

РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА
УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ - СКОПЈЕ



ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ СКОПЈЕ

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

„Законско и институционално регулирање на пазарот на капитал во Република Македонија и негово усогласување со регулативниот систем на Европската унија”

„Legal and institutional regulation of the capital market in Republic of Macedonia and its adaptatiot with the regulatory system of the European Union”

Кандидат:

м-р Сања Божиноска

Ментор:

проф. д-р Михаил Петковски

Скопје, 2014

Ментор:

проф. д-р Михаил Петковски

Економски факултет

Скопје

„ЗАКОНСКО И ИНСТИТУЦИОНАЛНО РЕГУЛИРАЊЕ НА
ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА И
НЕГОВО УСОГЛАСУВАЊЕ СО РЕГУЛАТИВНИОТ СИСТЕМ НА
ЕВРОПСКАТА УНИЈА”

А П С Т Р А К Т

Предмет на проучување на овој труд претставува законското и институционално регулирање на пазарот на капитал во Република Македонија и негово усогласување со регулативниот систем на Европската унија.

Пазарот на капитал претставува основен фактор за развој на секоја економија. Развиениот пазар на капитал често се поврзува со зголемена меѓународна конкурентност на економијата и со висок животен стандард на населението.

Постоењето на доверба во пазарот на капитал е еден од фундаменталните услови за прилив и акумулација на капитал во земјата преку привлекување инвестиции. Како основен предуслов за растот и развојот на секоја национална економија претставува здрав, стабилен и сигурен финансиски систем.

Затоа, од посебно значење е проучување на законското и институционалното регулирање на пазарот на капитал во Република Македонија, со посебен осврт на неговото усогласување со регулативниот систем на Европската унија.

По целосно проучување на законското и институционално регулирање на пазарот на капитал, треба да се согледа неговата усогласеност со Европската унија и потребата од дополнителни активности кои треба да ги преземе Република Македонија за целосна усогласеност со регулативниот систем на Европската унија.

Како посебен дел ќе биде презентирано следењето на искуствата на другите транзициони земји, сега членки на Европската унија од страна на Република Македонија од областа на законите и институциите на пазарот на капитал.

Клучни зборови: пазар на капитал, законско регулирање, институционално регулирање, усогласеност на пазарот на капитал, регулативен систем, Европска унија.

LEGAL AND INSTITUTIONAL REGULATION OF THE CAPITAL MARKET IN REPUBLIC OF MACEDONIA AND ITS ADAPTATION WITH THE REGULATORY SYSTEM OF THE EUROPEAN UNION

A B S T R A C T

The subject of study in this work present legal and institutional regulation of the capital market in Republic of Macedonia and its adaptation with the regulatory system of the European Union.

The capital market is the basic factor for developement of each economy. The development of the capital market is conect with the increasing international competition of the economy and the high standard of living of population.

The existence trust in the capital market is one of the fundamentals conditions for inflow and acumulation of capital in the country across attracting the investment.

Therefore, for especially role is investigation of the legal and institucional regulation of capital market in the Republic of Macedonia, with distinctive review on the adaptation with the regulatory system of the European Union.

After entirely investigation of the legal and institutional regulation of the capital market, it is necessary to seeits adaptation according the European Union and the requirements of the additonal activities that should take the Republic of Macedonia for whole adaptation according the regulatory system of the European Union.

As particular section will be presentation the following the practise of others country in tranzition, now members of the European Union in the section of legalzation and institutions of the capital markets.

Key words: capital market, legal regulation, institutional regulation, adaptation of the capital market, regulatory system, European Union.

СОДРЖИНА:	Стр.
ГЛАВА I	18
АНАЛИЗА НА ФАКТОРИТЕ НА ГЛОБАЛНОТО ОПКРУЖУВАЊЕ КОИ ВЛИЈААТ НА РАЗВОЈОТ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ	18
1. Фактори на глобалното опкружување кои влијаат на развојот на пазарот на капитал	20
1.1. Фактори кои имаат позитивно влијание на развој на пазарот на капитал	20
1.2. Фактори кои го отежнуваат развојот на пазарот на капитал	27
ГЛАВА II	39
ЗАКОНСКО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	39
1. Закони со кои се регулира пазарот на капитал во Република Македонија	39
1. 1. Закон за хартии од вредност	41
1. 2. Закон за преземање на акционерски друштва	47
1. 3. Закон за инвестициски фондови	50
1. 4. Закон за трговски друштва	54
ГЛАВА III	59
ИНСТИТУЦИОНАЛНО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	59
1. Комисија за хартии од вредност	59

1.1. Основање и организација на Комисијата за хартии од вредност	59
1.2. Активности на Комисијата за хартии од вредност	60
1.2.1. Активности на Комисијата за хартии од вредност за создавање услови за востановување друштва за инвестициско советување	68
2. Македонска берза	70
2.1. Котација на официјален пазар	75
2.2. Постапка на прием на редовен пазар и тргување	78
2.3. Статистичка анализа на пазарот на капитал во Република Македонија	79
3. Централен депозитар на хартии од вредност	101
4. Инвестициски фондови	103
5. Фонд за пензиско и инвалидско осигурување	116
ГЛАВА IV	124
УСОГЛАСУВАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА СО ЕВРОПСКАТА УНИЈА	124
1. Усогласеност на законската регулатива на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија	124
1.1. Состојба на усогласеност на законската регулатива на Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија	124

2. Усогласеност на институциите на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија	142
2.1. Состојба на усогласеност на институциите на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија	142
ГЛАВА V	191
ИСКУСТВА НА ДРУГИТЕ ТРАНЗИЦИОНИ ЕКОНОМИИ - СЕГА ЧЛЕНКИ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА ВО ПОГЛЕД НА ХАРМОНИЗИРАЊЕ СО РЕГУЛАТИВНИОТ СИСТЕМ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА	191
1. Фактори кои ги детерминираат економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Европската унија	191
1.1. Интерни фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата	192
1.2. Екстерни фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата	193
2. Следење на искуствата на транзиционите економии, сега членки на Европската унија и нивна примена во Република Македонија	195
ЗАКЛУЧОК	203
ЛИТЕРАТУРА	205
ПРИЛОЗИ	214

А К Р О Н И М И

ЕУ – Европска унија

ЗИФ – Закон за инвестициски фондови

ЗТД – Закон за трговски друштва

ЗХВ – Закон за хартии од вредност

ИФ – Инвестициски фондови

КЕХР – Комисијата на европски регулатори за хартии од вредност

КХВ – Комисија за хартии од вредност

МБ – Македонска берза

МСФИ – Меѓународни стандарди за финансиско известување

ХВ – Хартии од вредност

ЦДХВ – Централен депозитар за хартии од вредност

IOSCO (International Organization of Securities Commission) –
Меѓународна организација на Комисиите за хартии од вредност

ВОВЕД

Уште од своето осамостојување, перспективата на граѓаните е поврзана со можноста Република Македонија да стане членка на Европската унија.

Нашата европска ориентација доаѓа од фактот што ние како мала земја, не смееме да се затвориме ниту во однос на соседите, ниту во однос на другите земји во Европа, бидејќи процесите на поврзување сè повеќе се присутни во светот и нудат не само квантитативни, туку и некои покрупни квалитативни чекори и неопходност од заедничко дејствување.

Република Македонија пред предизвикот за влез во Европската унија, мора да се подготви максимално за економската интеграција, а нераскинлив дел од таа интеграција претставува финансиската интеграција, во која спаѓа пазарот на капитал.

Значењето на довербата во пазарот на капитал претставува услов за акумулација на капитал во земјата. Затоа, целокупната регулатива што го уредува работењето на пазарот на капитал треба да биде насочена кон обезбедување на сите информации кои се потребни за вложување во пазарот на капитал.

Затоа мислам дека треба да се согледа состојбата на пазарот на капитал од аспект на законските одредби, регулаторните рамки на институциите на пазарот на капитал, како и промените кои би се случиле во случај на зголемување на регулирањето на пазарот на капитал во Република Македонија.

Во првата глава **АНАЛИЗА НА ФАКТОРИТЕ НА ГЛОБАЛНОТО ОПКРУЖУВАЊЕ КОИ ВЛИЈААТ НА РАЗВОЈОТ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ** согледани се фактори кои се детерминанти за развој на пазарот на капитал како прв сегмент. Во овој дел посебно се

разработени факторите кои влијаат на развој на пазарот на капитал, како и факторите кои го отежнуваат развојот.

Во групата фактори на глобалното опкружување кои го поттикнуваат развојот на пазарот на капитал се опфатени: глобализацијата на светскиот пазар на капитал, дејствувањето на мултинационалните компании, брзиот развој на компјутерската технологија, активностите на меѓународните организации и растот на странски инвестиции. Од факторите кои го отежнуваат развојот на пазарот на капитал се опфатени: недоволната транспарентност и дистрибуција на информации, институционалниот и регулаторниот режим на финансискиот сектор, финансискиот систем, ризиците од вложувања во хартии од вредност и банкарскиот систем.

Во втората глава од овој труд **ЗАКОНСКО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА** е наведено законското регулирање на пазарот на капитал во Република Македонија преку Законот за хартии од вредност, Законот за преземање на акционерски друштва, Законот за инвестициските фондови и Законот за трговските друштва.

Со Закон за хартии од вредност се направи усогласување на постоечката законска регулатива со релевантните директиви на Европската, се зајакна регулативата со стандардите и принципите на Меѓународната организација на Комисиите на хартии од вредност (IOSCO), се запазија принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на сопствениците на хартии од вредност и инвеститорите, се зајакна правната сигурност и стабилност на пазарот на хартии од вредност во целина.

Со Законот за преземање на акционерски друштва се уредува начинот, условите и постапката за преземање на акционерските друштва, правата и обврските на учесниците во постапката за

преземање и надзорот над спроведување на постапката за преземање на акционерските друштва.

Со Закон за инвестициски фондови се уредува основањето и работењето на инвестициските фондови и друштвата за управување со инвестициски фондови, издавањето и продажбата на удели и акции, откуп на удели, промоција на инвестициски фондови, работи кои за инвестициските фондови ги извршуваат трети лица и работење на депозитарната банка.

Третата глава **ИНСТИТУЦИОНАЛНО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА** ги опфаќа институциите кои се задолжени за регулирање на пазарот на капитал во Република Македонија, односно Комисијата за хартии од вредност, Македонската берза, Централниот депозитар за хартии од вредност и Инвестициските фондови од аспект на нивно функционирање и регулирање на функционирањето на пазарот на капитал.

Комисијата за хартии од вредност е институција која е задолжена за регулирање и контролирање на сите учесници во работењето со долгорочните хартии од вредност во Република Македонија, односно претставува институција која се грижи за законското и ефикасно функционирање на пазарот на долгорочни хартии од вредност, заштита на правата на акционерите, како и за зајакнување на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на долгорочни хартии од вредност.

Македонската берза треба да обезбеди ефикасно, транспарентно и сигурно функционирање на организираниот секундарен пазар на хартии од вредност во Република Македонија, преку перманентно настојување на сите инвеститори да им обезбеди влез, односно излез од сите финансиски инструменти со кои се тргува на берзанските пазари по фер

пазарна цена, за да се изгради доверба во македонскиот пазар на хартии од вредност.

Тоа подразбира дека Македонската берза треба да ги следи сите промени и да ги прави сите усогласувања во своето деловно однесување кон принципите и легислативата на Европската унија.

Македонската берза преку своите механизми, проекти и процедури на инвеститорите треба да им обезбеди организиран и модерен секундарен пазар на хартии од вредност, кон кој учество ќе сакаат да земат не само домашните инвеститори, туку и странски вложувачи и преку тоа да се интензивира инвестициската активност во Република Македонија и да се поттикне развој.

Согласно Законот за хартии од вредност, депозитарот експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на актите на депозитарот, како и на регулативата од надлежност на Комисијата.

Во оваа глава, исто така, е направена статистичка анализа на пазарот на капитал за периодот од 2007 до 2013 година, односно е дадено тргувањето на македонската берза по години, вкупниот берзански промет на годишно ниво, типовите на инвеститори на берзата и нивното учество и вкупно издадените долгорочни хартии од вредност по години.

Инвестициски фонд како професионално управувана форма на инвестирање се основа заради здружување на парични средства од домашни и/или странски физички и/или правни лица, кои потоа се вложуваат на пазарот на капитал во најразлични хартии од вредност: акции, обврзници, записи и слично. Со средствата на фондот управува друштво за управување со инвестициски фондови.

Во четвртата глава **УСОГЛАСУВАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА СО ЕВРОПСКАТА УНИЈА** се разгледани принципите и целите на IOSCO кои се однесуваат на регулирање на пазарот на капитал во Република Македонија, проценка за тоа што е реализирано, како и натамошни активности кои треба да се преземат во постоечкото законодавство како практики за регулирање на пазарот на капитал.

Во петтата глава **ИСКУСТВА НА ДРУГИТЕ ТРАНЗИЦИОНИ ЕКОНОМИИ - СЕГА ЧЛЕНКИ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА ВО ПОГЛЕД НА ХАРМОНИЗИРАЊЕ СО РЕГУЛТИВНИОТ СИСТЕМ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА**, најпрво се разработени факторите кои ги детерминираат економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Европската унија. Потоа, како втор дел од главата е разработено следењето на искуствата на транзиционите економии, сега членки на Европската унија и нивна примена во Република Македонија.

Очекувани резултати

Преку истражување и елаборација на досегашните теоретски и практични сознанија на полето на усогласувањето на пазарот на капитал во Македонија со регулативниот систем на Европската унија, целта на овој труд е да се согледа:

- Состојбата за тоа што е постигнато со примената на законската регулатива, а што треба да се промени за подобрување на пазарот на капитал и враќање на довербата од страна на граѓаните;
- Надлежностите на институциите и образложенија за потребите од регулаторните барања;
- Оценување на имплементацијата на принципите на IOSCO во законодавството и во регулативниот систем на Република Македонија и
- Оценка на последиците од развој на пазарот на капитал како резултат на изменетите регулаторни решенија.

Г Л А В А I

АНАЛИЗА НА ФАКТОРИТЕ НА ГЛОБАЛНОТО ОПКРУЖУВАЊЕ КОИ ВЛИЈААТ НА РАЗВОЈОТ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ

1. Фактори на глобалното опкружување кои влијаат на развојот на пазарот на капитал

1.1. Фактори кои имаат позитивно влијание на развојот на пазарот на капитал

1.2. Фактори кои го отежнуваат развојот на пазарот на капитал

Г Л А В А I

АНАЛИЗА НА ФАКТОРИТЕ НА ГЛОБАЛНОТО ОПКРУЖУВАЊЕ КОИ ВЛИЈААТ НА РАЗВОЈОТ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ

Воведувањето на пазарот на капитал треба да се сфати како создавање алтернативен и конкурентен облик на финансирање на стопанството во однос на финансиските институции, пред сè деловните банки. Преку него се создава институционална можност финансиските инвеститори, пред сè носителите на штедењето да можат да избираат меѓу вложување на своите финансиски средства кај банките или за директно пласирање на тие средства по пат на купување на хартии од вредност емитувани од здрави претпријатија.

Основањето силен, ефективен и софистициран пазар на капитал е темел на успешното стопанство во кој било дел од светот. Силните, ефективни и софистицирани пазари на капитал бараат соодветни прописи (меѓу кои има и услови за финансиско известување) и институционализирани механизми за спроведување во пракса.

Доколку пазарите на капитал ги извршуваат нивните функции (ја оформуваат цената на рамнотежно ниво, овозможуваат ликвидност на тргуваните хартии од вредност и ги намалуваат трансакционите трошоци) ефикасно, т.е. со најниски можни трошоци, нема потреба од интервенција, односно нивна регулација. Во светот на перфектни пазари и перфектна конкуренција нема теоретско оправдување за интервенцијата на пазарните механизми, но сосема е поинаку доколку овие функции се нарушени. Причина повеќе да се оправда регулацијата на пазарите на капитал е тоа што со регулацијата се овозможува заштита на инвеститорите и зајакнување на способноста на пазарите правилно да функционираат со што се зачувува системската стабилност и се намалува системскиот ризик.

Регулативната рамка мора да се процени во однос на нејзината ефикасност т.е. да постои оперативна ефикасност, односно да ги исполнува саканите функции. Најдобар одраз на квалитетот на ефективна регулација на пазарот на капитал е степенот на кој таа осигурува функционирање на пазарниот механизам.

Како главно правило, регулацијата треба да биде неутрална и да креира еднакви конкурентни услови за сите пазарни учесници, без да дава одреден преференцијален или дискриминациски третман на одредени учесници.

Исто така, регулаторите треба внимателно да извршат проценка на влијанието од регулативната рамка на пазарите на капитал, почнувајќи со националните пазари, но и погледнувајќи надвор од границите.

Доколку пазарот на капитал се карактеризира со релативно слободен влез и излез, на страна на понудата и на страна на побарувачката, тогаш се оневозможува здобивање со монополска моќ на постојните институции во финансискиот систем. На пример, во земјите каде што банкарскиот систем го претставува најголемиот дел од финансискиот систем, воспоставувањето и развојот на пазарот на хартии од вредност може да влијае да се ограничи (редуцира) монополската моќ на банките при интеграцијата меѓу штедачите и заемобарателите.¹

На развојот на пазарот на државни хартии од вредност мора да се гледа како на динамичен процес во кој најзначајна е стабилноста на макроекономскиот и финансискиот систем во изградбата на ефикасен пазар и воспоставувањето на кредибилитет на Владата како емитувач на хартиите од вредност. Основни предуслови кои треба да бидат исполнети за воспоставување ефикасен пазар на хартии од вредност деноминирани во домашна валута се:

¹ Марина Наќева Кавракова (2009) „Функции на пазарот на капитал“, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија, стр. 9-25

- стабилна држава со висок кредитбилитет,
- цврста фискална и монетарна политика,
- ефикасна правна, даночна и регулаторна инфраструктура,
- сигурни аранжмани за отплата на долговите,
- либерализиран финансиски систем со конкурентни посредници и
- одредено ниво на развој на трезорскиот систем.

1. Фактори на глобалното опкружување кои влијаат на развојот на пазарот на капитал

Голем е бројот на фактори на глобалното опкружување кои детерминираат развој на пазарот на капитал. Во првата група на фактори се вклучени факторите кои поттикнуваат развој на пазарот на капитал, а во втората група фактори кои попречуваат развој на пазарот на капитал.

Најчесто растот на пазарот на капитал е детерминиран од макроекономските движења, технологијата, демографските трендови, финансиските иновации и други фактори.

1.1. Фактори кои поттикнуваат развој на пазарот на капитал

Во групата фактори на глобалното опкружување кои го поттикнуваат развојот на пазарот на капитал² спаѓаат:

- глобализацијата на светскиот пазар на капитал;

² Блажо Недев и Слободан Марковски (2005), „Меѓународно сметководство“, Економски факултет Скопје, 2005 година

- дејствувањето на мултинационалните компании;
- брзиот развој на компјутерската технологија;
- активностите на меѓународните организации и
- растот на странски инвестиции.

Глобализацијата на светскиот пазар на капитал претставува важен фактор за развој на пазарот на капитал на глобално ниво.

Една од најважните карактеристики на светските пазари на крајот на 20-от век и почетокот на 21-от век е сеопфатниот процес на глобализација кој е производ на економско - технолошкиот процес. Процесот на глобализација на светската размена и пазари ги зафаќа сите земји и сите подрачја во светот, посебно преку процесот на меѓусебно поврзување, соработка и интеграција.³

Актуелна е појавата на отворање на македонската економија кон светските пазари и приклучување кон процесите на глобализација.

Многу претпријатија котираат на берзите надвор од својата држава и пазарот на капитал ги преминува националните граници. Времето кога претпријатијата го обезбедувале својот капитал од национални извори е поминато и глобалниот опсег на пазарот на капитал има потреба од хармонизација.

Глобализацијата на финансиските пазари им овозможи на инвеститорите и компаниите на кои им е потребен капитал да се свртат кон послабо регулираните или нерегулираните финансиски пазари. Ова значи пресметување на конкуренцијата меѓу различни регулаторни системи.

³ E. Aninat "Adjusting to a Globalized Economy", Forum, San Diego La Jolla, California, October 13, 2000, pg 86

Производите, услугите, капиталот и пазарите се карактеризираат со својата глобална димензија. Тоа несомнено го зголемува притисокот врз глобалните транснационални компании, за поефикасен начин на организирање на своите бизниси, во насока на конвергирање и реорганизирање на своите бизниси, во насока на конвергирање и реорганизирање на елементите од националната инфраструктура, вклучувајќи ги пазарите, законската регулатива, сметководството и ревизијата и корпоративното управување. Токму поради тоа, претпријатијата се во потрага по воведување на глобален стандард за ефикасност на своите операции, односно до развој и имплементирање на единствен сет на меѓународни стандарди за финансиско известување.

Дејствувањето на мултинационалните компании индиректно влијае на развој на пазарот на капитал. Мултинационалните компании го шират своето влијание не само преку нивниот број, туку и преку нивната големина и моќ. Тие вршат влијание на сметководствените системи и затоа секоја економија ќе биде заинтересирана за подетално сметководствено влијание, за да го стави под контрола влијанието на мултинационалните компании.

Мултинационалните компании ги зголемуваат фондовите не само на домашно ниво, туку и на пазарите на капитал, каде што во последните неколку години станале значајно интернационализирани. Тоа е направено преку дерегулација на водечките национални финансиски пазари; голема брзина на финансиски иновации (вклучувајќи ги и новите трговски техники и новите финансиски инструменти); драматична предност во електронската технологија на комуникации; брзите поврзувања, односно врски меѓу домашните и светските финансиски пазари. Мултинационалните компании потекнуваат претежно од Соединетите Американски Држави, Јапонија и Европската унија и

претставуваат главни извозници и увозници на странски директни инвестиции”.⁴

Брзиот развој на компјутерската технологија наметнува потреба за адаптирање на пазарот на капитал на сè повисоко рамниште. Развојот на пазарот на капитал треба да им излезе во пресрет на современите услови на развој на компјутерската технологија.

Информациските технологии стануваат сврзно ткиво меѓу различни актери, сектори, држави. Информациската револуција, поткопувајќи ја со децении основата на традиционалната економија потпрена врз класичните фактори на растот, доведе до фазата „општество базирано на знаење” кое се потпира на новите фактори на растот - информациите и знаењето.

Значи, информациските технологии треба да одговорат на сите барања кои ги поставува современиот ефективен пазар на капитал, за негово непречено ефикасно работење.

Меѓународните организации преку своите активности влијаат на развој на пазарот на капитал. Таков е случајот со *Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност* (International Organization Securities Commissions - IOSCO) која претставува интернационална асоцијација на националните регулатори на пазарот на капитал формирана од државни претставници, со цел да пропишува или да усвојува правила за презентација на финансиските извештаи на претпријатијата, чии акции котираат на берзите во која и да било странска земја. Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност најмногу настојува да ги заштити правата на акционерите и поефикасно да го регулира пазарот на хартии од вредност, но има

⁴ Cristopher Nobes and Robert Parker (2006), „Comparative International Accounting“, Prentice Hall, Financial Times, 2006, pg 112

влијание и во обликувањето на меѓународната сметководствена практика.

IOSCO издаде правила и принципи за регулацијата на хартиите од вредност (Objectives and Principles of Securities Regulation), која вклучува три основни цели во однос на регулирањето и супервизијата на пазарот на капитал⁵:

- ❖ заштита на инвеститорите;
- ❖ ефикасност, транспарентност и фер-игра на пазарот на капитал и
- ❖ ограничување на системскиот ризик.

Овие правила се однесуваат на зајакнување на законите коишто го регулираат пазарот на капитал, соработка и размена на информации меѓу регулаторните тела, обврски на издавачите на хартии од вредност, потребните услови кои треба да ги исполнуваат учесниците и посредниците на пазарот на капитал, издавање дозволи на берзите и другите системи на тргување. Овие правила условуваат регулативните тела извршувајќи ги своите функции и задачи да бидат независни од надворешните политички и економски влијанија.

Исто така, Европската унија денес е најголемиот (регионален) пазар во светот. Една од најголемите испораки во обликување на единствен пазар на Европската унија претставува донесување Стратегија на парично-сметководствено известување. Станува збор за долгорочни сметководствени промени, посебно на парично-сметководственото известување. Врз основа на Стратегијата на парично-сметководствено известување на Европската унија, сите компании кои котираат на пазарите (берзите) на капитал треба своите парично-сметководствени-

⁵ Hall S. Scott (2000), „*Internationalization of Primary public Securities Markets*“, <http://scholarship.law.duke.edu>, july 2000

посебно консолидираните извештаи да ги составуваат во согласност со Меѓународните сметководствени стандарди и тоа најдоцна до 2005 година и понатаму.

Странските директни инвестиции претставуваат фактор за развој на пазарот на капитал.

Инвестициите претставуваат основна детерминанта за економскиот развој. Од нивниот обем, структура и ефикасност зависи процесот на развој во земјата. Инвестициите воспоставуваат однос меѓу сегашната и пропуштената можност за потрошувачка на доход и поголема потрошувачка или зголемена корисност во иднина.

На ниво на националната економија, науката за инвестиции ги објаснува квантитативните односи меѓу штедењето и инвестициите, поврзаноста на нивото на инвестициите со нивото на доходот и со другите макроекономски категории и агрегати, нивниот одраз врз економските циклуси, економската рамнотежа, динамиката на растезот на Бруто домашниот производ (БДП) и ја анализира макроекономската ефикасност на инвестициите.

Секоја национална економија, поаѓајќи од целите на економскиот раст и целите на развојната политика, определува инвестициска политика.

Големиот број инвеститори во државни хартии од вредност имаат различни преференции, но заедничко за нив е настојувањето за поврзување на нивото на ризик и рокот на хартиите од вредност со истите на нивните извори на финансирање.

Државата не може да ги знае потребите на секој потенцијален инвеститор во државни хартии од вредност, но идентификувањето на групи со слични преференции може да помогне во формулирањето на политиката за издавање на државни хартии од вредност. Најшироко,

постојат две основни групи инвеститори во државни хартии од вредност: институции од финансиски и нефинансиски сектор (големи инвеститори) и индивидуални инвеститори (мали инвеститори).

Големите инвеститори ги претставуваат институциите од финансиски и нефинансиски сектор, како што се: банки, небанкарски финансиски институции (осигурителни компании, пензиски фондови, инвестициски фондови и сл.) и компании од нефинансиски сектор.⁶

Значењето на странските инвестиции е големо бидејќи тие носат економски раст, вработувања, пораст на животниот стандард и задоволни граѓани. Поширокото значење на странските инвестиции е дека инвестициите ја зголемуваат економската стабилност на земјата.

Странските директни инвестиции претставуваат вложувања на капитал од претпријатијата од странски земји или мултинационални компании во капацитети, во вид на претпријатија или филијали во земјата-домаќин. Според тоа, со директни странски инвестиции се стекнува сопственичка контрола.⁷

На национално ниво, директното влијание на домашните институционални институти врз функционирањето на националните пазари на капитал зависи од регулацијата и конзервативноста на политиките за инвестирање. Директното влијание е минимално доколку институционалните инвеститори со регулативата се задолжени да ги инвестираат поголемиот дел од средствата во таканаречени непазарни државни хартии од вредност.

Регулативата и конзервативната инвестициска политика не се единствените фактори коишто можат да го спречат позитивното

⁶ „Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност“, Министерство за финансии и Народна банка на Република Македонија, Скопје 2003

⁷ М.Несторовски (2000), „Економија на инвестициите“, Економски факултет Скопје 2000, стр.138-144

влијание на институционалните инвеститори врз развојот на пазарите на капитал. Отсуството на „критична маса“ е исто така значајно.

1.2. Фактори кои го отежнуваат развојот на пазарот на капитал

Голем е бројот на фактори кои го отежнуваат развојот на пазарот на капитал. Тука ќе наведат само некои од нив:

- недоволната транспарентност и дистрибуција на информации;
- институционалниот и регулаторниот режим на финансискиот сектор;
- финансискиот систем;
- ризиците од вложувања во хартии од вредност и
- банкарскиот систем.

Недоволна транспарентност и дистрибуција на информации. За обелоденување на податоци и информации зборуваме кога во јавноста се изнесуваат такви податоци и информации за компаниите кои имаат посебно значење за инвеститорите кои се заинтересирани да вложат во тие компании. Тие се оние податоци и информации кои на инвеститорите им обезбедуваат сознанија што можат да им помогнат во донесување правилни инвестициски одлуки. Обелоденувањето точни, разбирливи и навремени информации придонесува за создавање, јакнење и одржување доверба на инвеститорите во компаниите. Располагањето со податоци за тоа во каква состојба се наоѓаат компаниите, им овозможува на инвеститорите да извршат информирани проценки на нивните перформанси и да добијат претстава за нивната финансиска состојба.

Ефикасен е оној пазар на кој пазарната цена е резултат на непристрасна проценка на реалната вредност на инвестицијата.

Треба да се прави разлика меѓу обелоденувањето податоци и информации и транспарентноста. Компаниите/издавачите на хартии од вредност можат да објават голем број податоци и информации кои немаат никаква важност за инвеститорите, а истовремено да не ги објават оние информации кои се навистина значајни. Објавувањето информации понекогаш може да биде и лошо, па дури да има за цел манипулација, односно да биде насочено кон прикривање на вистинската слика за состојбата на компанијата.

Транспарентноста подразбира постојано пласирање информации за работењето на компаниите во јавноста.⁸

Регулативата за хартии од вредност им наложува на друштвата да објавуваат голем број различни информации за финансиското и нефинансиското работење на компанијата. Во некои случаи компаниите приговараат дека објавувањето одредена информација може да им наштети, предизвикувајќи негативни ефекти врз работењето и финансиската состојба. Од друга страна, располагањето со вакви информации од страна на мали групи поединци, може да претставува за нив предност во процесот на формирање на берзанската цена на акциите на компанијата.

Таквите информации, чие обелоденување во јавноста може да влијае врз цената на хартиите од вредност на компанијата, се нарекуваат ценовно чувствителни информации.

Со цел да се обезбеди заштита на учесниците на пазарот на хартии од вредност, ценовно чувствителните информации треба да се достават до регулаторот и берзата и во соработка со компанијата, да

⁸ „Прирачник за корпоративното управување во македонските акционерски друштва“, Меѓународната финансиска корпорација, 2008 година

бидат објавени на начин кој би бил фер како за компанијата, така и за инвеститорите. Во исклучителни случаи, по барање на компаниите и по оценка на барањето од страна на регулаторот и берзата, ценовно чувствителните информации може да не бидат обелоденети.

Транспарентноста на пазарот на хартии од вредност значи чекор повеќе кон:

- сигурен и ефикасен пазар на хартии од вредност;
- доверба на инвеститорите во пазарот;
- ликвидност на пазарот и
- атрактивност на пазарот.⁹

Недоволната транспарентност и дистрибуција на информации претставува пречка во развој на пазарот на капитал. Најчесто во повеќето земји во транзиција постои незадоволително ниво на јавно достапни информации за работењето на акционерските друштва. Недостатокот на овие информации значи минимална транспарентност или тргување на пазарот врз основа на полуофицијални информации, кои по правило се ограничено достапни и во принцип деформирани.

Сето тоа резултира со недоверба кај јавноста за пазарот на хартии од вредност, поради непостоење можност за проценување на ризикот од вложување во хартии од вредност.

Институционалниот и регулаторниот режим на финансискиот сектор претставува пречка за развој на пазарот на капитал. Најчесто финансискиот сектор во земјите во транзиција треба да помине низ темелна реконструкција, бидејќи е подложен на многу административни контроли и политички влијанија. Треба да се охрабрат

⁹ Елена Јакимовска Петровска (2008), „Транспарентност – основен столб на корпоративното управување“, март 2008, стр.3

финансиските сектори на многу земји преку влез на меѓународни компании во банкарскиот и осигурителниот сектор, да се подобри банкарската супервизија, да се донесат многу законски и подзаконски акти за регулирање на финансискиот сектор за остварување на либерализација на финансискиот пазар и надминување на сите пречки за функционирање на пазарот на капитал.¹⁰

Финансискиот систем има големо значење за економскиот развој. Ова најчесто се однесува на можноста за најдобра трансформација на заштедите во продуктивни инвестиции, што пак претставува мотор за економскиот развој.

Најголемо значење во финансискиот систем имаат банките. Тие како клучни финансиски институции вршат трансформирање на депозитите во финансиски средства, всушност ги канализираат средствата од ентитетите кои имаат вишок ликвидни средства кон оние кои имаат недостаток од истите. Со тоа тие ги олеснуваат капиталните текови и трговијата.

Така, ефикасен финансиски систем од економски аспект е системот кој овозможува адекватна алокација на економските ресурси во најпродуктивни цели. Главна цел е да се спојат инвеститорите и нивните заштеди со соодветни продуктивни инвестиции. Со постоењето ефикасен финансиски систем инвеститорите можат да очекуваат повисоки приноси на нивните инвестиции со однапред калкулиран ризик, а позајмувачите можат да ги минимизираат трошоците од позајмувањето на капиталот.

¹⁰ „Годишен економски извештај дел 7“, Финансиски системи на Република Македонија, Министерството за финансии на Република Македонија - www.finance.gov.mk

Се смета дека финансискиот систем добро функционира кога се исполнети следниве два услови:¹¹

- субјектите да имаат пристап до информации потребни за алокација на капиталот во најпродуктивни цели;

- ризикот се менаџира, така што однапред се калкулира од страна на оние кои се подготвени да го преземат.

Во 2010 година се забележа забрзување на растот на средствата на финансискиот систем на Република Македонија, условен речиси во целост од растот на средствата на банките и пензиските фондови. Финансискиот сектор ја задржа релативно едноставната структура, со најголема улога на банкарскиот систем и релативно мала улога на недепозитните финансиски институции. Нискиот степен на меѓусекторската интеграција и ограничената вкрстена сопственост меѓу одделни финансиски сегменти се едни од главните карактеристики на финансискиот систем на Република Македонија. Едноставната пазарна структура и отсуството на сложени финансиски групации, ја минимизираа можноста за нарушување на стабилноста на одделните сегменти како последица од прелевање на ризиците со кои тие се соочуваат. Најизразена е поврзаноста на останатите сегменти на финансискиот систем со банкарскиот сектор, преку капиталните вложувања на банките во другите институционални сегменти, а особено преку депонираните средства од страна на недепозитните финансиски институции во банките.

Друга огромна бариера претставуваат **ризиците од вложувања во хартии од вредност**. Ризикот се дефинира како несигурност или променливост поврзана со идната вредност на портфолиото на одредено средство. Компензација за ризикот е дополнителниот принос,

¹¹ David Longworth (2006), „The crucial contribution of the financial system and monetary policy to economic development“, BIS Review 39/2006

кој се добива преку и над оној кој е даден за хартија од вредност која е без ризик.

Било која инвестиција во финансиско средство е предмет на некој вид ризик. Ризикот претставува неизвесност од резултатот на крајното случување или веројатност дека опасноста би можела да се претвори во штета. Ризиците поврзани со одредено средство се поделени во различни категории според потеклото на несигурноста во поглед на нивната идна вредност. На пример: ризик од неможност за плаќање на обврските (или ризик за исплата); каматен ризик, девизниот ризик, ликвидносен ризик; оперативен ризик, ризик на повикување итн.

Врз основа на споредбата со други средства, се развиени модели за анализирање на ризикот на одреден инструмент, кои ги рангираат неговите ризици во две општи категории:

- ❖ Оние поврзани со конкретното средство или специфични ризици според компанијата и
- ❖ Оние кои се наоѓаат во сите инвестиции или пазарни ризици. Овие модели се користат особено за анализа на акциите.

За инвестициите во акции, најчесто користените модели за ризик го мерат ризикот во смисла на ризик кој не се диверзифицира; користење еден или повеќе фактори како што е пазарот, индустријата, земјата, за да се добие сензитивноста на акцијата на овие фактори, познати како бета и тие да се искористат за да се оцени ризикот и приносот.

Развојот забележан кај моделите на ризик за акциите нема слична паралела во анализата на фиксниот приход. За хартиите од вредност со фиксен приход, анализата на ризикот во поглед на пазарот, особено сензитивноста на одредена хартија од вредност на каматните стапки, е заснована на нејзиниот период на доспевање. Периодот на доспевање

ја оценува промената на цената на хартијата од вредност со фиксен приход која се должи на промените на пазарната каматна стапка.

Врз основа на портфолио теоријата и теоријата за вреднување на капиталните имоти постои следнава класификација на ризиците:

- Систематски ризик, кој не може да се диверзифицира - се однесува на сите хартии од вредност и произлегува пред сè од варирањето на макроекономските варијабли како што се нивото на ГДП, пазарните каматни стапки, стапката на инфлација, девизни курсеви и сл.
- Несистематски ризик - кој може да се диверзифицира односно да се редуцира преку формирање одредено портфолио на хартии од вредност. Овој ризик произлегува од специфичните карактеристики на поединечните компании - емитенти на хартии од вредност.

Финансиските инвестиции можат да бидат одредени врз основа на два параметри: стапката на принос и ризикот изразен преку стандардна девијација и коефициентот на варијабилитет.

За инвестирање во долг се користат модели на ризик кои ја земаат предвид неможноста за исплаќање на обврските, за да се добијат оценки за соодветните приноси. Идејата е дека очекуваниот принос на обврзницата најверојатно ќе го одразува специфичниот ризик од неможност за исплаќања на обврските од страна на компанијата која ја издала обврзницата.

Главната цел на системите за кредитни рангирања е да го мерат ризикот од неможност за исплаќање на обврските на хартиите од вредност по долг. Очигледно, кредитното рангирање не ја исцрпува анализата на ризикот која мора да се спроведе за секоја инвестиција, туку претставува моќен инструмент за мерење на ризикот од неможност

за исплаќање на обврските што е особено значајно, барем за пензиските фондови, од причини кои се наведени подолу.

Ризикот од неможност за исплаќање на обврските на краткорочните и долгорочните хартии од вредност обично се мери со рангирања кои се доделуваат од компаниите за рангирање како што се: Moody's, Standard & Poors, FITCH, IBCA итн. Рангирањето е само мислење или проценка за способноста на издавачот да ги исполни сите свои обврски во време на просперитет или во време на криза. Целта на рангирањето е да се опишат карактеристиките на емисијата, врската со другите обврски на издавачот и неговата тековна и идна финансиска состојба и оперативна изведба. Рангирањето се применува на конкретното издание, а може и на издавачот.

Во случајот на акциите, не постои ризик од неможност за исплаќање на обврските, бидејќи инвеститорите поседуваат само резидуални права на резултатите на компанијата. Затоа, Агенциите за кредитни рангирања не нудат рангирања за акциите, туку само извештаи кои ги даваат карактеристиките на различните акции со повеќекратни индикатори, вклучувајќи „Бета“. Целта на овие извештаи е да обезбедат информации за приносите и историската варијабилност (ризик) на цената на одредена акција; за нејзините „основи“ како што е соодносот долг со капитал, добивка од дивиденда, историски пораст итн.; исто така нејзиното релативно однесување или сензитивност во поглед на пазарот, подсекторите на пазарот или економски варијабли како што се каматната стапка, порастот на стопанството итн. Последователно, целта е да му обезбедат информации на инвеститорот за да му се овозможи да оформи мислење за веројатниот принос на акцијата и поврзаниот ризик, со користење на сопствените податоци на компанијата издавач и нејзиното поранешно однесување во поглед на пазарот, другите компании и кон различни економски варијабли.

