МЕЃУНАРОДЕН СЛАВЈАНСКИ УНИВЕРЗИТЕТ

„ГАВРИЛО РОМАНОВИЧ ДЕРЖАВИН“

СВЕТИ НИКОЛЕ – БИТОЛА

РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА



Факултет за економија и организација на претприемништвото

МАГИСТЕРСКИ ТРУД

РЕГУЛАЦИЈАТА И КОНТРОЛАТА ВО РАБОТАТА СО ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ ВО РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА СО ОСВРТ НА ОВЛАСТЕНИТЕ УЧЕСНИЦИ

СТУДЕНТ: КАТЕРИНА ТУШЕВА

БРОЈ НА ИНДЕКС: 000942

МЕНТОР: ПРОФ. Д-Р ПАВЛИНА СТОЈАНОВА

Свети Николе, 2020

Апстракт

Во трудот ќе се претстават и образложат прашањата на регулација и контрола на работењето со хартии од вредност во Република Северна Македонија. Ќе се дефинираат видовите хартии од вредност кои постојат на пазарот, потоа ќе се изврши нивна класификација и ќе се разработат начините на издавање на хартии од вредност, како и правата кои ги имаат сопствениците. Во трудот пошироко ќе се елаборира издавањето на хартиите од вредност, законските издавачи, како и актите на издавање, што има посебно значење за да се образложи и процесот на контрола на работењето со хартии од вредност. Како клучна институција во работењето со хартии од вредност, ќе се презентира поставеноста, улогата, функциите, надлежностите и овластувањата на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија. Во фокусот на анализата се стават дејствијата, правото, надлежностите и функциите на учесниците на пазарот на хартии од вредност, начините на формирање и улогата на пазарот, начинот на регулација и контрола на овие дејствија. Поконкретно ќе се обработат Централниот депозитар за хартии од вредност, Македонската берза, брокерските куќи, овластените банки, подружниците на странски брокерски куќи, инвестиционите фондови и акционерските друштва со посебни обврски за известување. Ќе бидат експлицирани и забранетите дејства со хартии од вредност.

Клучни зборови: хартии од вредност, Закон за хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, работење со хартии од вредност, регулирање, контрола.

Abstract

The paper will present and explain the issues of regulation and control of securities operations in the Republic of North Macedonia. The types of securities that exist on the market will be defined, then their classification will be performed and the ways of issuing securities will be developed, as well as the rights that the owners have. The paper will elaborate on the issuance of securities, legal issuers, as well as issuing acts, which has a special significance to explain the process of controlling the operation of securities. As a key institution in dealing with securities, the position, role, functions, competencies and powers of the Securities and Exchange Commission of the Republic of North Macedonia will be presented. The focus of the analysis is on the actions, law, competencies and functions of the participants in the securities market, the ways of formation and the role of the market, the manner of regulation and control of these actions. The Central Securities Depository, the Macedonian Stock Exchange, brokerage houses, authorized banks, subsidiaries of foreign brokerage houses, investment funds and joint stock companies with special reporting obligations will be processed more specifically. Prohibited securities transactions will also be explained.

Keywords: securities, Law on Securities, Securities and Exchange Commission of the Republic of North Macedonia, dealing with securities, regulation, control.

Содржина

Апстракт……...3

Abstract……...…4
Вовед 6

Прв дел 8

1. Општ поим на хартии од вредност 8

1.1. Видови хартии од вредност 8

Втор дел 23

2. Историски развој на работата со хартии од вредност во Република Северна Македонија 23

2.1 Издавање и тргување со хартии од вредност во Република Северна Македонија 27

2.1.1 Издавачи на хартии од вредност 27

2.1.2 Акт на издавање на хартии од вредност 28

2.1.3. Одобрение за издавање на хартии од вредност 29

2.1.4 Јавна понуда на хартии од вредност 30

2.1.5. Приватна понуда на хартии од вредност 38

2.1.6. Централен депо HYPERLINK "#__RefHeading__3696_1926824498"зитар на хартии од вредност 40

