПИО % на дан објаве понуде за преузимање	Број акција Фонда ПИО на дан објаве понуде за преузимање	Вриједност акција Фонда ПИО по цијени из понуде
1	'ИМПЕС" А.Д. ФОЧА	0,200	1.275.853	10,00	127.585	25.517,00
2	'КНЕШПОЉЕТУРИСТ" А.Д. К. ДУБИЦА	0,075	465.855	10,00	46.577	3.493,28
3	ТП "ВЕЛЕЖ" А.Д. НЕВЕСИЊЕ	0,100	373.814	10,00	37.381	3.738,10
4	АУТОСЕРВИС-КРАЈИНА АД БАЊА ЛУКА	0,800	696.882	8,67	60.434	48.347,20
5	СОЦКОВАЦ АД СОЦКОВАЦ	0,250	1.921.749	10,00	192.175	48.043,75
6	ПРЕЊА АД КАРАНОВАЦ	0,350	807.267	10,00	80.727	28.254,45
7	ГРАДСКА ПИВНИЦА АД БАЊА ЛУКА	1,000	1.303.264	3,12	40.616	40.616,00
8	'ХЕРЦЕГОВИНАПУТЕВИ" ТРЕБИЊЕ	0,440	876.884	10,00	87.688	38.582,76
9	СИРОВИНАПРОДУКТ АД ДОБОЈ	0,204	3.065.234	8,63	264.605	53.979,42
10	МЕРКУР АД БАЊА ЛУКА	2,900	6.579.886	7,99	525.559	1.524.121,10
11	'ИНДУСТРОПРОЈЕКАТ" А.Д. ПРИЈЕДОР	0,600	820.847,00	6,33	51.954,00	31.172,40
12	МИКРОЕЛЕКТРОНИКА АД БАЊА ЛУКА	0,300	3.496.755	8,79	307.359	92.207,70
13	АД "ИНБЕЛ" БАЊА ЛУКА	0,110	658.655	10,00	65.849	7.243,39
14	ФАБРИКА ОБУЦЕ АД ТЕСЛИЦ	0,050	5.702.864	10,00	570.287	28.514,35
15	ЦАЈАВЕЦ СО АД БАЊА ЛУКА	0,300	1.834.195	10,00	183.420	55.026,00
16	СЕМБЕРКА АД ЈАЊА	0,131	5.340.198	8,31	443.646	58.206,36
17	ПОСАВИНА АД ВУКОСАВЉЕ	0,200	445.725	10,00	44.572	8.914,40
18	МЕРКУР АД ТЕСЛИЦ	0,300	2.947.730	9,58	282.270	84.681,00
19	ЈЕДИНСТВО АД, НОВИ ГРАД	0,150	1.983.577	10,00	198.358	29.753,70
20	'ДАЛЕКОВОД ТКС" АД ДОБОЈ	1,200	3.549.556	4,33	153.746	184.494,84
21	МОТЕЛ "ИНТЕРНАЦИОНАЛ" А.Д.	0,120	2.339.000	9,69	226.635	27.196,20
22	ТЕХНОСЕРВИС АД БОСАНСКИ БРОД	0,100	880.038	10,00	88.004	8.800,40
23	ДРИНА АД ЈАЊА	0,110	3.326.473	6,77	225.202	24.772,22
24	ГУБЕР АД СРЕБРЕНИЦА	0,220	3.809.607	10,00	380.961	83.811,42
25	ПОЉОПРИВРЕДА АД ДРАКСЕНИЦ, К.ДУБИЦА	0,020	8.364.316	10,0000048	836.432	16.728,64
26	ФПС АД СРЕБРЕНИЦА	0,981	678.008	10,0000295	67.801	66.539,90
27	УСЛУГАТРАНС АД ЛАКТАШИ	0,200	440.666	6,99395914	30.820	6.164,00
28	МЕСОПРОМЕТ АД ДОБОЈ	0,010	1.331.874	8,55749117	113.975	1.139,75