Порастот на финансиските пазари и по обем и по разновидност на инструментите, како и широко распространетиот пристап на средните до мали инвеститори, значеше дека транспарентноста и конкуренцијата на пазарите станаа општествена неопходност која е сè позначајна за поттикнување на штедењето и насочувањето на инвестициите на ефикасен начин. Во овој контекст, информациите и компетентните независни мислења за финансиските инструменти кои се расположливи за јавна понуда играат значајна улога.

Кредитните рангирања им помагаат на инвеститорите со обезбедување лесно препознатливи информации - рангирања за ризикот од неможност за исплаќање на обврските поврзан со хартиите од вредност со фиксен приход кои се нудат на пазарот.

Кредитните рангирања овозможуваат полесен пристап за издавачите на пазарите, бидејќи тие им овозможуваат да ги прилагодат трошоците на кредитот кон нивните соодветни ситуации. Исто така им даваат и можност да ги намалат трошоците и да ги направат нивните извори на финансирање пофлексибилни.

Посебно значајна бариера за развојот на пазарот на капитал претставува ризикот на финансиската интермедијација. Имено, теоријата за финансиска интермедијација вели дека една од главните функции на финансиската интермедијација претставува преземањето ризик за сметка на комитентите. Затоа интермедијаторите е потребно да се заштитат себеси од високоризични зделки, а тоа е невозможно да се направи доколку немаат физичко присуство на некој пазар за да може најреално да ги оценат околностите. Често пати постои голем ризик од пропаѓање кога се влегува на нови пазари.

Финансиската интермедијација на банките пак, претставува однос меѓу вкупната актива и бруто домашниот производ и го покажува степенот на ефикасност на банкарскиот сектор, нашиот банкарски

систем бележи низок процент, многу понизок од земјите на Европската унија.

Капитално финансираното пензиско осигурување е нов задолжителен елемент на реформираниот пензиски систем во Република Македонија. Воспоставувањето на пензиските фондови ќе има влијание на зголемувањето на штедењето на населението и тоа на долг рок, а тоа значи дека ќе се засили моќта на инвестирањето и растот на економијата во земјата. Капитално финансираното пензиско осигурување е тесно поврзано со пазарот на капитал, односно од резултатите на пензиските вложувања зависи развиеноста на пазарот на капитал, а доколку тој е на низок степен на развој, инвестирањето на средства на пензиските фондови може да влијае на подигање на нивото на пазарот на капитал.

Но, сепак како резултат на порастот на пазарот на капитал, како и поради реформите на пензискиот систем, се забележува зголемена диверзификација на финансискиот систем, како од аспект на видот на финансиските институции, така и од аспект на видот на производите и услугите коишто се нудат. Ова пак води кон постепено зголемување на финансиската интермедијација.

Како клучен новитет во банкарството денеска е и стандардот Базел II . Воведувањето на овој Стандард е во почетна фаза. Тој би требало да има големо значење за заштита на банкарскиот систем од финансиски и економски шокови, како и да обезбеди диверзификација на ризикот.

Базел II е вториот Базелски стандард, кој се однесува на законот за банки, како и на регулативните парашања од Базелскиот комитет за банкарска супервизија.

Целта на Базел II кој беше почетно воведен во јуни 2004 година, е да се креира интернационален Стандард, според кој банките ќе се

раководат кога треба да одлучуваат за тоа колку капитал им е потребно да оставаат настрана, со цел да се заштитат од непредвидливи ризици, како што се оперативните и финансиските ризици. Приврзаниците на овој Стандард веруваат дека само еден интернационален Стандард може да помогне во заштита на интернационалниот финансиски систем од сите типови на проблеми коишто можат да се појават и коишто можат да предизвикаат колапс на големи и значајни банки, како и на серија од банки.

Според него банката треба да располага со поголема ликвидност на капиталот, со цел да ги апсорбира непредвидените финансиски шокови, како и да врши перманентна обука на кадри и банкарски супервизори, кои пак од своја страна можат да ги зголемат трошоците на работењето. Поради ова постојат тешкотии за негова примена, посебно во земјите во транзиција, вклучувајќи ја и нашата земја.

Ризиците настануваат како последица на бројни фактори меѓу кои најважни се оние на деловното опкружување, промените во каматните стапки, промените на девизниот курс, иноваторскиот и техничкиот прогрес итн. Во последните неколку години посебно влијание на појавата на ризикот во банкарското работење има т.н. социјално опкружување олицетворено во политички и социјални кризи во државите, појава на војни или друг вид политичко безбедносни нестабилности.

Г Л А В А II

ЗАКОНСКО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Закони со кои се регулира пазарот на капитал во Република Македонија

1. 1. Закон за хартии од вредност

1. 2. Закон за преземање на акционерски друштва

1. 3. Закон за инвестициски фондови

1. 4. Закон за трговски друштва

Г Л А В А II

ЗАКОНСКО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Закони со кои се регулира пазарот на капитал во Република Македонија

Еден од главните предуслови за побрз развој на пазарот на државни хартии од вредност е јасно дефинирање на правната, регулаторната и супервизорската рамка. Основните делови од законската регулатива кои го поддржуваат ефикасниот пазар на државни хартии од вредност вклучуваат:

- ✓ доделување на правото на државата да се задолжува;
- ✓ буџетски правила за емисија на државни хартии од вредност; правила за организација на примарниот пазар;
- ✓ улогата на централната банка;
- ✓ политиката на управување со јавниот долг;
- ✓ правила за емисија на државните хартии од вредност и правила кои ќе го уредуваат функционирањето на секундарниот пазар.

Законската рамка ги дефинира поттикнувањата за сите пазарни учесници - државата како емитувач, централната банка, регулаторните агенции, пазарните посредници и инвеститорите.

Со законската рамка мора да се дефинираат правата и обврските на страните (емитувачот, инвеститорите и посредниците) вклучени во тргувањето со државни хартии од вредност на примарниот и секундарниот пазар.

Од аспект на примарниот пазар, потребно е државата да ги воспостави принципите на еднаквост и јавност. Државата воспоставува правила со кои ќе обезбеди еднаков пристап (на сите заинтересирани кои сакаат да ги купат државните хартии од вредност) и фер конкуренција. Принципот на јавност подразбира отвореност од страна на државата за идните трансакции со државни хартии од вредност, во однос на навремено известување за календарот на аукциите, износите на емисиите и нивното доспевање.

Од аспект на секундарниот пазар, државата вообичаено ги регулира следниве цели:

- обезбедување фер, ефикасен и транспарентен пазар,
- минимизирање на системскиот ризик и
- заштита на инвеститорите и корисниците на финансиските услуги.

Првата цел значи заштита од несоодветни практики на тргување како што се пазарна манипулација и инсајдерско тргување. За да се обезбеди фер и транспарентен пазар потребно е информациите кои ќе влијаат врз цените да им бидат достапни на сите пазарни учесници во ист момент. За да се намали системскиот ризик потребно е да бидат исполнети некои барања како што се сигурни системи за порамнување на трансакциите, интерни контроли и супервизија и исполнување на минимален капитал од страна на пазарните посредници. Заштитата на инвеститорите, во некои земји од Европската унија се обезбедува преку компензациски шеми кои служат како заштита од измама и негрижа.

Пазарот на капитал во Република Македонија се регулира со Законот за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија“ бр. 95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010, 135/2011, 188/2013 и 43/2014.), Закон за преземање на акционерски друштва („Службен весник на Република Македонија“ бр. 69/2013 и 188/2013), Закон за

инвестициски фондови („Службен весник на Република Македонија“ бр. 12/2009, 67/2010, 24/2011 и 188/2013) и Закон за трговските друштва („Службен весник на Република Македонија“ бр. 28/2004, 84/2005, 25/2007, 87/2008, 42/2010, 48/2010, 24/2011, 166/2012, 70/2013, 119/2013, 120/2013, 187/2013, 38/2014 и 41/2014).

1.1. Закон за хартии од вредност ¹²

Законот за хартии од вредност претставува основен правен акт со кој се регулира работењето со хартиите од вредност во Република Македонија.

Новиот Закон за хартии од вредност се донесе за усогласување на постоечката законска регулатива со релевантните директиви на Европската унија, како и потребата од зајакнувањето на регулативата со стандардите и принципите на Меѓународната организација на Комисиите на хартии од вредност (IOSCO) во којашто од 1994 година полноправна членка е и Македонската комисија за хартии од вредност.

Во новиот Закон за хартии од вредност се запазени и разработени принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на сопствениците на хартии од вредност и инвеститорите, зајакнување и зголемување на правната сигурност и стабилност на пазарот на хартии од вредност во целина.

Со законот се овозможува и рекламирање на јавната понуда на хартии од вредност, при што рекламите треба да содржат информација за денот на објавување на Проспектот и местото каде што може да се обезбеди примерок од истиот. Рекламите треба да имаат промотивен

¹²„Службен весник на Република Македонија“ бр. 95/05,25/07, 7/08, 57/10, 135/11, 188/2013 и 43/2014.

карактер. Информациите во рекламата треба да бидат целосни, да не насочуваат во погрешна насока и да бидат во согласност со Проспектот.

Во постапката на запишување на јавно понудените хартии од вредност е предвидено сите уплати од купувачите за понудените хартии од вредност да се чуваат на посебна сметка во банка, кои не може да бидат користени од страна на издавачот сè додека јавната понуда не биде успешно завршена. Средствата кои еден инвеститор ги уплаќа за време на запишување на хартиите од вредност не се сметаат за дел од стечајната маса во случај на стечај на издавачот пред успешното завршување на понудата.

Со Законот за хартии од вредност приватната понуда на акции е дефинирана како понуда за запишување и уплаќање на акции, која е упатена на: не повеќе од 20 лица поединечно именувани во актот за издавање акции или само на институционални инвеститори. Институционални инвеститори според законот се банките, осигурителните компании и инвестициските или пензиските фондови. Карактеристично е тоа што издавањето акции по пат на приватна понуда е значително поедноставна постапка за издавање акции во споредба со јавната понуда на акции.

Според Законот за хартии од вредност постапката за реализација на приватна понуда се применува и кога се врши зголемување на основната главнина од средствата на друштвото во форма на нови акции, без разлика колкав е бројот на акционери кои стекнуваат нови акции.





Новиот Закон за хартии од вредност ја третира и понудата за продажба на сопствени акции. Сопствените акции Законот за хартии од вредност ги дефинира како акции кои се претходно издадени и продадени од страна на акционерско друштво или командитното

друштво со акции кои подоцна друштвото ги стекнува по различни основи.

Кај брокерските куќи и брокерите како овластени учесници на пазарот на хартии од вредност се воведоа определени новини што во овој дел сосема кусо ќе ги елаборираме. Во однос на можноста за основање брокерски куќи во Република Македонија од страна на странски физички и правни лица ќе констатираме дека ниту со новиот, ниту со Законот за хартии од вредност оваа можност не беше скратена. Единствено, со новиот Закон за хартии од вредност се направи чекор понапред со тоа што се овозможи под определени законски услови отворање подружница на странска брокерска куќа во Република Македонија.

Во поглед на оперативното работење на брокерските куќи, а заради поголема транспарентност и поголема ефикасност во работењето со клиентите, значајно е тоа што во законот се воведоа одредби кои досега не биле предмет на Законот за хартии од вредност, односно истите биле пропишани во берзанските правила и процедури.

Брокерските куќи и брокери се должни во своето работење да ги применуваат следниве начела и принципи:

-  да постапуваат совесно и професионално во своето работење,
-  да ги почитуваат одредбите од своите акти,
-  да поддржуваат високи стандарди за интегритет и фер тргување и
-  да постапуваат со соодветна вештина и внимание.

Во таа смисла Законот за хартии од вредност има низа одредби кон кои треба при своето работење да се придржуваат брокерските куќи, како на пример: заштита на интересот на клиентот, решавањето на

судир на интереси, водењето на книгата на налози и известувања на клиентите.

За брокерите како учесници на пазарот на хартии од вредност, се вовеле обврска за нивно лиценцирање, односно добивање дозвола за работење на брокер од страна на Комисијата за хартии од вредност. Лицето ќе се стекне со ваква дозвола за работење на брокер ако, освен стекнато уверение за работење со хартии од вредност, исполнува и други законски услови. Добиената дозвола за работење брокерот е должен да ја обновува секоја петта година.

Сите хартии од вредност издадени во Република Македонија се регистрираат во овластен депозитар како електронски запис. Хартиите од вредност во депозитарот гласат на име на сопственикот на хартијата од вредност. Сопственикот на хартии од вредност има своја сметка на хартии од вредност во депозитарот, којашто претставува збирна состојба на сите хартии од вредност на секој одделен сопственик на хартии од вредност регистриран во депозитарот.

Акционерски друштва со посебни обврски за известување и обврски за известување на членовите на органите на управување, директорите и акционерите. Во овој дел од законот се вклучени многубројни новини кои најмногу се разликуваат од одредбите од Законот за хартии од вредност, а се во насока на усогласување со Принципите на IOSCO со кои се уредува обелоденувањето на податоци од страна на издавачите, како и со условите за известување предвидени во Директивата на Европската унија за транспарентност. Во продолжение ќе наведеме само неколку од нив. Друштвата со посебна обврска за известување, кои се водат во регистарот на Комисијата се должни да поднесат годишни, полугодишни и тримесечни финансиски извештаи, како и тековни соопштенија во случај кога кај друштвото настануваат позначајни промени (на пример стекнување или оттуѓување на значаен

дел од средствата на друштвото, промена на овластени ревизори, промена во составот на органите на управување и слично).

Заклучно, новини кои се воведуваат со Законот за хартии од вредност се:

- Терминолошко усогласување на поимите од законот со веќе прифатените термини во секојдневното функционирање на пазарот за хартии од вредност и со меѓународната терминологија за хартии од вредност;
- Точно утврдена документација која се поднесува заедно со барањето за одобрување јавна понуда на хартии од вредност и поднесување финансиски извештаи подготвени во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување;
- Начин на рекламирање на емисијата на хартии од вредност;
- Издавање на т.н. потврди за странски хартии од вредност;
- Зголемен рок за реализација на емисија на хартии од вредност преку јавна понуда од 6 до 12 месеци и воведување процент на успешност на јавната понуда од 60% на запишани и уплатени хартии од вредност од вкупно понудените;
- Централниот депозитар е профитно акционерско друштво кое се основа со основна главнина од 500.000 евра, чии членки не мора да бидат и акционери во исто време;
- Прецизирање на одредбите кои го регулираат нетрговскиот пренос на хартии од вредност;

- Законска можност за формирање на повеќе од една берза;
- Саморегуирачки статус за берзата и депозитарот;
- Утврдување забранети вложувања и дејствија на овластените берзи и депозитари;
- Зајакнување на минималните критериуми и воведување законска обврска за почитување на правилата за котација на овластените берзи;
- Воведување друштва за инвестициско советување и инвестициски советници;

Понатаму, со измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност од 2008 година, се воведени две интерни комисии во рамките на Комисијата за хартии од вредност и тоа Прекршочна комисија и Комисија за посредување.

Во делот VII за Комисијата за хартии од вредност, во Законот за хартии од вредност од 2005 година се воведени три посебни точки и тоа Контрола, Надзор и Преземање мерки. Во рамките на овие три точки е предвиден начинот на вршење на контролата од страна на Комисијата за хартии од вредност, мерките кои може да ги преземе по извршената контрола, наодите од контролата, овластувања за спроведување на надзорот, повикување на лица за испитување, барања/обврски за доставување документи, овластувања за преземање мерки во постапките на издавање, понуда и продажба на хартии од вредност, против брокерските куќи, против брокерите, против друштвата за инвестициско советување и самите инветсициски советници, против берза, депозитар и против акционерски друштва со посебни обврски за известување, како и други овластувања, како што е покренување на постапка пред надлежен орган, за вклучување во постапка пред суд и за меѓусебна соработка.

Со изменувањето и дополнувањето на Законот за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија“ бр. 135/2011), се направени некои дополнувања и тоа:

- Комисијата е должна по барањето за обновување на дозвола за работење на брокер да одлучи во рок од 30 дена од денот на доставување на барањето до Комисијата;
- Комисијата е должна по барањето за обновување на дозвола за работење на инвестициски советник да одлучи во рок од 30 календарски дена од денот на доставување на барањето до Комисијата;
- Се додава нов член во врска со „Молчење на Комисијата“ и тоа доколку Комисијата, по барањата за одобренија, согласности, претходни согласности, дозволи и обновување дозволи не одлучи во роковите утврдени со овој закон, подносителот на барањето има право во рок од три работни дена од истекот на утврдениот рок да поднесе барање до писарницата на претседателот на Комисијата за донесување одлука.

Со измената на Законот за хартии од вредност („Службен весник на РМ“ бр. 188/2013 година) се направени измени кај приватната понуда.

1.2. Закон за преземање на акционерски друштва ¹³

Со Законот за преземање на акционерски друштва се уредува начинот, условите и постапката за преземање на акционерските друштва, правата и обврските на учесниците во постапката за

¹³ „Службен весник на Република Македонија“ бр. 69/2013 и 188/2013.

преземање и надзорот над спроведување на постапката за преземање на акционерските друштва.

Одредбите од овој закон се применуваат за хартии од вредност кои котираат на овластена берза и за хартии од вредност издадени од акционерските друштва со посебни обврски за известување, согласно со Законот за хартии од вредност.

Одредбите од овој закон се применуваат и на акционерските друштва една година од денот кога престанале да ги исполнуваат условите за акционерско друштво со посебни обврски за известување согласно со Законот за хартии од вредност или ќе престане да котира на овластена берза. При откупот на акциите во сопственост на Република Македонија не се применуваат одредбите од овој закон.

Под акции во сопственост на Република Македонија, во смисла на овој закон, се подразбираат акциите во трговските друштва запишани по различни основи на Република Македонија, корисниците и единките-корисници на средства од Буџетот на Република Македонија, агенции, фондови, јавни претпријатија и на други институции и правни лица кои вршат работи од јавен интерес согласно со закон основани со средства во државна сопственост.

Доколку некој што поседува до 25 отсто од акциите на одредена компанија сака да купи повеќе од овој процент, ќе мора да даде понуда за преземање до сите акционери во фирмата, за од нив да ги откупи хартиите од вредност по соодветна цена. Идејата на законот е да се обезбеди поголема заштита на малите акционери и поголема транспарентност во процесот на преземање.

Инаку, овој цензус од 25 отсто беше предвиден и со стариот Закон за преземање. Лице само или заедно со лицата со кои дејствува заеднички не смее да стекне повеќе од 25 отсто од хартиите од вредност со право на глас издадени од определено акционерско друштво, без претходно

да даде понуда за преземање”, се вели во предлог-законот. Овој процент од 25 отсто се нарекува контролен праг за преземање, а понуда за преземање е должен да даде секој што го достигнал овој праг. Преземач кој спровел успешна понуда за преземање може да се стекне со уште 5 отсто од акциите со право на глас во рок од две години, што се смета како дополнителен праг за преземање. Ако во предвидениот рок го достигне тој праг, должен е пак да даде понуда за преземање.

Обврската за давање понуда за преземање престанува кога преземачот со успешна понуда се стекнал со најмалку 75 отсто од акциите со право на глас на целното друштво.

Во законот е предвидена и доброволна понуда за преземање, која може да ја даде лице кое сè уште не стекнало 25 отсто од акциите, а сака да изврши преземање на компанијата.

Кога се дава понуда за преземање, таа треба да се достави до сите акционери, односно за сите хартии од вредност, освен оние на преземачот.

Причината за донесување нов закон за преземање се усогласување со европското законодавство, да се обезбеди транспарентност, зајакнување на заштитата на малцинските акционери, како и подобрување на деловната клима во земјава.

Сите акционери се рамноправни во постапката за преземање. Тие мораат да бидат целосно, точно и навремено информирани за понудата за преземање, за да имаат доволно време правилно да ја оценат понудата и да донесат одлука. Органот на управување, односно надзорниот одбор на фирмата мора да дејствуваат во најдобар интерес на акционерите. Преземачот и другите лица кои учествуваат во постапката за преземање не смеат на пазарот на хартии од вредност да предизвикаат нарушувања кои како последица би придонеле за вештачко зголемување или намалување на цената на акциите.

Преземачот може да даде понуда за преземање само откако во целост ќе обезбеди парични средства или друг вид надомест за плаќање на хартиите од вредност.

1.3. Закон за инвестициски фондови ¹⁴

Заради динамичниот развој на пазарот на капитал и зголемениот интерес на домашни и странски инвеститори за инвестирање на пазарот на капитал во Република Македонија се наметна потребата од носење нов Закон за инвестициски фондови кој подетално ќе ја регулира областа на работењето на инвестициските фондови и друштвата што управуваат со нив.

Во Република Македонија особено последните години се создаде навика кај населението и правните субјекти слободните парични средства да ги инвестираат во хартии од вредност кое инвестирање во моментот го остваруваат самостојно преку брокерските куќи и без користење на поголемо стручно познавање во креирањето на сопствените портфолија на хартии од вредност. Токму основањето на првите инвестициски фондови во Република Македонија чие основање е со цел здружување на парични средства прибрани преку јавен повик или приватна понуда ќе им овозможи на физичките и правните лица слободните парични средства да ги инвестираат во овие фондови. Предноста од инвестирањето во инвестициските фондови се состои од можноста за користење на стручно познавање на портфолио менаџерите кои ќе управуваат со прибраните средства и дисперзија на ризикот при вложувањето на прибраните парични средства во различни видови на хартии од вредност која секогаш е поголема во случај кога се инвестираат поголеми суми парични средства, како што е случај кај инвестициските фондови. Исто така, и намалувањето на трошоците при

¹⁴ „Службен весник на Република Македонија“ бр. 12/2009, 67/10, 24/11 и 188/13.

тргување со поголем износ парични средства прибрани од страна на инвестициските фондови ќе го намали трошокот за инвестирање кој е многу поголем доколку секој индивидуален инвеститор тргува самостојно на берзата. Работењето на инвестициските фондови е регулирана дејност, односно контролата на исправноста на нивното работење согласно Законот за инвестициски фондови, Законот за хартии од вредност и другите прописи ќе ја спроведува Комисијата за хартии од вредност.

Со содржината на законот за инвестициски фондови се уредува основањето и работењето на инвестициските фондови и друштвата за управување со инвестициски фондови, издавањето и продажбата на удели и акции, откуп на удели, промоција на инвестициски фондови, работи кои за инвестициските фондови ги извршуваат трети лица и работење на депозитарната банка.

Основна карактеристика на инвестициските фондови е долгорочниот карактер на нивните обврски којшто овозможува релативно долгорочна структура и на активата на овие институции што од своја страна има влијание на зголемувањето на понудата на долгорочни хартии од вредност.

Развојот на инвестициските фондови влијае врз зголемување на конкуренцијата на финансискиот систем воопшто. Исто така, развојот на инвестициските и пензиските фондови може да биде значаен фактор за иницирање на финансиски иновации.

Друштвото за управување со инвестициските фондови врши работи на основање и управување со инвестициските фондови, односно вложување парични средства во свое име и за сметка на сопствениците на удели во отворените инвестициски фондови и во име и за сметка на акционерите на затворените инвестициски фондови.

Друштвото за управување ги врши следниве работи за управување со инвестициски фондови:

- ✓ Управување со имотот на инвестицискиот фонд;
- ✓ Рекламирање на инвестициските фондови и продажба на удели во отворените инвестициски фондови, односно продажба на акции во затворените инвестициски фондови и
- ✓ Административни работи.

Покрај друштвото за управување со фондови, како неопходна институција за успешно функционирање на инвестициските фондови е депозитарна банка која ја обезбедува ликвидноста на фондот и сигурноста за реализација на трансакциите.

Депозитарната банка е која било банка која за потребите на фондот врши работи на чување на имотот на фондот, водење на посебните сметки за имотот на фондот и одвојување на имотот на секој поединечен фонд од имотот на другите фондови.

Комисијата за хартии од вредност врши контрола над работењето на сите субјекти, чиј предмет на работење е регулиран со Законот за инвестициските фондови.

Со примена на Законот за инвестициски фондови треба да се постигне:

- ❖ Професионално управување со портфолиото. Преку активностите на друштвото за управување со фондови, инвестициските фондови нудат перманентно професионално управување со средствата на фондот на начин и со знаење кое поголемиот број на мали инвеститори не би можеле самостојно тоа да си го дозволат, поради немање искуство или стручност во таа област;

- ❖ Диверзификација. Инвестицките фондови инвестираат во различни облици на актива (хартии од вредност, депозити или деривати) при што го смалуваат ризикот од вложувањата, со истовремено водење сметка за остварување на поголема стапка на принос за членовите на фондот;
- ❖ Ниски трошоци. Самостојно формирање и управување со индивидуално портфолио на еден инвеститор може да го чини дуplo поскапо отколку доверување на работите со хартии од вредност на професионалните менаџери на фондот;
- ❖ Апсолутна ликвидност на вложувањата. Вложувањето во фондот зголемен за заработката може по волја на инвеститорот едноставно и брзо да се повлече со откуп на инвестициски единици, односно на акции од самиот фонд;
- ❖ Квалитетно и навремено информирање на инвеститорите во поглед на вредноста на имотот на своите удели во отворениот фонд. Исто така, Проспектот е документ кој ги содржи сите битни податоци за еден фонд, неговата структура, стратегијата и политиката на водење на фондот и кој задолжитено се објавува со претходно одобрување од Комисијата за хартии од вредност, пред отпочнување на какво било вложување во одреден фонд.

Со Законот за изменување и дополнување на Законот за инвестициски фондови („Службен весник на Република Македонија” бр. 24/2011 година), се направени следниве дополнувања и тоа:

- За прекршоците утврдени во Законот за инвестициски фондови, овластените лица за спроведување на контрола од страна на Комисијата, при констатирање на прекршокот, се должни на сторителот на прекршокот да му предложат постапка на

порамнување, пред да го поднесат барањето за прекршочна постапка;

- Се воведени глоби со вредности во евра изразени во денарска противвредност.

Согласно член 55 од Законот за инвестициски фондови, Комисијата врши контрола над работењето на инвестициските фондови, друштвата за управување со инвестициски фондови и депозитните банки во делот на работењето на инвестициските фондови. Комисијата може без ограничување да ги прегледува деловните книги и другите документи на друштвата за управување со фондови, инвестициските фондови и депозитните банки кои се однесуваат на работењето на инвестициските фондови.

Единствено нешто што не е регулирано со постојниот закон и неговите подзаконски акти е потреба за меѓународна соработка во случај друштвата за управување со инвестициски фондови да работат во повеќе јурисдикции или кога промоторите, управувачите или „чуварите“ на имотот се лоцирани (се во надлежност) во неколку различни јурисдикции. Исто така, потребно е да се предвиди добивање дозвола од Комисијата не само за првите, туку и за сите натамошни членови на органите на управување на друштвото за управување на фондови.

1.4. Закон за трговските друштва¹⁵

Законот за трговски друштва предвидува значително поголема транспарентност (во однос на објавување информации поврзани со работењето на друштвата и општата финансиска состојба, како и во

¹⁵ „Службен весник на Република Македонија“ бр. 28/04, 84/05, 25/07, 87/08, 42/10, 48/10, 24/11, 166/12, 70/13, 199/13, 120/13, 187/13, 38/14, 38/14 и 41/14).

однос на надоместоците на раководните лица подеднакво) зголемена заштита на акционерите, поедноставна регистрација на друштвата, а за средните и големи компании – сметководствени стандарди кои се во согласност со меѓународните сметководствени стандарди.

Со Законот за трговски друштва се регулира водењето на деловното сметководство, годишните сметки, финансиските извештаи и консолидираните финансиски извештаи за трговските друштва.

Согласно член 478 од Законот за трговски друштва, под ревизија на финансиските извештаи се подведуваат големите и средни трговци организирани како акционерски друштва и друштва чии хартии од вредност котираат на берза. Акционерските друштва кои имаат обврска да подготвуваат финансиски извештаи според меѓународните сметководствени стандарди, ги поднесуваат на ревизија само своите финансиски извештаи.

Овластениот ревизор на финансиските извештаи поднесува извештај за извршена ревизија, според Меѓународните ревизорски стандарди (MPC) објавени во „Службениот весник на Република Македонија“, што се ажурираат на годишна основа заради усогласување со тековните стандарди онака како што се дополнети, изменети или усвоени од страна на Меѓународната федерација на сметководители (IFAC).

Главен корисник на финансиските извештаи се трговските друштва, односно јавноста составена од инвеститори и доверители (домашни и странски), кои сакаат да бидат известени за работењето на друштвата и заради тоа, треба да бидат во можност да ги читаат нивните финансиски извештаи за да донесат определена деловна одлука (оттука и инсистирањето на интернационализација на сметководствените стандарди, односно на стандардите на финансиското известување). Намената на овие извештаи е јасно

отсликана и со преименувањето на меѓународните сметководствени стандарди во меѓународни стандарди за финансиско известување.

При изготвувањето на Законот за трговски друштва се имале предвид и решенијата прифатени во новелациите на законите за трговските друштва коишто ги извршија земјите кои станаа нови членки на Европската унија или имаат поднесено барање за членство (Словенија, Хрватска, Бугарија, Чешка и други), како и другите современи трендови во развојот на трговското право.

Воспоставена е рамка со која ќе се намали времетраењето за подготовка на потребната документација и обработување на податоците за регистрација на друштво. Новата рамка е структурирана на начин кој ќе го поддржи напуштањето на постапката за регистрација на друштва од страна на регистарските судови.

Значајни измени на Законот за трговски друштва („Службен весник на РМ” бр. 166/2012) кои се однесуваат на хартиите од вредност се дека се воведува постапка за одобрување зделка со заинтересирана страна кај акционерско друштво чии хартии од вредност котираат на овластена берза.

Пред донесувањето одлука за одобрување зделка со заинтересирана страна донесена од надлежен орган на акционерското друштво чии хартии од вредност котираат на овластена берза, покрај одредбите од членот 460 од овој Закон за трговски друштва, доколку вредноста на зделката што е предмет на одобрување или кумулативната вредност на меѓусебни поврзани зделки во текот на изминатите 12 месеци од денот на одобрувањето на зделката, надминува 10% од вредноста на активата на друштвото определена врз основа на последните ревидирани годишни финансиски извештаи, е потребно мислење од овластен ревизор кој ги исполнува условите пропишани со Законот за ревизија и Законот за хартии од вредност.

Мислењето од овластениот ревизор се однесува на тоа дали зделката со заинтересирана страна е во согласност со важечките прописи во земјата, дали зделката со заинтересираната страна е фер, односно дали вредноста на зделката е утврдена според пазарните услови, дали постои несразмерност во заемните давања на страните, дали постојат какви било други факти и околности кои би можеле да претставуваат основ за причинување штета со препорака до малцинските акционери, дали да ја поддржат зделката со заинтересирана страна и слично.

Акционерското друштво може да ја реализира зделката со заинтересирана страна само доколку пред одобрувањето на зделката е добиено мислење од овластен ревизор.

Исто така, се регулира и поништување договор со заинтересирана страна. Акционер во трговско друштво со право на глас, доколку смета дека друштвото е оштетено поради постоење очигледен несразмер меѓу заемните давања и сторувања кои произлегуваат од договор склучен меѓу заинтересирани страни, кој договор истовремено не е фер, односно вредноста на зделката не е утврдена според пазарните услови може да поднесе тужба до надлежен суд за поништување на договорот.

Г Л А В А III

ИНСТИТУЦИОНАЛНО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Комисија за хартии од вредност

1.1. Основање и организација на Комисијата за хартии од вредност

1.2. Активности на Комисијата за хартии од вредност

1.2.1. Активности на Комисијата за хартии од вредност за создавање услови за востановување друштва за инвестициско советување

2. Македонска берза

2.1. Котација на официјален Пазар

2.2. Постапка на прием на редовен пазар и тргување

2.2. Статистичка анализа на пазарот на капитал во Република Македонија

3. Централен депозитар на хартии од вредност

4. Инвестициски фондови

5. Фонд за пензиско и инвалидско осигурување

ГЛАВА III

ИНСТИТУЦИОНАЛНО РЕГУЛИРАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Комисија за хартии од вредност

1.1. Основање и организација на Комисијата за хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија е основана на 19.06.1992 година со Одлука на Владата на Република Македонија со седиште во Скопје. Таа е самостојна и независна организација со својство на правно лице. Комисијата за хартии од вредност ја сочинуваат седум членови, од кое еден е претседател. Членовите и претседателот на Комисијата за хартии од вредност ги именува Собранието на Република Македонија на предлог на Владата на Република Македонија.

Комисијата за хартии од вредност врши регулирање и контрола на сите учесници во работењето со долгорочните хартии од вредност во Република Македонија, се грижи за законското и ефикасно функционирање на пазарот на долгорочни хартии од вредност и заштита на правата на акционерите, заштита на правата на акционерите за зајакнување на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на долгорочни хартии од вредност и е одговорна за спроведување на Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициските фондови и подзаконските акти кои се донесени врз основа на овие закони.¹⁶

Таа има повеќе јавни овластувања од областа на донесувањето правила, истражувањето, супервизијата, контрола и спроведување на

¹⁶ www.sec.gov.mk - Комисија за хартии од вредност на Република Македонија

регулативата, заради обезбедување ефикасен, уреден и фер пазар на капитал.

Конкретно, Комисијата го регулира и контролира работењето на учесниците на пазарот на капитал, и тоа: берзата, централниот депозитар за хартии од вредност, брокерските куќи и овластените банки со дозвола за работење со хартии од вредност. Таа исто така го регулира и надгледува обелодувањето на релевантните информации, тргувањето, утврдувањето и порамнувањето на трансакциите со хартии од вредност, преземањето на трговските друштва, уредното и благовремено известување од страна на трговските друштва и сл.

По завршувањето на првата обука за инвестициски советници, се очекува лиценцирањето на првите инвестициски советници и формирањето на друштва за инвестициско советување. Исто така, веројатно е во блиска иднина да се формираат и првите инвестициски фондови. Сето тоа, ќе влијае на проширување на регулаторниот и контролниот опфат на Комисијата.

1.2. Активности на Комисијата за хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност се грижи за вршење на следниве активности:

- Презема мерки за обезбедување и спроведување на Законот за хартии од вредност и други закони кои се нејзина надлежност и донесува правилници кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност и други закони кои се во нејзина надлежност, како и презема мерки за обезбедување и спроведување на правилниците;
- Врши контрола на целокупната документација кај субјектите издавачи на хартии од вредност, презема мерки и

донесува одлуки за заштита на интересите на лицата кои се сопственици или инвестираат во хартии од вредност и спречува нечесни и незаконски дејности поврзани со работењето со хартии од вредност;

- Издава одобренија кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност и други закони кои се нејзина надлежност;

- Го регулира начинот на тргување со хартии од вредност на Берзата и пазарот преку шалтер;

- Ги следи и контролира активностите на брокерските куќи и банките во работењето со хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со инвестициските фондови;

- Врши контрола на работењето на Централниот депозитар за хартии од вредност;

- Одредува стандарди на конкуренција меѓу брокерските куќи и банките во работењето со хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со инвестиции, односно инвестициски фондови, по пат на проверка или на друг начин;

- Дава согласност за именување и разрешување на раководните лица од Законот за хартии од вредност и на раководните лица во друштвото за управување со инвестициските фондови од Законот за инвестициските фондови;

- Ги одобрува јавните повици што се издаваат во врска со јавна понуда на хартии од вредност;

- Се грижи за законски, чесен и транспарентен пазар на хартии од вредност;

- Ги одобрува правилата на пазарот на хартии од вредност кои се однесуваат на котацијата на хартии од вредност и обрските за јавност на податоците за друштвото и периодични извештаи од страна на котирали друштва;
- Соработува со други институции во Република Македонија и надвор од неа по пат на размена на информации и на други начини;
- Го пропишува начинот и постапката на тргување со долгорочни хартии од вредност издадени во Република Македонија со кои ќе се тргува надвор од границите на Република Македонија;
- Ги пропишува условите за учество на овластените учесници на Берзата при тргување на странски берзи;
- Донесува акти, односно правилници за внатрешната организација на Комисијата и
- Врши други работи во врска со работењето со хартии од вредност согласно Законот за хартии од вредност.

Од моментот на нејзиното основање до денес, Комисијата активно и директно учествуваше во изготвувањето на трите закони за работење со хартии од вредност (вклучувајќи го и последниот Закон за хартии од вредност од 2005 година), на Законот за инвестициски фондови, на Законот за преземање на трговските друштва, како и на релевантните правилници кои произлегуваат од споменатите закони. Комисијата беше консултирана и соработуваше и при донесувањето на други закони кои го тангираат работењето со хартии од вредност, како што се Законот за трговски друштва, Законот за пензиско осигурување, Законот за извршна постапка и други.

Функциите на Комисијата за хартии од вредност се следниве:

- го регулира начинот на тргување со хартии од вредност на берзите;
- врши следење на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност;
- врши следење и контролирање на функционирањето на пазарот на хартии од вредност и
- врши контрола на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност.

Согласно член 90 од Законот за хартии од вредност, Комисијата врши надзор над работата на берзата и на нејзините членки. Комисијата е надлежна да врши надзор над издавањето, понудата, продажбата, котирањето и тргувањето со хартии од вредност на издавачи кои се котирани на берзата. Комисијата врши надзор преку увид во периодичните и годишните извештаи за работа, како и преку увид во деловните книги и друга документација на берзата и нејзините членки. За вршење на надзорната функција, Комисијата особено врши одделен увид во документацијата поврзана со: законитоста на активностите поврзани со тргување со хартии од вредност; исполнувањето на обврските на издавачот пропишани со закон и со актот за издавање; примената на законите и други прописи кои се однесуваат на работењето со хартии од вредност од страна на берзата и нејзините членки, како и примената на Статутот и другите акти на берзата врз основа на кои е добиена дозволата за основање на берза; тргувањето со хартии од вредност на берзата согласно со пропишаниот начин и услови за тргување; контролата на финансиската состојба на членките на берзата и условите и начинот на работа на берзата направен со цел да им помогне на членките при исполнување на нивните обврски за утврдување и порамнување на трансакциите.

При вршење на контрола на берзата Комисијата ги проверува: законитоста на работењето на берзата во согласност со овој закон; законитоста на берзанското тргување со хартии од вредност; применувањето на законите и другите прописи кои се однесуваат на работењето со хартии од вредност, како и сопствените правила, статутот и други акти врз основа на кои се издава одобрението за работа на берзата; дали на берзата се врши промет на хартии од вредност кои ги исполнуваат пропишаните услови за тргување, односно дали тие работи ги вршат овластени брокери и контрола на финансиската состојба на берзата и на членките на берзата.

Доколку при контрола се утврди дека во работењето на берзата има неправилности, односно незаконитости, Комисијата може да ги преземе следниве мерки:

- да издаде решение за отстранување на утврдените неправилности и незаконитости во работењето со долгорочните хартии од вредност;
- да издаде решение за привремено запирање на работењето на берзата;
- јавно да ги објавува податоците за неправилностите и незаконитостите во работењето на брокерските куќи членки на берзата и на самата берза;
- привремено или трајно да ја одземе дозволата за работа на берзата и
- да преземе и други мерки за подобрување на работењето на берзата и да донесе решение за отповикување на согласноста за директор на берзата.