2.1.7. Регистрација на хартии од вредност 45

2.8. Вршење на неготовински преноси 47

2.9. Порамнување на трговски трансакции 47

2.10. Функции на Централниот депозитар на хартии од вредност 49

3. Тргување со хартии од вредност во Република Сев HYPERLINK "#__RefHeading__3706_1926824498"ерна Македонија 50

3.1. Секундарно тргување со хартии од вредност 50

3.2. Поим за берзанско работење 51

3.3. Кот HYPERLINK "#__RefHeading__3712_1926824498"ација на хартии од вредност 52

3.4 Успешни приказни за јавна понуда во странство.....53

4. Овластени учесници на пазарот на хартии од в HYPERLINK "#__RefHeading__3714_1926824498"редност во Република Северна Македонија 54

4.1. Услуги со хартии од вредност 54

4.2. Правни лица кои вршат услуги со хартии од вредност 56

4.3. Инвестициони советници 58

4.4. Инвестициски фондови 58

4.5. Фонд за обесштетување на инвеститори 59

5. Акционерски друштва со посебни обврски за известување 60

6. Забранети дејствија во работењето со хартии од вредност ... 64
6.1. Неовластена понуда на хартии од вредност ... 64
6.2. Забранети дејствија при понуда на хартии од вредност ... 65
6.3. Ценовна манипулација ... 65
6.4 Ширење неточни информации ... 66
6.5. Забрана за користење на манипулативни и измамнички дејствија ... 66
7. Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија ... 72
7.1. Комисијата за хартии од вредност како независно регулаторно тело ... 72
7.2. Функции на Комисијата за хартии од вредност ... 72
7.3. Организација на работењето на Комисијата на хартии од вредност ... 74
7.4. Правила на однесување ... 75
7.5. Одговорност на Комисијата за хартии од вредност ... 76
8. Остварување на регулаторната функција на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија ... 76
8.1. Посредна регулација ... 80
9. Контрола над работењето со хартии од вредност во Република Северна Македонија ... 83
9.1. Контрола над овластените учесници на пазарот на хартии од вредност ... 83
9.2 Мерки што ги превзема Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија ... 87
9.3. Овластување за вршење непосредна контрола на Комисијата за хартии од вредност ... 91
9.4. Вршење посредна контрола на Комисијата за хартии од вредност ... 91
10. Надзор ... 92
10.1. Овластување за спроведување надзор ... 92
11. Овластување за преземање мерки во постапките на издавање, понуда и продажба на хартиите од вредност ... 92
Трет дел ... 93
1. Остварување на контролата согаласно Законот за хартии од вредност на Република Северна Македонија ... 93
1.1. Остварување на кон HYPERLINK "#__RefHeading__3776_1926824498"тролата врз работата на Македонската берза за хартии од вредност ... 93
1.2. Остварување на контролата врз работата на Централниот депозитар за хартии од вредност 94
1.3. Остварување на контролата врз работата на брокерски куќи ... 97
Четврти дел ... 100
Заклучок ... 100
Користена л HYPERLINK "#__RefHeading__3786_1926824498"итер HYPERLINK "#__RefHeading__3786_1926824498"атура ... 106

Вовед

Пазарите на пари имаат значајна улога во пренесувањето на сигналите за насоката на монетарната политика до финансиските пазари и реалниот сектор. Имено, учесниците на пазарите на пари ги формираат очекувањата за идното движење на каматните стапки врз основа на очекуваните одлуки за нивото на каматните стапки на централната банка. Овие очекувања се основа за утврдувањето на долгорочните каматни стапки и приноси, што се земаат предвид при донесувањето на одлуките на субјектите за штедење и за потрошувачка, што влијае врз економските и монетарните движења, како и врз ценовните нивоа. Заради ваквата поврзаност помеѓу пазарите на пари и монетарната политика, централните банки се заинтересирани за нормално функционирање на пазарите на пари и го поддржуваат нивниот развој. Улогата на пазарите на пари при трансмисијата на монетарните сигнали особено доаѓа до израз кога нивното функционирање е попречено. Типичен пример за тоа е последната глобална финансиска и економска криза, кога поради зголемената недоверба помеѓу пазарните учесници и поради нарушеното функционирање на финансиските пазари, особено во развиените економии, имаше силни интервенции од страна на централните банки, чијашто цел беше да се обезбеди ликвидност и да се промени нивото на приносите на финансиските инструменти

Предмет на истражувањето во оваа теза е поставеноста и остварувањето на регулацијата и контролата на работењето со хартии од вредност на територијата на Република Северна Македонија.