29	ТРГОПРОМ АД КОТОР ВАРОШ	0,130	1.316.603	10,0090916	131.780	17.131,40
30	ЈЕДИНСТВО ГП АД ГРАДИШКА	0,150	3.879.288	6,48563182	251.596	37.739,45
31	'КОЗАРАПУТЕВИ" АД БАЊА ЛУКА	1,533	6.054.294	10,00	605.429	928.122,70
32	УНИВЕРЗАЛ АД БИЈЕЉИНА	1,000	578.623	8,3759201	48.465	48.465,00
33	'ФАМОК" А.Д. КОСТАЈНИЦА	0,150	2.488.642	9,999992	248.864	37.329,60
34	'ИМПРО" АД ПРИЈЕДОР	0,173	10.235.612	9,96	1.019.924	176.446,85
35	'УНИЦЕП ГРОУП" АД БАЊА ЛУКА	1,000	188.732	8,35	15.750	15.750,00
36	'АГРОХЕРЦЕГОВИНА" АД	0,120	4.973.870	10,00	497.387	59.686,44
37	'УНИС ТАС" АД БИЈЕЉИНА	0,081	2.148.914	10,00	214.891	17.406,17
38	'ПУТ" АД БАЊА ЛУКА	0,400	871.632	10,00	87.165	34.866,00
39	'ЕКОНОМСКИ ИНСТИТУТ" АД БАЊА ЛУКА	1,240	724.346	6,26	45.335	56.215,40
40	'БОСНА ТРГОВИНА" АД БАЊА ЛУКА	0,300	2.006.040	10,00	200.604	60.181,20
41	'ЕЛМОНТ" АД БАЊА ЛУКА	0,200	3.550.364	10,00	355.037	71.007,40

Ред. бр.	Назив емитента	Цијена из понуде	Укупан број емитованих акција	Учешће Фонда ПИО % на дан објаве понуде за преузимање	Број акција Фонда ПИО на дан објаве понуде за преузимање	Вриједност акција Фонда ПИО по цијени из понуде
1	"ИМПЕС" А.Д. ФОЧА	0,200	1.275.853	10,00	127.585	25.517,00
42	АД "НОВИ ГРАД" УГЉЕВИК	0,003	94.469.800	9,98	9.431.821	28.295,46
43	"АДАПТЕР" БРОД	0,424	4.787.522	10,00	478.752	202.990,85
44	"МЕРКУР" АД ТЕСЛИЋ	0,482	2.947.730	9,58	282.270	136.054,14
45	"ПРЕВОЗ" АД НЕВЕСИЊЕ	0,010	345.739	10,00	34.574	345,74
46	АД "РЕЛАКС" БАЊА ЛУКА	3,550	808.920	10,00	80.892	287.166,60
47	АД "ПРЕРАДА СА ХЛАДЊАЧОМ" ЗВОРНИК	0,090	2.018.340	9,67	195.144	17.562,96
48	АД "ПАНАФЛЕКС" БИЈЕЉИНА	0,120	14.932.374	7,30	1.090.363	130.843,56
49	"ШИПАД" АД ДОБОЈ	0,010	400.971	10,00	40.097	400,97
50	"БЕНТОНИТ" АД ШИПОВО	0,500	3.299.440	10,00	329.944	164.972,00
51	АД "ПРОМТЕС" ТЕСЛИЋ	0,400	9.679.203	7,24	700.543	280.217,20
52	АД "НИСКОГРАДЊА" ТЕСЛИЋ	0,300	594.819	10,00	59.482	17.844,60
53	АШ "КРАЈИНА" АД БАЊА ЛУКА	0,700	870.561	9,59	83.512	58.458,40
54	АД "ГРАДИП" ПРЉАВОР	0,370	3.448.947	10,00	344.895	127.611,15

*Извор: документација Фонда ПИО*