Согласно член 217 од Законот за хартии од вредност, при вршење на контрола на депозитар Комисијата ги контролира:

- ❖ законитоста на работењето на депозитарот во согласност со овој закон;
- ❖ законитоста во вршењето на работите со хартии од вредност;
- ❖ дали депозитарот ги применува законите и другите прописи кои се однесуваат на работењето со хартии од вредност, како и сопствените правила, статутот и други акти врз основа на кои се издава одобрението за работа на депозитарот;
- ❖ дали на депозитарот се вршат работи со хартии од вредност кои ги исполнуваат условите и обврските пропишани со овој закон и подзаконските акти и со правилата донесени во согласност со овој закон и контрола на финансиската состојба на депозитарот и членките на депозитарот.

Доколку при контрола се утврди дека во работењето на депозитарот има неправилности, односно незаконитости, Комисијата може да ги преземе следниве мерки:

- да издаде решение за отстранување на утврдените неправилности и незаконитости во работењето со хартиите од вредност;
- да донесе решение за привремено запирање на работењето на депозитарот;
- јавно да објави за утврдените неправилности и незаконитости во работењето на депозитарот;
- да ја одземе дозволата за работа на депозитарот и
- да преземе и други мерки за подобрување на работењето на депозитарот и да донесе решение за отповикување на согласноста за директор на депозитарот.

Компаративните светски искуства, како и досегашното работење на Комисијата недвосмислено укажуваат и потврдуваат дека успешноста во остварувањето на функциите, улогата и целите на Комисијата непосредно е определена и зависи од следниве клучни фактори: квалитетот и адекватноста на законската регулатива од доменот на работењето со хартиите од вредност, кадровскиот, организацискиот, финансискиот и институционалниот капацитет на регулаторот и ефикасното користење на расположливите кадровски, финансиски и други ресурси на регулаторот.

Актуелната законска рамка се оценува позитивно како современа, ефективна и соодветна за нивото на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија.

Меѓутоа, согледувањата, како од страна на Комисијата, така и од релевантните меѓународни институции, домашни и странски експерти, укажуваат на опасноста да изостанат очекуваните и посакуваните ефекти, доколку не се зајакне имплементацијата на законската регулатива и не се подобри придржувањето и усогласеноста на многубројните учесници (актери) на пазарот на капитал со регулативата. При тоа, како едно од најсериозните тесни грла за натамошното унапредување на пазарот на капитал во Република Македонија се истакнува несоодветната кадровска екипираност и институционалниот капацитет на Комисијата.

Сето тоа ја наметна потребата од донесување среднорочна стратегија за зајакнување на улогата и работата на Комисијата за хартии од вредност, особено на нејзината извршна моќ во имплементирање на регулативата и во спречувањето на активностите кои ја загрозуваат довербата и го нарушуваат ефикасното функционирање на пазарот на капитал. Основна карактеристика на стратегијата е усвојувањето на современиот пристап базиран врз ризикот, кој од една страна треба да придонесе за исполнување на

законските цели на Комисијата, а од друга, за максимално рационално и ефикасно користење на нејзините крајно оскудни кадровски ресурси.

По формулирањето и усвојувањето на стратегијата, во најкус можен рок, ќе биде донесен и конкретен акциски план за нејзино спроведување.

Воведувањето и практикувањето на пристапот базиран врз ризикот претставува основен столб врз кој се потпира целата Стратегија, а особено реализацијата на една од најзначајните функции на Комисијата: супервизијата на пазарот на капитал. Досегашната супервизија на пазарот на капитал и на неговите учесници се потпираше врз пристапот на редовни и вонредни контроли, кои можеа да бидат посредни и непосредни, целосни и парцијални. Постојниот пристап не ги диференцира оние субјекти кои имаат лоша евиденција (репутација) и за кои е потребна зајакната контрола, од оние кои работат крајно совесно и во согласност со законската регулатива. За да се надминат слабостите на постојниот пристап, неопходно е тој да се надгради (надополни) со современиот пристап базиран врз ризикот.

Пристапот кон регулативата и извршувањето базиран врз ризикот тргнува од основната премиса дека за ефикасно функционирање на пазарот на капитал мора да постои јасно дефинирана и лоцирана одговорност на сите релевантни субјекти: инвеститорите, фирмите, брокерските куќи, банките, берзата, депозитарот и Комисијата. Ниту најдобро дизајнираната регулатива не може да го елиминира сите ризици иманентни на пазарот на капитал. Квалитетната регулатива треба да го минимизира ризикот на тој начин што ќе ги охрабри субјектите на пазарот на капитал истата да ја почитуваат и применуваат. Во тоа се разбира посебно место има Комисијата преку нејзината надзорна и контролна функција на пазарот на капитал и неговите учесници.

За да се овозможи постепено воведување и примена на пристапот базиран врз ризикот потребно е да се отпочне со систематска идентификација на постојните и потенцијалните ризици и нивната (про)оценка како според влијанието што го имаат врз интегритетот на пазарот, така и според веројатноста од нивното настанување. Врз основа на темелната проценка на ризиците треба да се утврдат конкретни приоритети за тоа кои ризици зајакнато ќе се следат, со кои човечки ресурси и начинот на кој ќе се влијае врз нивното намалување. При тоа, како ризици треба да се сметаат сите оние настани и појави кои можат да ги загрозат основните цели на Комисијата (јакнење на довербата во институциите на пазарот на капитал, обезбедување ефикасен, уреден и фер пазар на капитал, законско и ефикасно функционирање на пазарот на хартии од вредност и заштита на правата на инвеститорите).¹⁷

1.2.1. Активности на Комисијата за хартии од вредност за создавање услови за востановување друштва за инвестициско советување

За успешно функционирање на пазарот на капитал во Република Македонија, потребно е сите учесници на пазарот да бидат запознаени со неговата структура и организација, со начинот на кој функционира и со регулативата што се применува, доследно да ја почитуваат и постојано да бидат во тек со последните достигнувања на пазарот на капитал. Квалитетни, точни, целосни и навремени информации врз основа на кои потенцијалните инвеститори ќе можат да донесат правилна, вистинска и профитабилна одлука за вложување на своите средства може да добијат од инвестициските советници. Инвестициските советници претставуваат нова професија на пазарот на

¹⁷ „Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредност во периодот 2007-2012 година“, Комисија за хартии од вредност, март 2007 година, стр. 3-5

капитал во Република Македонија. Обелоденувањето на информациите од страна на инвестициските советници треба да биде јасно, разбирливо и корисно.

Инвестициските советници претставуваат уникатна врска меѓу пазарот на капитал и инвеститорите. Преку обезбедување на сите релевантни податоци, инвестициските советници ќе придонесат за зголемување на транспарентноста пред домашните и странски инвеститори. Инвестицискиот советник како објективен консултант, мора да ги разбира потребите на инвеститорот и околностите за да може да предложи преку своето знаење правилно инвестициско решение кое ќе помогне да се остварат финансиските цели на инвеститорот.

Активностите на Комисијата во периодот кој следува ќе бидат насочени кон создавање услови за основање друштва за инвестициско советување, преку кои инвестициските советници на најдобар можен начин ќе можат да го применат своето знаење. Со формирање друштва за инвестициско советување ќе се забрза процесот на формирање и започнување со работа на нови финансиски институции – инвестициски фондови кои ќе се базираат на принципите на пазарната економија со единствена цел прибирање слободни парични средства од инвеститорите.

Со Закон за хартии од вредност постои можност за основање друштва за инвестициско советување во кои ќе работат лица кои имаат положено посебен стручен испит за инвестициско советување - инвестициски советници. И покрај постоењето на законската можност за вршење на оваа дејност во Република Македонија, сè уште не е основано друштво за инвестициско советување.

Како со претходниот, така и со новиот Закон за хартии од вредност и понатаму останува можноста за основање друштва за инвестициско

советување со тоа што се дадени одредени услови за нивно основање. На пример, друштвото за инвестициско советување мора во секое време да поседува и одржува основна главнина во износ од 10.000 евра во денарска противвредност, пресметана по среден курс на Народна банка на Република Македонија, започнувајќи од денот на добивање на дозволата од страна на Комисијата. Исто така, друштвото за инвестициско советување е должно во секое време да располага со ликвидни средства пропишани од Комисијата, во зависност од обемот и видот на услугите кои ги врши во врска со хартии од вредност и ризиците на кои е изложено при вршењето на тие услуги. Слично како и кај брокерите, услуги поврзани со инвестициско советување на клиенти може да вршат само овластени инвестициски советници, кои освен положен стручен испит за инвестициско советување треба да исполнуваат и други законски услови за да може да стекнат дозвола за работење на инвестициски советник. По добивањето на дозволата, инвестицискиот советник е должен истата да ја обновува секоја петта година.

2. Македонска берза

Македонската берза на хартии од вредност е претставник на пазарот на капитал. Таа забележа значаен развој во изминатиот период. Развојот на пазарот на капитал вообичаено се разгледува преку неговата големина и длабочина. Мерка (показател) за големина на пазарот на капитал е: пазарна капитализација во однос на бруто домашен производ (БДП), а додека длабочината на пазарот на капитал која всушност се однесува на неговата ликвидност се мери преку берзански промет во однос на БДП и берзански промет во однос на пазарна капитализација (Turnover ratio). Повисоки бројки од овие показатели, укажуваат на повисок развој на пазарот на капитал. Македонската берза треба да обезбеди ефикасно, транспарентно и

сигурно функционирање на организираниот секундарен пазар на хартии од вредност во Република Македонија, преку перманентно настојување на сите инвеститори да им обезбеди влез, односно излез од сите финансиски инструменти со кои се тргува на берзанските пазари по фер пазарна цена, за да се изгради доверба во македонскиот пазар на хартии од вредност.

Тоа подразбира дека Македонската берза треба да ги следи сите промени и да ги прави сите усогласувања во своето деловно однесување кон принципите и легислативата на Европската унија.

Берзата преку своите механизми, проекти и процедури на инвеститорите треба да им обезбеди организиран и модерен секундарен пазар на хартии од вредност, кон кој учество ќе сакаат да земат не само домашните инвеститори, туки и странски вложувачи и преку тоа да се интензивира инвестициската активност во Република Македонија и да се поттикне развој.

Согласно член 78 од Законот за хартии од вредност, со статутот на Берзата, покрај прашањата утврдени со Законот за трговските друштва, се уредуваат и:

- условите за стекнување членство на берзата и правата и обврските на членките на берзата;
- условите, критериумите и документацијата за прием на одделни членки во берзата и нивните права и обврски;
- причините заради кои на одделни членки во берзата им се забранува работење на берзата;
- основните принципи на работење на берзата;
- начинот на вршење на надзорот што го спроведува самата берза врз своето работење и врз своите членки;

- начинот на решавање на споровите меѓу членките на берзата и меѓу членките и клиентите;
- начинот на спречување на злоупотреби на информациите кои не се достапни за сите членки на берзата и
- начинот на организирање на информативниот систем и други прашања значајни за работата на берзата.

Берзата донесува правила за членство со кои поблиску се утврдуваат условите за членство, обврските и правата на членките на берзата.

Берзата на хартии од вредност донесува правила за тргување со кои поблиску се уредува: начинот и постапката на тргување со хартиите од вредност на берзата, начинот и постапката на утврдување на трговските трансакции со хартии од вредност склучени на берзата и преносот на информациите потребни за непречено извршување на порамнувањето на берзанските трансакции, начинот и постапката во случаи кога берзата привремено или трајно го прекинува тргувањето со определена хартија од вредност заради спречување на манипулативни дејствија и други прашања значајни за работата на берзата.

Правилата за однесување и дисциплина на берзата му даваат овластување на директорот на берзата да презема мерки и/или привремено или трајно да го укине правото на член на берза да работи на берзата доколку тој не ги почитува актите на берзата или не ги исполнува обврските кои произлегуваат од склучените трансакции.

Исто така, Берзата донесува правила за арбитража, со цел разрешување на споровите меѓу членките, членките и нивните клиенти на правичен, ефикасен и чесен начин.

Самиот факт што берзата како институција на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија е со подолга традиција на постоење, тоа се одразува и на соодветното законско третирање на нејзиното работење гледано од повеќе аспекти. Сепак, со новиот Закон за хартии од вредност се воведуваат одредени новини кои се на линија на натамошно зајакнување на институционалната поставеност на берзата на пазарот на хартии од вредност. Во таа смисла, слично како кај депозитарот и берзата експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на сопствените акти, како и на регулативата од надлежност на Комисијата. Заради засилување на саморегулирачкиот карактер на организацијата, со законот се воведува и обврска за воведување независни членови (1/3) во органите на управување, кои не се вработени во берзата или поврзани со кој било акционер, членка на берзата или друго правно лице кое е овластен учесник на пазарот на хартии од вредност. Исто така, се воведува забрана за берзата да не може да купи или на друг начин да стекне или поседува какви било хартии од вредност за сопствена сметка (освен државни и сопствени хартии од вредност) преку трговска трансакција која се врши на таа берза.

На берзата се тргува со инструментите кои согласно Законот за хартии од вредност се дефинирани како хартии од вредност, кои се котирали односно регистрирани на некој од пазарите на Берзата во согласност со законските одредби и актите на Берзата и за чие тргување Берзата обезбедува соодветна системска и организациска поддршка.

Согласно Законот за хартии од вредност, услугите поврзани со извршувањето на налозите на клиентите и информирање на клиентите за купување и продавање на хартии од вредност кое не претставува инвестициско советување во брокерска куќа, можат да ги вршат само

овластени брокери кои имаат добиено дозвола за работење од Комисијата за хартии од вредност.

Анализата на тоа каде бил и кои се потенцијалите да се развива македонскиот пазар на капитал е доста комплексна особено во последните години откако се поклопија неколку фактори:

- ✓ глобалната економска криза,
- ✓ оданочувањето на капиталната добивка и
- ✓ повлекувањето на странските инвеститори кои беа присутни 2007 - 2008 година.

За разлика од горенаведените фактори, неколку елементи беа важни за развој на берзата и тоа:

- ✓ задолжителната котација кога во 2001 година компаниите кои исполнуваа определени услови беа принудени практично да се најдат на Официјалниот пазар, која како политичка одлука преточена во закон предизвика ефекти од типот на зголемена понуда, тргување и значајно раздвижување на пазарот на капитал со што се направи значаен исчекор напред.
- ✓ вториот елемент, исто така како резултат на политичка одлука беше ослободувањето од данокот на капитална добивка за да се поттикне поголема динамика во тргувањето со акции.
- ✓ во годините на инвестициски бум во светот и кај нас, Берзата стана екстра популарно место за вложување на слободниот капитал на граѓаните што предизвика појава на голем број неедуцирани инвеститори, во време на недоволно развиена и промовирана професија инвестициски советник, што пак од друга страна доведе пазарот да се наруши имајќи го предвид однесувањето на неедуцираните инвеститори.

2.1. Котација на официјален пазар

Под котација на хартии од вредност се подразбира постапката на внесување на одредена хартија од вредност на официјалниот пазар согласно одредени критериуми пропишани од Берзата и обврска за редовно објавување на ценовно чувствителни финансиски и нефинансиски информации и податоци за јавноста.

Трговските друштва, со изградени перформанси и јасно утврдени развојни цели, кои преферираат дополнителен капитал и широк круг инвеститори, котираат на официјалниот пазар на Берзата. Со котацијата на акциите на Берзата, управата на друштвото праќа јасна порака до потенцијалните инвеститори дека друштвото го управува транспарентно. На тој начин, друштвото се обврзува дека континуирано ќе ја известува јавноста за сите релевантни активности и проценка на финансиската позиција, со што ги изложува перформансите на друштвото на јавна проценка.

Друштвата кои котираат на официјалниот пазар остваруваат повеќе добивки од котацијата и тоа:

- Можност за прибирање нов капитал со емисија на нови хартии од вредност;
- Повисок рејтинг и углед на друштвото;
- Зголемена ликвидност и пазарно формирање на цената на акциите;
- Зголемување на вредноста на друштвото и можност за дневна проценка на вредноста на друштвото;
- Поефикасна заштита на инвеститорите, издавачите и малите акционери;

- Поефикасно спроведување на принципите на корпоративно управување;
- Поедноставен пристап до странските берзи.

Можност за прибирање нов капитал со емисија на нови хартии од вредност. На котираните друштва со котацијата им се овозможува дополнителен облик на финансирање на развојните активности на друштвото преку издавање должнички хартии од вредност, како и зголемување на основната главнина на друштвото преку издавање нови емисии на сопственички хартии од вредност. Котираните друштва, за разлика од оние кои не се на котација и кои немаат посебни обврски за известување, вообичаено полесно доаѓаат до дополнителен капитал преку берза од причина што пошироката јавност и инвеститорите во најголема мерка се запознаени со финансиската стабилност и сила на друштвото благодарение на транспарентноста која е основен услов котација.

Повисок рејтинг и углед на друштвото. Со котацијата на друштвата на Официјалниот пазар се овозможува ефикасен систем на известување на инвеститорите и пошироката јавност преку објавувањето на проспектот и ценовно чувствителните информации на друштвото преку интернет-страницата на Берзата. Друштвата имаат постојана обврска да доставуваат информации до инвеститорите и јавноста нужни за проценка на моменталната состојба на друштвото. Преку редовниот процес на известување и широка публика до која доаѓа друштвото се создава публицитет за друштвото во јавноста кој влијае на угледот на друштвото во економијата и вкупно во целото општество.

Зголемена ликвидност и пазарно формирање на цената на акциите. Берзата преку електронскиот систем на тргување овозможува едноставно и брзо поврзување на понудата и побарувачката за

определена хартија од вредност. Хартиите од вредност кои се на официјалниот пазар на Берзата, согласно Правилата за котација на Берзата, предвидува минимално ниво на распространетост на родот на хартијата од вредност во јавноста и минимален број акционери што обезбедува основа за зголемена ликвидност и пазарно формирање на цената. Друштвата кои се наоѓаат на котација на официјалниот пазар на хартии од вредност можат да ја зголемат вредноста на друштвото преку својата транспарентност и достапност до јавноста. Преку извештаите и известувањата објавени на Берзата, пошироката инвеститорска јавност се запознава со потенцијалите и можностите на друштвото, а преку соодветна анализа може да дојдат до полесна проценка за вредноста на друштвото и одлука за тоа што е за нив најатрактивно за инвестирање. Дневното тргување со хартиите од вредност е организирано по принципот на континуирано тргување и овозможува постојан пазар преку кој на транспарентен начин се одредува вредноста на хартиите. Ваквиот начин на тргување и достапност до пошироката јавност овозможува реално секој ден да се процени вредноста на друштвата.

Зголемување на вредноста на друштвото и можност за дневна проценка на вредноста на друштвото. Инвеститорите и издавачите на хартии од вредност се заштитени со строго регулираните правила за тргување. Заштита на инвеститорите е направена преку редовниот систем на информирање за настани поврзани со работењето на друштвото. Ценовно чувствителните информации кои имаат какво било влијание врз формирање на цената мораат да бидат јавно објавени. Малите акционери преку транспарентните правила на котација и тргување се во можност да бидат правилно и навремено информирани за работењето на друштвото и врз основа на реалната понуда и побарувачка на пазарот да носат одлуки за купување или продавање на хартиите од вредност.

Поедноставен пристап до странските берзи. На котираните друштва им се олеснува можноста за котација и на некоја странска берза преку паралелна котација со издавање дополнителни акции или со издавање должнички хартии од вредност на некои од странските пазари на капитал. Реномето и угледот кој друштвото го има на домашниот пазар е добра референца за успешна котација на кој било род од хартиите од вредност на странските пазари на капитал.

2.2. Постапка на прием на редовен пазар и тргување

Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување е пазарниот сегмент на Берзата на кој се внесени некотираните хартии од вредност издадени од акционерски друштва со посебни обврски за известување, согласно Законот за хартии од вредност.

Берзата врши регистрација на хартиите од вредност на акционерските друштва со посебни обврски за известување на Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување откако ќе добие писмено известување од страна на Комисијата за хартии од вредност за нивно внесување во Регистарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување. По извршената регистрација, Берзата ги известува членките за акционерските друштва со кои ќе се тргува на Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување.

Слободен пазар е пазарниот сегмент на кој се тргува со сите други хартии од вредност, освен оние што се тргуваат на Официјалниот пазар и на Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување.

Барањето за прием за тргување на Слободниот пазар, во писмена форма го поднесува членката на Берзата, по налог на инвеститор, кој треба да ги содржи најмалку следниве податоци:

- назив на издавачот на хартиите од вредност;
- матичниот број на издавачот на хартиите од вредност;
- ИСИН на хартијата од вредност;
- видот и родот на хартијата од вредност;
- номиналната вредност на хартијата од вредност.

Берзата, во исклучителни случаи, по свое дискреционо право може да одбие прием и регистрација на одредена хартија од вредност, доколку оцени дека со прифаќањето би се нарушил интегритетот на пазарот или би се довеле во заблуда потенцијалните инвеститори.

2.3. Статистичка анализа на пазарот на капитал во Република Македонија

Пазарот на капитал во Република Македонија во 2013 година се карактеризира со мал број нисколиквидни капитални финансиски инструменти коишто се издаваат и со кои се тргува на Македонската берза. Вкупната вредност на остварените емисии на долгорочни хартии од вредност е значително намалена (за 7.963 милиони денари или за 38,8%), што во целост се должи на намалениот износ на емитирани хартии од вредност од страна на приватниот сектор (пред сè акции на банките и на нефинансиските друштва).

Приватниот сектор во 2013 година беше воздржан за обезбедување капитал и долгорочна финансиска поддршка преку нови

емисии на хартии од вредност, ограничувајќи се на добивање финансиска поддршка од банките. Така, претпријатијата и понатаму покажуваа слаб интерес за финансирање на своите активности преку примарниот пазар на капитал, а немаше ниту нови емисии на корпоративни обврзници.

Во текот на 2013 година, најактивен издавач на долгорочни недржавни хартии од вредност беа другите финансиски друштва (освен банките), коишто по пат на приватна понуда реализирале пет нови емисии на акции во вкупен износ од 111 милиони денари.

Вредноста на издадените хартии од вредност од другите финансиски друштва е помала за 80 милиони денари или за 41,7%, во споредба со претходната година.

Само една банка остварила една нова емисија, односно продажба на сопствени акции преку јавна понуда, во износ од 18 милиони денари (што е за 99,3% помалку во однос на 2012 година). Нефинансиските друштва реализираа само две емисии на акции на износ од 46 милиони денари или за 99,4% помалку во споредба со претходната година.

Спротивно на падот на емитираните хартии од вредност од страна на приватниот сектор (и финансиски и нефинансиски), остварените емисии на државни хартии од вредност достигнаа 12.359 милиони денари, што е повеќе за 1.893 милиони денари или за 18,1%, во споредба со претходната година. Во 2013 година, беа реализирани триесет и четири аукции на континуирани државни обврзници на неколку рочности.

Во 2013 година беше реализирана и дванаесеттата емисија на обврзници за денационализација во вкупен износ од 13 милиони евра.

Сето тоа, како и зголемената недоверба во пазарот на капитал доведоа до намалување на прометот и обемот на Македонската берза, а намалување забележа и пазарната капитализација на акциите и обврзниците.

Нивото на цените на пазарот, мерено преку движењето на вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10 и понатаму се намалуваше и во последниот квартал на 2013 година овој индекс ја достигна најниската вредност во последните осум години. Нагорното придвижување на МБИ-10, во почетокот на 2014 година, во најголем дел се објаснува преку влијанието на вообичаените информации за исплата на дивиденди во овој период од годината, а дивергентните движења на вредноста на регионалните берзански индекси главно беа условени од сигналите од водечките пазари, релевантните економски податоци на развиените економии, како и кризата во Украина.

И покрај укинувањето на данокот на капитални добивки, како стимул за вложување во хартии од вредност, во 2013 година и натаму се чувствувахе влијанието на законските мерки коишто придонесуваат за дестимулирање на исплатата на дивидендите. Во текот на годината немаше ниту нови позначајни поместувања во однос на отворените прашања коишто се поставуваат како услов за исполнување на определбите на Република Македонија за членство во евроатлантските организации, што пак и натаму влијаеше на очекувањата на инвеститорите на берзата и на нивните деловни и инвестициски одлуки.

Улогата и значењето на Македонската берза на долгорочни хартии од вредност во вкупниот финансиски систем се многу мали, и натаму се намалуваат. По значителниот пад на прометот во 2012 година, намалувањето на прометот и на бројот на трансакциите продолжи и во 2013 година, но со побавно темпо. И покрај почетните сигнали за закрепнување на евро-зоната, што ги зголеми оптимизмот и довербата на финансиските пазари, остварениот промет на

Македонската берза во вредност од 3.235 милиони денари, е речиси преполовен во однос на претходната година (намалување за 2.365 милиони денари или за 42,2%).

И покрај ваквите движења, резидентите правни лица ја задржаа улогата на единствени нето-купувачи на хартии од вредност, остварувајќи нето-откуп во износ од 678 милиони денари, којшто е помал за 8,6%, во однос на претходната година. Ваквото однесување на домашните правни лица, како и во изминатите години, покажува дека кај нив сè уште се присутни склоности за долгорочно инвестирање заради максимизирање на приносите при очекуван раст на цените на долг рок. Од друга страна, зголемениот интерес кај физичките лица-резиденти за продавање хартии од вредност, придонесе овие субјекти во 2013 година да остварат нето-продажба на хартии од вредност во износ од 472,6 милиони денари. Притоа, во поголем дел од годината, домашното население не ја следеше економската логика при носењето на инвестициските одлуки поврзани со берзанското тргување и не купуваше секогаш хартии од вредност кога нивните цени (следејќи го движењето на МБИ-10) бележеа пад, односно не продаваше секогаш при раст на цените на хартиите од вредност (преку МБИ-10).

Намалувањето на интересот на странските инвеститори за вложување во хартии од вредност на Македонската берза, продолжи и во 2013 година. Така, странските инвеститори остварија нето-продажба на хартии од вредност во вкупен износ од 205,5 милиони денари, којшто на годишна основа е помала за 44,6%. Во услови на закрепнување на македонската економија и почетни сигнали за закрепнување на евро-зоната (што секако ги зголеми оптимизмот и довербата на финансиските пазари), слабата активност и воздржаноста на странските инвеститорите за вложување на македонската берза и понатаму се поврзува со нивната претпазливост во преземањето

ризици, како и со недоволно привлечните приноси коишто ги обезбедуваат македонските хартии од вредност.

Пазарот на капитал во 2012 година се одликува со сиромашен избор на финансиски инструменти коишто се издаваат и со кои се тргува на Македонската берза.

И покрај позитивните раздвижувања на примарниот пазар на капитал во 2012 година, тој и понатаму се карактеризира со релативно мал број и вредност на нови емисии на хартии од вредност. Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност во 2012 година забележа значителен пораст во споредба со претходната година (од 5.376 милиони денари во 2011 година на 20.497 милиони денари во 2012 година), најмногу како резултат на остварените емисии на државни хартии од вредност и на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва.

За вкупниот пораст на годишно ниво, државните хартии од вредност придонеле со 57,0%, а остварените нови емисии на долгорочни хартии од вредност од страна на приватниот сектор придонеле со 43,0%.

Во текот на 2012 година, беа остварени 11 аукции на тригодишни континуирани обврзници, 18 аукции на петгодишни континуирани обврзници, а беше остварена и единаесеттата емисија на обврзници за денационализација во вкупен износ од 11 милиони евра. За разлика од претходната година, кај приватниот сектор најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност во текот на 2012 година, беа нефинансиските друштва коишто остварија шест нови емисии на акции во вкупен износ од 7.295 милиони денари (0,6% од вкупната актива на корпоративниот сектор).

Имајќи предвид дека сите шест нови емисии на акции се врз основа на закон, при што државата се јавува како единствен „купувач“,

поголемата раздвиженост на овој пазарен сегмент во 2012 година не може да се протолкува како влез на нов „свеж“ капитал, со што се задржува констатацијата дека нефинансиските друштва во Република Македонија, како и во минатите години и понатаму покажуваат слаб интерес за финансирање на своите активности преку пазарот на капитал и тие повеќе се ориентирани кон добивање финансиска поддршка од банките. Останатите 2.737 милиони денари се однесуваат на остварените пет емисии на акции од банки и пет од други финансиски друштва. На годишно ниво, вредноста на остварените емисии на акции од банки се намали за 768 милиони денари или за 23,2%, а за 26 милиони денари или за 12%, на емисиите од други финансиски друштва.

Намалувањето на македонскиот берзански индекс МБИ-10 во последните три квартали од 2012 година беше прекинато во првото тримесечје на 2013 година со умерено квартално зголемување, што во одредена мера може да се протолкува и како задоцнета реакција на позитивните знаци на раздвижување на меѓународните и регионалните финансиски пазари. Сепак, имајќи ја предвид високата поврзаност на македонската економија со европската и сè уште присутната неизвесност околу закрепнувањето поради должничката криза, рано е да се оцени одржливоста на позитивните движења на македонскиот пазар на капитал.

Пазарот на капитал во Република Македонија во 2011 година се карактеризира со сиромашен асортиман на финансиски инструменти коишто се издаваат и со кои се тргува на Македонската берза.

Претпријатијата повеќе се ориентирани кон добивање финансиска поддршка од банките, во однос на обезбедувањето капитал преку нови емисии на пазарот на капитал. Вкупната вредност на остварени нови емисии на долгорочни хартии од вредност од страна на приватниот сектор е речиси непроменета во однос на претходната година. За

разлика од 2010 година, во текот на 2011 година, претпријатијата не остварија ниту една нова емисија на акции, што беше надоместено со три нови емисии на акции од страна на банките, коишто во вкупната вредност на остварените емисии на долгорочни хартии од вредност учествуваа со 61,6%.

Сепак, на примарниот пазар на капитал најактивни издавачи на долгорочни хартии од вредност биле другите финансиски друштва, со седум нови емисии на акции, иако нивната вредност е далеку пониска од вредноста на емисиите на акции на банките. Вкупната вредност на остварените емисии на долгорочни хартии од вредност во 2011 година е непроменета во однос на претходната година, при што помалиот износ на издадени државни обврзници за денационализација бил надоместен со четири емисии на петгодишни континуирани обврзници

Во 2011 година прометот на Македонската берза забележа раст во однос на 2010 година, што може да претставува знак за позитивни придвижувања на берзанското тргување. Домашните правни лица ја задржаа улогата на единствени нето-купувачи на хартии од вредност, со што ја зајакнаа позицијата на главни носители на долгорочното инвестирање на пазарот на капитал во Република Македонија. Во 2011 година вкупниот промет на Македонската берза на хартии од вредност изнесуваше 13.656 милиони денари и забележа годишен раст во однос на 2010 година од 7.813 милиони денари, или 133,7%.

Остварените блок-трансакции и јавните понуди на хартии од вредност во текот на 2011 година имаа најголем придонес (82,3% и 11,9%, соодветно) во растот на вкупниот берзански промет. Како резултат, остварените блок-трансакции се најзастапени во вкупниот промет на берзата во 2011 година со 65,6%, додека класичното тргување учествува со 25,2%.

Во 2011 година има намалување на бројот на членките на Македонската берза. Сепак, намалувањето на вкупната актива на брокерските куќи (56 милиони денари или 12,1%), е со забавена динамика во однос на претходната година (пад од 286 милиони денари или 37,9%). Во 2011 година, брокерските куќи работеле со загуба којашто изнесуваше 11 милиони денари и којашто е пониска за 51,7% во однос на загубата остварена во 2010 година

Во 2011 година продолжи надолното движење на основниот берзански индекс МБИ-10 и индексот на јавно поседувани друштва МБИД, но со забавена динамика во однос на претходната година. Така по извесното нагорно движење само во првите месеци од годината, берзанските индекси МБИ-10 и МБИД забележале надолна корекција (на годишно ниво за 13,3% и 15,2%, соодветно). Наспроти надолните движења на овие берзански индекси, индексот на обврзници ОМБ се зголемил за 4,3% во однос на 2010 година. Движењето на индексот ОМБ во 2011 година е дефинирано од обврзниците за денационализација издадени од страна на Република Македонија.

Во 2011 година, тргувањето со акциите на котираните друштва од МБИ-10, како главен показател за ценовните нивоа на најликвидните котираните компании на официјалниот пазар на Македонската берза, учествуваше со 87,3% во вкупното тргување со акции од котираните друштва на Македонската берза, што претставува намалување на учеството во однос на 2010 година и 2009 година (92,6%, односно 92,2%, соодветно).

Во 2010 година, постои намален интерес на приватниот сектор за остварување нови емисии на акции, поради што вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност забележала намалување во однос на претходната година. Во текот на годината биле остварени седум нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 5.175 милиони денари, што претставува намалување за

1.643 милиони денари (или за 24,1%) во споредба со 2009 година. Ова намалување во најголем дел се должи на намалениот износ на емитирани акции на нефинансиските друштва, коишто и покрај тоа, имаат најголемо учество во вкупниот износ на нови емисии на долгорочни хартии од вредност. Нефинансиските друштва оствариле само една нова емисија на акции по пат на приватна понуда. Најактивни издавачи на долгорочни хартии од вредност во 2010 година биле банките со вкупно три нови емисии на акции, чијашто вкупна вредност учествува само со 8% во вкупниот износ на остварени емисии. Во оваа година немало нови емисии на корпоративни обврзници во Република Македонија, во најголем дел како последица на слабиот интерес на компаниите за издавање корпоративни обврзници и недостатокот на експертиза за структурирање и промовирање на овој вид хартии од вредност.

И покрај постепеното подобрување на домашната економска клима, во 2010 година продолжила надолната корекција на прометот на Македонската берза. Во споредба со истиот период минатата година, берзанскиот промет се намалуваше со забавена динамика и беше речиси целосно условен од падот на прометот со акциите.

Во споредба со изминатите две години, забележано е забавување на падот на берзанскиот промет. Вкупниот промет при класичното тргување во 2010 година изнесувал 3.270 милиони денари, што во однос на претходната година претставува намалување за 20,2%, или за 829 милиони денари. Како резултат на ваквото движење, просечниот дневен промет во 2010 година забележа намалување за 3,5 милиони денари.

И покрај тоа, во 2010 година продолжи трендот на намалување на интересот на странските инвеститори за вложување во хартии од вредност на Македонската берза. Во услови на намален интерес за вложување во домашни хартии од вредност, странските инвеститори остварија нето-продажба на хартии од вредност во вкупен износ од 148

милиони денари. Во однос на 31.12.2009 година, берзанскиот индекс МБИ-10 и Индексот за јавно поседувани друштва МБИД забележаа намалување за 17,1% и 19,0%, соодветно. Во првите два месеци од 2010 година, МБИ-10 и МБИД забележаа нагорно движење и во февруари ја достигнаа максималната вредност за оваа година. Наспроти движењата на овие берзански индекси, на крајот на 2010 година индексот на обврзници на Македонската берза ОМБ забележа зголемување за 5,0% и прикажа променливост во движењата.

Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност во 2009 година, забележа зголемување во споредба со претходната година, најмногу како резултат на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва. Во 2009 година биле спроведени девет нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 6.818 милиони денари, што претставува пораст за 1.153 милиони денари (или за 20,4%) во споредба со вредноста на новите емисии на хартии од вредност во 2008 година. Најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност во текот на 2009 година, се нефинансиските друштва коишто реализираа три нови емисии на акции во вкупен износ од 5.170 милиони денари.

Зголемената променливост и непредвидливост на ценовните движења се главната карактеристика на Македонскиот пазар на капитал.

Значителното намалување на берзанскиот промет е пред сè последица на значителниот пад во прометот со акции. Така, вкупниот промет при класичното берзанско тргување, во 2009 година, изнесува 4.100 милиони денари (1% од БДП за 2009 година), што претставува намалување за речиси 50% (за 4.029 милиони денари) во однос на 2008 година.

Од друга страна, просечната вредност на една трансакција при класичното тргување забележува намалување, од 185 илјади денари за 2008 година, на 123 илјади денари за 2009 година, што е уште еден показател за намалениот обем на берзанско тргување во Република Македонија. Тргувањето со акции, како главна детерминанта на падот на берзанскиот промет значително се намалил (прометот со акции, во 2009 година, е помал за 3.881 милион денари или за 58,1%, во споредба со прометот во 2008 година). Наспроти тоа, прометот со обврзници во 2009 година забележал нешто помал пад (од 148 милиони денари или за 10,2%). Ваквите движења укажуваат на одржување на берзанскиот промет со обврзници на нешто постабилно ниво, коишто како посигурни и поликвидни финансиски инструменти, продолжија да го зголемуваат своето учеството во вкупниот берзански промет, за сметка на намалувањето на учеството на прометот со акции (учеството на прометот со обврзници во вкупниот берзански промет при класичното тргување се зголеми од 17,9%, за 2008 година, на 31,8%, за 2009 година).

Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност во 2008 година, забележува зголемување во споредба со претходната година, најмногу како резултат на поголемиот интерес на приватниот сектор за реализација на нови емисии на акции. Во 2008 година се реализирани 27 нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 5.665 милиони денари, што претставува пораст за 1.921 милиони денари (или 51,3%) во споредба со вредноста на новите емисии на хартии од вредност во 2007 година. Најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност во текот на 2008 година, спротивно од практиката во изминатите години, е приватниот сектор (пред сè финансиските институции), кој реализира 20 нови емисии на хартии од вредност во вкупен износ од 3.381 милиони денари. Од вкупната вредност на новите реализирани емисии на недржавни хартии од вредност, околу 80% (или 2.728 милиони денари) отпаѓаат на нови

емисии на акции (сите емисии на акции се реализирани по пат на приватна понуда). Покрај тоа, во ноември 2008 година, за прв пат една финансиска институција издала долгорочни обврзници по пат на јавна понуда. Емисијата на обврзниците била делумно реализирана (со успешност од 88,86%), во вкупна вредност од 653 милиони денари. Со тоа била реализирана третата емисија на корпоративни обврзници во Република Македонија. Нефинансиските компании во Република Македонија, слично како и во минатите години, покажуваат слаб интерес за финансирање на своите активности преку пазарот на капитал, имајќи предвид дека во 2008 година реализираа само 2 емисии на акции, во вкупна вредност од 539 милиони денари.

Во 2008 година активен емитент на долгорочни хартии од вредност, идентично како и во изминатите години, била државата. Така, Министерството за финансии, во име на Република Македонија, извршило шест емисии на континуирани државни обврзници, од кои три емисии во вкупен износ од 390 милиони денари биле со договорен рок на достасување од две години, а останатите три, во износ од 59 милиони денари, биле со договорен рок на достасување од три години. Покрај континуираните обврзници, Министерството за финансии во 2008 година ја реализирало седмата емисија на обврзници за денационализација, во вредност од 30 милиони евра. Тие, исто како и претходно издадените обврзници за денационализација, котираат на официјалниот пазар на Македонската берза и се едни од поликвидните котирани хартии од вредност.

И покрај извесното раздвижување на примарниот пазар на капитал во 2008 година, тој и понатаму се карактеризира со релативно мал број и вредност на нови емисии на хартии од вредност.