Врз основа на така определениот предмет на истражување, а со цел детално да се разработи проблематиката, посебно се разработуваат видовите хартии од вредност, постапките на нивното издавање, како и понатамошното нивно тргување на пазарот. Посебно внимание се посветува на учесниците на пазарот коишто се вклучени во секоја фаза од тргувањето со хартиите од вредност. Детална анализа се врши на забранетите дејствија со работењето со хартии од вредност, врз основа на позитивните законски прописи за регулирање на ова прашање, што е од содржинско значење за ова истражување.

Главниот акцент е ставен на законски определените надлежности и функции на

Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија, како институција која ја има централната улога во регулацијата и контролата на пазарот на хартии од вредност. Разработени се и начините на кои Комисијата ја врши контролата и мерките кои ги презема при утврдување на неправилностите во тргувањето.

Заради добивање јасен увид во работата на Комисијата, извршена е и подлабока анализа на решенија кои Комисијата ги има донесено во текот на својата работа и кои се јавно достапни, односно објавени на нивната веб-страница. Дополнително, анализирана е работата на Комисијата, со хронолошки преглед врз основа на годишните извештаи кои таа ги поднесува со цел нејзиното работење да биде транспарентно и на увид на целата јавност.

Целта на овој труд е да се претстави и образложи регулацијата и контролата над работата со хартии од вредност во Република Северна Македонија. Ова прашање станува сè порелевантно кога ќе се земат предвид тековните настани во глобалната економија. Сè почести се примерите каде што поради недоволна регулација и контрола на пазарите на хартии од вредност, се случуваат големи осцилации со тенденција за опаѓање на вредноста на хартиите од вредност, што доведува до драстично намален интерес кај инвеститорите на пазарот на хартии од вредност.

Прв дел

1. Општ поим на хартии од вредност

1.1. Видови хартии од вредност

Хартијата од вредност претставува доказ за сопственоста на акции, обврзници и други инструменти. Поинаку кажано, хартијата од вредност е инвестициски инструмент издаден од страна на компанија, државен орган или друга организација, што нуди доказ за долг или капитал.

Финансиски пазар е местото / платформата каде што се среќаваат понудата и побарувачката за финансии. Финансискиот пазар се однесува на пазарот кој се користи за прибирање средства за финансирање на бизнисот. Изнаоѓањето на средствата за краткорочно финансирање се врши на пазарот на пари, а изнаоѓањето на средствата за долгорочно финансирање се врши на пазарот на капитал. Пазарите каде институциите (владите, финансиските институции, компаниите) позајмуваат средства за долгорочен период, а поединците даваат средства, односно инвестираат за подолго време (повеќе од една година), се нарекува пазар на капитал. Пазарот на капитал е поширок поим, кој го вклучува пазарот на долгорочни хартии од вредност и други финансиски производи.

Пазарот на хартии од вредност е компонента на поширокиот финансиски пазар каде хартиите од вредност може да се купат и продадат меѓу субјектите од економијата, врз основа на побарувачката и понудата. Сепак, кога ќе се каже пазар на капитал, обично тоа се однесува на пазарот на долгорочни хартии од вредност. Видовите на финансиски инструменти кои се издаваат и со кои се тргува на пазарите на капитал може да се класифицираат како:

- Акционерски капитал (обични акции, приоритетни акции);
- Долг (обврзници);
- Хибриди (конвертибилни хартии од вредност, варанти и сл.);
- Деривати (опции, фјучерси, свопови).

Акциите и обврзниците се хартии од вредност. Хартиите од вредност се преносливи финансиски инструменти.