Трендот на намалување на активностите на Македонската берза, кој започна од последниот квартал на 2007 година, особено доби на интензитет во текот на 2008 година. Така, вкупниот промет при

класичното берзанско тргување во 2008 година, изнесувало 8.129 милиони денари, што претставува намалување за 3,5 пати во однос на 2007 година. Следствено на тоа, просечниот дневен промет во 2008 година е за 91,6 милиони денари помал во споредба со просечниот дневен промет за 2007 година (просечниот дневен промет за 2008 година изнесува 32,7 милиони денари). Од друга страна, просечната вредност на една трговска трансакција забележала намалување од 200 илјади денари за 2007 година, на 185 илјади денари за 2008 година, што е уште еден показател за намалениот обем на берзанско тргување во Република Македонија.

Главната детерминанта на падот на берзанскиот промет во 2008 година, е намаленото тргување со акции. Во текот на 2008 година, остварениот промет со акции изнесуваше 6.676 милиони денари, што претставува намалување за 20.418 милиони денари во споредба со 2007 година. Наспроти тоа, прометот со обврзници во истиот период изнесува 1.453 милиони денари и за 108 милиони денари помал во споредба со 2007 година. Учеството на прометот со акции во вкупниот берзански промет е намален од 93,4% во декември 2007 година, на 60,9% во декември 2008 година.

Берзанскиот индекс МБИ-10, како главен показател за ценовните нивоа на најликвидните котираните компании на официјалниот пазар, на крајот од 2008 година изнесува 2.096,16 поени и на годишна основа се намали за 72,9%. Воедно, овој индекс манифестира значително зголемена променливост, која е изразена на крајот на март и почетокот на април и во месеците јули, септември, октомври и ноември. Во текот на 2008 година, Индексот на јавно поседуваните друштва (МБИД) забележа намалување од 73,7% и на крајот на 2008 година изнесувал 2.213,89 индексни поени. Раздвижувањето на домашниот пазар на капитал, до кое дојде во изминатите неколку години, беше актуелно и во текот на 2007 година. Имено, во 2007 година беше забележано

значително зголемување на прометот на берзата, зголемен интерес на широката јавност за случувањата на берзата, раст на активностите на брокерските куќи и формирање на првите инвестициски фондови како резидентни портфолио инвеститори. Сепак, сè уште, пазарот на капитал во Република Македонија го карактеризираат неразвиениот примарен пазар, ограничената ликвидност на секундарниот пазар, скромната понуда на инвестициски алтернативи и изразената чувствителност на инвеститорите и нивните одлуки од економските или некономските случувања на регионален и меѓународен план. Дополнително, под влијание на низа надворешни и внатрешни фактори, крајот на 2007 година и почетокот на 2008 година беа одбележани со надолен тренд на прометот и значителна ценовна корекција на пазарот на капитал. Овие случувања, заедно со зголемениот интерес кај јавноста за инвестирање во хартии од вредност наметнуваат потреба за зголемување на степенот на едукација околу ризиците својствени за инвестирањето во хартии од вредност.

Во текот на 2007 година, најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност, исто како и во изминатите неколку години, беше Министерството за финансии на Република Македонија. Во 2007 година, Министерството за финансии, во име на Република Македонија издало четири континуирани државни обврзници, од кои три обврзници во вкупен износ од 699 милиони денари се со договорен рок на достасување од две години, а една обврзница во износ од 216 милиони денари е со договорен рок на достасување од три години. Покрај континуираните обврзници, во 2007 година Министерството за финансии реализирало шеста емисија на обврзница за денационализација, во вредност од 18 милиони евра.

На крајот од 2007 година, за прв пат, една финансиска институција издала долгорочна обврзница во вредност од 300 милиони денари по пат на приватна понуда, а постоеле најави за реализација на нови

емисии на корпоративни обврзници и во 2008 година. Слабата заинтересираност на приватниот сектор за реализација на нови емисии на акции или други финансиски инструменти беа карактеристика на примарниот пазар на капитал и во 2007 година. На примарниот пазар на капитал во текот на 2007 година, се случија девет емисии на акции и сите беа по пат на приватна понуда. Вкупната вредност на овие емисии на акции изнесуваше 1.728 милиони денари, што во споредба со вредноста на новите емисии на акции во 2006 година претставува намалување за 2.152 милиони денари, односно за 55,5%.

Во 2007 година, вкупниот промет при класичното берзанско тргување изнесуваше 28.846 милиони денари, што во однос на 2006 година претставува зголемување за 2,3 пати. Растот на прометот беше условен главно од тргувањето со акции, коешто истовремено имаше доминантна позиција во структурата на прометот. Имено, во текот на 2007 година, прометот со акции учествуваше со повеќе од 90% од вкупниот берзански промет остварен при класично тргување. Сепак, динамиката на растот на берзанскиот промет е различна во текот на 2007 година. Порастот на прометот беше исклучително интензивен во текот на пролетните месеци (март-мај) и на крајот на летниот период (август - септември), додека крајот на годината беше одбележан со значително опаѓање на прометот. Истовремено, продолжи и трендот на пораст на бројот на трансакциите, што се должи на зголемениот интерес за учество во берзанското тргување, како на странските институционални инвеститори, така и на домашната јавност, особено на физичките лица. Во текот на 2007 година, домашното население, беше нето-продавач на хартии од вредност. Сепак, постои различно однесување на различните слоеви од населението, што може да се потврди со значителното учество на домашните физички лица на куповната страна на берзанскиот промет.

Во текот на 2007 година се основаа неколку нови брокерски куќи, а се основаа и првите друштва за управување со инвестициски фондови и отворени инвестициски фондови. Воедно, во текот на 2007 година, се донесени измените и дополнувањата на Законот за инвестициски фондови, со кои се овозможи основање приватни фондови. До крајот на 2007 година се формирани девет приватни фондови.

На крајот од 2007 година, само по неполни два месеци од почетокот на функционирање на отворените инвестициски фондови, домашните физички лица учествуваа со 68,9% во бројот на издадените удели, односно со 69,9% во вкупниот износ на приливите на парични средства во отворените инвестициски фондови.

И покрај намалувањето на учеството за 5,4 процентни поени, прометот со десетте најликвидни акции во 2007 година опфаќал 74,3% од вкупниот промет, што во услови на раст на берзанското тргување претставува показател за малата понуда на атрактивни инвестициски алтернативи на домашниот пазар на капитал. 2007 година била одбележана со интензивен раст на пазарната капитализација и на вредностите на берзанските индекси. Имено, берзанскиот индекс на Македонската берза МБИ-10, како главен репрезент на ценовните нивоа на најликвидните котираните компании на официјалниот пазар, на крајот од 2007 година изнесувал 7.740,79 поени и на годишна основа се зголемил за 109,1%. Притоа, речиси целиот пораст на индексот бил остварен до септември 2007 година. Во вториот дел од годината, МБИ-10 забележал надолен тренд и во периодот септември - декември 2007 година ја намали својата вредност за 23,0%, со манифестирање на значително зголемена променливост (волатилитс), којашто е карактеристика на пазари на кои не постои консензус меѓу инвеститорите за вистинската вредност и цените на финансиските инструменти.

Како Прилог бр. 2 кон докторската е дадена табела за вредноста и структурата на реализираните емисии на долгорочни хартии од

вредност во периодот од 2007 до 2013 година, а тука е направена анализа преку графички прикази.

Графикон бр. 1

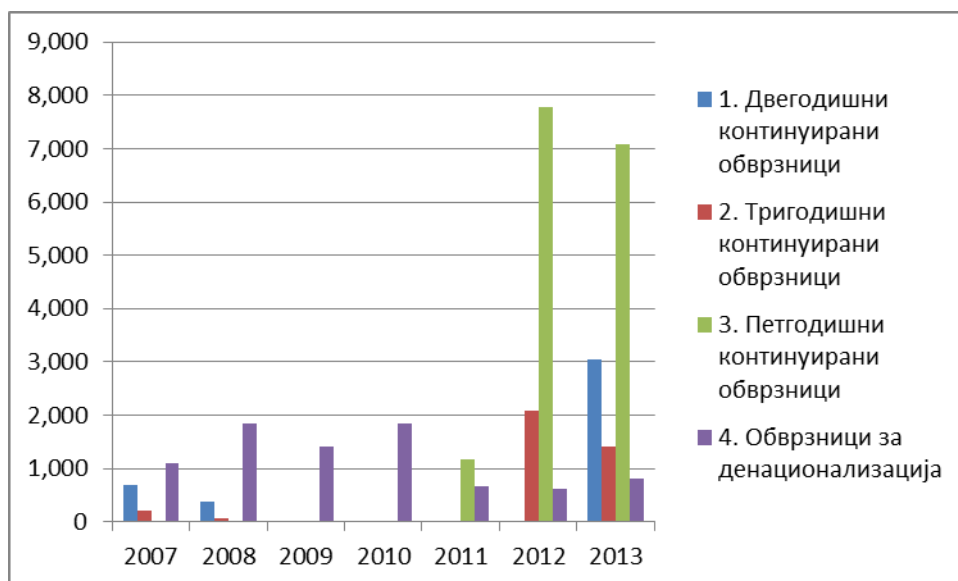


Извор: Македонска берза и пресметки направени од страна на НБРМ

Од графиконот во кој се прикажани вредностите на реализираните емисии на долгорочни хартии од вредност, може да се согледа дека најголема е во 2013 година, додека во периодот од 2007 до 2011 година вредноста била значително помала.

Графикон бр. 2

Структура на реализирани емисии на долгорочни хартии од вредност за период од 2007 до 2013 година (во милиони денари)



Извор: Македонска берза и пресметки на НБРМ

Од графиконот може да се согледа дека најголема емисија на тригодишни и петгодишни континуирани обврзници е направена во 2012 година, додека најголема емисија на обврзници на денационализација е направена во 2010 година, иако разликата меѓу емисиите во 2008, 2009 и 2010 година е многу мала.

Исто така, најголема емисија на двегодишни континуирани обврзници е направена во 2013 година.

Графикон бр. 3

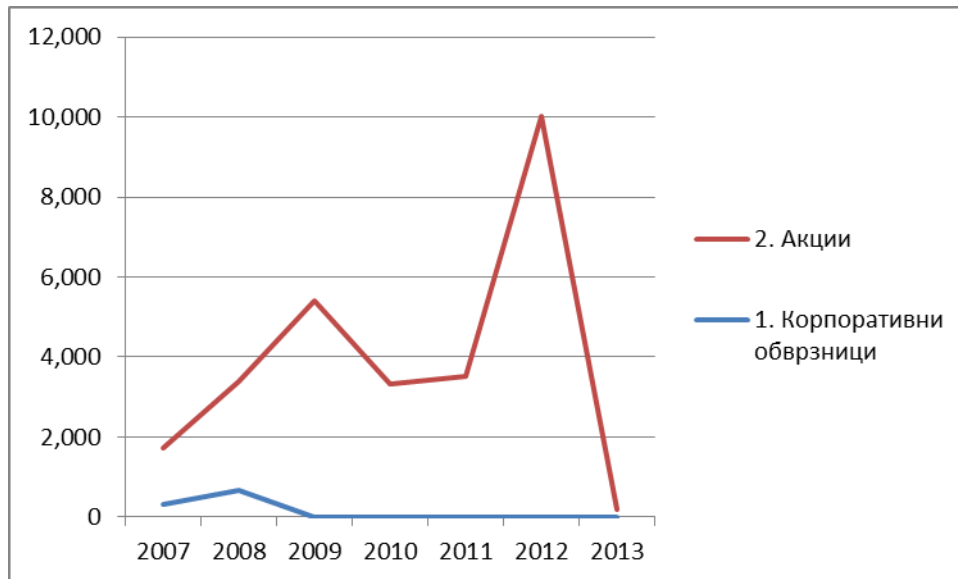


Извор: Македонска берза и пресметки на НБРМ

Од графиконот може да се согледа дека вредноста на реализирани емисии на долгорочни недржавни хартии од вредност е најмала во 2013 година, а била најголема во 2012 година.

Графикон бр. 4

Структура на недржавни хартии од вредност за периодот од 2007 до 2013 година (во милиони денари)



Извор: Македонска берза и пресметки на НБРМ

Од графиконот може да се види дека во периодот од 2007 до 2013 година, значително е поголемо учеството на акции, а многу малку имало издавање на корпоративни обврзници. За периодот од 2009 до 2013 година воопшто немало емисија на корпоративни обврзници.

Графикон бр. 5



Извор: Македонска берза и пресметки на НБРМ

Од графиконот може да се види дека најголема вредност на реализирани емисии на долгорочни хартии од вредност за периодот од 2007 до 2013 година е остварена во 2012 година, додека најмала вредност има во 2007 година.

Во табелата што следи е направена анализа на структурата на вкупниот берзански промет според типови на инвеститори.

Табела бр. 1
Структура на вкупниот берзански промет според типови на инвеститори
(куповна страна на берзанскиот промет) за период од 2007 до 2012 година

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Просечно учество на странски инвеститори	51,1%	33,8%	15,5%	23,1%	18,7%	10,1%
Просечно учество на резидентни правни лица	16,1%	31,9%	39,2%	40,2%	51,8%	66,6%
Просечно учество на резидентни физички лица	32,8%	34,3%	45,3%	36,7%	29,5%	23,3%

Извор: Интернет страна на НБРМ

Од табелата може да се согледа дека просечното учество на странски инвеститори во 2007 година изнесувало 51,1%, додека во 2012 година изнесува 10,1% што може да се заклучи дека интересот на странските инвеститори значително опаднал во 2012 година.

Сосема спротивен е трендот на просечното учество на резидентни правни лица, кој во 2007 година изнесувал 16,1%, истиот по години се зголемувал и во 2012 година изнесува 66,6%.

Кај процентот за просечното учество на резидентни физички лица нема значителни измени и тој е најголем во 2009 година, додека е најмал во 2012 година.

Табела бр. 2
Структура на вкупниот берзански промет според типови на инвеститори
(продажна страна на берзанскиот промет)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Просечно учество на странски инвеститори	21.0%	38,8%	26,2%	27,9%	26,5%	20.0%
Просечно учество на резидентни правни лица	28,4%	25,5%	27.0%	24,1%	35,5%	50,9%
Просечно учество на резидентни физички лица	50,5%	35,6%	46,9%	48.0%	38.0%	29,1%

Извор: Интернет страна на НБРМ

Во однос на продажната страна на берзанскиот промет за период од 2007 до 2012 година, нема некои значителни промени кај просечното учество на странските инвеститори. Просечното учество на резидентни правни лица е најголемо во 2012 година, додека просечното учество на резидентни физички лица е најголемо во 2007 година, а најмало во 2012 година.

3. Централен депозитар за хартии од вредност

Согласно Законот за хартии од вредност, депозитарот експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на актите на депозитарот, како и на регулативата од надлежност на Комисијата. Заради засилување на саморегулирачкиот карактер на организацијата, со законот се воведува и обврска за воведување независни членови (1/3) во органите на управување, кои не се вработени во депозитарот или поврзани со кој било акционер, членка на депозитарот или друго правно лице кое е овластен учесник на пазарот на хартии од вредност.

Во однос на акционерската структура на депозитарот со Законот за хартии од вредност е предвидено акционери во депозитарот да можат да бидат единствено: брокерски куќи, банки, осигурителни друштва или друштва за управување со фондови додека пак, акционер во депозитарот, заедно со сите негови поврзани лица, не може да поседува повеќе од 15% од акциите со право на управување во депозитарот.

Понатаму, се воведува забрана за депозитарот да не смее да купи или на друг начин да стекне какви било хартии од вредност за сопствена сметка (освен државни и сопствени хартии од вредност),

доколку ги регистрира тие хартии од вредност во својот систем. Со Законот за хартии од вредност се воведуваат и други одредби со кои депозитарот се изедначува со обврските кои берзата ги има во поглед на доставување на финансиски извештаи, обврските на депозитарот за информирање и известување и слично. Во делот на регистрацијата на хартиите од вредност и понатаму останува истиот концепт на регистрација на хартиите од вредност. Новитет е тоа што се предвидува секој сопственик на хартии од вредност да не смее да има повеќе од една сметка на хартии од вредност кај еден ист депозитар. Со Законот за хартии од вредност се дефинираат и нетрговските преноси кои се спроведуваат во депозитарот.

Согласно македонската законска регулатива и институционална структура на пазарот на хартии од вредност, Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје е саморегулирачка организација.

Согласно член 37 од Законот за хартии од вредност, со статутот на Депозитарот, покрај прашањата утврдени во Законот за трговските друштва се уредуваат и: условите за стекнување членство во депозитарот и правата и обврските на членките на депозитарот; условите, критериумите и документацијата за прием на одделни членки во депозитарот и нивните права и обврски; причините заради кои на одделни членки во депозитарот им се забранува да учествуваат во работењето на депозитарот; основните принципи на работење на депозитарот; начинот на вршење на надзорот што го спроведува самиот депозитар врз своето работење и врз своите членки; начинот на решавање на споровите меѓу членките на депозитарот, клиентите и членките; начинот на спречување злоупотреби на информациите кои не се достапни за сите членки на депозитарот; начинот на спречување на злоупотреби и непорамнување на трговските преноси; начинот на организирање на информативен систем и други прашања значајни за работата на депозитарот.

Исто така, согласно член 38 став 3 од Законот за хартии од вредност, Депозитарот донесува правила за членство со кои поблиску се утврдуваат правата и обврските за членство, обврските и правата на членките на депозитарот согласно со овој закон и статутот на депозитарот.

Депозитарот донесува правила за работа со кои поблиску се утврдуваат: начинот на водење на регистарот на хартии од вредност; начинот и постапките за порамнување на трговските трансакции; начинот и постапката за вршење на нетрговските преноси; начинот на водење на сметките на сопствениците на хартии од вредност и начинот за заштита од грешки при работењето на депозитарот.

Согласно член 41 став 1 од Законот за хартии од вредност, Депозитарот како саморегулирачка организација донесува правила за однесување и дисциплина со кои поблиску се уредува спроведувањето на сите акти на депозитарот, овој закон, прописите донесени врз основа на овој закон или друг закон во надлежност на Комисијата.

Правилата за однесување и дисциплина на депозитарот му даваат овластување на директорот на депозитарот да презема мерки и/или привремено или постојано да го укине правото на член на депозитар да учествува во работењето на депозитарот ако тој не ги почитува правилата на депозитарот или не ги исполнува обврските кои произлегуваат од извршените трансакции со хартии од вредност.

Согласно член 42 став 1 од Законот за хартии од вредност, Депозитарот донесува правила за арбитража со кои поблиску се уредува разрешувањето на споровите меѓу членките и членките и нивните клиенти, на правичен, ефикасен и чесен начин.

4. Инвестициски фондови

Со оглед на тоа што постојните деловни банки и други банкарски институции не можеа брзо да се приспособуваат на новонастанатите услови на работењето на пазарот на капитал, во современите пазарни економии почна да се основаат нови далеку пофлексибилни и поефикасни институции како учесници и посредници на пазарот на капитал. Меѓу нив најзначајни се инвестициските фондови. Тие се основаат како акционерски друштва или како институции од јавно правен карактер. Основачи на инвестициските фондови се економски субјекти сопственици на капитал, а основач може да биде и државата. Тие можат да бидат од отворен и од затворен тип. Првите се акционерски друштва од класичен вид, бидејќи се основаат со емисија на акции што им ги гарантираат на нивните сопственици сите права што ги содржат акциите. Името затворени го добиле по тоа што акциите можат да ги претворат во пари единствено на секундарниот пазар на долгорочни хартии од вредност. Отворениот вид инвестициски фондови повеќе одговара за земји во кои пазарот на капитал е во развој или не е развиен. Позитивно кај овој вид фонд е тоа што се создава услов за доверба кај големиот број инвеститори, а негативно е тоа што неговата ликвидност понекогаш може да биде лабилна.

Инвестициските фондови се значајни учесници на пазарот на капитал, а во основа тие имаат посредничка улога. Со продажба на нивните акции или удели доаѓаат до капитал и средства кои понатаму ги користат за инвестирање во многу сегменти на финансискиот пазар. Често се случува така прибраните средства да ги инвестираат во диверзифицирани портфолии кои понекогаш содржат голем број различни хартии од вредност. На тој начин, тие посредуваат на пазарот на капитал меѓу различни субјекти, пред сè, помеѓу емитентите и инвеститорите. Со основањето голем број инвестициски фондови се збогати институционалната структура на финансискиот сектор, се

зголеми конкурентноста, дојде до т.н. продлабочување на пазарот на капитал и се оствари современ пристап до пазарните трансакции, што доведе до права експлозија во подрачјето на развојот на пазарот на капитал.¹⁸

Во основа инвестициските фондови се компании кои собираат пари од голем број инвеститори, со цел инвестирање во различни типови на хартии од вредност (акции, обврзници, инструменти на пазарот на пари). Со средствата професионално се управува за сметка на членовите на фондот, а на секој член на фондот му припаѓа дел од вредноста на имотот на фондот (портфолиото) сразмерно на неговото учество во фондот. Тој дел на вредноста на имотот на фондот се изразува како инвестициска единица (кај отворените фондови) или како акција (кај затворените фондови).

Малиот и недоволно ликвиден пазар на хартии од вредност во минатото беше ограничување за порана појава на Инвестициските фондови во Република Македонија.

Првите искуства со Инвестициските фондови во Република Македонија се поврзани со формирањето на двата капитално финансирани пензиски фондови.

Предности на инвестициските фондови како небанкарски финансиски институции се:

- ✓ Диверзификација на ризикот;
- ✓ Професионален портфолио менаџмент и
- ✓ Релативно низок трошок за влез – мали инвеститори.

¹⁸ Vittas, D. & Cho, Y.J., „*Pension Funds in Central Europe and Russia, Their Prospects and Potential Role in Corporate Governance*“ 1999. pg. 184.

Комисијата за хартии од вредност по проверка на условите за лицензирање предвидени во законот издава дозвола за работа на инвестициските фондови. За тоа е пропишана посебна процедура која треба да се почитува.

Исто така, Статутот на инвестицискиот фонд е предмет на одобрување од страна на Комисијата. Статутот претставува важен документ во кој се уредени сите активности во врска со работењето на инвестицискиот фонд, односите меѓу инвестицискиот фонд и депозитната банка и друштвото за управување со фондови и други работи.

Комисијата за хартии од вредност исто така го одобрува и Проспектот кој претставува многу значаен документ во кој има информации за тоа кои се целите на инвестицискиот фонд, како и која е политиката на фондот. Од податоците кои се содржани во Проспектот ќе зависи донесувањето на одлуката за тоа дали ќе вложи или не во инвестицискиот фонд.

Од причина што податоците наведени во Проспектот во голема мерка влијаат на одлуката на вложувачите за тоа дали ќе вложат во инвестицискиот фонд, Комисијата за хартии од вредност пред одобрување на Проспектот го проверува работењето на фондот со цел заштита на инвеститорите од можните ризици од работење на фондот.

Треба да се истакне дека парите кои се инвестирани во инвестициските фондови од страна на инвеститорите се чуваат во депозитна банка, а друштвата за управување со фондовите управуваат со фондовите. Од ова произлегува дека нема ризик парите да се изгубат. Сепак, останува ризикот инвеститорите да направат загуби од инвестирањето.

Правната рамка за инвестициските фондови во Република Македонија е Законот за инвестициски фондови. Принципи кои се во основата на работата на новиот Закон за инвестициски фондови се:

- ✓ Хармонизирање со регулативата на Европската унија;

- ✓ Натамошна либерализација на секторот и
- ✓ Регулирање на изложеноста кон ризикот.¹⁹

Инвестицискиот фонд нуди едно решение, а тоа е: кога ќе ги ставиш парите во фонд, тие пари се здружуваат со парите на други инвеститори за да се создаде поголема куповна моќ од онаа која би ја имал ако инвестираш сам.

Еден фонд може да поседува портфолио од стотици различни хартии од вредност и затоа неговиот успех не зависи од растот или падот на една или две акции.

Инвестициски фонд како професионално управувана форма на инвестирање се основа заради здружување на парични средства од домашни и/или странски физички и/или правни лица, кои потоа се вложуваат на пазарот на капитал во најразлични хартии од вредност: акции, обврзници, записи и слично. Со средствата на фондот управува друштво за управување со инвестициски фондови.

Инвестициските фондови според вложувањата се делат на инвестициски фондови за акции и инвестициски фондови за обврзници.

Инвестициските фондови за акции своите вложувања ги прават во акции. Акциите во кои фондот инвестира се различни во зависност од целите на фондовите-акции во добротоечки компании, акции во компании кои се ориентирани кон раст и развој. Успешното вложување во компаниите значи дека фондот вложил во акции чија цена се зголемува на пазарот на капитал или во акции на компании кои остваруваат добивка и истата ја распределуваат како дивиденда.

Меѓутоа, компанијата во која има вложено средства фондот може да оствари и лоши финансиски резултати и тоа да доведе до опаѓање на

¹⁹ Владимир Филиповски, „Коментар на Законот за инвестициони фондови“, Економски факултет, Скопје, 2009

вредноста на нејзините акции и до можни загуби за фондот и за инвеститорите.

Инвестициските фондови за обврзници своите вложувања ги прават во обврзници. Кога инвестицискиот фонд купува обврзници, средствата им се даваат на компаниите, општините или државата коишто имаат издадено обврзници, преку кои собираат средства за остварување на некоја нивна цел. Во замена за вложените средства, издавачот на обврзниците се обврзува да го исплати износот на обврзницата на денот на нејзиното пристигнување за наплата.

Поседувањето на удели/акции во овие фондови носи посигурни и поредовни приходи, поради тоа што овие фондови се помалку подложни на промените кои секојдневно настануваат на пазарот на капитал.

Кога станува збор за структурата, односно формата на инвестициските фондови, карактеристично е тоа што истите може, но и не мора секогаш да имаат статус на правен субјект (правно лице). Тоа пред сè, зависи од видот на инвестицискиот фонд. Така, вообичаено затворените фондови се основаат во една од формите на трговски друштва (најчесто како акционерско друштво), што значи дека тие имаат правен субјективитет.

За разлика од нив, отворените фондови, кои се впрочем и најраспространет вид фондови, немаат статус на правно лице, односно немаат правен субјективитет. Во оваа смисла, битно е да се напомене дека сите неопходни активности (работи) во име и за сметка на отворениот фонд ги врши друштвото за управување со фондови, коешто најчесто се основа како акционерско друштво. Значи, друштвата за управување со фондови се основаат со цел основање и управување со еден или повеќе, како отворени, така и затворени фондови.

Со оглед на фактот дека друштвата за управување се основаат како акционерски друштва, не треба посебно да се нагласува дека истите се

во сопственост на акционерите, коишто пак го имаат главниот збор при донесувањето на сите одлуки во врска со работењето и деловното работење на овие друштва. Така, акционерите го назначуваат одборот на директори на друштвото за управување, кој пак од своја страна ги презема сите неопходни активности околу организацијата и управувањето, како со друштвото за управување со фондови, така и со инвестициските фондови (отворени или затворени) кои истото ги управува.

Понатаму, за работењето на секој отворен фонд се назначува т.н. портфолио-менаџер, кој меѓу другото е одговорен за утврдување на инвестициската политика на фондот (можно е еден портфолио-менаџер да биде одговорен за два или три отворени инвестициски фондови). Исто така, отворениот фонд мора задолжително да има инвестициски советник, кој всушност се грижи за портфолиото на фондот и неговото управување во зависност од целите и политиките определени во проспектот на фондот. Вообичаено, секој отворен инвестициски фонд има лице одговорно за продажба на уделите на фондот на заинтересираните инвеститори. Воедно, во фондот има и лица кои се грижат за сите административни процедури и активности поврзани со работењето на фондот (back office), како и лице кое е задолжено за следење на законската и подзаконската регулатива од областа на инвестициските фондови и работење на фондот во согласност со прописите.

Од не помало значење е и постоењето на банка-чувар на имот, којашто се избира од редот на комерцијалните банки, каде што се чува имотот на фондот и преку која се одвиваат сите финансиски операции на фондот, вклучително инвестирањето на фондот во хартии од вредност, продажба и откуп на удели од фондот од страна на инвеститорите итн.

Исто така, треба да се подвлече и улогата на независниот ревизор којшто пред сè врши ревизија на финансиските извештаи на фондот.

Повеќето инвеститори коишто вложуваат се согласуваат дека поаметно е да имаш цела колекција акции и обврзници, отколку да го ставиш на коцка успешното работење преку инвестирање во една или две хартии од вредност. Сепак, работењето со разновидни акции и обврзници може да биде тешко и на многумина да им предизвика главоболка. За да го скроите вашето портфолио и да утврдите што да купите потребно е време и концентрација. Затоа, за да го намалите ризикот и трошоците од инвестирање, размислете за начинот на вложување на вашите средства.

Инвестициските фондови ги прават инвестирањата едноставни, пристапни и дозволиви. Инвестираат на различни пазари и во различни сектори.

Инвестицискиот фонд нуди едно решение: кога ќе ги ставите парите во фонд, тие средства се здружуваат со парите на други инвеститори за да се создаде поголема куповна моќ од онаа која би ја имале ако инвестирате сами. Еден фонд може да поседува портфолио од стотици различни хартии од вредност и затоа неговиот успех не зависи од растот или падот само на една или две акции. Инвестицискиот фонд има професионален менаџмент кој треба будно да ја следи состојбата на пазарот и навремено да реагира. Со портфолиото на инвестицискиот фонд управуваат искусни и професионални менаџери коишто врз сеопфатни и темелни анализи одлучуваат кои хартии од вредност да се продаваат, а кои да се купуваат.

Инвестициските фондови заработуваат преку дивиденди, камати на хартиите од вредност во нивното портфолио, од капитални добивки како позитивна разлика помеѓу пониската куповна и повисоката продажна цена на акциите или обврзниците.

Потоа, фондот им го исплаќа на акционерите сиот приход во форма на дивиденда за секоја акција што ја поседуваат. Значи, добивката што ја остварува фондот се распределува сразмерно на бројот на удели или акции што Вие ги поседувате во фондот. Меѓутоа, има и фондови кои сета добивка ја реинвестираат. Во ваков случај ефектот од вложувањето во инвестицискиот фонд ќе го почувствувате во оној момент кога ќе го продадете вашиот удел.

Како предности на инвестициските фондови ќе ги наведеме следниве:

- професионално управување со средствата,
- дисперзија на ризикот преку вложување во разновидни хартии од вредност,
- достапност и за малите инвеститори,
- ликвидност, бидејќи уделите/акциите можат лесно да се продадат,
- разновидност на хартиите од вредност во кои може да се вложува,
- помали трошоци.

Недостатоци на инвестициските фондови се следниве:

- наплатување на провизија за управување и одржување на средствата;
- недоволна контрола врз вложувањата на средствата од страна на фондот;
- неизвесна цена на уделот/акција на инвестицискиот фонд;
- нема загарантирано враќање на износот што е инвестиран;

- средствата во инвестицискиот фонд не се осигурани во посебен фонд.

Успешноста на фондот не може да биде загарантирана. Постои ризик во инвестирањето во фондот. Во своето работење фондовите се соочуваат со поголем степен на ризик во однос на ороченото штедење, но сразмерно на тоа, вложувањето во инвестициските фондови овозможува остварување на повисок принос. Во зависност од степенот на ризик кој сте подготвени да го прифатите, можете да го изберете типот на фонд кој најмногу Ви одговара. Фондовите кои вложуваат во поризични финансиски инструменти, на пример акции, потенцијално даваат и повисоки приноси, додека фондовите со релативно покonzервативна политика, на пример оние кои вложуваат во државни обврзници, имаат пониски приноси, но вложувајќи во нив, Вие сте изложени на значајно помал ризик.

Ризиците со кои се соочуваат фондовите, произлегуваат пред сè од финансиските инструменти, односно хартиите од вредност во кои вложуваат.

Генерално гледано, ризикот од вложување на пазарот на капитал, вклучително и ризикот на вложување во инвестициските фондови, ја претставува можноста или веројатноста приносите од вложувањето да бидат незадоволителни или негативни. Приносите од вложувањето во фондовите можат да бидат незадоволителни или негативни под дејство на следните видови ризици:

- *кредитен ризик* се однесува на кредитоспособноста на издавачот на хартија од вредност во која фондот ги вложил средствата, односно можност тој непречено и навремено да го исплати својот долг;
- *каматен ризик* е ризик кој настанува заради промените на нивото на каматните стапки на пазарот на капитал што може

повратно да влијае врз цената на хартии од вредност во портфолиото;

- *девизен ризик* се јавува кога делот на вложувањата е во средствата и хартиите од вредност деноминирани во различни странски валути;
- *ризик на ликвидност* се однесува на состојбата кога фондот заради исплатата на големи парични износи не може да ги исплати сите пристигнати барања на инвеститорите;
- *ризик од инфлација* се однесува на потенцијалното влијание на инфлацијата врз обезвреднувањето на повратот на вложените средства.

При изборот на инвестицискиот фонд во кој ќе вложите, треба да ја земете предвид и променливоста на приносите на тој фонд во однос на другите инвестициски фондови. Помала променливост на приносите на фондот значи помал ризик. Инвестициски фонд кој една година остварил неверојатно голем принос, а следната година остварил загуба се смета за ризичен. Непостојаноста на приносите ја отежнува проценката за тоа што ќе се случи во иднина.

На пазарот на капитал работењето на инвестициските фондови земено во целина (со исклучок на приватните фондови) е строго контролирано.

Надлежна институција за контрола на инвестициските фондови, друштвата за управување со инвестициски фондови и депозитните банки во делот на работењето на инвестициските фондови е Комисијата за хартии од вредност.

Контролната функција на Комисијата започнува уште при основањето на инвестициските фондови, а потоа и при работењето на фондот.

Преку лиценцирањето на друштвото за управување со инвестициските фондови и органот на управување на друштвото, а потоа и преку давањето дозвола за работа на инвестициските фондови, Комисијата во строго пропишана процедура со проверка на сите законски предуслови за лиценцирање ги издава потребните дозволи неопходни за отпочнување со работа на фондовите (го одобрува: самото основање на фондот, статутот, проспектот на фондот исто така, а го одобрува и изборот на депозитната банка).

Контролата е особено важна активност на Комисијата за хартии од вредност која се грижи за заштитата на правата на инвеститорите, за правната сигурност на пазарот на хартии од вредност и за јакнење на довербата на инвеститорите во институциите на пазарот на хартии од вредност.

Комисијата може без ограничување да ги прегледува деловните книги и другите документи на друштвата за управување со фондови, инвестициските фондови и депозитните банки кои се однесуваат на работењето на инвестициските фондови.

При утврдени неправилности во работењето или во водењето на деловните книги, Комисијата наложува на друштвото за управување со фондови, односно на депозитната банка, утврдените неправилности да ги отстрани во определен рок.

Доколку Комисијата има забелешка во работењето, Друштвото за управување со фондови, односно депозитната банка е должно да постапи по барањето на Комисијата во определениот рок и да ги отстрани утврдените забелешки и неправилности.

Исто така, Комисијата треба да биде информирана со приложување докази дека недостатоците или неправилностите се отстранети или исправени.

Но, исто така треба да се знае дека Комисијата може да изрекува и построги мерки. Комисијата може на друштвото за управување со фондови да му го одземе одобрението за основање друштво за управување со фондови, ако во определениот рок друштвото за управување со фондови не ги отстранило недостатоците или неправилностите.

Комисијата го одзема одобрението за основање друштво за управување со фондови и доколку друштвото за управување со фондови:

- не започне да работи во рок од шест месеци од денот на издавањето на одобрение;
- прекине со работа;
- дозволата ја добило со наведување невистинити податоци и
- ако во определениот рок не ги отстрани недостатоците или неправилностите или ако за тоа не ја извести Комисијата.

Комисијата го одобрува Статутот на фондот. Статутот на фондот е еден од поважните документи со кој се уредува работењето на инвестицискиот фонд, правната положба на сопствениците на документите за удел во отворениот фонд, односно на акционерите во затворениот фонд, правните односи на инвестицискиот фонд со друштвото за управување со фондови и со депозитната банка, како и други прашања од интерес за остварување на целите на фондот.

Комисијата го одобрува и Проспектот на фондот. Проспектот исто така е еден од поважните документи кој содржи детални информации и податоци за целите и инвестициската политика на фондот, како и други информации што се однесуваат на фондот, а што можат да влијаат на одлуката на вложувачот за вложување или невложување во фондот. Комисијата преку одобрувањето на Проспектот на инвеститорите им

обезбедува заштита бидејќи детално го разгледува работењето на фондот при што ги контролира следните елементи: ограничување на вложувањата на фондот, ризици кои би го прателе работењето на фондот; принципите на вложување на фондот; достапноста на финансиските извештаи за инвеститорите; надоместоците кои инвеститорите треба да ги плаќаат на фондот, учеството на инвеститорот во добивката на фондот, податоци за друштвото коешто го управува фондот и слични известувања за инвеститорите.²⁰

5. Фонд за пензиско и инвалидско осигурување

Структурата на повеќеслојниот пензиски систем се темели врз три вида (столба) на осигурување и тоа:

- 1) задолжително пензиско и инвалидско осигурување врз основа на генерациска солидарност (прв столб),
- 2) задолжително капитално финансирано пензиско осигурување (втор столб),
- 3) доброволно капитално финансирано пензиско осигурување (трет столб).

1) Задолжително пензиско и инвалидско осигурување врз основа на генерациска солидарност (прв столб) е осигурување организирано според принципот на тековно финансирање (pay-as-you-go), што значи дека сегашните осигуреници плаќаат за сегашните пензионери. За ова осигурување се грижи Фондот за пензиското и инвалидското осигурување на Македонија. Првиот столб продолжува да функционира на ист начин како и до сега - на принципот на генерациска солидарност. Овој столб обезбедува дефинирани пензии според однапред утврдена

²⁰ „Разбери ги инвестициските фондови“, Брошура, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија, 2007 година.

формула, а останатиот дел од пензијата се обезбедува од капитално финансираното пензиско осигурување. Преку овој столб се обезбедува остварување на права од пензиско и инвалидско осигурување во случај на старост, инвалидност и смрт, што значи дека се исплаќа дел од старосната пензија, инвалидска пензија, семејна пензија, како и најнизок износ на пензија.

2) Задолжителното капитално финансирано пензиско осигурување (втор столб) е осигурување врз основа на капитализација на средствата, на принцип на дефинирани придонеси, при што постои тесна поврзаност и зависност меѓу обемот на вложените средства - придонесите и идните пензиски надоместоци што ги остварува секое лице засновани на пазарните законитости. Имено, овој начин на осигурување е заснован врз принцип на собирање на средства преку плаќање придонеси на индивидуални сметки чии средства понатаму се инвестираат и добивката намалена за трошоците на работењето на системот се додава (акумулира) на средствата на индивидуалните сметки. Ова осигурување вклучува приватни задолжителни пензиски фондови и пензиски друштва кои управуваат со нив. Преку овој столб се обезбедува остварување право на пензиско осигурување во случај на старост, односно се исплаќа старосна пензија (дополнително на пензијата од првиот столб).

Секој осигуреник може да избере само еден задолжителен пензиски фонд. Вложените средства се инвестираат според строго утврдени законски прописи, со што се обезбедува највисока заштита на интересите на членовите и на нивните средства. Во приватните задолжителни пензиски фондови секој член има своја индивидуална сметка на која се чуваат средствата од придонесите кои секој член ги издвојува од својата плата. Средствата издвоени од плата, заедно со приносот од нивното инвестирање му припаѓаат на членот и влегуваат

во формирањето на износот на пензијата. Членовите се редовно информирани за сопствените средства одвоени за пензиските денови.

За членовите на двостолбниот пензиски систем, 35% од придонесите за пензиско и инвалидско осигурување се пренесуваат во приватниот задолжителен пензиски фонд (втор столб), додека 65% од придонесите остануваат во Фондот на ПИОМ (прв столб).

3) Доброволно капитално финансирано пензиско осигурување (трет столб) исто така е осигурување врз основа на капитализација на средствата, на принцип на дефинирани придонеси, но на доброволна основа. Значајно за ова осигурување е што во него можат да бидат вклучени сите лица кои сакаат да обезбедат повисок обем на материјална сигурност покрај задолжителното осигурување, како и сите лица кои не се опфатени со задолжително осигурување (во првиот и вториот столб). Покрај тоа, со третиот столб се овозможува и основање и финансирање на професионални пензиски шеми.

Ова осигурување вклучува приватни доброволни пензиски фондови и пензиски друштва кои управуваат со нив.

Секој осигуреник може да има една доброволна индивидуална сметка во доброволен пензиски фонд и една професионална сметка доброволен пензиски фонд. Вложените средства се инвестираат според строго утврдени законски прописи, со што се обезбедува највисока заштита на интересите на осигурениците и на нивните средства. Членовите се редовно информирани за сопствените средства одвоени за пензиските денови.

За членовите на третиот столб нема ограничување во однос на висината и фреквенцијата на уплата на доброволен придонес.

Видови надоместоци

Придонесите за пензиско и инвалидско осигурување изнесуваат 18% од бруто-платата на секој вработен. Пред воведувањето на вториот пензиски столб, целиот износ се уплаќаше во Фондот на ПИОМ и изнесуваше 21,2% од бруто-плата. По воведувањето на вториот пензиски столб овој износ остана непроменет сè до 31.12.2008 година, но за оние осигуреници кои се вклучија и во вториот пензиски столб, 35% од тие средства, односно 7,42% од бруто-платата на осигуреникот се уплатуваа на неговата лична сметка во задолжителниот пензиски фонд што сам го избрал.

Во 2009 година придонесот изнесуваше 19% од бруто-плата, а износот на придонесот за пензиско и инвалидско осигурување за членовите на задолжителните пензиски фондови беше поделен така што 12,35% од бруто-платата се уплатуваа во Фондот за ПИОМ, а 6,65% на индивидуална сметка на членот во задолжителен пензиски фонд.²¹

Согласно намалувањето на висината на придонесот за пензиско и инвалидско осигурување што го изврши државата, со што од 01.01.2010 година истиот изнесува 18% од бруто-плата, на индивидуалната сметка на членовите на задолжителните пензиски фондови од вториот столб се уплатува 6,3% од бруто-платата, односно процентот од придонесот за пензиско и инвалидско осигурување што се уплатува на индивидуалната сметка на член на задолжителен пензиски фонд е задржан на ниво од 35%.

КБ Прво пензиско друштво, за управување со средствата на задолжителниот пензиски фонд од секој поединечен член кој има индивидуална сметка во КБ Прв отворен задолжителен пензиски фонд – Скопје ги наплатува следните надоместоци:

²¹ www.piom.com.mk

- Надоместок од придонеси во висина од 4,5%, наплатуван од уплатените придонеси пред нивно претворање во сметководствени единици;

- Надоместок за управување - месечен надоместок во висина на 0,05% од вредноста на вкупните нето-средства на пензискиот фонд и

- Надоместок за премин – се наплатува само во случај кога член на КБ Прв отворен задолжителен пензиски фонд – Скопје преминува во друг задолжителен пензиски фонд.

Надоместокот за премин е определен врз основа на бројот на денови од датумот кога членот се стекнал со статус на член во постојниот пензиски фонд до крајниот рок до кој членот треба да достави до Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување формулар и доказ за платен надоместок, согласно член 61 став 2 од Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување.

Приносот на индивидуалната сметка е променлив и зависи од приносот на задолжителниот пензиски фонд и од надоместоците наплатени од друштвото кое управува со задолжителниот пензиски фонд.

Табела бр. 3

Надоместок од пензиските друштва пресметан како процент од придонеси уплатени во задолжителните пензиски фондови од 2006 до 2014 година

Година	Надоместок од пензиските друштва, пресметан како процент од придонеси уплатени во задолжителните пензиски фондови
2006 и 2007	1,50%
2008 и 2009	1%
2010, 2011, 2013 и 2014	0,8%

Трет пензиски столб

КБ Прво пензиско друштво, за управување со средствата на Доброволниот пензиски фонд од секој поединечен член кој има сметка во КБ Прв отворен доброволен пензиски фонд – Скопје ги наплатува следните надоместоци:

- Надоместок од придонеси во висина од 4%, наплатуван од уплатените доброволни придонеси пред нивно претворање во сметководствени единици;

- Надоместокот од средства изнесува 0,15% на месечно ниво од 21-ви декември 2009 година, додека од 1-ви јануари 2011 година месечниот надоместок е во висина на 0,075% од вредноста на вкупните нето-средства на пензискиот фонд,

- Надоместокот од придонеси од почетокот на работа на фондот изнесува 5,50%, од 24-ти април 2010 година изнесува 4,00%, додека од 1-ви јуни 2013 година изнесува 2,90%.

- Надоместок за премин – се наплатува само во случај кога член на КБ Прв отворен доброволен пензиски фонд – Скопје преминува во друг доброволен пензиски фонд.

Надоместокот за премин е определен врз основа на бројот на денови од датумот кога членот се стекнал со статус на член во постојниот пензиски фонд до крајниот рок до кој членот треба да достави до Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување формулар и доказ за платен надоместок согласно член 96 став 3 од Законот за доброволно капитално финансирано пензиско осигурување. Приносот на доброволната индивидуална сметка и/или професионална сметка е променлив и зависи од приносот на доброволниот пензиски фонд и од надоместоците наплатени од друштвото кое управува со доброволниот пензиски фонд.

Г Л А В А I V

УСОГЛАСУВАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА СО ЕВРОПСКАТА УНИЈА

1. Усогласеност на законската регулатива на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

1.1. Состојба на усогласеност на законската регулатива на Република
Македонија со регулативниот систем на Европската унија

2. Усогласеност на институциите на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

2.1. Состојба на усогласеност на институциите на пазарот на капитал во
Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

ГЛАВА IV

УСОГЛАСУВАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА СО ЕВРОПСКАТА УНИЈА

1. Усогласеност на законската регулатива на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

1.1. Состојба на усогласеност на законската регулатива на Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

Од осамостојувањето до денес во финансискиот систем се спроведува континуирана реформа (од аспект на регулатива, сопственост, корпоративно управување, принцип на пазарно работење), која постепено започна да дава позитивни резултати. Финансискиот систем во Република Македонија во моментов го креираат следниве финансиски институции: банките, штедилниците, Македонската берза за долгорочни хартии од вредност, брокерските друштва, осигурителните друштва и лизинг претпријатија, капиталните пензиски фондови и инвестициските фондови.

Реформите во функционирањето на пазарот на капитал се од круцијално значење за стопанството и економијата на земјата. Република Македонија како млада пазарна економија сè уште ги вградува темелите на овој пазар, а воедно мора да се прилагодува на барањата на глобалниот пазар. Македонската економија сè уште според понудата, но и побарувачката на сите финансиски инструменти, е далеку, иако тие се присутни во глобалната економија. Од друга страна пак, земјата е аспирант за влез во Европската унија, а со тоа се наметнува потребата за изедначувања и на законите и на функционирањето на овој пазар. Од тие причини следниве промени иницијално мора да профункционираат во следните сектори:

- законските и подзаконските акти - врз основа на примената и имплементирањето на директивите на Европската унија од областа на пазарот на капитал, т.е. натамошното имплементирање на принципите на IOSCO, како со домашните, така и со странските искуства ќе се овозможи создавање правна рамка за поефикасно функционирање на контролата и адекватна реализација на задачите на Секторот за контрола на КХВ;

- соодветна примена на новите измени и дополнувања на постојните закони, што се надлежност на Комисијата за хартии од вредност;

- имплементација на новите правилници во согласност со Законот за хартии од вредност;

- имплементација на новините од измените на законите во постојната подзаконска регулатива на Комисијата и

- разгледување на можноста за подготвување на регулативата за воведување интегриран пристап кон супервизијата од страна на овластените учесници на пазарот на капитал.

Заради потребата за насочување на контролата кон откривање и спречување на трговија врз основа на внатрешни информации и манипулирање со хартиите од вредност потребно е да се пристапи кон изготвување и донесување на посебен Закон против пазарните злоупотреби со хартии од вредност и тоа во насока на:

- конкретно и пошироко дефинирање на внатрешните информации и пазарните, т.е. ценовните манипулации и пазарното манипулирање со хартии од вредност;

- определени мерки за спречување и откривање на трговијата врз основа на внатрешни информации и манипулирање со хартиите од вредност;

- формирање регистар на лица кои имаат пристап до внатрешните информации.

Во 1993 година на Копенхагенскиот самит, земјите-членки на Европската унија ги утврдија критериумите кои треба да ги исполни секоја земја која сака да им се приклучи:

- ✓ Постигната стабилност на институциите кои гарантираат демократија, владеење на правото, човековите права и почитување на малцинствата (политички критериум);
- ✓ Постоене пазарна економија која функционира, како и капацитет да се справи со конкуренцискиот притисок и пазарните сили во Унијата (економски критериум) и
- ✓ Способност да се преземат обврските од членството, вклучувајќи го и придржувањето кон целите на политичката, економската и монетарната унија.

Овие критериуми подоцна беа надополнети или појаснети на самитите во Мадрид (1995), Луксембург (1997) и Хелсинки (1999), а најчесто како дополнителен (мадридски) критериум се посочува потребата од развиен административен и судски капацитет за примена на усвоените заеднички придобивки.²²

Република Македонија направи голем напредок во развивањето на институционалната и законската рамка потребна за виталноста на пазарната економија. Постигнато е особено многу во делот на реформите на финансискиот и пазарот на капитал, но потребни се понатамошни реформи за развивање на домашниот пазар на капитал, особено во поглед на идната побарувачка за домашни хартии од вредност од страна на пензиските фондови.

²² „Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија“, Сектор за европска интеграција, 2004 година

Завршувањето на приватизацијата на преостанатите јавни претпријатија, ќе овозможи остварување на ефикасни профити и обезбедување на финансирање на транзициските дефицити од пензиската реформа.

Забрзувањето на економскиот развој и процесот на приклучување кон Европската унија неминовно бара интензивирање на структурните реформи како дел од макроекономската политика на земјата на среден рок. Исполнувањето на строгите критериуми за членство во Европската унија претпоставува длабоки структурни и институционални реформи во повеќе сектори. Потребно е продолжување со реформите во повеќе сектори на економијата во насоки на подобрување на инвестициската клима и бизнис опкружувањето, што се очекува да влијае врз порастот на економскиот раст и вработеноста.

Усогласувањето на националното компаниско право со европската регулатива е позитивен процес кој ќе придонесе за подобрување на деловниот амбиент во Република Македонија, а дополнителното јакнење на акционерските права при одржувањето на собранието на акционери ќе придонесе за развојот на македонскиот пазар на капитал. При подготовката на законските измени недостасува јавна дебата меѓу законодавецот, академската сфера и бизнис заедницата заради изнаоѓање квалитетни решенија што ќе имаа правилна примена и ефекти во локалните деловни прилики во Република Македонија. Во делот на националното право на друштва се прават значајни законски измени заради усогласување со европската регулатива во премногу чести интервали и без соодветна анализа за тоа како таквите трансплантирани европски решенија ќе можат да функционираат во македонскиот деловно-правен систем. Токму отсуството на квалитетна јавна дебата доведува до несоодветен превод на одредени европски правни институти во националното компаниско право. Како резултат на наведеното, постои одредена забуна и несигурност кај бизнис

заедницата и инвеститорите во однос на начинот на примена на решенијата во најновите измени во Законот за трговски друштва, а таква забуна постои и кај адвокатите и судиите кои впрочем треба да овозможат правна заштита на акционерите, што е особено значајно за поттикнување на акционерскиот активизам. Во иднина треба да се подобри комуникацијата меѓу законодавецот, стручната и бизнис заедницата со цел да се подобри квалитетот на усогласување на националното право на друштва со соодветната европска регулатива.

Хармонизацијата на македонското со европското законодавство е значаен дел од целокупниот евро-интеграциски процес. Овој процес не подразбира техничко внесување на европските норми во македонските закони, туку суштинско усогласување со принципите и политиките на Европската унија.

Тоа значи вградување на соодветни норми на најсоодветен начин, согласно со правниот систем на Република Македонија, како и согласно условите на економскиот и социјалниот живот. Значи, суштината на процесот на приспособување на целокупниот систем, вклучувајќи го и правниот систем во согласност со принципите, целите и законодавството на Унијата.²³

- ❖ Регулотива (ЕС) бр.1606/2002 на Европскиот парламент и на Советот: Регулотивата бара друштвата кои котираат на берза, вклучително и банки и осигурителни друштва, да ги подготват консолидираните сметки во согласност со прифатените Меѓународни стандарди за финансиско известување почнувајќи од 2005 година. Земјите-членки на Европската унија исто така имаат можност да ги прошират условите од оваа Регулотива на друштва кои не котираат на берза и на изготвувањето годишни сметки. Регулативите на Европската

²³ „И сонцето е звезда:Македонија во ЕУ“, Сектор за европска интеграција, Генерален секретаријат на Владата на Република Македонија, Скопје, 2004 година

комисија ги прифаќаат стандардите како што се договорени и кога се бараат.

- ❖ Директива за проспекти (2003/70/ЕС): Оваа директива заедно со Регулацијата бр. 809/2004 на Европската комисија ги утврдува информациите содржани во проспектите, како и форматот и правилата за објавување такви проспекти и дистрибуирање рекламен материјал. Таа е темел во создавањето единствен пазар за финансиски услуги и комплетирање на Акциониот план на Европската унија за финансиски услуги. Со хармонизација на неопходните барања за обелоденување, новата правна рамка како целина создава ефективен „единствен пасош“ за субјектите кои вршат емисија на хартии од вредност од Европската унија и надвор од неа. Со други зборови, тоа значи дека штом проспектот е заверен во една земја-членка, истиот може да се користи во сите други, со што се намалуваат бирократијата и трошоците за субјектите кои вршат емисија на хартии од вредност.
- ❖ Директива на транспарентност (2004/109/ЕС). Оваа директива утврдува минимални барања за транспарентност на друштва кои котираат на берза, со што се подобрува квалитетот на информациите што им се достапни на инвеститорите за успешноста и финансиската состојба на друштвата. Според директивата, сите субјекти кои вршат емисија на хартии од вредност ќе треба да поднесат годишни финансиски извештаи четири месеци по завршувањето на фискалната година. Исто така, инвеститорите во акции ќе добиваат поцелосни полугодишни извештаи.
- ❖ Директива за друштва за колективно инвестирање преносливи хартии од вредност (UCITS) (85/611/ЕЕЦ). Директивата ги утврдува општите правила да им дозволи на инвестициските

друштва од земјите членки на Европската унија да ги донесат своите единици на пазарите на други земји-членки на Европската унија (единствен пасош).

Како посебно значајна директива претставува Директивата за пазари на финансиски инструменти, спомената погоре.

Директивата за пазари на финансиски инструменти, во согласност со конвенционалните макроекономски теории, има за цел да ги отклучи штедните сметки на малите инвеститори и да ги пренесе на финансиските пазари. Со други зборови, има за цел да се чуваат средства во релативно безбеден рај.

Штедните сметки во приватниот сектор во Европа изнесуваат околу 20% од Бруто домашниот производ. Отклучување на богатството претставува значителен поттик за создавање активен финансиски пазар. Ова фундаментално образложение на МИФИД се објаснува како продолжен обем на заштита на инвеститорите содржани во одредбите на Директивата. Сепак, стилот на заштита на инвеститорите направени во Директивата веројатно е зголемување на трошоците на трансакции и збогатување на инвестициски фирми колку што може да се заштитат инвеститорите од ризик. МИФИД претставува парадигма во процесот на Европската унија за изградба на хартии од вредност. Пазарите на капитал и хартии од вредност биле подложени на значителни промени во последните триесет години. Консолидацијата на националните разлики довеле до пораст на алтернативни трговски системи, разновидност на производи, како и зголемување на учеството на мали инвеститори во финансиските пазари.

Пазари на финансиски инструменти (МИФИД), како што е подоцна изменета е инструмент кој обезбедува хармонизиран регулаторен режим. Главните цели на оваа Директива се зголемување на конкуренцијата во 30 земји-членки на Европската економска област (на

27-те земји-членки на Европската унија, плус Исланд, Норвешка и Лихтенштајн) и заштита на потрошувачите во инвестициските услуги.

Со цел да се утврди кои фирми се погодени од МИФИД и кои не се, МИФИД прави разлика меѓу „инвестициските услуги и активности“ („основни“ услуги) и „помошни услуги“ .

Фирмите опфатени со МИФИД ќе бидат овластени и регулирани во нивната „матична држава“ (во голема мерка, земјата во која тие имаат регистрирано своја канцеларија). Кога фирмата е овластена, таа ќе биде во можност да го користи МИФИД пасошот за да се обезбедат услуги на клиенти во други земји-членки на ЕУ. Овие услуги ќе бидат регулирани од страна на земјата-членка во нивната „матична држава“ .

МИФИД ќе бараат операторите континуирано да собираат информации за „течни акции“ на располагање на петте најдобри цени за купување и продавање и за најдобрите понудии кои се достапни на пазарот .

МИФИД ќе бараат фирми да ја објави цената, обемот и времето на сите занаети во котираните акции, дури и ако извршуваат надвор од регулиран пазар, освен одредени барања се исполнети за да се овозможи одложено објавување.

МИФИД ќе бараат фирми да ги преземат сите разумни чекори за да се добие најдобар можен резултат во извршување на налог за клиентот. На најдобар можен резултат не е ограничена на извршувањето цена, но исто така, вклучува цена, брзина, веројатноста за извршување и веројатноста за појава на населба и сите други фактори се сметаат за релевантни.

МИФИД има цел да ги заштити инвеститорите, преку имплементирање на стратегија за заштита на инвеститорите, особено преку организациски барања за пазарот, преку обезбедување

интегритет на пазарот и со донесување широк бизнис режим во Европската унија.²⁴

Бидејќи регулативите се директно применливи и обврзувачки во сите земји-членки на Европската унија без потреба од законодавство за национална имплементација (за разлика од директивите), Регулацијата бр. 1606/2002 автоматски ќе стане задолжителна кога Македонија ќе се придружи кон Европската унија. Сепак, Република Македонија ќе ја има предвид Регулацијата бр. 1606/2002 и ќе обезбеди македонските друштва кои котираат на берзата да бидат добро подготвени и да ги задоволат условите од истата.

Со оглед на тоа дека претпријатијата од Европската унија мора од 2005 година при составување и презентирање на сметководствените извештаи да ги применуваат Меѓународните стандарди за финансиско известување, се планира основање на Европска советодавна група за парично известување (EFRAG - European Financial Reporting Advisory Group). Нејзината цел е оценување на Меѓународните стандарди за финансиско известување кои ги одобрил Одборот за меѓународни сметководствени стандарди, а ќе делува како технички одбор на Европската унија. Неа ја сочинуваат: лицата кои ги изготвуваат сметководствените извештаи, корисниците на сметководствените информации и сметководствените извештаи како составен дел на сметководствените извештаи, сметководствената професија и донесувачите на сметководствените стандарди во земјите-членки на Европската унија.

Во осумдесеттите и деведесеттите години од 20-от век, глобализацијата на светскиот пазар на капитал станува сè поизразена, што доведува и до зголемена интернационализација на светскиот пазар

²⁴ *Brigitte Haar, „Financial regulation in the EU – cross – border capital flow, systemic risk and the European Banking Union financial market integration“, SAFE Working Paper No 57, 2014*

на хартии од вредност. Меѓу факторите кои придонесоа кон ваквиот степен на интернационализација на светскиот пазар на капитал за поважни се истакнуваат: укинувањето на контролата на инвестициите во САД; флукуирачките каматни стапки; порелаксираната контрола на странските валути; разноликоста во финансирањето и изворите на инвестиции на корпорациите и инвеститорите; променливоста на каматните стапки и технолошкиот напредок во транспортот и врските итн.²⁵

Кон овие фактори се додаваат и низа други фактори кои придонесоа кон интернационализацијата на пазарот на капитал како што се: можноста за остварување повисок профит; користење капитал по помала цена на чинење; развој на нови финансиски инструменти и сл.

Меѓутоа, од друга пак страна тоа го зголемило проблемот за нормативното регулирање на меѓународниот пазар, со оглед на тоа што секоја национална економија се повикувала кон сопствена законска рамка за регулирање на пазарот на капитал, што водело кон појава на регулативна дисхармонија која претставувала забележителна пречка во ефектуирање на интегриран меѓународен пазар.

Оттаму и потребата од воведување меѓународно призната регулатива. Во врска со тоа се јавуваат две гледишта. Според првото гледиште - приврзаниците за хармонизација на прописите го застапуваат ставот дека со стандардизацијата на прописите меѓу земјите ќе се засили заштитата на инвеститорите. За разлика од тоа, приврзаниците на второто стојалиште даваат предност на нормираната конкуренција, тврдејќи дека хармонизацијата може да доведе до преголема нормираност без доволно соодветна полза.

²⁵ Steinberg I.M.: „Меѓународен закон за хартии од вредност: Современа и компаративна анализа”, превод на македонски јазик, Комисија за хартии од вредност, Скопје, 2003, стр.1.

Во прилог на интернационализацијата на светскиот пазар националните економии утврдуваат свои национални законски регулативи, но кои треба да бидат во хармонизација со меѓународната регулатива од овој домен - Меѓународниот закон за хартии од вредност. Покрај ваквата законска регулатива Европската заедница регулирањето на проблематиката со хартиите од вредност го спроведува низ примена на Директиви. Во овој домен основни директиви претставуваат директивата за прием, директивата за листинг на поединости и директивата за преодни извештаи. Ваквите директиви обезбедуваат услови кои мораат да се почитуваат од земјите-членки при издавањето и тргувањето со хартии од вредност, односно Директивите имаат обврзувачки карактер за сите земји-членки и се применуваат како дел од режимот за хартии од вредност на земјата.

Во Република Македонија законската регулатива во доменот на пазарот на капитал (Законот за хартии од вредност, Законот за преземање трговски друштва, Законот за инвестициски фондови), од моментот на нејзиното донесување до денес претрпе низа измени и дополнувања кои беа во насока на нејзина поголема хармонизација со меѓународната законска регулатива. За високиот степен на усогласеност на македонската регулатива со меѓународните стандарди од доменот на корпоративното управување говорат и резултатите од Извештајот за 2005 година за транзиционите земји (Transition report 2005) од EBRD во кој извештај е опфатена и проблематиката на корпоративното управување од аспект на екстензивноста и ефективноста на законската регулатива во доменот на корпоративното управување.) Транзиционите земји се рангираат во пет категории, при што Република Македонија во таа класификација беше рангирана во групата земји со висок степен конзистеност на легалната рамка со меѓународните принципи. За разлика од нашата земја, останатите земји од Балканот (Албанија, Бугарија, Хрватска, Србија, Црна Гора и

Словенија) се рангирани во групата на земји со средно ниво на конзистеност.

Во март 2010 година, по предлог на Министерството за економија на Република Македонија, беа усвоени измени на Законот за трговските друштва во делот на свикувањето и одржувањето на собранието на акционери. Со овие измени за првпат се воведува дистинкција во Законот за трговските друштва меѓу котираните акционерски друштва и акционерските друштва со посебни обврски за известување (АДПОИ), од една страна и сите останати акционерски друштва, но само во однос на работењето на собранието на акционери, како највисок корпоративен орган, а не и во однос на организацијата и функционирањето на органите на управување и надзор на акционерските друштва. Дополнително, со законските измени се воведуваат можности за електронско следење и гласање на собранието на акционери, гласање преку кореспонденција, се доуредуваат законските решенија во однос на учеството на акционерите на собранието преку полномошници и поставување на прашања, се воведува обврска за котираните друштва и АДПОИ за креирање и одржување на интернет страница итн. Во врска со овие законски измени, беше истакнато дека по нивното стапување во сила, голем број котирани компании во текот на 2011 година се обратиле до Македонската берза со барања за добивање на толкувања и дополнителни објаснувања за начинот на примена на дел од решенијата во законските измени во однос на свикувањето и одржувањето на собранието. Токму поради тоа Македонската берза одлучи да ја постави оваа тема за дискусија на својата конференција, со цел давање на дополнителен придонес кон јакнење на интегритетот на пазарот на хартии од вредност, чија важна компонента е постоењето на правна сигурност, како и јасна и лесно применлива регулатива што ги дефинира правата и одговорностите на инвеститорите и котираните друштва во делот на организацијата на собранието на акционери.

Измените на Законот за трговските друштва од март 2010 година се направени со цел усогласување на Законот со Директивата на Европската унија 2007/36/ЕС за остварување на правата на акционерите на седница на собрание на друштвата чии акции котираат на берза, во рамките на поглавјето 6 на европската регулатива за право на трговски друштва, сметководство и ревизија. Европска директива е донесена како последица на истражувањата направени во котираните компании во ЕУ кои покажале дека постои многу слабо ниво на акционерски активизам што доведува до намалување на ефикасноста, инвентивноста и компететивноста на самите компании во глобалната економија. Воедно, истражувањата покажале дека една од главните причини за слабот акционерски активизам е и фактот дека во акционерската структура на голем број компании доминираат странските акционери кои не се подготвени да присуствуваат и активно да учествуваат на собранијата. Токму заради тоа, основната цел на Директивата на Европската унија 2007/36/ЕС е да се поттикне акционерскиот активизам преку воведување разни механизми, вклучувајќи електронско учество и гласање на собранието на акционери и електронско назначување полномошници.

Иако состојбата со акционерската структура во, условно кажано, јавно-поседуваните друштва во локални рамки е поинаква од онаа во Европската унија, европските перспективи на Република Македонија бараат доследно имплементирање на Директивата на 2007/36/ЕС во Законот за трговските друштва во насока на воведување на соодветните решенија и механизми за поттикнување на акционерскиот активизам и јакнење на надзорот на акционерите над работењето на менаџментот во македонските компании кои котираат на официјалниот пазар на Берзата и АДПОИ. Важечките одредби на Законот за трговските друштва не ги задолжуваат котираните друштва и АДПОИ да воведуваат системи за електронско учество и гласање на акционерите на седниците на собранието, туку само право за тоа, но во иднина

ваквите системи ќе станат задолжителни за овие категории на акционерски друштва.

Донесувањето на Законот за инвестициски фондови е и во насока на усогласување на регулативата за инвестициските фондови со Директивите на Европска унија кои го регулираат работењето на друштвата за колективно инвестирање при што во законот беа имплементирани делови од Директивата 85/611/ЕЕЗ на Советот од 20 декември 1985 година за координација на закони, регулативи и административни одредби во врска со Друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, Директивата 2001/107/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 21 јануари 2002 година со која се изменува Директивата 85/611/ЕЕЗ на Советот за усогласување на закони, регулативи и административни прописи во врска со друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, со цел регулирање на менаџмент-компаниии и поедноставени проспекти, Директивата 2001/108/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 21 јануари 2002 година со која се изменува и дополнува Директивата 85/611/ЕЕЗ на Советот за усогласување на закони, регулативи и административни прописи во врска со друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, а која се однесува на инвестиции на друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, Директивата 2000/64/ЕК на Европскиот парламент и на Советот од 7 ноември 2000 година со која се менуваат директивите на Советот 85/611/ЕЕЗ, 92/49/ЕЕЗ, 92/96/ЕЕЗ и 93/22/ЕЕЗ во врска со размената на информации со трети земји, Директивата 2004/39/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 21 април 2004 година за пазари на финансиски инструменти со која се изменуваат и дополнуваат директивите 85/611/ЕЕЗ и 93/6/ЕЕЗ на Советот и Директива 2000/12/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот, и со која се укинува Директивата на Советот 93/22/ЕЕЗ и Директивата 2007/44/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 5 септември 2007 година со

која се менува Директивата 92/49/ЕЕЗ и Директивите 2002/83/ЕЗ, 2004/39/ЕЗ, 2005/68/ЕЗ И 2006/48/ЕЗ во врска со правилата и критериумите за одлучување при стекнување и зголемување на учеството во финансискиот сектор.

Во рамките на интегрираниот европски пазар на вредности неопходно е компаниите кои котираат на пазарот да ги изготвуваат сметководствените извештаи во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување. Така, целта на Европската советодавна група за парично известување е да осигури комуникација со Одборот за меѓународни сметководствени стандарди (International Accounting Standards Committee) со стремеж за потполно разбирање на прашањата врзани за Меѓународните сметководствени стандарди во Европската унија (Меѓународните стандарди за финансиско известување).

Како последица на глобалната финансиска криза, пазарите на хартии од вредност се најдоа во ново опкружување, нови услови на дејствување, на кои мора сите ние да се адаптираме. Во денешниот пост-кризен период, регулаторите и високата регулираност на пазарот на хартии од вредност е поважно од кога било. Основната цел на многу држави во овој период е постигнување одржлив економски раст и развој, што во најголем број случаи подразбира потреба од пристап до ефективни и евтини извори на финансирање.

Усогласувањето на националното законодавство на Република Македонија со европското *acquis* само по себе претставува услов за членство во Европската унија, но исто така е факт дека користењето на средства од фондовите на Европската унија подлежи на условот за целосно усогласување со законодавството на Европската унија.²⁶

²⁶ „European Commission: *On the Implementation of Commitments Undertaken by the Acceding Countries in the Context of Accession Negotiations on Chapter 21 - Regional Policy and Coordination of Structural Instruments*“, Commission Staff Working Papers,

Оттука, законската рамка претставува еден од составните делови од капацитетите на државата за користење средства од фондовите.

Покрај глобалната определба за хармонизирање на регулативата за пазарот на капитал во Македонија со Директивите на Европската унија, како најголеми реформи во оваа област се сметаат оние кои произлегуваат од Стратегијата за развој на пазарот на државни хартии од вредност. Основната цел на оваа стратегија е насочена кон развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност кои, треба да овозможат поефикасно функционирање на буџетските потреби на краток рок (непречено тековно финансирање на јавните расходи) и на долг рок (обезбедување долгорочни финансиски ресурси за поддршка на развој на економијата). Притоа, на почетокот напорите ќе бидат сконцентрирани на развој на пазарот на краткорочни хартии од вредност со цел поефикасно управување со ликвидноста на Буџетот, чиј рок постепено ќе биде продолжуван во зависност од успехот на државата во стекнувањето на довербата на потенцијалните инвеститори.²⁷

Потребно е да продолжи процесот на унапредување и зајакнување на законската регулатива од областа на осигурувањето и нејзино понатамошно усогласување со Директивите на Европската унија и принципите и стандардите на Меѓународната асоцијација на осигурителни супервизори (IAIS). Истовремено, акцент треба да се стави на поголема и поефикасна имплементација на осигурителната регулатива преку адекватно спроведување на супервизорската функција и јакнење на административниот капацитет на супервизорскиот орган.

Потребни се и измени и дополнувања на законот за преземање на акционерски друштва кои ќе обезбедат поголема заштита на малите

Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2003) 433 final, Brussels, 16.07.2003.

²⁷ „Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија“, Влада на Република Македонија, Сектор за европска интеграција, 2005

акционери, поголема транспарентност и целосна информираност на сопствениците на акции и на јавноста и доусогласување на законот за преземање на акционерските друштва со директивата на Европската унија.

Со цел да се овозможи реализација на проектот за издавање на краткорочни хартии од вредност, ќе се изврши дозакружување на законската регулатива во областа на тргувањето со краткорочните хартии од вредност и воспоставување институционална рамка на управување со јавниот долг. Се предвидува да се донесе акт за тргувањето преку шалтер, ќе се интервенира во подзаконските акти, ќе се изврши разработка на процедурите на примарното и секундарното тргување на краткорочните државни хартии од вредност, креирање систем на порамнување на трансакциите со државните хартии од вредност во Централниот депозитар за хартии од вредност, што ќе овозможи порамнување на трансакциите во текот на истиот ден.

Развојот на примарниот пазар на државни хартии од вредност ќе почива на прифаќањето на пазарни принципи при покривање на буџетските дефицити, кои подразбираат флексибилно и конкурентно утврдување на каматните стапки.

Еден од главните предуслови за побрз развој на пазарот на државни хартии од вредност е јасно дефинирање на правната, регулаторната и супервизорската рамка.

Имајќи ги предвид современите општествено-економски и стопански интеграциони движења, не само во рамките на една национална економија, туку и на меѓународен план, во сметководствено - финансиската теорија и практика од домашно и странско потекло доминантно место, улога и значење им се посветува на проблемите во врска со унификацијата на економските и сметководствено - финансиските категории кои се среќаваат во рамките на

сметководствените системи во пооделните општествено - економски и стопански интеграциони целини.

Исто така, треба да се обезбеди македонските закони и прописи да се доследни на релевантните стандарди кои ги издава Комисијата на европски регулатори за хартии од вредност (КЕХР) чија улога е да ја координира работата на членовите на КЕХР во прифаќањето и спроведувањето стандарди за финансиско известување во Европа. Особено треба да се има предвид Стандардот бр. 1 за финансиски информации, Спроведување стандарди за финансиски информации во Европа, како и Стандардот бр. 2 за финансиските информации, Координација на активностите за спроведување.

Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност (International Organization of Securities Commission) е формирана од државни претставници со цел да пропишува или да усвојува правила за презентација на финансиските извештаи на претпријатијата, чии акции котираат на берзите во која и да било странска земја. Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност најмногу настојува да ги заштити правата на акционерите и поефикасно да го регулира пазарот на хартии од вредност, но има влијание и во обликувањето на меѓународната сметководствена практика.

2. Усогласеност на институциите на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

2.1. Состојба на усогласеност на институциите на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија

Финансиските институции, во кои спаѓаат и институциите на пазарот на капитал претставуваат доста изложени и многу чувствителни претпријатија на промените што се случуваат во меѓународни и светски рамки, многу важно е да се поврати довербата од страна на граѓаните во функционалноста и довербата на пазарот на капитал.

Секоја држава има свои пристапи и методологии во насока на економскиот развој, во кои се вклучени регулативи со цел да се спречат или намалат негативните влијанија што доаѓаат од меѓународните и светски рамки.

Регулаторните власти за хартии од вредност вообичаено, но не секогаш, имаат функција на автономна агенција што е воспоставена одделно со статут. Управувачкото тело на агенцијата често, но не секогаш, е Одбор или Комисија која има колективна одговорност за активностите на агенцијата. Телото може да се состои од комбинација од неизвршни членови (хонорарни) и извршни членови (кои се вработени со полно работно време во агенцијата). Во некои случаи главниот извршен член е единствениот извршен член на Одборот. Може да постои двослојна структура, со надзорен орган и со извршен одбор.

Во некои случаи статутот со кој се воспоставуваат регулаторните тела, може да ги додели сите статутарни овластувања на управувачкото тело. Во многу други случаи, со статут може да бидат доделени посебни

задолженија кон Одборот, кон главниот извршен член и кон другите. Има инстанции каде што статутарните задолженија се доделени на едно лице – Управникот или Комисарот кој подлежи само на советодавниот орган.

Изборот на начинот на управување мора да биде предмет на законот и уставот на засегнатата земја. Сепак, доделувањето задолженија, методот на именување, постапките за разрешување на оние со статутарни задолженија и други процедурални постапки влијаат врз управувањето на телото. Во оваа статија се разгледуваат импликациите со повикување на „Одборот“ на телото.

Резултатите од истражувањата потврдуваат дека регулаторното управување треба да се разгледува во смисла на управување со јавен сектор. Основно значење имаат предусловите за добро управување, поконкретно, фер и ефективниот судски систем и темелните даночни и сметководствени начела. Отсуството на распространетиот поткуп и корупција јасно е дека неопходен предуслов за добро управување.

Во рамките на економијата, доброто корпоративно управување го поттикнува економскиот развој (принципите на ОЕЦД). Институциите во финансискиот сектор, како сопственици и доверители на корпоративниот сектор се во позиција да се залагаат за добро корпоративно управување и оваа улога подобро ќе се извршува ако самите финансиски институции имаат добро корпоративни управување. Регулаторот на хартии од вредност е во позиција да го спроведе доброто корпоративни управување во корпоративниот сектор и во лиценцираните финансиски институции. На тој начин, тоа е хиерархија во која доброто секторско управување ја создава средината во која доброто управување на регулаторот може да поттикне добро управување на финансискиот и корпоративниот сектор, а и да го поттикне економскиот развој.

Оперативната независност на регулаторот на хартии од вредност се наметнува со Начелото IOSCO 2 со кое се утврдува дека регулаторот треба оперативно да биде независен од комерцијалните и политичките влијанија во извршувањето на своите функции и овластувања.

Независноста во истражувањето се оправдува во голема мера со аналогијата со оправдувањето за независност на централните банки во функционирањето на монетарната политика. Во однос на монетарната политика, краткорочните политички и финансиски аспекти може да доведат до активности (на пример, попуштање на монетарните услови) што може да биде општоприфатено и соодветно во однос на краткорочните интереси, но не и во однос на долгорочните интереси. Од еден емпириски доказ може да се види дека независните агенции водат монетарна политика поефективно од владите поради тоа што тие усвојуваат политики што се конзистентни во текот на времето, за коишто финансиските пазари сметаат дека ќе бидат конзистентни во текот на времето и затоа се поефективни во поттикнувањето на економските агенти да реагираат на одржлив начин. Владата која подлежи на краткорочни изборни циклуси не може да се потпре на тоа за да постапува конзистентно во текот на времето и во никој случај не може да го обврзе својот наследник. Независната агенција може со поголем кредибилитет да се залага за конзистентен долгорочен пристап.

Во однос на регулаторите на хартии од вредност, постои дополнително оправдување за независноста од владата. Владата издава хартии од вредност во форма на обврзници и повремено, во форма на јавни средства. Често ја поседува Берзата и ги контролира пензиските фондови кои се важни инвеститори. Таа е најголемиот учесник на пазарот и секое вклучување во регулаторниот процес би предизвикало судир на интереси.

Отчетноста е средство со кое регулаторните власти преземаат одговорност за своите активности. Во Начелата IOSCO е утврдено дека

отчетноста значи дека регулаторот подлежи на соодветен надзор и увид.

Сепак, резултатите од процените на Начелата IOSCO како дел од програмата за оценување на финансискиот сектор покажуваат дека независноста и отчетноста не се универзално применети во практиката.

Во некои земји клучните аспекти на регулаторната политика, вклучително и конечниот збор за лиценци, намерно се задржани од владата, а проблемот со регулаторната независност во таквите случаи главно се однесува на надзорот и спроведувањето. Таквиот пристап не треба да се смета како спротивен на начелата IOSCO, имајќи предвид дека се исполнети условите на IOSCO (транспарентност, јасни критериуми и опсег на надворешен увид).

Има и бариери на развојот на другите столбови на управувањето. Зајакнувањето на јавната отчетност е основа за дополнителен товар на регулаторот. Проширувањето на групата заинтересирани лица пред кои е одговорен регулаторот може да се чини дека ја ослабува способноста на владата да влијае врз регулаторот и може да биде непривлечна за владите поради тоа. За регулаторните власти важи тоа дека колку е поширок опсегот на отчетноста толку е поголем опсегот за критика.