Пазарот на хартии од вредност се состои од:

- Примарен пазар - првично издавање на акции, обврзници и други хартии од вредност;
- Секундарен пазар - тргување со овие инструменти.

Издавачите на хартии од вредност на примарниот пазар прибираат средства за финансирање за нивното работење. Веќе издадените хартии од вредност се тргуваат на секундарниот пазар. На секундарниот пазар издавачите не прибираат пари, се случува само преносот на сопственоста. На примарниот пазар инвеститорите купуваат хартии од вредност директно од друштвото кое ги издава, додека на секундарниот пазар, инвеститорите тргуваат со хартиите од вредност меѓу себе, а друштвото издавач на хартиите од вредност обично не учествува во трансакцијата. Главните играчи на пазарот на хартии од вредност се: издавачите, инвеститорите и посредниците.

- Издавачи се влади, владини агенции, наднационални организации, банки и компании. Банките и компаниите можат да издаваат сопственички и должнички инструменти (акции и обврзници), додека владите, агенциите и организациите можат да издаваат само должнички хартии од вредност (обврзници).
- Инвеститори се друштвата за управување со фондови за инвестициските фондови со кои управуваат, пензиските фондови, осигурителните компании, банките, компаниите и поединците како приватни инвеститори
- Посредници може да се сметаат оние што помагаат во издавањето хартии од вредност (инвестициски банки), оние кои помагаат во тргувањето (брокери, дилери и маркет мејкери), како и оние кои помагаат при порамнување (клириншки куќи, централни депозитари)

Изворите на пари може да се бараат од различни причини. Потребата од пари може да биде за изградба на инфраструктура, нови машини, развој на нови производи итн. Ваквите проекти може да се финансираат од сопствени извори на средства, преку задолжување во банка или на пазарот на капитал со издавање на хартии од вредност.

Владите прибираат пари главно од даноци, но ако владата не собере доволно даноци,

тогаш ќе треба да позајми. Овој недостаток обично се позајмува со издавање на обврзници. Владите не можат да издаваат акции. Компаниите добиваат дополнителни средства на два начини:

- со издавање акции или
- со задолжување.

Акционерите вложуваат капитал во размена на акции. Акцијата дава право на дел од добивката. Акциите во компаниите можат да се купуваат и продаваат, па така со текот на времето, сопственоста на компанијата ќе се промени. Традиционално компаниите позајмуваат од банките. Сепак, компаниите можат да позајмуваат директно од инвеститорите и да му издаваат на инвеститорот сертификат кој го признава заемот. Овој сертификат е обврзница која ветува дека ќе плати камата и ќе го врати заемот на наведениот иден датум. Кога обврзницата ќе достигне до крајот на периодот за кој е издадена, се вели дека е доспеана. Оваа отплата на заемот се нарекува исплата на главницата на обврзницата. Инвеститорот може да ја држи обврзницата до достасување или да ја продаде обврзницата на друго лице. Акциите не доспеваат. Акционерите можат само да ги продаваат своите акции на друго лице.

Акции

Производите и услугите се произведуваат и продаваат од страна на организации кои се нарекуваат бизниси, кои можат да се поделат во три основни видови: трговец поединец, партнерство/друштво со ограничена одговорност и акционерско друштво.

Кај трговецот-поединец и партнерството, поединецот или партнерите се сопственици и менаџери на бизнисот, и капиталот се обезбедува или лично од сопственикот односно партнерот или преку позајмици од нивни блиски роднини и пријатели, и сопственикот односно партнерите имаат неограничена одговорност за долговите во работењето. Од друга страна, акционерското друштво е организација која им дозволува на лица од надвор, наречени акционери, да вложуваат капитал и на тој начин да станат косопственици на друштвото. Како и да е, тие немаат неограничена одговорност за долговите на друштвото, туку имаат ограничена одговорност. Доколку друштвото стане несолвентно, тогаш нивната инвестиција ќе биде обезвреднета, но од нив не се очекува да вложуваат дополнителен капитал. Овие инвеститори се викаат акционери бидејќи тие поседуваат акции во друштвото, притоа секоја акција претставувајќи пропорционален дел

во сопственоста на друштвото. Сопственичката структура на акционерското друштво се менува бидејќи акциите можат слободно да се купуваат и продаваат.