Слично, поголемата транспарентност нуди можности за критикување на регулаторните власти и можеби за владата ако таа донесува клучни регулаторни одлуки. Потребата за доверливост на работата на посредниците и инвеститорите може да создаде бариера за целосна транспарентност.

Деталните протоколи потребни за заштита на интегритетот на регулаторните власти може да бидат товар и може да бидат предмет на отпор.

Комисија за хартии од вредност на Република Македонија

Основањето еден силен, ефективен и софистициран пазар на капитал е темел на успешното стопанство во кој било дел од светот. Силните, ефективни и софистицирани пазари на капитал бараат соодветни прописи (меѓу кои има и услови за финансиско известување) и институционализирани механизми за спроведување во пракса. За Комисијата за хартии од вредност стратегијата би ја поддржала и развила законодавната и регулаторна рамка за котираните субјекти. Покрај тоа, стратегијата би ги поддржала имплементацијата и спроведувањето во пракса на законските овластувања за да се развие култура за усогласеност и конечно, подобро финансиско известување за котираните субјекти во Македонија. Оваа култура на долг рок може да се пренесе на поширокиот финансиски сектор и пошироко.

Комисијата за хартии од вредност како регулатор особено внимание посветува на воспоставување на систем за управување со ризици од страна на сите учесници на пазарот, конзистентен со развојот на финансиските технологии. Во овој период кога пазарот на хартии од вредност е под негативен притисок, многу е важно да се зголеми одговорноста на менаџментот на јавно поседуваните компании спрема акционерите, со што би се зајакнала довербата во компаниите.

Многу брокерски куќи и друштва за управување со фондови се соочуваат со потешкотии во секојдневното работење. Неколку брокерски куќи самоиницијативно одлучија да прекинат со работа, неможејќи да се снајдат со овие услови на пазарот. Други пак, го намалуваат бројот на вработени и ги кратат тековните трошоци.

Комисијата за хартии од вредност ги охрабрува и поддржува сите друштва да емитираат акции, корпоративни обврзници и слични финансиски инструменти преку кои полесно, побрзо, поефикасно и поевтино ќе дојдат до потребните финансиски средства за реализација

на своите бизнис проекти. Воедно, со издавањето на нови хартии од вредност се збогатува и понудата на пазарот на капитал, со што тој станува поинтересен за инвеститорите. Можеби е време да се реализира идејата за интеграција на македонскиот пазар на хартии од вредност на пошироки платформи на тргување, на почетокот регионални, а подоцна и европски, заради збогатување, продлабочување и обезбедување поголема ефикасност на нашиот пазар.²⁸

Развојот и зајакнувањето на Комисијата за хартии од вредност за поддржување имплементација и спроведување на законите во нејзина надлежност за што е потребно да се:

- ✓ Направи студија за организациско влијание за да се одредат и имплементираат најефективните организациски структури кои се потребни за Комисијата за хартии од вредност да стане поефективен и независен административен орган;
- ✓ Развие соодветна стратегија и политики поврзани со стандардите на Комитетот за европски регулатори за хартии од вредност;
- ✓ Спроведе обука на професионалниот кадар на Комисијата за хартии од вредност за импликациите од стандардите на Комитетот на европски регулатори во Република Македонија.

Обуката треба да се направи преку воспоставување твининг програма со соодветен регулатор и член на КЕХР во постојната земја членка на Европската унија за да и помогне на Комисијата за хартии од вредност при:

²⁸ www.mse.com. 10-та Годишна Конференција на Македонската Берза АД Скопје, 2009 година, страна 4.

- Обука и пренос на знаење на импликациите од стандардите на КЕХР како во смисла на теоретски концепти, така и за применетите техники и тактики, како на пример пристапот кон следењето и спроведувањето заснован на ризик и
- Извршување инспекции и/или секојдневна супервизија и насочување за процесот на следење и извршување.

Комисијата за хартии од вредност игра потенцијално витална улога за акционерите во македонските друштва кои котираат на берза и во оние друштва со посебни обврски за известување што се водат во Регистарот на Комисијата за хартии од вредност, за да се подобри свеста за нејзината улога и придобивките за акционерите потребно е да се започне со кампања за свест како дел од севкупната програма за јавната свест. Тоа треба да се направи преку следниве активности:

- организирање едукативни кампањи во повеќе сфери (акционерски права, инвестициски фондови, регистар на акционерски друштва со посебни обврски за известување,
- развивање на примарниот пазар на хартии од вредност и пазарните инструменти;
- обезбедување соодветна техничка помош и
- изготвување и публикување брошури, прирачници и др.

Комисијата за хартии од вредност како редовна членка на Меѓинародната Организација на Комисиите за хартии од вредност (IOSCO) од 1994 година, доследно ги следи и практикува предлозите, сугестиите и заклучоците на IOSCO кои имаат за цел унапредување на националните законодавства од областа на пазарите на хартии од вредност во нејзините земји-членки.

Во јуни 2003 година IOSCO изработи нова методологија за проценка на имплементацијата на принципите и целите на IOSCO кои се однесуваат на регулирање на пазарите на хартии од вредност и првенствено треба да се смета за средство со чија помош ќе се идентификуваат потенцијалните празнини и слабости во одделни области на пазарот на хартии од вредност, каде што ќе биде потребно понатамошно зголемување на овластувањата или авторитетите, како и основа за одредување на приоритети за засилување на реформите на постоечкото право, правила или процедури во дадената јурисдикција.²⁹

Согласно новата методологија, лицето кое ќе врши проценка на една јурисдикција ќе ја цени имплементираноста на соодветниот IOSCO принцип согласно следново и тоа:

- потполно имплементиран;
- генерално имплементиран;
- делумно имплементиран;
- не е имплементиран и
- неприменлив.

Во групата на принципи на IOSCO кои се однесуваат на регулаторот спаѓаат следниве:

1. Одговорностите на регулаторот треба да бидат јасно и објективно наведени;
2. Регулаторот во својата работа треба да биде независен и одговорен при извршувањето на своите функции и надлежности;

²⁹ „Проценка преку самооценување за имплементацијата на принципите и целите на IOSCO кои се однесуваат на регулирање на пазарот на хартии од вредност кои се однесуваат на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија согласно ISO методологијата“, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија

3. Регулаторот треба да има адекватна моќ, соодветни ресурси и капацитет за извршување на своите функции и овластувања;
4. Регулаторот треба да донесе и применува јасни и конзистентни регулативни процеси и
5. Кадарот на регулаторот треба да се придржува кон највисоките професионални стандарди, вклучувајќи и соодветни стандарди за доверливост.

Во врска со првиот принцип од принципите кои се однесуваат на регулаторот – Одговорностите на регулаторот треба да бидат јасно и објективно наведени, при проценката за имплементираноста на принципот клучни се следниве работи:

- ✓ Одговорностите на регулаторот треба јасно и објективно да се утврдени во рамките на законската регулатива.
- ✓ Легислативата треба да биде така дизајнирана, за да обезбеди еднаквост и целосен опфат за сите субјекти кои се дел од одговорноста на регулаторите. Онаму каде што постои поделба на одговорностите меѓу повеќе регулатори, истиот тип на постапување генерално не треба да биде подложно на неконзистентни барања од различните регулатори.
- ✓ Треба да постои ефикасна соработка низ соодветни канали меѓу одговорните авторитети.

Проценката за имплементираноста на овој принцип во Република Македонија е дека принципот е генерално имплементиран.

Со членот 184 од Законот за хартии од вредност („Службен весник на РМ“ број бр. 95/2005, 25/2007 и 07/2008), таксативно се наведени сите функции, односно одговорности кои се доделени да ги врши Комисијата за хартии од вредност.

Исто така, согласно член 181 од Законот за хартии од вредност, Комисијата е самостојно и независно регулаторно тело, со јавни овластувања и има својство на правно лице. Таа е одговорна за спроведување на Законот за хартии од вредност, на Законот за инвестициски фондови и Законот за превземање на акционерски друштва и на сите подзаконски акти донесени врз основа на овие закони.

Комисијата врши регулирање и контрола на сите учесници во работењето со хартии од вредност на територијата на Република Македонија.

Комисијата, во рамките на своите законски надлежности и овластувања, е одговорна и за законито и за ефикасно функционирање на пазарот на долгорочни хартии од вредност за заштитата на правата на инвеститорите, со цел постојано јакнење на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија. Комисијата е составена од претседател и четири члена. Претседателот и членовите на Комисијата ги именува и разрешува Собранието на Република Македонија на предлог на Владата на Република Македонија. Претседателот и членовите на Комисијата се именуваат за период од пет години со право на повторен избор.

И покрај горенаведеното, она што го прави овој принцип генерално имплементиран е фактот што, согласно горенаведената методологија, на КХВ и недостасува јасно специфицирање и разграничување на овластувањата од останатите регулатори на пазарот на капитал во РМ (НБРМ, Агенција за супервизија на капитално финансирани пензиски фондови, Министерство за финансии и др.), можноста за толкување на опфатот на нејзините овластувања и сл.

За вториот принцип од принципите кои се однесуваат на регулаторот, а кој се однесува на тоа регулаторот во својата работа

треба да биде независен и одговорен при извршувањето на своите функции и надлежности, клучни работи се независноста и одговорноста на регулаторот и тоа:

- ✓ Регулаторот треба да биде оперативно независен од надворешни политички и комерцијални влијанија или други интереси во однос на неговите функции и надлежности.
- ✓ Консултацијата со или давање одобренија, од владин министер или друг авторитет не треба да вклучува одлука која се донесува врз основа на дневни технички прашања.
- ✓ Во јурисдикцијата каде што поединечни работи од регулаторната политика бараат консултации со, или дури е потребно и одобрување од владин министер или други авторитети, околностите во кои консултациите или одобренијата се бараат или се дозволени треба да се јасни, а процесот на консултација и критериумите за постапување, како и предметот на проверка, да се доволно транспарентни за да се заштити неговиот интегритет.
- ✓ Регулаторот треба да има стабилни извори за доволно финансирање на неговите надлежности и одговорности.
- ✓ Треба да има адекватна правна заштита за регулаторите и нивниот персонал којшто делува на начин кој значи бона фиде исполнување на нивните функции и надлежности.
- ✓ Регулаторот треба јавно да одговара за применувањето на своите надлежности и средства, со што ќе се осигура задржувањето на неговиот интегритет и кредибилитет.
- ✓ Треба да има систем кој дозволува правна проверка на конечните одлуки донесени од регулаторот.

- ✓ Онаму каде што одговорноста е заедничка со владина или друга надворешна агенција, доверливите и информациите од материјално чувствителна природа кои ги поседува регулаторот мора да се почитуваат. Заштитата треба да биде во можност да ги заштити таквите информации од несоодветна употреба или обелоденување.

Поценката на оценувачот за овој принцип за состојбата во Република Македонија е дека е потполно имплементиран принцип, што значи независноста и објективноста на регулаторот се на високо ниво заради одредбите за независност и објективност од Законот за хартии од вредност.

Согласно член 183 од Законот за хартии од вредност е наведено дека претседателот и комисионерите на Комисијата ги именува и разрешува Собранието на Република Македонија на предлог на Владата на Република Македонија.

Согласно член 182 став 3, Претседателот и комисионерите (членови) се професионално ангажирани во Комисијата со полно работно време и не можат да имаат друга функција и да бидат вработени на друго работно место или да добиваат друг надомест освен платата како комисионери (членови) и надоместоци од повремени едукативни и авторски хонорари;

Во член 230 став 2 од Законот за хартии од вредност е наведено дека Комисијата за својата работа одговара пред Собранието на Република Македонија и доставува еднаш годишно најдоцна до 31 мај годишен извештај за својата работа, заедно со финансиските извештаи кои се во согласност со меѓународните стандарди за финансиско известување, ревидирани од овластен ревизор согласно со меѓународните ревизорски стандарди и финансиски план за наредната година до Собранието и до Владата на Република Македонија.

Согласно член 227 став 1 од Законот за хартии од вредност, средствата за работа на Комисијата се обезбедуваат од надоместоци кои Комисијата ги наплатува за покривање на трошоците за извршените услуги.

Согласно член 228 став 1 од Законот за хартии од вредност, од вишокот на приходи над расходи од работењето на Комисијата се формира резервен фонд. Согласно став 2, средствата од резервниот фонд се користат за финансирање на недостигот на средства на Комисијата, премостување на временската неусогласеност на приходите над расходите на Комисијата и во функција на развој и унапредување на работењето на Комисијата.

Согласно член 231 став 1 од Законот за хартии од вредност, против решението што го донесува Комисијата може да се изјави жалба до Комисијата за решавање на жалби од областа на пазарот на хартии од вредност-Комисија за жалби, во рок од 15 работни дена од денот на приемот на истото. Согласно став 2, Комисијата за жалби е составена од претседател и четири члена. Членовите и претседателот, на предлог на Комисијата за прашања на изборите и именувањата, ги именува и ги разрешува Собранието на Република Македонија.

Сегашните и поранешните комисионери, вработените во стручната служба на Комисијата и консултантите ангажирани од Комисијата, не смеат за своја корист да ги употребуваат или да ги обелоденуваат деловните тајни или внатрешните информации со кои се стекнале во текот на работењето во Комисијата. Обврската за доверливост продолжува да важи во наредните пет години од денот на престанокот на мандатот, односно работниот однос или договорот за консултантски и други услуги.

Комисијата за хартии од вредност не одговара за веродостојноста, потполноста и точноста на податоците содржани во

Прспектот и поканата за јавна понуда, соопштението за приватен пласман и за друг извештај доставен до Комисијата, акционерите и јавноста од страна на издавачот. Согласно став 2, комисионер или вработен во Комисијата не одговара за штетата што настанала во работењето под услов ако работел чесно и совесно. Штетата предизвикана поради незаконско работење на комисионер или вработен во Комисијата се надоместува од средствата на Комисијата, според општите прописи за надоместок на штета. Согласно став 4 во случај на судски спор во кој е тужен комисионер или вработен во Комисијата поради извршување на неговите службени должности, Комисијата обезбедува правно застапување и ги покрива трошоците на одбраната.

Третиот принцип од принципите на IOSCO кои се однесуваат на регулаторот кој се однесува на тоа дека регулаторот треба да има адекватна моќ, соодветни ресурси и капацитет за извршување на своите функции и овластувања, проценката на оценувачот за состојбата во Република Македонија е дека принципот е генерално имплементиран.

Клучните работи за овој принцип се следниве:

- ✓ Регулаторот треба да има надлежност за одобрување, супервизија, инспекција, истрага и извршување.
- ✓ Регулаторот треба да има адекватни средства за исполнување на неговите надлежности и одговорности.
- ✓ Нивото на средства треба да биде соодветно за да се овозможи привлекување и задржување на искусен персонал.
- ✓ Регулаторот треба да се осигура дека неговиот персонал прима адекватен и постојан тренинг/обука.

Согласно член 192 став 1 од ЗХВ, Комисијата врши контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност заради примената на Законот за хартии од вредност, правилниците

донесени врз основа на овој закон и правилата на саморегулирачките организации.

Комисијата може по спроведена посредна и непосредна контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, да донесе решение за отстранување на утврдените неправилности и незаконитости или решение за привремена забрана на работењето или решение за одземање на дозволата, согласноста, односно одобрието кое Комисијата го издава во согласност со овој закон;

Согласно член 199 став 1 од Законот за хартии од вредност, Комисијата е овластена да спроведува надзор заради утврдување дали овластен учесник на пазарот на хартии од вредност или друго физичко или правно лице го прекршило овој закон, правилниците донесени врз основа на овој закон, другите закони во нејзина надлежност и правилата на овластените учесници на пазарот;

За прекршоците утврдени во Законот за хартии од вредност, прекршочна постапка води и прекршочна санкција (парична казна) изрекува Комисијата за хартии од вредност.

Иако, како што е објаснето за принципите 1 и 2, Комисијата за хартии од вредност законски е декларирана како самостојна и независна институција со посебни надлежности и функции, сепак на Комисијата за хартии од вредност и недостасува:

- практична можноста за размена на информации со домашни институции;
- непостоење на посебна постапка за спроведување истраги;
- ненадлежноста за спроведување на Законот за трговски друштва, во кој се инкорпорирани правата на акционерите и корпоративното управување.

За четвртиот принцип на IOSCO во врска со тоа регулаторот да донесе и применува јасни и конзистентни регулативни процеси, оценката за имплементацијата на овој принцип во Република Македонија е делумно имплементиран. Јасни, конзистентни, транспарентни процедури и правила се основа за правичност, рамка за развивање на регулаторните одлуки и основа за откривање на регулаторните активности и одговорности. Транспарентната политика ги урамнотежува правата на физичките лица за доверливост и оние на регулаторот при изведувањето на неговите извршни и надзорни потреби во насока на создавање на фер, правичен и отворен регулаторен процес.

Клучни работи поврзани со овој принцип се следниве:

1. При извршување на надлежностите и исполнување на функциите, регулаторот треба да прифати процеси кои се:

- а) конзистентни
- б) споредливи
- в) отворени за јавноста
- г) фер и правични

2. При одредувањето на политиката (начинот на однесување, принципите), предметот на извршување и надзорот, регулаторот треба:

а) да има воспоставено процес на консултација со јавноста, вклучувајќи ги и оние субјекти врз кои таквата политика или начин на однесување може да има влијание;

б) јавно да ги обелоденува неговите политики во важните области на делување и

в) да ги одредува трошоците во врска со усогласувањето со регулативата.

3. Регулаторот треба да исполнува стандарди за процедурална правичност.

4. Практиката на транспарентност, како што би било објавувањето на извештаите за резултатот од истражувањата и испрашувањата, би била ограничена бидејќи дозволата за објавување треба да биде конзистентна со правата на физичките лица за фер сослушување и заштита на личните податоци, фактори коишто најчесто ќе спречат соодветно објавување додека определената работа е предмет на истрага.

5. Регулаторите треба да играат активна улога во едукацијата на инвеститорите и другите учесници на пазарот.

Согласно член 190 став 1 од Законот за хартии од вредност, Комисијата донесува правилници, по обезбедување на јавна расправа за предлог на правилници и поднесување на писмени забелешки од заинтересираните лица во период од 30 календарски дена. Во врска со донесените правилници Комисијата ги објавува добиените коментари на веб-страницата.

Причините заради кои се смета дека Комисијата за хартии од вредност делумно применува јасни и конзистентни регулативни процеси се:

-недоволна транспарентност на постапката при донесувањето на своите одлуки, решенија, согласности, толкувања и др.;

-недоволно објавување на активностите за спроведување на регулативата и

- недавање на одговор на поднесените писмени забелешки при донесување на правилниците.

Во врска со петтиот принцип кој се однесува на регулаторот, а во кој е определено дека кадарот на регулаторот треба да се придржува на највисоките професионални стандарди, вклучувајќи и соодветни стандарди за доверливост, оценката на имплементираноста на овој принцип на IOSCO во Република Македонија е дека е потполно имплементиран.

Сегашните и поранешните комисионери, вработените во стручната служба на Комисијата и консултантите ангажирани од Комисијата, не смеат за своја корист да ги употребуваат или да ги обелоденуваат деловните тајни или внатрешните информации со кои се стекнале во текот на работењето во Комисијата. Обврската за доверливост продолжува да важи во наредните пет години од денот на престанокот на мандатот, односно работниот однос или договорот за консултантски и други услуги.

Македонска берза АД Скопје

Во текот на 2013 година работењето на Македонската берза се одвиваше под влијание на следните главни фактори и околности од меѓународен и локален аспект, кои го креираа деловното окружување во кое функционираше Македонската берза, односно имаа свое влијание врз тргувањето со хартии од вредност на Берзата, а со тоа и врз деловното работење на Берзата како акционерско друштво.

Растот на светската економија во 2013 година продолжи со исто темпо како растот во 2012 година. Најголем придонес кон глобалниот раст дадоа САД и Јапонија, кои излегоа од рецесијата, односно стагнација. Растот на повеќето земји во развој беше доста забавен

после високите стапки на пораст во претходните години. Земјите од еврозоната, вклучувајќи ја и Велика Британија, забележаа намалување на БДП во 2013 година во износ од 0,5% .³⁰

Должничката криза на дел од земјите од еврозоната сè уште предизвикуваше воздржаност и песимизам кај инвеститорите од вложување во еврозоната, како резултат на исходот од мерките за стабилизација и поддршка на најзадолжените земји, како и слабите резултати од закрепнувањето на најразвиените европски економии.

Трендовите во светската економија во 2013 година и должничката криза во Европската унија, благиот пораст на македонската економија и нестабилното окружување во голема мерка влијаеше на воздржаноста на инвеститорите од вложување во македонски хартии од вредност (особено беше евидентно малото присуство на странските инвеститори) и на ликвидноста на хартиите од вредност. Тоа влијаеше врз намалување на прометот и општото ниво на цените на пазарот.

Со Измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност од јануари 2013 година, се предвиде воведување на задолжителна котација на хартиите од вредност на издавачите кои не котираат на Берза, а кои ги исполнуваат посебните услови за котација на официјалниот пазар на Берзата. Како резултат на тоа во текот на годината на Берзата се котираа нови 86 друштва, што придонесе за зголемување на обемот и квалитетот на транспарентноста на македонските акционерски друштва.

НБРМ ја релаксирала монетарна политика со ограничување на понудениот износ на благајничките записи, како и намалување на активните каматни стапки на каматите на кредитите преку ноќ и каматите на благајничките записи. Овие мерки овозможува зголемување

³⁰ World Economic Outlook „*Transition and tension*“, International Monetary Fond, October 2013

на масата на парични средства расположливи за кредитирање на стопанството и населението, со што истовремено предизвикаа банките да продолжат да ги намалуваат пасивните и активните каматни стапки, а државата да ги намали каматните стапки на трезорските записи. Ова резултираше со дополнително намалување на приносите на најсигурните финансиски инструменти споредено со приносите на пазарот на капитал. Општата ликвидност во економијата сè уште беше голем предизвик за сите економски агенти.

Стратегиите на пензиските фондови кои имаат и најмногу средства на управување беа насочени кон вложување во должнички хартии од вредност издадени од државата (повеќе од 60% од вкупните средства).

Во текот на 2013 година се укина данокот на капитални добивки, како стимул за вложување во хартии од вредност, но продолжи влијанието на законските мерки кои придонесуваат за дестимулација на исплата на дивиденди; стапка на инфлација од 3,3% во 2013 година и девизниот курс беше стабилен.

Во 2013 година не се случила некои нови позначајни поместувања во однос на отворените прашања кои се поставуваат како услов за реализацијата на определбите на Република Македонија за членство во евроатлантските организации, што и понатаму имаше свое влијание врз очекувањата на инвеститорите на Берзата и на нивните деловни и инвестициски одлуки.

Сега е период на закрепнување на берзата и доколку се земе предвид претходното искуство, размислувањето околу можните решенија оди во насока да се работи на зголемување на понудата со што целокупното портфолио би станало поатрактивно како за домашните, така и за странските инвеститори, а тоа може да се случи доколку на котација се појават нови компании и свежи акции што пак би ја мотивирало страната на побарувачката. Исто така, треба да се

работи на промоцијата на условите за котаџија, беа споменати обуките за учесниците на пазарот на капитал и најпосле беше наведено дека институциите на државата како креатори на целокупниот амбиент можат да дадат нова поддршка за да се поттикне поголема динамика на инвестирање и еден нов циклус на развој на Македонската берза.

Македонската берза учествуваше во проектот за изготвување на Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва и ги имаше следниве стојалишта од аспект на инвестирањето:

- ✓ дека бизнисите се соочуваат со бројни барања на регулаторите, како на домашните, така и на меѓународните пазари. Со напредокот на инвестирање на пазарите на хартии од вредност, се засилува притисокот за хармонизација на стандардите за корпоративно управување;
- ✓ дека обезбедувањето на поволна инвестициска клима за домашните и странските вложувачи никогаш не било толку важно како денес, кога огромен број пазари во развој отворено ја демонстрираат својата жед за капитал и водат агресивна политика на привлекување инвестиции;
- ✓ дека фер, транспарентни и ефикасни пазари на хартии од вредност се најпривлечни за инвеститорите и на кои се чувствуваат најсигурно. Во таа смисла компаниите со добро корпоративно управување се главни креатори на добриот имиџ и квалитет на националниот пазар на хартии од вредност.
- ✓ дека Република Македонија која во периодот на транзиција не успеа да оствари позначајна инвестициска активности ѝ се потребни дополнителни напори за да се справи со растечката конкуренција на светскиот пазар. Отворањето на пазарот на хартии од вредност, прифаќањето високи оперативни и

финансиски правила во корпоративната сфера и воведувањето на практика на доброто корпоративно управување треба да претставуваат приоритети за јакнење на атрактивноста на домашниот пазар.

Воспоставување ефективна рамка за развој, одржување и олеснување на имплементацијата на рамка за корпоративно финансско известување која е доследна на *acquis communautaire* и води кон развој на приватниот сектор во Македонија и индиректно кон поголем развој на пазарот на капитал во Република Македонија.

Во однос на прашањето „Што е следно, каква е ситуацијата, каде сакаме да бидеме и што сакаме да направиме,“ беше напоменато дека ЕУ и НАТО интеграциите треба подготвени да ги пречекаме, што подразбира:

- менување на правилата на игра,
- воспоставување нови повисоки правила,
- нови учесници на пазарот на капитал, компании коишто се подготвени за нов капитал и
- луѓе кои се подготвени да тргуваат.

Во Романија и во Хрватска, излезот на фондот од компанијата е направен преку трансформација во АД и излез на берза со емисија на нови акции.

Најголемата пречка што нема ваква успешна приказна во Македонија е недоволната поддршка од банките, што во случај на нова емисија би требало да се јават како покровители на таа емисија, при што треба да се имаат предвид трошоците кои би настанале за компанијата.

Во насока пак на подобрување на финансиското известување, имајќи предвид дека секој инвеститор што настапува на берза главната одлука ја носи врз основа на податоците од финансиските извештаи и треба да се инвестира во процеси како воведување нов систем на информирање и нов софтвер.

Ако едно од можните решенија е регионално поврзување на трговските платформи, но во исто време потенцира дека сите решенија треба да се набљудуваат како пакет на мерки. Улогата на регулаторот мора да биде во насока на подобрување на информирањето и зголемената транспарентност на компаниите на македонскиот пазар на капитал. Во делот на учесниците на пазарот на капитал посебен нагласок се стави на институционалните инвеститори, особено на пензиските фондови и нивното зголемено учество на пазарот на капитал.³¹

Државата со одредени законски решенија треба да придонесе да се поттикне самиот пазар и да се променат одредени услови, при што беа потенцирани три работи кои се значајни и кои би можеле да влијаат за поттикнување на тргувањето: како прво, амнестија на капиталот, активност и мерка која е применета кај голем број западноевропски земји и во Русија. Оваа мерка би резултирала со одредено законско решение кое би поттикнало да се влеат финансиски средства во банкарскиот сектор, бидејќи банките би биле носители на оваа активност при што најголемиот дел од тие финансиски средства би биле насочени кон компаниите, а дел би бил вложен во хартиите од вредност на берзата.

Избирањето на модел за доприватизација на државниот капитал, при што секој граѓанин би добил одреден процент на учество во

³¹ „Македонскиот пазар на капитал – сегашност и иднина“, 12-та Годишна Конференција на Македонската берза АД Скопје, Македонска Берза АД Скопје, Мај 2011 година, стр.3

одредени компании со што би се влијаело на поттикнување на пазарот на капитал.

Трет фактор кој може позитивно да влијае на берзата е поактивна улога на самите инвестициски фондови при што улогата на државата би требало да биде во насока на поставување силна регулатива во работењето на инвестициските фондови, со цел да се обезбеди поголема сигурност на граѓаните при вложување на своите средства во нив.

Од големо значење за развој на пазарот на капитал е создавање нова институционална средина од страна на државата за раздвижување на пазарот на капитал со инструменти и мерки, како на страната на понудата, така и на страната на побарувачката, при што со релативно евтини средства, (како трошоците за буџетот) може да се поттикне развојот на пазарот. Исто така, значаен аспект е и самиот чин на креирање на финансиските извештаи.

Воедно треба да се зголеми државната понуда на хартии од вредност, односно да се создадат нови државни хартии од вредност кои што ќе бидат интересни за инвеститорите, на пример краткорочните државните записи да се заменат со државни обврзници со рок на достасување од 3 до 5 години.

Во врска со неедуцираноста на населението најважно е пазарните аналитичари конечно да го добијат своето место и улога во едуцирањето на учесниците, пред сè индивидуалните инвеститори, при донесувањето на инвестициските одлуки.³²

Институционалните инвеститори имаат клучна улога во понатамошното заживување на Македонската берза. Успешната

³² Коста Костадиновски, „Македонскиот пазар на капитал – сегашност и иднина“, 12-та Годишна Конференција на Македонската берза АД Скопје, Македонска Берза АД Скопје, Мај 2011 година, стр.4

инвестициска приказна која недостасува во Македонија, а која ќе ја креира портфолио менаџментот на институционалните инвеститори преку примена на веќе постоечките и етаблирање на нови инвестициски алтернативи, е поле на кое менаџментот на Илирика Фонд смета дека треба да се воспостави идната соработка со берзата. И покрај тоа што фондовите се релативно нова индустрија во Македонија, имаат значително учество при информирање и едуцирање на пошироката инвестициска јавност за алтернативните можности за инвестирање. Како за пример посочува дека само во 2010 година, Илирика има одржано над 100 информативни семинари низ градовите во Република Македонија, околу 30 за обучување на продажни кадри, вклучително и медиумското учество преку секојдневни анализи на пазарите на капитал и тековните економски состојби, едукативни прилози и реклами, прес конференции кои се однесуваат на актуелните настани на финансиските пазари. За период од една година бројот на инвеститори во фондовите на Илирика е зголемен за 80%. Воспоставувањето ценовна стабилност преку институционалните инвеститори ќе креира реална слика на моменталната состојба на пазарите кое директно ќе имплицира зголемен инвеститорски интерес на домашните и странски инвеститори. Станува збор за млада индустрија во која развојот е она на кое постојано треба да се работи.

Пазарната транспарентност генерално е доста важна, како за правичноста и ефикасноста на пазарот, така и за неговата ликвидност и поставеност на цените. Широката достапност на информации за понудите е главниот фактор кој овозможува откривање на цените и зајакнување на довербата на корисниците, со цел да бидат во можност да тргуваат по фер цена. Оваа доверба треба да резултира со пораст на иницијативата на купувачите и продавачите да учествуваат, да ја олеснуваат ликвидноста и да го стимулираат натпреварувачкиот/аукцискиот начин на формирање на цените на хартиите од вредност.

Информациите кои се однесуваат на обемот и цената на завршените тргувања им овозможуваат на пазарните учесници и нивните клиенти не само да ги земат предвид најчесто употребуваните информации за обемот и цената, туку исто така, овозможуваат да се надгледува и квалитетот на извршувањето кое се добива во споредба со другите пазарни корисници.

Во основа, колку поцелосни и пошироко се достапни информациите за тргувањето, толку поефикасно е откривањето на цените кое придонесува за поголема доверба на јавноста во правичноста на тргувањето. Воведувањето на стандардите за транспарентност на пазарот нема да доведат до зајакнување, доколку интересите на поединечните пазарни учесници и нивните клиенти за нивото на транспарентност се различни. Регулаторите треба да го проценат соодветното ниво на транспарентност на секоја одделна пазарна структура со должно внимание.

Обезбедувањето на навремен пристап до информациите е основа за регулирање на секундарното пазарно тргување. Навремениот пристап до соодветните информации во врска со тргувањата на секундарниот пазар им овозможува на инвеститорите да го проценат времето на тргување и квалитетот на извршувањето кое го добиваат и да водат сметка за сопствените интереси, а и да се намали можноста за манипулација или други нефер практики на тргување.

Информациите за склучените трансакции треба да им бидат достапни на сите учесници на рамноправна основа.

Онаму каде што пазарниот оператор дозволува отстапување од целите на навремената транспарентност, условите треба да бидат јасно одредени и пазарниот авторитет (поединечно или заедно и операторот на берзата и регулаторот) треба да има пристап до целосните

информации за да може да ја процени потребата од отстапување, а ако е потребно, да се опишат алтернативите од отстапувањето.

Со член 84 од Законот за хартии од вредност, Берзата е должна да организира соодветен информатички систем преку кој јавноста редовно и навремено се известува за:

- ✓ назив на издавачот и видот на хартиите од вредност со кои се тргува на Берзата;
- ✓ последна трансакциска, највисока, најниска и просечната цена на секоја истргувана хартија од вредност;
- ✓ количината и вредноста на тргуваните хартии од вредност и
- ✓ други релевантни информации од значење за работењето на Берзата.

Во прилог на имплементираноста на овој принцип одат и востановените практики на Берзата за електронско известување на јавноста за тргувањето и тоа преку интернет, мобилни телефони, печатени и електронски медиуми, свои печатени извештаи и сл.

Меѓутоа, она што може да се подобри при примената на овој принцип е постоењето на соодветни информации пред тргувањето (pre-trade information, пр. за понудените хартии од вредност), кое исто така се смета за еден од позначајните елементи на информативниот систем, заедно со информациите по тргувањето (post-trading).

Во прилог на забрзување на постапката за хармонизација на македонската регулатива во овој домен претставуваат и заложбите на македонската берза за соработка и поврзување со другите берзи во регионот и пошироко.

Во текот на 2013 година Берзата редовно ги спроведуваше потребните активности поврзани со тргувањето со хартии од вредност како што се:

- ✓ внес на нови хартии за тргување во трговскиот систем;
- ✓ времени прекини и суспендирања на тргувањето со некои хартии од вредност каде ќе се јавеше потреба (поради исплата на камата и рата кај обврзници, поради достасување на обврзници, поради отворени стечајни постапки над некои друштва и др.);
- ✓ распоредување на хартии од вредност по соодветни сегменти согласно известувањата од Комисијата за хартии од вредност за запишување и бришење на акционерски друштва од/во Регистарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување по разни основи, вклучувајќи ги и Измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност од 23.01.2013 година;
- ✓ календар на денови на тргување на Македонска берза за 2014 година;
- ✓ список на сите хартии од вредност со кои се тргува без ценовни ограничувања (статички лимити);
- ✓ подготовка и објавување на годишен статистички билтен и месечни статистички билтени од тргувањето со хартии од вредност;
- ✓ распоредување на хартиите од вредност во еден од двата режими на тргување;
- ✓ рангирање на хартиите од вредност по ликвидни групи за вршење на функцијата поддржувачи на ликвидност.

Во текот на 2013 година, со цел исполнување на обврските за известување пропишани со законските и подзаконските акти, Берзата редовно доставуваше дневни, неделни и месечни извештаи за своето работење до Комисијата за хартии од вредност, како и други акти, извештаи и известувања согласно законот. Воедно, покрај редовната комуникација, во текот на извештајниот период Берзата доставуваше други дополнителни дописи и известувања до Комисијата, како на барање на Комисијата за хартии од вредност, така и на своја иницијатива.

Во април 2013 година во рамките на семинарот што го организираше Американската Стопанска Комора претставник на Берзата имаше презентација за процесот и импликациите од задолжителното котирање на Берзата.

Исто така, во 2013 година во организација на Берзата, Комисијата за хартии од вредност и Институтот на директори се одржа работилница која имаше за цел запознавање на издавачите на хартии од вредност со условите за котација, постапката и роковите за изготвување и доставување на документите потребни за пријавување за котација. За време на настанот беше промовирана и дистрибуирана брошурата „Водич за задолжителна котација“ изработена од страна на Берзата и Комисијата за хартии од вредност.

Во текот на јуни 2013 година Берзата организираше 5 практични обуки на кои присуствуваа претставници на новокотираните друштва на задолжителна котација. Целта на обуките беше на друштвата детално да им се објаснат сите аспекти, обврски и одговорности што произлегуваат од оваа мерка и да се одржи практична и детална обука за користење на берзанскиот систем за електронско објавување на известувања – СЕИНет.

Имајќи ја предвид залошбата на Македонската берза за континуирана едукација на потенцијалните и актуелните учесници на македонскиот пазар на хартии од вредност и потребата од стекнување на одредени практични искуства во тргувањето со хартии од вредност, во текот на месец октомври 2013 година започна со функционирање едукативниот портал на Македонската берза Виртуелна берза. Виртуелната берза претставува игра на знаење и симулација на тргувањето на Македонската берза. Порталот е наменет за сите оние кои сакаат да стекнат искуство при тргување со хартии од вредност и да бидат подготвени за вистинско тргување на Македонската берза. Тргувањето на Виртуелната берза се одвива секој ден во неделата.

Табелата за имплементацијата на принципите на IOSCO во законодавството и пазарот во Република Македонија кои се однесуваат на хартиите од вредност е дадена како прилог 1 на докторската.

Сумирано од табелата, заклучоците од самоценувањето за имплементација на начелата на IOSCO кои се однесуваат на хартиите од вредност во Република Македонија се дека поголемиот број од начелата се имплементирани, а многу мал број од начелата се делумно имплементирани или не се имплементирани.

Најпрво за начелата во однос на регулаторот за тоа дека обврските на регулаторот треба да бидат јасно и објективно дефинирани, во согласност со Законот за хартии од вредност, обврските се јасно дефинирани и во согласност со измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност 43/2014, правниот статус на Комисијата за хартии од вредност е зајакнат, што значи начелото е целосно имплементирано.

Начелото за тоа дека регулаторот треба да биде оперативно независен и да дава отчет во извршувањето на неговите функции и надлежности, преземени активности се дека ангажирањето нов персонал не подлежи на одобрение од страна на Министерството за

финансии. Во согласност со измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност, ангажирањето персонал ќе биде во согласност со Законот за државни службеници.

Во однос на начелото регулаторот треба да има соодветни овластувања, соодветни ресурси и капацитет да ги извршува своите функции и надлежности, начелото е имплементирано и преземени биле следниве активности:

- ✓ Формиран е нов оддел за корпоративни финансии,
- ✓ Усвоена и имплементирана е Стратегијата за зајакнување на персоналот и
- ✓ Развиени се информатички системи за следење на учесниците на пазарот, електронско поднесување финансиски извештаи на АД, учесниците на пазарот и состаноците на Комисијата се електронски.

За начелото во кое е утврдено дека Регулаторот треба да усвои јасни и одржливи регулаторни процеси, по извршено оценување за состојбата во Македонија е дека Комисијата за хартии од вредност има овластување да усвојува второстепено законодавство, издава јавно известување за нацрт-регулативата и на сите заинтересирани лица им дава можност во рок од триесет календарски дена да поднесат коментари во писмена форма.

Во делот од табелата за начелата на саморегулирање, начелото - Во случаите во кои регулаторниот систем користи саморегулаторни организации (CPO) што имаат директен надзор врз одговорноста за нивните области на надлежност, таквите CPO ќе бидат предмет на надзор од страна на регулаторот и треба да ги почитуваат стандардите кога ги вршат своите надлежности и делегирани обврски, начелото е имплементирано во најголема мера.

Во врска со начело во согласност со Законот за хартии од вредност, Македонската берза и македонскиот Централен депозитар на хартии од вредност се СРО, опсежните надлежности задржани од страна на СЕК во голема мера ги поништуваат одредбите од Законот.