Акцијата (англиски: share, stock) е сопственичка хартија од вредност, која претставува неделив и идеален дел од основната главнина на акционерското друштво или командитното друштво со акции. Друштвото што се создава врз основа на издадените акции се нарекува акционерско друштво (компанија). Кога ќе купите акции од некоја компанија, станувате акционер. Акциите се купуваат поради тоа што очекувате тие да ја зголемат вредноста, или поради тоа што очекувате да добиете приход од дивиденда, како дел од профитот што го остварила компанијата. Некои акции може истовремено да обезбедат и пораст во цената (капитална добивка) и приход од дивиденда

Сопствениците на акциите (акционерите) имаат неколку основни права:

- право на глас во акционерското собрание;
- право на дивиденда, која претставува дел од добивката на друштвото и
- право на дел од стечајната маса, во случај на ликвидација на друштвото.

Во поглед на ова право, сопствениците на акции се субординирани во однос на сите други доверители, така што тие ќе добијат дел од стечајната маса, само откако сите други доверители ќе бидат обештетени. Покрај овие, сопствениците на акции, понекогаш (но, не задолжително) имаат и некои други поволности од поседувањето акции, како што се: правото на првенствено купување акции од новите емисии на акционерското друштво, можност да добијат права за купување акции по повластени услови и сл. Како хартија од вредност, акцијата има своја вредност и пазарна цена. Од аспект на вредноста, можеме да зборуваме за номинална и за книговодствена вредност. Номиналната вредност го претставува износот на кој гласи акцијата и таа се добива како пропорционален дел од вкупната вредност на емитуваните акции. Номиналната вредност нема речиси никакво практично значење, освен кај некои приоритетни акции, каде што служи како основа за пресметка на дивидендата. Извесно значење има за сметководството, како основа за разграничување меѓу акционерскиот капитал по номинална вредност и капиталната добивка/загуба, но и тука, практично значење не постои. Книговодствената вредност на акцијата се добива врз основа на билансот на состојба и бројот на емитувани акции. Таа се добива кога збирот на ставките: акционерски капитал, акумулирана добивка, резерви и капитална добивка / загуба ќе се подели со бројот на емитувани обични акции. Додека,

пазарната вредност на акцијата претставува цената по која со таа акција се тргува на пазарот. Таа се формира врз основа на понудата и побарувачката.

Акциите може да бидат:

Обични акции - тоа се акции кои на сопственикот му обезбедуваат учество во поделбата на нето-добивката на друштвото. Тоа значи дека секој кој има обични акции добива дивиденда доколку друштвото работи со добивка и одлучи истата да ја подели. Сопствениците на обични акции имаат и право на управување со друштвото, односно право на глас при донесувањето на одлуки од страна на акционерското собрание. Исто така, сопствениците на обичните акции имаат право, во случај на ликвидирање или стечај на друштвото, да го поделат меѓу себе остатокот од имотот, но само по намирување на обврските на друштвото кои имаат приоритет на наплата.

Приоритетни акции - како што кажува самото име, имаат одредени привилегии во однос на обичните. Овие привилегии, односно приоритети, се однесуваат на приоритетот во исплатата на дивиденда за нивните сопственици, како и приоритетот во однос на обичните акции при наплатата на дел од стечајната маса во случај на ликвидација на друштвото. Овие привилегии најчесто (но, не задолжително) се компензирани со губењето на управувачкото право. Приоритетните акции можат да се најдат во различни модалитети. На пример, тие носат фиксен дивиденден принос, т.е. дефинираната големина на дивидендата што им следува на сопствениците на овие акции. Обично, таа се утврдува како процент од нивната номинална вредност и така утврдената дивиденда е максималниот износ што тие можат да го добијат. Поради тоа, доколку добивката е поголема од износот, потребен за да се исплатат дивидендите на приоритетните акции, целокупниот остаток им припаѓа на сопствениците на обични акции. Исплатата на дивидендата зависи од остварената нето-добивка на компанијата, но и од одлуката на Собранието на акционери. Доколку компанијата не оствари нето-добивка, нема да се врши ниту исплата на приоритетните дивиденди. Од друга страна, во одредени ситуации, Собранието на акционери може да донесе одлука за неисплаќање на дивидендата доколку тоа е во најдобар интерес на компанијата Својства на приоритетните акции: Во некои случаи, компаниите издаваат кумулативни приоритетни акции. Кај овие акции, дивидендите што не се исплатени на време се акумулираат сè додека компанијата не биде во можност да ги исплати. Додека не се исплатат акумулираните дивиденди, фирмата не може да им исплаќа дивиденди на обичните акционери.