Додека во законскиот текст е утврдено постоење на две саморегулаторни организации, толкувањето и практичната имплементација на истиот Закон остава мал простор за вистински саморегулаторни овластувања на Македонската берза и на Централниот депозитар на хартии од вредност имајќи го предвид фактот дека сите донесени регулативи треба да бидат одобрени од Комисијата за хартии од вредност.

Во согласност со Законот за хартии од вредност, Централниот депозитар на хартии од вредност ќе изврши надзор врз решавањето на трговските зделки на неговите членови, со цел да се открие можно непочитување на општите акти и постапки пропишани од Централниот депозитар на хартии од вредност или други прекршоци од страна на членовите на Централниот депозитар на хартии од вредност.

Во согласност со Законот за хартии од вредност, врз основа на Правилата за однесување и дисциплина, директорот има овластување да презема мерки и/или времено или постојано да го повлекува правото на некој член да учествува во процесот на размена ако членот не ги исполнува општите акти на Берзата или не ги исполнува обврските од спроведените трансакции. По однос на начелото потребно е да се зголеми соработката со Институтот на внатрешни ревизори и да се додели СРО – статус на Здружението на брокерски куќи. Состојбата во Република Македонија е дека брокерите се организирани во Стопанска комора, а не во брокерско здружение.

Начелата кои определуваат спроведување на регулативата за хартии од вредност се имплементирани. Начелото кое определува дека

регулаторот треба да има опсежни права за инспекција, истрага и надгледување е имплементирано, бидејќи Законот ѝ доделува соодветни овластувања за истрага на Комисијата за хартии од вредност, вклучувајќи инспекции на самото место и инспекции надвор од местото во однос на регулираните единици. Исто така, имплементирана е методологија што се заснова врз ризик за надгледување на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност.

Во врска со начелото дека регулаторот треба да има опсежни овластувања за спроведување, Комисијата за хартии од вредност не може да преземе мерки на претпазливост пред да се заврши административната постапка, како и да назначи администратор кај надгледуваниот субјект и да врши негова контрола во одреден период. Комисијата за хартии од вредност нема овластување да нареди надзор на тргувањето со хартии од вредност или да преземе соодветна активност во однос на тргувањето со хартии од вредност.

Начелото кое определува регулаторниот систем да обезбеди ефективна и веродостојна инспекција, истрага, надзор и спроведување на овластувањата и имплементација на ефективна програма за сообразност, во Македонија е имплементирано во најголема мера, бидејќи имплементирана е методологија што се заснова врз ризик за надгледување на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Исто така, инспекциите на самото место се ризични и прават разлика меѓу контролираните субјекти.

Принципите на IOSCO за соработка во регулирањето, се исто така, целосно имплементирани. Принципот за тоа дека регулаторот треба да има овластување да споделува и јавни и приватни информации со домашните и со странските партнери, целосно е имплементиран.

Начелото дека регулаторот треба да воспостави механизми за споделување информации со кои се утврдува кога и на кој начин ќе се споделат и јавните и приватните информации со нивните домашни и странски партнери е целосно имплементирано. Во врска со ова начело Комисијата за хартии од вредност има потпишано Мултилатерален меморандум за разбирање со Агенцијата за спречување перење пари, Финансиската полиција, Министерството за внатрешни работи, Управата за јавни приходи и Советот за поддршка и надзор на ревизијата.

Во врска со принципот дека регулаторниот систем треба да овозможи да им се даде помош на странските регулатори што треба да спроведат истражување при напуштањето на нивните функции и извршувањето на нивните овластувања, кој е имплементиран, Комисијата за хартии од вредност од октомври 2010 година е полноправен потписник на Мултилатерален меморандум за разбирање на Меѓународната организација на комисии на хартии од вредност. Комисијата за хартии од вредност потпиша Мултилатерален меморандум за разбирање со регулатор од Република Србија. Самопроцената на секторот на хартии од вредност е во согласност со Меѓународната организација на комисии на хартии од вредност.

Кај начелата за издавачите, повеќето од нив се делумно реализирани. Во врска со начелото дека треба да има целосно, точно и навремено објавување на финансиските резултати, ризикот и на други информации што им се неопходни за одлучување на инвеститорите, значи дека Комисијата за хартии од вредност треба да биде овластена со одредба да ги преформулира финансиските извештаи на компаниите на берза што имаат право да тргуваат. Внатрешната организација на Комисијата за хартии од вредност беше реструктурирана и беше основан ддел за корпоративни финансии што се занимава со ревизијата и со проверката на точноста на ревизорските извештаи. Акционерските

друштва поднесуваат финансиски и нефинансиски извештаи во електронска форма и го праќаат финансискиот извештај до Комисијата за хартии од вредност и до Македонската берза во истата електронска форма.

Начелото на IOSCO - Сопствениците на хартии од вредност во некоја компанија треба да се третираат на фер и еднаков начин е делумно имплементирано, бидејќи Компаниите што имаат право да тргуваат на Македонската берза подлежат на различни обврски во смисла на транспарентност во однос на тоа дали се дел од официјалниот или од неофицијалниот сегмент од пазарот.

Исто така, оценката на IOSCO за начелото во кое е определено дека сопствениците на хартии од вредност во некоја компанија треба да се третираат на фер и еднаков начин е дека начелото е делумно имплементирано бидејќи компаниите што имаат право да тргуваат на Македонската берза подлежат на различни обврски во смисла на транспарентност во однос на тоа дали се дел од официјалниот или од неофицијалниот сегмент од пазарот.

Сметководствените стандарди што ги користат издавачите за изготвување финансиски извештаи треба да имаат висок и меѓународен признат квалитет претставува значајно начело на IOSCO. Оценката на состојбата во Република Македонија е дека начелото е делумно имплементирано. Проценката за состојбата е дека сметководствените стандарди и стандардите за ревизија, кои се имплементирани во голема мера, се во согласност со меѓународно признатите стандарди. Комисијата за хартии од вредност има многу мала активност во однос на имплементацијата на Меѓународните стандарди за финансиско известување. Министерството за финансии треба да го поттикне воспоставувањето постојана работна група составена од засегнати страни, регулаторни тела, како и Стопанската комора и Институтот на овластени ревизори да ја следат имплементацијата на Меѓународните

стандарди за финансиско известување и почитувањето на овие стандарди од компаниите на берзата. Активностите кои треба да ги преземе Република Македонија е дека Институтот на овластени ревизори треба да го заврши преводот на Меѓународните стандарди за финансиско известување на македонски јазик колку што е можно побрзо.

За начелото ревизорите да подлежат на одреден степен на надзор не е дадена оценка за состојбата во Република Македонија. Во согласност со Законот за ревизија, Институтот на овластени ревизори на Република Македонија, сите ревизорски компании и овластен ревизор – самостоен сопственик се предмет на надзор на Советот за унапредување и надзор на ревизијата.

Во согласност со Законот за ревизија, Владата на Република Македонија ги именува претседателот и членовите во Советот. Претседателот на Советот го предлага министерот за финансии, додека другите шест члена се предложени од следниве институции:

- ✓ еден претставник од Народната банка на Република Македонија, вработен во Сектор за надзор;
- ✓ еден претставник од Агенцијата за надзор на осигурување;
- ✓ еден претставник од Комисијата за хартии од вредност;
- ✓ еден претставник од големите трговски субјекти и
- ✓ двајца овластени ревизори предложени од Институтот на овластени ревизори.

За начелото на IOSCO - Агенциите за кредитен рејтинг да подлежат на соодветен степен на надзор. Регулаторниот систем треба да обезбеди дека агенциите за кредитен рејтинг, чии рангирања се користат за регулаторни цели, се предмет на регистрација и на тековен

надзор, оценката за состојбата во Република Македонија е дека начелото не е имплементирано.

Не е дадена оценка на оценувачите за принципот - Други субјекти што нудат услуги за анализа и за процена на инвеститори треба да подлежат на надзор и на регулатива во зависност од влијанието на нивните активности врз пазарот или степенот до кој регулаторниот систем се темели врз нив.

Во согласност со Законот за хартии од вредност, консултантска компанија за инвестиции може да даде консултантски услуги за инвестиции. Консултантската компанија за инвестиции треба да добие лиценца за работа од Комисијата. Консултантската компанија за инвестиции подлежи на надзор на Комисијата за хартии од вредност.

Компанијата за управување со инвестициски фондови, покрај другите активности утврдени во Законот за инвестициски фондови, може да врши консултантски услуги за инвестиции за клиенти во согласност со законот. Сите активности преземени од страна на компанијата за управување со инвестициски фондови подлежат на надзор од Комисијата за хартии од вредност.

Регулаторниот систем треба да ги утврди стандардите за квалификуваност, управување, организација и оперативно однесување на оние што сакаат да тргуваат или да управуваат со колективната инвестициска шема е едно од начелата за колективни инвестициски шеми, за кое оценката за состојбата во Македонија е дека е имплементирано. Во согласност со Законот за инвестициски фондови, секое лице што има намера, директно или индиректно, постепено или одеднаш да се здобие со акции со вкупна кумулативна вредност повисока од 10%, 20%, 30% и 50% од вкупниот износ на издадените акции од компанијата за управување со инвестициски фондови со право на глас, без оглед на тоа дали акциите се стекнати индивидуално или

заедно со други поврзани лица, се обврзува да поднесе барање до Комисијата за добивање согласност за стекнување квалификувано учество. Со Законот за инвестициски фондови од 2009 година се регулираат сите прашања во однос на инвестициските фондови/компаниите за управување со инвестициски фондови. На 31.12.2013 година во Република Македонија има 4 компании за управување со инвестициски фондови и 10 отворени инвестициски фондови.

Начелото кое се однесува на тоа регулаторниот систем треба да обезбеди правила со кои се уредуваат правната форма и структурата на колективните инвестициски шеми и поделбата и заштитата на средствата на клиентот е имплементирано во Република Македонија.

Средствата на компанијата треба да се задржат и да се пријават од управуваните средства од фондовите. Во случај на прекин на компанијата за управување со инвестициски фондови, средствата и правата на инвестицискиот фонд им се на располагање на инвеститорите преку депозитарна банка. Долговите на компанијата за управување со фондови од финансиските трансакции поврзани со средствата на компаниите не треба да се намират со средствата од инвестицискиот фонд.

Регулативата треба да биде објавена како што е утврдено во начелата за издавачите, што е неопходно за процена на соодветноста на колективната инвестициска шема за конкретен инвеститор и вредноста на каматата на инвеститорот во шемата, претставува значајно начело на IOSCO. Оценката за состојбата во Република Македонија е дека начелото е спроведено. Повелбата на фондот ги регулира активностите на фондот и легалниот статус на сопствениците на единици од отворен фонд или акционери на затворен фонд, правните односи на фондот со компанијата за управување со фондови и

депозитарната банка и други прашања од интерес што се неопходни за исполнување на целите на фондот.

Проспектот на фондот содржи информации неопходни за Повелбата, како и детални информации и податоци за целите и политиката на фондот, како и други информации поврзани со фондот што може да влијаат врз одлуката за инвестирање или за неинвестирање во фондот.

Компаниите за управување со инвестициски фондови поднесуваат дневни, месечни, квартални извештаи за инвестициските фондови со кои управувале.

Едно од начелата на секундарни пазари е дека треба да има тековен регулаторен надзор на берзанските системи и системите за тргување што треба да бидат насочени кон одржување на интегритетот на тргувањето врз основа на фер и еднакви правила што постигнуваат баланс меѓу барањата на различните учесници на пазарот. Оценката за имплементацијата на ова начело во Република Македонија е дека е делумно имплементирано и се препорачува да се реструктурира Комисијата за хартии од вредност за да се креира посебна област за справување со институционалниот надзор на трговските системи. Исто така, се препорачува Македонската берза да имплементира мерки за зајакнување на пазарниот интегритет.

Начелото дека регулативата треба да поттикне транспарентност на тргувањето е оценето со делумно имплементирано во Република Македонија. Владиниот пазар на хартии од вредност, управуван од Народна банка на Република Македонија, е ориентиран според цената, нема јасен доказ за тоа како членовите или пазарниот оператор ги објавуваат цените и обемот. ОТЦ-пазарот е под надзор на Народна банка на Република Македонија, иако таму има тргување со хартии од вредност. Потребно е зголемување на транспарентноста на ОТЦ-пазарот и овластување на Комисијата за хартии од вредност за

надзор/или заеднички надзор со Народната банка на Република Македонија.

Начелото на IOSCO во кое стои дека регулативата треба да биде структурирана на тој начин што ќе детектира и ќе спречува манипулација и други нефер трговски практики, оценката во Република Македонија е дека начелото е имплементирано во најголема мера.

Комисијата за хартии од вредност нема конкретен оддел за спроведување или област во рамките на организациската шема на Комисијата за хартии од вредност, дури и детектирањето и спречувањето нефер практики на тргување е една од главните задачи на секој регулатор. Комисијата за хартии од вредност има пристап до информации што не се достапни за учесниците во пазарот.

Врз основа на информациите добиени од учесниците во пазарот, Комисијата за хартии од вредност месечно изготвува извештаи за тргувањето на пазарот на хартии од вредност. Освен тоа, Комисијата изготвува квартални извештаи за тргување на пазарот на хартии од вредност, активности на Комисијата, статистички податоци и инвестициски фондови.

Начелото поврзано со тоа дека регулативата треба да биде насочена кон обезбедување соодветно управување со голема изложеност на ризик, ризик од наплата и пазарно нарушување во Република Македонија доби оценка дека е делумно имплементирано. Комисијата за хартии од вредност има овластувања да го запира редовното функционирање на пазарните инфраструктури—Македонската берза и Централниот депозитар на хартии од вредност во итен случај или ако се смета дека може да влијае врз нивното нормално функционирање. Комисијата за хартии од вредност ангажира ИТ-експерти за проверка на внатрешната ИТ-структура и ИТ-системи на инфраструктурите за тргување и пос-тргување.

Македонската берза и Централниот депозитар на хартии од вредност имаат контингентни планови и планови за закрепнување на бизнисот. Овие планови се ажурираат редовно, но не подлежат на увид од страна на Комисијата. Внатрешниот контингентен план беше усвоен од Комисијата.

Други институции

За развојот на пазарот на капитал во Република Македонија потребно е да се зајакнат активностите на одделни институции, кои ќе го влијаат на развој на приватниот сектор и ќе го подобрат деловното окружување во Република Македонија и ќе ги привлечат инвеститорите да вложуваат во земјава и тоа Министерството за финансии, Народната банка на Република Македонија, Централниот регистар на РМ и Управата за јавни приходи.

Банкарскиот сектор претставува важен сегмент и од изготвувачите и од корисниците на корпоративното финансиско известување во Македонија и е клучна област за востанување на очекувањето и подготовката на квалитетно корпоративно финансиско известување.

Народната банка е клучен чинител во рамката за корпоративно финансиско известување во Македонија. Одделението за регулирање банки при Народната банка на Република Македонија има многу важна улога во надзорот на работата на комерцијалните банки, штедилниците и другите финансиски институции и претставува тело кое поставува стандарди за тие институции. Иако официјалното одобрување е резервирано за Министерството за финансии, ова Одделение е одговорно за изготвување релевантни прописи и инструкции кои се поднесуваат до Министерството.

Потребна е поддршка на Народната банка на Република Македонија да го зајакне институционалниот капацитет за супервизија, следење и спроведување на примената на Меѓународните стандарди за финансиско известување во банкарското финансиско известување. Треба да се обезбеди помош за капацитетите на Народната банка на Република Македонија при формирање единица за сметководство и ревизија во рамките на одделението за супервизија.

Може да се забележи напредок во областа на банките и на финансиските конгломерати. Така новиот Закон за банки и неколку прописи за спроведување донесени од Централната банка, ја подобрија усогласеноста на регулирањето на банкарското работење, со директивите на Европската унија за банкарско работење. НБРМ го спроведува Планот за супервизија и остварува напредок кон супервизијата заснована на ризик. Но, потребно е понатамошно усогласување со новите директиви за потребниот капитал. Покрај тоа потребно е дополнително зголемување на супервизорската практика, капацитетот и експертизата, во пресрет на новите предизвици како што се: растечко присуство на странски капитал, комплексноста на производите, забрзување на развојот, натамошна либерализација, растечка консолидација и конкуренција на пазарот на финансиски услуги.

Народната банка презеде бројни активности за развој на репо-пазарот, како сегмент на пазарот на пари, коишто беа насочени кон дефинирање на концепциската поставеност на репо-трансакциите, како и спроведување регулаторна рамка за склучување и порамнување на овие трансакции.

И покрај воспоставената регулаторна и инфраструктурна рамка, репо-трансакциите отсутнуваат во меѓубанкарското тргување во Р. Македонија.

Проектот за воведување на репото започна во 2005 година, со поставување на основите на пазарите преку шалтер, како конкурентна инфраструктура за тргување и порамнување на хартиите од вредност со ниски трансакциски трошоци. Притоа, тргувањето на пазарите преку шалтер се темели врз поставување систем на котации, а за порамнување на склучените трансакции е спроведено системско решение, коешто се заснова на користење на постоечките врски меѓу платниот систем МИПС, банките и Централниот депозитар на хартии од вредност - ЦДХВ, што овозможува порамнување во реално време, со примена на принципот на „испорака наспроти плаќање“.

И покрај воспоставената регулаторна и инфраструктурна рамка, репо-трансакциите отсутуваат во меѓубанкарското тргување во Македонија. Генералниот репо-договор беше промовиран истата 2005 година, при што во почетната фаза беа овозможени репо-трансакции со краткорочни хартии од вредност.

Репото претставува договор за моментна (промптна) продажба на хартии од вредност со обврска за нивно повторно купување или пак договор за моментно (промптно) купување хартии од вредност со обврска за нивна повторна продажба на некој иден датум по однапред договорена цена. Значи станува збор за две трансакции во пакет. Кај првата трансакција едната договорна страна продава хартии од вредност по утврдена цена на другата договорна страна за што добива одреден износ на парични средства на кои плаќа договорена репо-камата. По истекот на договорениот рок, се извршува втората трансакција кај која продавачот на хартиите од вредност ги враќа паричните средства на купувачот, зголемени за репо-каматата, а купувачот ги враќа истите или еквивалентни хартии од вредност на продавачот.

Следната 2006 година, генералниот репо-договор беше проширен со континуираните државни обврзници, при што беше оставен простор

за негово надополнување со други хартии од вредност, во согласност со развојот на финансиските пазари и потребите на пазарните учесници.

Со поставувањето на пазарите преку шалтер и дефинирањето на Генералниот репо-договор се создадоа услови за спроведување репо-трансакции, како дел од монетарните операции. Во таа насока, во 2005 година Народната банка започна да одобрува интрадневен и ломбарден кредит преку репо-трансакции, а следната година беше донесена регулатива за спроведување аукциски репо-трансакции. Соодветно, беа утврдени и коефициенти на покритие - како процентуален однос меѓу пазарната вредност на инструментите за обезбедување (висококвалитетни хартии од вредност) и паричниот износ.

Во постојното опкружување, покрај структурниот ликвидносен вишок, банките наведуваат и други причини заради кои репо-трансакциите отсутнуваат на пазарот на пари во Република Македонија:

Прво, недоволно развиен и ликвиден секундарен пазар на државни хартии од вредност, коишто се најзначаен инструмент за обезбедување при склучување репо-трансакции, што го усложнува и системот за вреднување на обезбедувањето на дневна основа;

Второ, побавно порамнување на репо-трансакциите во споредба со необезбедените трансакции заради недостиг на практична примена;

Трето, во услови на најголема застапеност на трансакциите преку ноќ, постои согледување за низок кредитен ризик на меѓубанкарскиот пазар на депозити, што ја намалува потребата за склучување репо-трансакции;

Четврто, недоволно познавање на техниките на склучување, порамнување и сметководствено евидентирање на репо-трансакциите.

Македонскиот банкарски систем се одликува со нецелосна развиена структура на корпоративно управување, која се карактеризира со измешани врски и бизнис интереси на акционерите, менаџерите и клиентите на банките, како и со нетранспарентно делување. Таквите процеси го нарушуваат корпоративното управување и се причина за ниска ефикасност на банкарскиот систем. Исто така како резултат на зголемената конкуренција, се очекува окрупнување и пазарна консолидација на банкарскиот сектор, а со самото тоа и намалување на бројот на банките. Ова би ја зголемило ефикасноста во банкарскиот сектор.

Од значење за ефикасноста на банкарското работење е и даночното пријавување кое во Македонија моментално зафаќа значителен дел од сметководствените капацитети на земјата. Ресурсите што се користат за појаснување и координација на опкружувањето за даночното пријавување и финансиско известување значително ќе придонесат за севкупната важност што се додава на финансиското известување во Македонија, што на долг рок ќе доведе до подобро финансиско известување.

Потребно е да се поддржи Управата за јавни приходи при поставување законска рамка која дава предвидлива даночна основа, како и при изготвувањето ефикасен процес за утврдување данок со намалување на трошоците за усогласување кои се наметнуваат на трговските друштва. Бидејќи Законот за трговски друштва (членови 469 и 476) наложува употреба на Меѓународните стандарди за финансиско известување во годишните сметки на големи и средни комерцијални субјекти, како и кредитни институции, осигурителни друштва, котирани субјекти, како и нивни подружници.

Развојот на клучни специјализирани финансиски сектори во некои области, меѓу кои осигурување и пензиите е стратешка цел за секоја земја што се стреми да развие здрава и растечка економија. Тие

специјализирани области бараат специјализирани финансиско известување и супервизија. За одделението за осигурителна супервизија при Министерството за финансии стратегијата би ја поддржала изработката на доследна законодавна и регулаторна рамка која поддржува едно осовремено опкружување за известување за осигурителната гранка усогласено со *acquis communautaire*. Освен тоа, стратегијата би го поддржала развојот на капацитетот за следење и обезбедување усогласеност со законодавството за финансиско известување и со прописите за осигурителни друштва во Македонија.

Неопходен е развој и зајакнување на Централниот регистар за да се поддржи изготвувањето, имплементацијата и спроведувањето на задолжителна законска резерва, за што е потребно:

- Снабдување на Централниот регистар со системи и технологија кои ќе овозможат имплементација на политиките и процедурите утврдени во законското дејство поврзани со поднесувањето финансиски информации;
- Поддржување на воспоставувањето систем на процедури кои ќе го проследат утврдувањето на непридржување до условите за поднесување со соодветно извршување кое ќе го поттикне долгорочното придржување;
- Поддржување на Централниот регистар да придаде важност на искуството на другите земји - членки на Европската унија за начините да се комерцијализираат информациите засновани на прибраните податоци. Сепак, сите овие активности зависат од прибирањето квалитетни корпоративни финансиски извештаи, што е главна цел на оваа стратегија и акционен план.
- Изработка и имплементација на Стратегија за информации, како и на ревидирање на деловниот процес за Централниот

регистар доследни на условите во Европската унија за поднесување годишни извештаи и консолидирани годишни извештаи;

- Повторно подготвување на активностите на регистарот за дистрибуција со оглед на *acquis communautaire* и условите на македонската влада;
- Градење дополнителни капацитети за зајакнување на ресурсите на регистарот и за изготвување извршни активности на Централниот регистар, вклучително и за преземање дејства за прекршување на условите за поднесување.

За остварување на сите потребни активности од страна на институциите во Република Македонија потребни се следниве надворешни ресурси:

Соодветно квалификувана надворешна техничка помош: Ова е особено важно имајќи ја предвид техничката природа на голем дел од активностите и условот да се применат меѓународните добри практики. Иако значителен дел од таквата помош ќе биде уникатен за Македонија, има други примери - техничката помош во идеален случај би се спровела со регионален пристап за да и се овозможи на Македонија пристап до експертиза која инаку не би била достапна.

Регионална техничка помош ќе и овозможи на Македонија да ги сподели искуствата со релевантните земји во регионот и да оствари економија на обем во конкретните технички области. НУК ја има утврдено „Пат кон Европа - Програма за сметководствени реформи и институционално зајакнување” од Светска банка како средство за остварување регионална техничка помош.

Потребно е продолжување со реформите во повеќе сектори на економијата во насоки на подобрување на инвестициската клима и бизнис опкружувањето, што се очекува да влијае врз пораст на економскиот раст и вработеноста.

ГЛАВА V

ИСКУСТВА НА ДРУГИТЕ ТРАНЗИЦИОНИ ЕКОНОМИИ – СЕГА ЧЛЕНКИ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА ВО ПОГЛЕД НА ХАРМОНИЗИРАЊЕ СО РЕГУЛТИВАТА НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА

1. Фактори кои ги детерминираат економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Европската унија

1.1. Интерни фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата

1.2. Екстерни фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата

2. Следење на искуствата на транзиционите економии, сега членки на Европската унија и нивна примена во Република Македонија

ГЛАВА V

ИСКУСТВА НА ДРУГИТЕ ТРАНЗИЦИОНИ ЕКОНОМИИ - СЕГА ЧЛЕНКИ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА ВО ПОГЛЕД НА ХАРМОНИЗИРАЊЕ СО РЕГУЛТИВНИОТ СИСТЕМ НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА

1. Фактори кои ги детерминираат економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Европската унија

Финансиските сектори на земјите од Источна Европа, како поранешен дел од социјалистички економски системи, излегоа со многу последици во 1990-тите години и со многу финансиски кризи.

Сепак во транзициониот период, поголемиот дел од нив ги надминаа проблемите, но овојпат станувајќи силно зависни од економијата на Европската унија, посебно од еврозоната, како во однос на поддршка и сервисирање на бизнисите, така и во однос на финансиските пазари.

На економиите на земјите во транзиција им е потребен организиран пазар на капитал, токму заради масовните процеси на приватизација, примарен пазар на капитал, странски инвестиции, длабочина на финансискиот пазар и глобализација. Фактори коишто влијаат на одлуките како да се организира пазарот на капитал во транзиционите економии се однесуваат на типот и времето на приватизација, регулацијата, банкарскиот сектор, пазарните сегменти и сл. Најчести проблеми со кои се соочуваат земјите во транзиција, а кои се однесуваат на развој на пазарот на капитал се ликвидноста, недостатокот на капитал на компаниите, нестабилната економска состојба, сметководствените и ревизорски стандарди, правното

уредување, корупцијата, недовербата во финансискиот сектор и интеграцијата со меѓународните пазари на капитал.³³

1.1. Интерни фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата

Како клучни детерминанти на економските системи на земјите во транзиција се опфатени: политичкиот систем во земјата, правната рамка, даночниот систем и финансискиот систем .

Политичкиот систем на земјата има клучно влијание врз финансиското известување во земјата. Политичката определба е детерминирана со облици на информирање за финансиското работење и информирање за финансиските извештаи. Исто така, од политичкиот систем е зависен и системот на оданочување, сопственоста и др.

Значајна детерминанта на финансиското известување во сите земји е даночниот систем, односно облиците и формите на законите за даноците.

Така, на пример нееднаквиот даночен третман на инвестициите и штедењето, влијае на инвестирање во хартии од вредност. Така на пример, доколку добивките и дивидендите од инвестиции во акции се оданочуваат, а каматите на депозитите не, тоа ќе влијае на намалување на вложувањата во хартии од вредност.

Исто така влијание врз развојот на пазарот на капитал имаат и рестрикциите во однос на странските инвеститори да вложуваат во домашни хартии од вредност. Некои земји не го фаворизираат домашниот пазар што претставува препрека за развој на пазарот на капитал.

³³ Drasko Veselinovic, „Financial Market Development in traditional countries, Emerging capital markets development with some focus on Slovenia“, 2009

Правните рамки во земјата, исто така, се значаен фактор за функционирање на системот на финансиско известување во целина. Значи структурата на функционирање на правниот систем го определува финансиското известување во земјата. Финансискиот систем и степенот на развој на пазарот на капитал се важна детерминанта на финансиското известување.

1.2. Екстерни фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата

Екстерните фактори како детерминанти на економските системи на земјите во транзиција, сега членки на Унијата се исти како и за сите земји. Тоа се факторите поврзани со процесот на глобализација која ги зафати сите земји и сите подрачја во светот.

Тука би ги наброиле: интензивниот растеж на деловните односи, брзиот развој на компјутерската технологија, дејствувањето на мултинационалните компании и глобализацијата на меѓународниот пазар на капитал.

Меѓународните деловни односи вклучуваат деловни трансакции кои се одвиваат меѓу стопански субјекти од две или повеќе земји. Претпријатијата стануваат инволвирани во меѓународните односи поради повеќе причини. Најчеста причина е зголемување на продажбата. Оваа причина има за основа располагање со производните можности кои не можат да се користат за реализација на производи на домашниот пазар.

Причина за експанзија на работењето по пат на реализација на стоки на странски пазари е често пати намерата да се пристапи кон користење на расположливи ресурси во странски земји, било да се во

прашање суровински фактори, било да е во прашање факторот работна сила.

Брзиот развој на компјутерската технологија наметнува потреба за хармонизација, односно адаптирање на сметководствената практика на сè повисоко рамниште. Сметководствениот систем и финансиското известување треба да им излезат во пресрет на современите услови на развој на компјутерската технологија, бидејќи информациските технологии стануваат сврзно ткиво меѓу различни актери, сектори и држави.

Во современата историја на економскиот развој, не е забележан пример на земја со динамични стапки на растеж и извозна експанзија втемелена врз растот на конкурентноста на производите и услугите, без таа да има своја долгорочна развојна стратегија во која се антиципирани акцелерациите на технолошкиот прогрес.

Дејствувањето на мултинационалните компании ја наметнува потребата за поголемо усогласување на финансиското известување. Мултинационалните компании го шират своето влијание не само преку нивниот број, туку и преку нивната големина и моќ.

Мултинационалните компании ги зголемуваат фондовите не само на домашно ниво, туку и на пазарите на капитал, каде што во последните неколку години станале значајно интернационализирани. Тоа е направено преку дерегулација на водечките национални финансиски пазари; голема брзина на финансиски иновации (вклучувајќи ги и новите трговски техники и новите финансиски инструменти); драматична предност во електронската технологија на комуникации; брзите поврзувања, односно врски меѓу домашните и светските финансиски пазари.

Мултинационалните компании потекнуваат претежно од Соединетите Држави, Јапонија и Европската унија и претставуваат главни извозници и увозници на странски директни инвестиции³⁴

Глобализацијата на меѓународниот пазар на капитал претставува важен фактор за стимулирање на инвестициите. Многу претпријатија котираат на берзите надвор од својата држава и пазарот на капитал ги преминува националните граници. Времето кога претпријатијата го обезбедувале својот капитал од национални извори е поминато и глобалниот опсег на пазарот на капитал има потреба од хармонизација.

Пакетот на мерки содржан во Financial Service Action Plan (FSAP) од 1999 година е рефлексција на политичката волја за забрзување на креацијата на еден единствен пазар за финансиски услуги во рамките на Европската унија. Овој акционен план, креиран со цел хармонизација на легалната и правна рамка е пресвртница во процесот на Европската интеграција со многу високи очекувања.

2. Следење на искуствата на транзиционите економии, сега членки на Европската унија и нивна примена во Република Македонија

Како што спомнавме претходно, на транзиционите економии им е потребен организиран пазар на капитал. Иднината на локалните, глобалните и регионалните пазари на капитал ќе се дефинира преку активности надвор од границите на матичната земја, вклучување на голем број институционални инвеститори, интеграциони процеси во рамките на финансиските институции и нови технолошки достигнувања.

³⁴ Cristopher Nobes and Robert Parker, „Comparative International Accounting“, Prentice Hall, Financial Times, 2006, pg. 86

Најпрво треба да се истакне дека во Република Македонија основан е Сектор за европска интеграција кој има определен делокруг на работа и ги врши работите и задачите поврзани со процесот на приближување на Република Македонија кон Европската унија, а тоа се:

- интензивно работење во создавање предуслови за успешно водење на интеграциониот процес започнат со потпишувањето на Спогодбата за стабилизација и асоцијација и Времената спогодба за трговија и трговски прашања меѓу Република Македонија и Европската заедница;
- следење на имплементацијата на Спогодбата за стабилизација и асоцијација;
- координација и синхронизација на процесот на приближување на домашното законодавство кон тоа на Европската унија преку воспоставување на одржлива и институционална инфраструктура, имплементација на Времената спогодба за трговија и трговски прашања, следење и координирање на регулативите на внатрешниот пазар за слободното движење на стоките, согласно стандардите на Европската унија, Регионалната соработка и Координацијата и следењето на помош и
- следење на државната помош и други тековни активности кои се подготвуваат според потребите на Министерството за економија и Владата на Република Македонија.

Исто така, Република Македонија треба постојано да ги следи искуствата на транзиционите земји, сега членки на Европската унија и да ги применува во Република Македонија, за да влијае на подобрување на пазарот на капитал, да го зголеми порастот на инвестициите и со тоа

да придонесе во изградба на финансиската стабилност во земјата и развој на економијата.

Искуствата од транзиционите економии треба да се применуваат при преземање на следниве активности:

- ✓ Владата на Република Македонија, берзите и приватниот сектор мора да спроведуваат кампањи кои ќе укажуваат на користа од вложувањата во сопственички инструменти (за инвеститорите), како и на користа од финансирањето преку издавање на сопственички инструменти (за компании).
- ✓ Потребно е да се зголеми ефикасноста на берзанската инфраструктура преку окрупнување на Македонската берза и механизмите на тргување, односно зајакнување на регионална соработка и вмрежување со други најразвиени берзи за осигурување на пристап на широк круг инвеститори.
- ✓ Треба да се следат искуствата и во поглед на афирмирање на највисоки стандарди за корпоративно управување преку воведување Кодекс на корпоративно управување. Ова ќе има посебно значење заради еднаква распределба на ценовно осетливи информации помеѓу учесниците на пазарот и третирање на информациите, посебно на финансиските како имот кој треба да се штити.
- ✓ Посебно треба да се зајакне надзорниот и правосудниот систем за решавање на злоупотребите на пазарот на капитал. Повеќегодишната старост и правна неизвесност при спроведување на случаи за злоупотреба на пазарот на капитал е последица на недоволно разработено законодавство, односно недоволно искуство и незнаење од таа област. Поради тоа многу е значајна меѓународна соработка во поглед на зајакнување на тие активности.

Република Македонија во иднина треба да ги следи сите позитивни искуства на земјите во транзиција за целосно подобрување на сите активности и процеси поврзани со пазарот на капитал и за постигнување на целосна усогласеност на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија и зајакнување на еден од економските фактори за влез во Европското семејство.

Како значајни причини за ниското ниво на пазарот на капитал се:

- Малата понуда на финансиски инструменти која се сведува само на акции и обврзници, додека финансиските инструменти не се присутни
- Неедуцираноста на економските агенти при инвестирање на берза кои се најчесто водени од мотивите на краткорочна добивка
- Отсуството на странските инвеститори кои се повлечени како резултат на ефектите од економската криза и нестабилната макроекономска состојба на македонската економија како последица на светската економска криза.

Преку утврдување на макроекономски детерминант за развој на пазарот на капитал може да се дадат насоки за подобрување на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија.

Во текот втората половина од 2013 година беа интензивирани активностите на Берзата во врска со регионалниот проект за пренасочување на налози за тргување и обезбедено финансирање од Европската банка за обнова и развој, во кој првично учествува Љубљанската берза, Загребската берза, Белградската берза и Македонската берза. Во текот на месец септември, Одборот на директори на Берзата беше запознаен со главните функционалности на

овој проект и со хронолошкиот низ на активности кои досега се преземени и кои во иднина се очекува дека ќе бидат реализирани, со особен акцент на одобрениот грант од ЕБОР во висина од 540.000 евра, потребата од формирање на заедничко друштво за реализирање на овој проект и на потребните предуслови за македонскиот пазар на хартии од вредност за имплементација на овој проект.

Во последниот квартал од година, во два наврати дојде до измени во составот на берзите-учеснички во регионалниот проект. Имено во октомври 2013 година од страна на Љубљанска берза беше доставен допис до другите берзи учеснички во проектот во кој се известува дека оваа берза го откажува своето учеството во активностите за отпочнување на регионалниот проект за пренасочување на налози од причини кои се наведени во дописот. Независно од новонастанатите околности со Љубљанска берза, останатите три берзи (Загреб, Белград и Скопје) и понатаму останаа заинтересирани за реализација на овој проект и отворено ја разгледаа можноста за приклучување на други берза од регионот во проектот. Во разговорите меѓу раководството на овие три берзи е заклучено дека потенцијални учесници во проектот би можеле да бидат Романската берза и Софиската берза, по што е направен првичен план за нивно контактирање и запознавање со проектот. После разговорите со овие берзи, сериозен интерес за пристапување кон регионалниот проект беше изразен од страна на Софиската берза, која се приклучи кон тековните активности во врска со овој проект.

Во меѓувреме, поточно во декември 2013 година, Белградската берза ги извести другите берзи учеснички во регионалниот проект за пренасочување на налози за тргување дека се повлекува од понатамошно учество со активностите поврзани со проектот, поради што учеснички во проектот останаа берзите од Загреб, Софија и Скопје. Активностите во врска со регионалниот проект на крајот од 2013 година

беа во фаза на очекување на одговор од Европската банка за обнова и развој за тоа дали и понатаму ќе ја обезбедат финасиската поддршка за регионалниот проект во новонастнатите услови во однос на берзите учеснички на проектот.

Во текот на третиот квартал од 2013 година, Дирекцијата за информатичка и техничка поддршка заедно со претставници на другите берзи (Белград, Загреб и Љубљана) преку низа на одржани конференциски разговори и преку емаил кореспонденција активно беше вклучена во следниве активности:

- ✓ Анализа на проектните активности во делот за функционалностите на идниот систем за регионално пренасочување на налози;
- ✓ Изработка на анализа во делот на проектните активности за веб страна на потенцијалната заедничка компанија и
- ✓ Анализа и калкулација на приходи и расходи за реализација на проектот.

Исто така, заради потребите за информирање на Одборот на директори на Берзата беше изработена „Информација во врска со регионалниот проект за пренасочување на налози за тргување и обезбедено финансирање од ЕБРД”. Информацијата ги опфати:

- ✓ Концептот на заедничката платформа за пренасочување на налозите за тргување меѓу регионалните берзи;
- ✓ Функционалности на заедничката платформата (основни и дополнителни);
- ✓ Формирање на заедничка компанија на регионалните берзи;

- ✓ Предуслови за имплементација на платформата на македонскиот пазар на хартии од вредност и
- ✓ Идни активности.

Централна активност на Берзата во доменот на меѓународните активности во текот на 2013 година беше имплементација на започнатиот проект за создавање на регионален центар за пренасочување на налозите за тргување меѓу берзите од Љубљана, Загреб, Белград и Скопје, проект што се базира на Платформата за заедничко дејствување што овие берзи претходно ја потпишаа. Најнапред, берзите го дефинираа начелниот концепт на поврзување на пазарите кој треба да придонесе за зголемување на атрактивноста на регионалните пазари кои се вклучени во проектот и среднорочно да влијае на зголемување на ликвидноста во тргувањето со хартии од вредност и го утврдија соодветниот бизнис модел. Воедно, берзите заклучија дека сето ова би се спроведувало преку формирање на заедничка компанија во сопственост на сите четири берзи. Потоа следеше изготвување на сеопфатен документ за функционалностите на моделот на поврзување и поднесување на соодветна апликација за добивање на финансиски грант од страна на Европската банка за обнова и развој (ЕБОР). По одобрениот грант од страна на ЕБОР за реализација на проектот берзите учеснички во проектот одржаа состанок на кој детално се дискутираше за идната софтверска апликација на заедничката платформа и нејзините функционалности, како и за изработка на заедничка веб страница. Целта беше да се интензивираат активностите за формирање на заедничката компанија, со цел истата да биде основана и да се потпише договорот за грант со ЕБОР до крајот на 2013 година.