Партиципативни приоритетни акции - покрај фиксниот износ на дивиденда, даваат можност и за партиципација во остатокот од нето-добивката, кој вообичаено им се распределува на обичните акционери. Клаузулата врзана за ваквите акции би гласела на пример: дивидендата изнесува 2% од номиналната вредност, а доколку обичните акции добијат дивиденда повисока од овој износ, на приоритетните акции им следува и разликата до тоа ниво.

Компаниите издавачи на приоритетни акции често го задржуваат правото на отповикување на акциите. Тоа значи дека уште при нивната емисија се дефинира цена по која овие акции би можеле да бидат откупени од страна на издавачот во некој момент од нивното постоење. Оваа цена е обично повисока од номиналната вредност, а правото на отповикување издавачот го користи во оној момент кога ќе смета дека фиксната обврска за дивидендата на приоритетните акции е голем товар, кој може да биде избегнат со користење на други извори на финансирање.

Конвертибилни приоритетни акции: се такви акции што даваат можност за нивна конверзија (претворање) во обични акции. Малку невообичаено, но и приоритетните акции можат да добијат право на глас во одредени ситуации. Тоа е случај кога компанијата не е во можност да врши исплата на дивиденди на приоритетните акции. Во таа ситуација, имателите на приоритетни акции добиваат право да изберат неколку свои претставници во органите на управување, доколку е така предвидено со статутот на компанијата. Со исплатата на дивидендите, ваквото право се губи.

Обврзници

Компаниите и државата позајмуваат пари за да го финансираат нивното работење. Традиционално, компаниите позајмуваат пари од банките, а банките ги обезбедуваат тие пари од прибирање депозити од депонентите. Големите компании се во можност да позајмуваат директно од заемодавателите преку издавање обврзници. Обврзницата е всушност заем кој инвеститорот ѝ го дава на компанијата. Инвеститорот се согласува на компанијата да ѝ даде одредена сума пари за одреден временски период, во замена за периодична исплата на камата во однапред утврдени временски интервали. Кога заемот ќе го достигне датумот на доспевање, истиот му се враќа на инвеститорот. Финансирањето преку издавање на обврзници има предности за двете страни: позајмувачот ќе плати пониска

камата отколку кога би земал кредит од банка, а заемодавателот ќе земе повисока камата отколку кога би ги вложил парите во банка како депозит. Дефиницијата за поимот обврзница гласи: Обврзница (англиски: bond) е долгорочна должничка хартија од вредност, со која издавачот се обврзува дека на сопственикот на обврзницата, еднократно или во рати, ќе му го исплати на определениот ден, износот на номиналната вредност на обврзницата и каматата. Обврзниците претставуваат дополнителен извор на средства за издавачот. Често, средствата добиени со нивно издавање служат за финансирање посебни програми или некои на пример инфраструктурни објекти кои генерираат приходи. Овие приходи понатаму се користат за исплата на достасаните обврски по издадените обврзници. Обврзниците се многу слични на кредитот, бидејќи и тие претставуваат форма на задолжување. Кога издавачот издава обврзници ја одредува каматната стапка која ќе се плаќа за издадените обврзници и временскиот период за кој ќе се врати позајмениот износ, односно главницата на обврзниците (датумот на доспевање). Каматната стапка, која се нарекува купонска стапка, е приносот што го остваруваат имателите на обврзниците за позајмениот износ на издавачите.

Обврзниците, како најпозната форма на должнички (кредитни) хартии од вредност, се дефинирани во Законот за хартии од вредност како долгорочна должничка хартија од вредност, со која издавачот се обврзува дека на сопственикот на обврзницата еднократно или во рати, ќе му го исплати на определениот ден, износот на номиналната вредност на обврзницата и каматата. Обврзниците претставуваат дополнителен извор на средства за издавачот

Обврзницата може да биде обезбедена или необезбедена, да има фиксна или варијабилна камата, да биде без камата, може на сопственикот да му дава право на камата и/или исплата на однапред определени рати, може да се откупи од страна на која било страна под одредени услови и/или може на сопственикот да му даде право да ја претвори обврзницата во друг вид на хартија од вредност на издавачот. Заради карактерот на обврзницата, како должнички инструмент, сопственикот на обврзницата е доверител и нема никакви управувачки права. Но, затоа пак тој има предност пред сопствениците на приоритетни и обични акции во процесот на намирување на побарувањата, доколку дојде до тоа. Од тие причини, помал е ризикот на сопствениците на обврзниците од оној на акционерите, но најчесто и приносот од обврзниците е помал од оној на акциите.

Сопственикот на обврзницата ја добива ветената камата по обврзницата, која најчесто е фиксна или во исклучителни случаи и варијабилна. Обврзниците, како и акциите, се хартии од вредност. Тие ја искажуваат вредноста и каматата која продавачот треба да му ја исплати на купувачот. Продавачот ја поседува обврзницата, и тој може да ја продаде во замена за пари кои треба да ги врати зголемени со камата. Вредноста на обврзницата обично не е поголема од 1000 евра. Постои ризик оваа обврзница да биде заменета со акции или да ѝ биде намалена номиналната вредност. Но овој ризик е многу помал во однос на ризикот кај акциите.

Основната поделба на обврзниците е:

1. Гарантирани обврзници – обврзници кај кои покрај издавачот, постои уште најмалку една институција (обично банка), која гарантира дека издавачот ќе ја изврши обврската по обврзниците и ќе ја исплати каматата и главницата во предвидените рокови. За оваа услуга гарантот добива провизија, а вообичаено тој го врши и пласманот на емисијата.

2. Осигурени (хипотекарни) обврзници – обврзници кај кои при издавањето се става хипотека на недвижниот имот на емитентот. Имотот што се користи како осигурување обично има пазарна вредност која е поголема од позајмениот износ со обврзниците. Ако издавачот дојде во финансиски тешкотии и не успее да ги изврши обврските во рокот на доспевање, имотот што е користен како обезбедување ќе се продаде за да се исплатат сопствениците на овие обврзници.

3. Неосигурени обврзници – обврзници зад кои стои само рејтингот и финансиската стабилност на друштвото. Ваквите обврзници пред сè ги издаваат високо бонитетни друштва.

4. Обврзници без купон, се релативно понов вид на обврзници кои станале популарни посебно кај големите компании. Тие претставуваат обврзници без камата. Кај овие обврзници каматата не се исплатува, туку се пресметува на тој начин што се вградува во цената на обврзницата, преку дисконтот на номиналната цена (обично дисконтот се движи од 20% до 30% од номиналната цена).

5. Откупливи обврзници се обврзници со фиксна камата, кои му даваат право на

сопственикот да ги наплати во одреден момент пред рокот на доспевање, ако на пазарот дојде до пораст на каматните стапки во однос на каматната стапка што ја носи обврзницата.

6. Отповикливи обврзници се обврзници кои му даваат можност на емитентот да ги повлече пред рокот на доспевање, на тој начин што на инвеститорите ќе им исплати поголема вредност од номиналната вредност на обврзниците. Повлекувањето на обврзниците не може да се изврши со нова емисија на обврзници, ниту пак пред наведениот рок за повлекување.

7. Партиципативни обврзници се обврзници кои покрај каматата му даваат на нивниот сопственик и право да учествуваат во поделбата на добивката на друштвото, доколку истата биде остварена во предвидениот износ.

8. Заменливи (конвертабилни) обврзници се обврзници кои можат во одредено време, под однапред познати услови, да се заменат за обични акции на друштвото.