Но, во текот на последниот квартал од годината берзите од Љубљана и од Белград со соодветен допис информираа за својата одлука да се повлечат од понатамошно учество во активностите

поврзани со регионалниот проект за поврзување. Во меѓувреме, како потенцијални учесници во проектот беа контактирани Романската берза и Софиската берза, при што сериозен интерес за приклучување кон проектот беше пројавен од страна на Софиската берза, по што проектот го продолжија берзите од Загреб, Скопје и Софија. Согласно последните настани ЕБОР, како покровител на проектот, во наредниот период треба формално да одлучи за продолжување со активности за понатамошна реализација на истиот.

Македонската берза ги следи искуствата на земјите-членки на Европската унија и во поглед на едукацијата за пазарот на капитал. Во рамките на повеќегодишната соработката што Македонската берза ја остварува со голем број образовни институции во Република Македонија во текот на 2013 година беа организирани посети од неколку средни училишта и факултети за време на кои учениците и студентите имаа можност да се запознаат со начинот на функционирање и со институционалната поставеност на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија, со посебен осврт на улогата и функцијата на Македонската берза.

ЗАКЛУЧОК

Основањето силен, ефективен и софистициран пазар на капитал е темел на успешното стопанство во кој било дел од светот. Силните, ефективни и софистицирани пазари на капитал бараат соодветни прописи (меѓу кои има и услови за финансиско известување) и институционализирани механизми за спроведување во пракса.

Комисијата за хартии од вредност врши регулирање и контрола на сите учесници во работењето со долгорочните хартии од вредност во Република Македонија, се грижи за законското и ефикасно функционирање на пазарот на долгорочни хартии од вредност и заштита на правата на акционерите, заштита на правата на акционерите за зајакнување на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на долгорочни хартии од вредност и е одговорна за спроведување на Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициските фондови и подзаконските акти кои се донесени врз основа на овие закони.

Берзата преку своите механизми, проекти и процедури на инвеститорите треба да им обезбеди организиран и модерен секундарен пазар на хартии од вредност, кон кој учество ќе сакаат да земат не само домашните инвеститори, туку и странски вложувачи и преку тоа да се интензивира инвестициската активност во Република Македонија и да се поттикне развој.

Република Македонија направи голем напредок во развивањето на институционалната и законската рамка потребна за виталноста на пазарната економија. Постигнато е особено многу во делот на реформите на финансискиот и пазарот на капитал, но потребни се понатамошни реформи за развивање на домашниот пазар на капитал, особено во поглед на идната побарувачка за домашни хартии од вредност од страна на пензиските фондови.

Хармонизацијата на македонското со европското законодавство е значаен дел од целокупниот евро-интеграциски процес. Овој процес не подразбира техничко внесување на европските норми во македонските закони, туку суштинско усогласување со принципите и политиките на Европската унија. Потребно е Република Македонија постојано да ги следи искуствата на транзиционите земји, сега членки на Европската унија и да ги применува во Република Македонија, за да влијае на подобрување на пазарот на капитал, да го зголеми порастот на инвестициите и со тоа да придонесе во изградба на финансиската стабилност во земјата и развој на економијата. Република Македонија и во иднина треба да ги следи сите позитивни искуства на земјите во транзиција за целосно подобрување на сите активности и процеси поврзани со пазарот на капитал и за постигнување на целосна усогласеност на пазарот на капитал во Република Македонија со регулативниот систем на Европската унија и зајакнување на еден од економските фактори за влез во европското семејство.

Во Република Македонија треба да се презема мерки со цел постигнување на соодветно ниво на усогласеност со економските барања од страна на Европската унија, а потребно е и создавање конкуренција и забрзување на економскиот раст. Тоа подразбира дека треба да се направат структурни реформи кои ќе го зголемат животниот стандард на населението.

ЛИТЕРАТУРА

1. Aninat E. *“Adjusting to a Globalized Economy”*, Forum, San Diego La Jolla, California, October , 2000.
2. Andrew A. Chisholm, *„An introduction to Capital Markets: Products, Strategies, Participants“*, may 2002.
3. Anne Arnold M, *„Anti-Takeover Behaviour: Specificities of Financial Institutions“*, 2004
4. Barry J. Epstein, Abbasali Mirza, *„Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards“*, Wiley IFRS 2005, April 2005.
5. Bernard H. and J. Bisignano, *„European Financial Market Integration Concept“*, 2002
6. Бранкица Јаневска, *„Еволуција и перспективи на примарниот пазар на хартии од вредност со посебен осврт на Република Македонија“*, магистерски труд, Скопје, 2007
7. Brigitte Haar, *„Financial regulation in the EU – cross – border capital flow, systemic risk and the European Banking Union financial market integration“*, SAFE Working Paper No 57, 2014
8. Borio, C., Shim, I., *What can (macro-) prudential policy does to support monetary policy?* BIS Working Papers, December, Geneva: Bank for International Settlements. 2007
9. Bowen McCoy, Anthony Downs, *„The dynamics of real estate capital markets: a practitioners perspective“*, 2006.

10. Casu B. and Giradone C, „*Bank competition, concentration and efficiency in the single European market*“, 2004
11. Cetorelli N, Hirtle B., Morgan D., Persistiani , S. and Santos, J., „*Trends in financial markets, concentration and their implications for stability*“, 2007
12. Charles Emrys Smith, 'Economic Indicators,' in Wankel, c. (ed.) *Encyclopedia of business in Today's World, California, USA, 2009.*
13. Conover C. Mitchell, Miller Robert E., Szmakmary Andrew, „*The timeliness of accounting disclosures in international security markets.*“ *International Review of Financial Analysis*”, Oxford, United Kingdom, 2001
14. “*Coping with High Debt and Sluggish Growth*”, World Economic Outlook, IMF, October 2012
15. Darvas, Zsolt, “*The Impact of the Crisis on Budget Policy in Central and Eastern Europe,*” Bruegel Working Paper 2009/05, July 2009.
16. Dermine J., „*European Capital Markets with a single currency*“, Oxford University Press, Oxford, 2003
17. Dragan Momirovic, „*Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna Evropske unije - makro i mikro prudencijalni pristup*“ Bankarstvo, 2012
18. Erik Banks, „*Alternative risk transfer: integrated risk management through insurance, reinsurance and the capital markets*“, march, 2004.
19. Eric Verlauff, „*EU Company Law - Common Business Law of 28 states*“, 2ND Edition, 2003.

20. „*The Implementation of Commitments Undertaken by the Acceding Countries in the Context of Accession Negotiations on Chapter 21 - Regional Policy and Coordination of Structural Instruments*“, Commission Staff Working Papers, Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2003) 433 final, European Commission, Brussels, 16.07.2003.
21. „*The Former Yugoslav Republic of Macedonia, Progress Report 2013*“, 16 October 2013, European Commission, Brussels.
22. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, „*Capital Markets: Institutions and Instruments*“ (3rd edition) June, 2002.
23. Frank K. Reilly and Keith C. Brown, „*Investment analysis – portfolio management*“, 2003
24. Gerald R. Brown, George A. Matysiak, „*Real estate investment: A capital market approach*“, December, 1999.
25. Горан Петревски, „*Пазарот на капитал во земјите на транзиција со посебен осврт на Република Македонија*“, Економски факултет Скопје, 1998 година.
26. Group of Authors Washington University, „*European Corporate Law and National Divergences: the Case of Takeover Regulation*“, Global studies an review, 2004.
27. Harald Baum, „*Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*“, Research Paper, 2006.
28. Hennie Van Greuning „*International Financial Reporting Standards - A practical Guide*“ (Newly revised edition), The World Bank, 2004

29. Heribert Dieter, „*Reshaping Globalization: A new order for international financial Markets*“, Center for study of globalization and regionalisation, 2002.
30. IMF „Former Yugoslav Republic of Macedonia: Selected Issues Paper“ *IMF Country Report*, No 12/134, June 2012, Washington, D.C.
31. IMF „Financial integration and fragmentation in the European Union“ *IMF Country Report No. 13/71*, March 2013, Washington, D.C.
32. „Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2013 година“, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2014 година.
33. Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2012 година“, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2013 година.
34. Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2011 година“, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2012 година.
35. Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2010 година“, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2011 година.
36. Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2009 година“, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2010 година.
37. Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2008 година“, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2009 година.

38. *Извештај за финансиската стабилност на Република Македонија во 2007 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2008 година.
39. Ivan Takev, „*Bulgarian capital market and the role of bulgarian stock exchange*“, 7th Interbalkan Forum of Banking Associations, Bugarian Stock Exchange
40. Jacson, J., *Financial Market Supervision: European Perspectives*, CRS Report for Congress, 2010
41. John C. Hill , „*Options, futures and other derivatives and dirivagem*“ (7th edition)-Prentice hall series in finance, 2001
42. Joseph Benning, „*Trading strategies for capital markets*“, august, 2007.
43. Kawai, M., Pomerleano, M., „*Regulating systemic risk*“. Tokyo: Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper 189, 2010
44. „*Пазарот на хартии од вредност: денес и утре*“, Комисија за хартии од вредност, 2006 година.
45. „*Стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност*“, Министерство за финансии и Народна банка на Република Македонија, септември, 2003 година.
46. Kuhnhardt Ludger, „*From National Identity to European Constitutionalism : European Integration : The first fifty years / Ludger Kuhnhardt*“ Center for European Integration Studies, 2004.
47. Lamfalussy A., „*Final Report on the regulation of European Securities Markets*“, Committee of Wise Men, Brussels, 2001

48. Lorenzo Bini Smaghi, *“The financial crisis and global imbalances – two sides of the same coin,”* Speech at the Asia Europe Economic Forum, Beijing, Dec. 9, 2008.
49. Marc Alvarez, *„Market data explained: a practical guide to global capital markets information“*, november, 2006.
50. Martin, P. and H. Rey, 2000, *“Financial Integration and Asset Returns”*, European Economic Review, 2000.
51. Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, *„Global capital markets: integration, crisis and growth“* (Japan – US center IFJ Bank Monographs and international capital markets, september, 2005.
52. Михаил Петковски, *„Глобалната финансиска криза во 2008 – Причини и последици,“*, Придонес посветен на академик Ксенте Богоев, Македонска академика на науките и уметностите, Скопје, 2008 година.
53. Михаил Петковски, *„Финансиски пазари и институции“*, Економски факултет, Скопје, 2004 година
54. Morodechai E. K., *„ International Economics“*, ninth edition, South-Western Thomson Learning, Michigan State University, 2002
55. *„Национална стратегија и акционен план за реформи во сметководството, ревизија и институционално зајакнување во Република Македонија“*, Национален Управен Комитет, јуни 2006 година
56. *„Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија“*, Влада на Република Македонија, Сектор за еропска интеграција, 2005

57. Neimke, Markus, Eppendorfer, Carsten and Beckmann, Rainer (2002): Deepening European Financial Integration – *„Theoretical Considerations and Empirical Evaluation of Growth and Employment Benefits“*, Ruhr-University of Bochum, 2002.
58. Prati A. and G. J. Sshinasi, *„European monetary union and international capital markets: structural implications and risks, International Monetary Fund“*, Working paper 97/62, 1997
59. *„Прирачник за корпоративното управување во македонските акционерски друштва“*, Меѓународната финансиска корпорација, 2008 година
60. *„Regional: EU Financing To Shore Up Troubled CEE Markets“*, Emerging markets monitor, 03/2008
61. Richard Davies, *„Presenting Bulgarian businesses to European capital markets: a survey of investors“*, March 2007
62. Richard Pratt, Alexander Berg, *„Governance of Securities Regulators“*, Policy Research Working Paper, The World Bank, March 2014
63. R. Glenn Hubbard, *„Capital Market imperfections and Investment“*, NBER Working Paper No. 5996, April 1997.
64. Robert T. Slee, *„Private capital markets: Valuation, capitalization and transfer of private business interests“*, may, 2004.
65. Сергеева Соња, *„Финансиските институции и инструменти на Европската Унија за поддршка на реформите од Централна и Источна Европа, Економски факултет, Магистерски труд, 2000 година.*

- 66.Славеска Татјана, „Регионална економска политика на Европската Унија и Република Македонија“, Економски Факултет, Магистерски труд, 1999 година.
- 67.„Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредност во периодот 2007-2012 година“, Комисија за хартии од вредност, март 2007
- 68.Thirwall, A.P., „*Growth and Development – with special reference to Developing Economies*“, 1999
- 69.Vittas, D. & Cho, Y.J.; „*Pension Funds in Central Europe and Russia, Their Prospects and Potential Role in Corporate Governance*“, 1999
- 70.Владимир Филипovski, „Пазарот на капитал и развој на финансискиот сектор во процесот на економска транзиција“, Економски факултет, Скопје, 2002 година
- 71.Владимир Филипovski, „Закон за инвестициони фондови, Економски факултет, Скопје
- 72.William Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey W. Bailey – „*Investments*“ (6th edition)
- 73.www.bis.org
- 74.www.europa.eu.int
- 75.www.finance.gov.mk
- 76.www.gov.si
- 77.www.investbulgaria.com
- 78.www.oecd.org

79. www.piom.com.mk

80. www.sec.gov.mk

81. www.mapas.gov.mk

82. www.mse.org.mk

83. www.icaew.com

84. www.icma-group.org

85. www.worldbank.org

86. *Закон за преземање на акционерските друштва* („Службен весник на Република Македонија,, бр.4/2002 ,37/2002, 36/2007, 67/2010 и 35/2011)

87. *Закон за трговските друштва* („Службен весник на Република Македонија,, бр.87/2008, 42/2010, 48/2010 ,24/2011, 166/2012, 70/2013, 119/2013, 120/2013, 187/2013, 38/2014 и 41/2014)

88. *Закон за инвестициски фондови* („Службен весник на Република Македонија,, бр.12/2009, 67/2010, 24/2011 и 188/2013)

89. *Закон за хартии од вредност* („Службен весник на Република Македонија,, бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010, 135/2011, 188/2013 и 43/2014)

90. Златка Поповска, *„Новите фактори на раст и интеграција во Европската Унија“*, Министерство за финансии, Билтен бр.3-4/20

ПРИЛОГ БР.1

Оценка на имплементација на принципите на IOSCO во законодавството и пазарот во Република Македонија кои се однесуваат на хартии од вредност

	Начела во однос на регулаторот	Процена/препораки	Преземени активности	Припишана оцена
1	Обврските на регулаторот треба да бидат јасно и објективно дефинирани.	Во согласност со Законот за хартии од вредност, обврските се јасно дефинирани	Во согласност со измените и дополненијата на Законот за хартии од вредност 43/2014, правниот статус на Комисијата за хартии од вредност е зајакнат.	<i>Начелото е имплементирано</i>
2	Регулаторот треба да биде оперативен независен и да дава отчет во извршувањето на неговите функции и надлежности.	Зголемување на оперативната независност со правото на Комисијата за хартии од вредност за одобрување на Тарифникот.	Ангажирањето нов персонал не подлежи на одобрение од страна на Министерството за финансии. Во согласност со измените и дополненијата на Законот за хартии од вредност, ангажирањето персонал ќе биде во согласност со Законот за државни службеници.	<i>Начелото е делумно имплементирано</i>
3	Регулаторот треба да има соодветни овластувања, соодветни ресурси и капацитет да ги извршува своите функции и надлежности.	Нема доволно средства за комесарите или вработените да студираат и да се здобијат со работно искуство во странство. -Комисијата за хартии од вредност има недостиг од персонал, особено за надзор. -Нема оддели за корпоративни финансии и спроведување. -Со оглед на тоа дека повеќето од извештаите поднесени од учесниците на пазарот се предадени во хартиена форма, премногу е тешко персоналот да ја проверува точноста на овие информации за соодветни услови.	Формирање нов оддел за корпоративни финансии. Усвојување и имплементација на Стратегијата за зајакнување на персоналот. Развивање информатички системи за: -следење на учесниците на пазарот; -електронско поднесување финансиски извештаи на АД, учесниците на пазарот; -е-состаноци на Комисијата; Користење на фондовите TAIEX за обука на вработените во странство	<i>Начелото е имплементирано</i>
4	Регулаторот треба да усвои јасни и одржливи регулаторни процеси.	Комисијата за хартии од вредност има овластување да усвојува второстепеностановно законодавство. Издава јавно известување за нацрт-регулативата и на сите	За сите предлози и коментари поднесени од заинтересираните страни за предложените подзаконски акти, Комисијата за хартии од вредност подготвува извештаи што се предмет на одобрување/отфрлање	<i>Начелото е имплементирано</i>

		заинтересирани лица им дава можност во рок од триесет календарски дена да поднесат коментари во писмена форма.	на неговите состаноци. Сите коментари одобрени од Комисијата за хартии од вредност се дел од усвоените подзаконски акти.	
5	Персоналот на регулаторот треба да ги почитува највисоките професионални стандарди, вклучувајќи ги и соодветните стандарди за доверливост.	Комесарите и вработените во Комисијата се обврзани да ги почитуваат обврските за доверливост.		<i>Начелото е имплементирано</i>
6	Регулаторот треба да има или да придонесува процесот за следење, посредување и управување со систематски ризик, соодветен на неговиот мандат.			
7	Регулаторот треба да има или да придонесува процесот на проверка на периметарот на регуларноста на регулативата.	<p>Во согласност со Законот за хартии од вредност, Комисијата за хартии од вредност може да усвои постојани одредби по објавувањето на јавното известување за неговата нацрт-регулатива и по известувањето на сите заинтересирани лица за можноста во рок од триесет (30) календарски дена да поднесат писмени забелешки.</p> <p>Во однос на усвоената регулатива, Комисијата објавува преглед на забелешките добиени на веб-страната. МСЦ е вклучен во процесот на составување измени и дополненија на законите за кој е авторизирана имплементацијата.</p> <p>Работната група во Комисијата за хартии од вредност изготвува</p>		

		<p>квартален извештај во кој се утврдени предлозите за измени и дополненија на законите.</p> <p>Комисијата за хартии од вредност учествува во работна група составена од претставници на други регулатори, во која се дискутираат предлозите за измени во регулативата.</p>		
8	<p>Регулаторот треба да провери дали се избегнати конфликт на интереси и несоодветно порамнување на стимулациите, дали се елиминирани, објавени или регулирани на друг начин.</p>	<p>Во согласност со Законот за хартии од вредност, претседателот или кој било комесар што е заинтересиран во однос на некое прашање што треба да се дискутира и да се реши од страна на Комисијата, ја објавува природата на тој интерес на состанокот на Комисијата на кој се дискутира и се донесува таквата одлука, а објавувањето треба да се заведе во записникот од состанокот. Обврската за објавување на природата на таквиот интерес, исто така, се однесува и на тоа ако Комисијата дискутира и донесе одлука во однос на некое прашање што е во интерес на сопругникот или на роднината по права линија на претседателот или комесарот.</p> <p>Во согласност со Законот за хартии од вредност, брокерската куќа се обврзува да ги информира своите клиенти за можен конфликт на интереси меѓу клиентот, интересите на брокерската куќа и/или</p>		

		интересите на други клиенти на брокерската куќа. Брокерската куќа се обврзува да постапува на тој начин што ќе ја намали можноста за конфликт на интереси на клиентите, интересите на брокерската куќата и интересите на оние што се ангажирани од страна на брокерската куќа.		
	Начела за саморегулирање			
9	Во случаите во кои регулаторниот систем користи саморегулаторни организации (CPO) што имаат директен надзор врз одговорноста за нивните области на надлежност, таквите CPO ќе бидат предмет на надзор од страна на регулаторот и треба да ги почитуваат стандардите кога ги вршат своите надлежности и делегирани обврски.	Во согласност со Законот за хартии од вредност, Македонската берза и македонскиот Централен депозитар на хартии од вредност се CPO, опсежните надлежности задржани од страна на СЕК во голема мера ги поништуваат одредбите од Законот. Додека во законскиот текст е утврдено постоење на две саморегулаторни организации, толкувањето и практичната имплементација на истиот Закон остава мал простор за вистински саморегулаторни овластувања на Македонската берза и на Централниот депозитар на хартии од вредност имајќи го предвид фактот дека сите донесени регулативи треба да бидат одобрени од Комисијата за хартии од вредност. Во согласност со Законот за хартии од вредност, Централниот депозитар на хартии од вредност ќе изврши надзор врз решавањето на трговските зделки на неговите членови, со цел да се открие можно	<i>Во моментот брокерите се организирани во Стопанската комора, а не во брокерско здружение.</i>	<i>Начелото е имплементирано во најголема мера</i>

		<p>непочитување на општите акти и постапки пропишани од Централниот депозитар на хартии од вредност или други прекршоци од страна на членовите на Централниот депозитар на хартии од вредност. Во согласност со Законот за хартии од вредност, врз основа на Правилата за однесување и дисциплина, директорот има овластување да презема мерки и/или времено или постојано да го повлекува правото на некој член да учествува во процесот на размена ако членот не ги исполнува општите акти на Берзата или не ги исполнува обврските од спроведените трансакции. Зголемена соработка со Институтот на ревизори Доделување СРО-статус на Здружението на брокерски куќи</p>		
	Начела за спроведување на регулативата за хартии од вредност			
10	Регулаторот треба да има опсежни права за инспекција, истрага и надгледување	<p>Законот ѝ доделува соодветни овластувања за истрага на Комисијата за хартии од вредност, вклучувајќи инспекции на самото место и инспекции надвор од местото во однос на регулираните единици.</p>	<p>Имплементирана е методологија што се заснова врз ризик за надгледување на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Инспекциите на самото место се ризични и прават разлика меѓу контролираните субјекти.</p>	<i>Начелото е имплементирано</i>
11	Регулаторот треба да има опсежни овластувања за спроведување	<p>Комисијата за хартии од вредност не може да преземе мерки на претпазливост пред да се заврши административната постапка, како и да назначи администратор кај надгледуваниот субјект и да врши негова контрола во</p>		<i>Начелото е имплементирано</i>

		одреден период. Комисијата за хартии од вредност нема овластување да нареди надзор на тргувањето со хартии од вредност или да преземе соодветна активност во однос на тргувањето со хартии од вредност.		
12	Регулаторниот систем треба да обезбеди ефективна и веродостојна инспекција, истрага, надзор и спроведување на овластувањата и имплементација на ефективна програма за сообразност.		Имплементирана е методологија што се заснова врз ризик за надгледување на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Инспекциите на самото место се ризични и прават разлика меѓу контролираните субјекти.	<i>Начелото е имплементирано во најголема мера</i>
	Начела за соработка во регулирањето			
13	Регулаторот треба да има овластување да споделува и јавни и приватни информации со домашните и со странските партнери.			<i>Начелото е имплементирано</i>
14	Регулаторот треба да воспостави механизми за споделување на информации со кои се утврдува кога и на која начин ќе се споделат и јавните и приватните информации со нивните домашни и странски партнери.		Комисијата за хартии од вредност потпиша Мултилатерален меморандум за разбирање со Агенцијата за спречување перење пари; Финансиската полиција, Министерството за внатрешни работи; Управата за јавни приходи, Советот за поддршка и надзор на ревизијата.	<i>Начелото е имплементирано</i>
15	Регулаторниот систем треба да овозможи да им се даде помош на странските регулатори што треба да спроведат истражување при напуштањето на нивните функции и извршувањето на нивните		Комисијата за хартии од вредност од октомври 2010 година е полноправен потписник на Мултилатерален меморандум за разбирање на Меѓународната организација на комисии на хартии од вредност; Комисијата за хартии од	<i>Начелото е имплементирано</i>

	овластувања.		<p>вредност потпиша Мултилатерален меморандум за разбирање со регулатор од Република Србија;</p> <p>Самопроцената на секторот на хартии од вредност во согласност со Меѓународната организација на комисији на хартии од вредност.</p> <p>Методологијата беше развиена во 2009 година.</p>	
	Начела за издавачите			
16	Треба да има целосно, точно и навремено објавување на финансиските резултати, ризикот и на други информации што им се неопходни за одлучување на инвеститорите.	Комисијата за хартии од вредност треба да биде овластена со одредба да ги преформулира финансиските извештаи на компаниите на берза што имаат право да тргуваат	Внатрешната организација на Комисијата за хартии од вредност беше реструктурирана и беше основан оддел за корпоративни финансии што се занимава со ревизијата и со проверката на точноста на ревизорските извештаи. АД поднесува финансиски и нефинансиски извештаи во електронска форма. АД го праќа финансискиот извештај до Комисијата за хартии од вредност и до Македонската берза во истата електронска форма.	<i>Начелото е делумно имплементирано</i>
17	Сопствениците на хартии од вредност во некоја компанија треба да се третираат на фер и еднаков начин.	Компаниите што имаат право да тргуваат на Македонската берза подлежат на различни обврски во смисла на транспарентност во однос на тоа дали се дел од официјалниот или од неофицијалниот сегмент од пазарот		<i>Начелото е делумно имплементирано</i>
18	Сметководствените стандарди што ги користат издавачите за изготвување финансиски извештаи треба да имаат висок и меѓународен признат квалитет.	Сметководствените стандарди и стандардите за ревизија, кои се имплементирани во голема мера, се во согласност со меѓународно признатите стандарди. Комисијата за хартии од вредност има многу мала активност во	<p>Институтот на овластени ревизори треба да го заврши преводот на МСФИ на македонски јазик колку што е можно побрзо.</p> <p>Комисијата за хартии од вредност има претставник во Советот за развој на ревизијата, тело што ги надгледува ревизорите</p>	<i>Начелото е делумно имплементирано</i>

		<p>однос на имплементацијата на МСФИ.</p> <p>Соработка со Институтот на овластени ревизори. Министерството за финансии треба да го поттикне воспоставувањето постојана работна група составена од засегнати страни, регулаторни тела, како и Стопанската комора и Институтот на овластени ревизори да ја следат имплементацијата на МСФИ и почитувањето на овие стандарди одкомпаниите на берзата.</p>	<p>Соработката со Институтот на овластени ревизори е подобрена со заеднички работилници, тркалезни маси</p>	
	<p>Начела за ревизорите, агенциите за кредитен рејтинг и други служби за информирање</p>			
19	<p>Ревизорите треба да подлежат на одреден степен на надзор</p>	<p>Во согласност со Законот за ревизија, Институтот на овластени ревизори на Република Македонија, сите ревизорски компании и овластен ревизор – самостоен сопственик се предмет на надзор на Советот за унапредување и надзор на ревизијата.</p> <p>Во согласност со Законот за ревизија, Владата на Република Македонија ги именува претседателот и членовите во Советот. Претседателот на Советот го предлага министерот за финансии, додека другите шест члена се предложени од следниве институции:</p> <ul style="list-style-type: none"> -еден претставник од Народната банка на Република Македонија, вработен во Сектор за надзор; -еден претставник од 		

		<p>Агенцијата за надзорна осигурување; -еден претставник од Комисијата за хартии од вредност; -еден претставник од големите трговски субјекти;и -двајца овластени ревизори предложени од Институтот на овластени ревизори.</p>		
20	Ревизорите треба да бидат независни од субјектот во кој вршат ревизија	<p>Во согласност со Законот за ревизија, овластениот ревизор треба независно и самостојно да ја врши ревизијата во рамките на овластувањата утврдени со Закон, сепак, во согласност со меѓународните стандарди за ревизија на Меѓународната федерација на сметководители и Етичкиот кодекс за професионални сметководители на Меѓународната федерација на сметководители. Освен тоа, ревизорската компанија, која е ангажирана како законски ревизор на субјектот во кој се врши ревизија, се обврзува да ја изврши ревизијата со професионален интегритет и независност. Во случај на прекршок на некоја одредба, спроведената ревизија на предметот на ревизија ќе биде невалиден.</p>		
21	Стандардите за ревизија треба да бидат од висок и меѓународно признат квалитет	<p>Во согласност со Законот за ревизија, ревизијата се спроведува согласно со меѓународните стандарди за ревизија на Меѓународната федерација на сметководители објавени во „Службениот весник на Република Македонија“, ажурирани на годишно</p>		

		<p>ниво, со цел усогласување со постојните стандарди што се дополнети, изменети или усвоени од страна на Меѓународната федерација на сметководители (МФС). Овластениот ревизор понесува одговорност за разумна гаранција дека финансиските извештаи се изземени од неточен презентираниот материјал. Извештајот на независниот ревизор сепотпишува од овластен ревизор – самостоен сопственик што ја спровел ревизијата. Во случај ако ревизијата е извршена од ревизорска компанија, извештајот на независниот ревизор се потпишува од овластен вработен во ревизорската компанија и од претставник на ревизорската компанија во име на ревизорската компанија.</p>		
22	<p>Агенциите за кредитен рејтинг треба да подлежат на соодветен степен на надзор. Регулаторниот систем треба да обезбеди дека агенциите за кредитен рејтинг, чии рангирања се користат за регулаторни цели, се предмет на регистрација и на тековен надзор.</p>			<p><i>Начелото не е имплементирано.</i></p>
23	<p>Други субјекти што нудат услуги за анализа и за процена на инвеститори треба да подлежат на надзор и на регулатива во зависност од влијанието на</p>	<p>Во согласност со Законот за хартии од вредност, консултантска компанија за инвестиции може да даде консултантски услуги за инвестиции. Консултантската компанија за</p>		

	<p>нивните активности врз пазарот или степенот до кој регулаторниот систем се темели врзлив.</p>	<p>инвестиции треба да добие лиценца за работа од Комисијата. Консултантската компанија за инвестиции подлежи на надзор на Комисијата за хартии од вредност. Компанијата за управување со инвестициски фондови, покрај другите активности утврдени во Законот за инвестициски фондови, може да врши консултантски услуги за инвестиции за клиенти во согласност со законот. Сите активности преземени од страна на компанијата за управување со инвестициски фондови подлежат на надзор од Комисијата за хартии од вредност.</p>		
	<p>Начела за колективни инвестициски шеми</p>			
24	<p>Регулаторниот систем треба да ги утврди стандардите за квалификуваност, управување, организација и оперативно однесување на оние што сакаат да тргуваат или да управуваат со колективната инвестициска шема.</p>	<p>Во согласност со Законот за инвестициски фондови, секое лице што има намера, директно или индиректно, постепено или одеднаш да се здобие со акции со вкупна кумулативна вредност повисока од 10%, 20%, 30% и 50% од вкупниот износ на издадените акции од компанијата за управување со инвестициски фондови со право на глас, без оглед на тоа дали акциите се стекнати индивидуално или заедно со други поврзани лица, се обврзува да поднесе барање до Комисијата за добивање согласност за стекнување квалификувано учество.</p>	<p>Од 2009 година има нов Закон за инвестициски фондови со кој се регулираат сите прашања во однос на инвестициските фондови/компаниите за управување со инвестициски фондови. На 31.12.2013 година има 4 компании за управување со инвестициски фондови и 10 отворени инвестициски фонда.</p>	<p><i>Начелото е имплементирано</i></p>

25	<p>Регулаторниот систем треба да обезбеди правила со кои се уредуваат правната форма и структурата на колективните инвестициски шеми и поделбата и заштитата на средствата на клиентот.</p>	<p>Средствата на компанијата треба да се задржат и да се пријават од управуваните средства од фондовите. Во случај на прекин на компанијата за управување со инвестициски фондови, средствата и правата на инвестицискиот фонд им се на располагање на инвеститорите преку депозитарна банка. Долговите на компанијата за управување со фондови од финансиските трансакции поврзани со средствата на компаниите не треба да се намират со средствата од инвестицискиот фонд.</p>		<p><i>Начелото е имплементирано</i></p>
26	<p>Регулативата треба да биде објавена како што е утврдено во начелата за издавачите, што е неопходно за процена на соодветноста на колективната инвестициска шема за конкретен инвеститор и вредноста на каматата на инвеститорот во шемата.</p>	<p>Повелбата на фондот ги регулира активностите на фондот и легалниот статус на сопствениците на единици од отворен фонд или акционери на затворен фонд, правните односи на фондот со компанијата за управување со фондови и депозитарната банка и други прашања од интерес што се неопходни за исполнување на целите на фондот. Проспектот на фондот содржи информации неопходни за Повелбата, како и детални информации и податоци за целите и политиката на фондот, како и други информации поврзани со фондот што може да влијаат врз одлуката за инвестирање или за неинвестирање во фондот. Компаниите за управување со инвестициски фондови</p>		<p>Начелото е имплементирано</p>

		поднесуваат дневни, месечни, квартални извештаи за инвестициските фондови со кои управувале.		
27	Регулативата треба да обезбеди дека има соодветна и јасна основа за процена на средствата и за одредување на цената и на надоместокот на единиците во колективната инвестициска шема.		Во согласност со Законот за инвестициски фондови, депозитарната банка ги извршува следниве активности: -ги чува средствата на инвестициските фондови; -контролира дали издавањето и надоместокот на удели за сметка на фондот во отворен фонд се врши во согласност со овој Закон и со правилата на фондот; -контролира дали пресметката на нето-вредноста на акциите или уделите во инвестицискиот фонд е во согласност со овој Закон, деталните регулативи усвоени врз основа на овој Закон и со проспектот и Статутот на фондот	Начелото е имплементирано
28	Регулативата треба да обезбеди дека хеџ-фондот и/или менаџерите/консултантите на хеџ-фондот се предмет на соодветен надзор.		Комисијата за хартии од вредност предлага измени и дополненија на Законот за инвестициски фондови за транспозиција на Директивата за управувачи со алтернативни инвестициски фондови	Начелото не е имплементирано
	Начела за пазарни посредници			
29	Регулативата треба да обезбеди минимални стандарди за влез за пазарните посредници.		Измените на Законот за хартии од вредност го регулираат прашањето за квалификуван холдинг во брокерска куќа, берза или депозитар.	Начелото е имплементирано
30	Треба да има почетен и тековен капитал и други јасни барања за пазарните посредници што ги рефлектираат ризиците што ги преземаат посредниците	Комисијата за хартии од вредност треба да го измени условот за тековен капитал што се заснова врз коефициенти и да воведо методологија што ги рефлектира актуелните ризици што ги преземаат посредниците кога ги извршуваат своите активности.	Со новиот Закон за пазари на капитал ќе се имплементираат релевантните директиви на ЕУ во сферата на пазар на капитал.	Начелото не е имплементирано

		Јасни правила се засновани врз усогласеноста на компаниите со однапред дефинираните коефициенти наместо да се ориентирани кон ризик.		
31	Пазарните посредници треба да воспостават внатрешна функција што овозможува усогласеност со стандардите за внатрешна организација и оперативно однесување, со цел заштита на интересите на клиентите и нивните средства и обезбедување соодветно управување од ризик, така што менаџментот на посредникот презема примарна одговорност за тие прашања.	Има условиза работата на брокерска куќа во Законот за хартии од вредност. Вклучува објавување услуги и ценовник, заштита на интересите на клиентите, судир на интереси, нарачки на клиентите, прием на нарачки на клиент, финансиски средства на клиентот, известување за трговски трансакции за заведени клиенти, контакти на клиенти, одржување сметки, маркетинг, договори за портфолио менаџмент, одговорност и отчетност до Комисијата.	Методологијата заснована врз ризик за надзор на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност е имплементирана. Инспекциите на самото место се засновани врз ризик и прават разлика меѓу контролираните субјекти.	Начелото е имплементирано.
32	Треба да има постапки за справување со грешка на пазарниот посредник за да се намалат штетите и загубите за инвеститорите и да содржат систематски ризик.		Шемата за надоместок на инвеститорите и гаранцискиот фонд беа воведени со Законот за хартии од вредност.	Начелото е имплементирано
	Начела на секундарни пазари			
33	Воспоставувањето трговски системи, вклучително берзи, треба да подлежи на регулаторна авторизација и надзор.			Начелото е имплементирано
34	Треба да има тековен регулаторен надзор на берзанските	Се препорачува да се реструктурира Комисијата за хартии од вредност за да се креира посебна област		Начелото е делумно имплементирано

	системи и системите за тргување што треба да бидат насочени кон одржување на интегритетот на тргувањето врз основа на фер и еднакви правила што постигнуваат баланс меѓу барањата на различните учесници на пазарот.	за справување со институционалниот надзор на трговските системи. Исто така, се препорачува Македонската берза да имплементира мерки за зајакнување на пазарниот интегритет.		
35	Регулативата треба да поттикне транспарентност на тргувањето	Владиниот пазар на хартии од вредност, управуван од НБРМ, е ориентиран според цената, нема јасен доказ за тоа како членовите или пазарниот оператор ги објавуваат цените и обемот. ОТЦ-пазарот е под надзор на НБРМ, иако таму има тргување со хартии од вредност.	Зголемување на транспарентноста на ОТЦ-пазарот и овластување на Комисијата за хартии од вредност за надзор/или заеднички надзор со НБРМ	Начелото е делумно имплементирано
36	Регулативата треба да биде структурирана на тој начин што ќе детектира и ќе спречува манипулација и други нефер трговски практики.	Комисијата за хартии од вредност нема конкретен оддел за спроведување или област во рамките на организациската шема на Комисијата за хартии од вредност, дури и детектирањето и спречувањето нефер практики на тргување е една од главните задачи на секој регулатор. Комисијата за хартии од вредност има пристап до информации што не се достапни за учесниците во пазарот.	Врз основа на информациите добиени од учесниците во пазарот, Комисијата за хартии од вредност месечно изготвува извештаи за тргувањето на пазарот на хартии од вредност. Освен тоа, Комисијата изготвува квартални извештаи за тргување на пазарот на хартии од вредност, активности на Комисијата, статистички податоци и инвестициски фондови.	Начелото е имплементирано во поголема мера
37	Регулативата треба да биде насочена кон обезбедување соодветно управување со голема изложеност на ризик, ризик од наплата и пазарно нарушување	Комисијата за хартии од вредност има овластувања да го запира редовното функционирање на пазарните инфраструктури – Македонската берза и Централниот депозитар на хартии од вредност во итен случај или ако се смета дека може да	Комисијата за хартии од вредност ангажира ИТ-експерти за проверка на внатрешната ИТ-структура и ИТ-системи на инфраструктурите за тргување и пос-тргување. Македонската берза и Централниот депозитар на хартии од вредност имаат контингентни планови и планови за закрепнување	Начелото е делумно имплементирано

		влијае врз нивното нормално функционирање.	на бизнисот. Овие планови се ажурираат редовно, но не подлежат на увид од страна на Комисијата. Внатрешниот контингентен план беше усвоен од Комисијата.	
38	Системите за намирување хартии од вредност и главните партнери треба да подлежат на регулаторни обврски и обврски за надзор што се утврдени за обезбедување дека се фер, ефикасни и ефективни и дека го намалуваат систематскиот ризик.		Гаранцискиот фонд беше воведен за намалување на ризиците поврзани со нерешените трансакции. Во согласност со Законот за хартии од вредност, во Депозитарот може да се отвори сметка на хартии од вредност што се поврзува со овластен член на пазарот на хартии од вредност или на друго лице што отвора сметка во негово име и во име на трето лице, како што е, на пример: сметка на ополномоштено лице, сметка на клиенти, сметка на старател и заедничка сметка. Во согласност со Законот за хартии од вредност, дозволено е зајмување хартии од вредност заради порамнување.	Начелото е имплементирано

Извор: Комисија за хартии од вредност на Република Македонија