Табела бр.1: Поделба на обврзниците

Поделба на обврзниците:	
Критериум за поделба на обврзниците:	*Видови обврзници:*
Издавачот	• Државни (goverment bonds) • Корпоративни (corporate bonds)
Ризикот од неплаќање	• Обезбедени обврзници • Необезбедени обврзници
Доходот што го носат	• обврзници со фиксна камата, • обврзници со променлива каматна стапка и • обврзници што овозможуваат учество во добивката
Валутата во која се издадени	• обврзници кои гласат на домашна валута и • обврзници што гласат на странска валута
Начинот на отплатата на главнината	• еднократна обврзница и • ануитетна обврзница чија главнина се отплатува периодично
Посебните права	• партиципативни обврзници и • заменливи обврзници
Правото на откуп пред рокот на достасувањето	• отповикливи и • неотповикливи обврзници

Извор: ЈАВНА ПОНУДА НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ (2020). Retrieved 6 September 2020, from https://www.mse.mk/Repository/UserFiles, стр.14.

Други видови обврзници:

Обврзници на локални органи на управата (municipal bonds, local authority stocks), кои ги издава државата и локалните власти на единиците на локалната самоуправа.

Доходни обврзници (income bonds), кои претставуваат обврзници издадени од корпорациите. Нивната клучна карактеристика е дека каматата се плаќа, само доколку фирмата има средства за тоа.

Конвертибилни обврзници (convertible bonds), кои претставуваат хибриден вид на хартии од вредност. Технички, тие претставуваат долг, бидејќи плаќаат камата, која претставува фиксна обврска на фирмата и имаат датум на доспевање. Но, овие обврзници имаат една специјална карактеристика - инвеститорот има опција да ја замени обврзницата во точно определен број обични акции.

Бескупонски обврзници (zero-coupon bonds) се оние кои не плаќаат камата, но се продаваат со голем дисконт во однос на номиналната вредност.

Високо ризични обврзници (junk bonds), кои не претставуваат посебен вид обврзница, туку тоа е име за долг со многу низок квалитет. Овие обврзници се неосигурени и можат да бидат подредени на другите должнички обврски на фирмата. Оттука, ваквите обврзници се многу ризични и мора да понудат повисоки камати.Видови добивка при работа со обврзниците:

Номинална добивка или купонска добивка (coupon yield). Оваа добивка е однапред позната и непроменлива.

Тековна добивка (current yield), која е детерминирана со пазарната цена на обврзницата. Добивка до достасувањето (yield to maturity), т.е. добивка која се остварува во моментот на купувањето на обврзниците до времето на нивно доспевање, односно претставува разлика меѓу куповната цена на обврзниците и номиналната вредност, којашто се исплатува до достасувањето.Вкупна добивка (total return), која се пресметува врз основа на главнината, номиналната каматна стапка и камата на каматата (сложена камата). Претпоставка за оваа добивка е реинвестирање на каматата со што инвеститорите ќе заработат камата на каматата, која значително ќе ја зголеми нивната добивка.Во берзанското секојдневие познати се настани кои се поврзани со иницијална понуда на акции на пазарот, или IPO (Initial Public Offering). Во суштина иницијалната понуда значи „отварање“ на друштвото спрема јавноста, односно инвеститорите. Со иницијалната понуда едно трговско

друштво кое постоело и функционирало како друштво со ограничена одговорност, односно мало акционерско друштво, со релативно помал капитал и број на сопственици, станува акционерско друштво поседувано од јавноста со поширок круг на акционери. Најчесто, иницијална понуда на акции на пазарот се користи од друштвата за да се обезбеди дополнителен капитал за финансирање на понатамошниот растеж на друштвото.

Финансиски деривати

Дериватите претставуваат финансиски инструменти, односно хартии од вредност чија вредност произлегува од друга „примарна“ хартија од вредност. Исто како што бензинот е дериват на нафтата, така и финансиските деривати се изведени од други финансиски инструменти. Финансиските деривати може да се користат за заштита од финансиски ризик или да се шпекулира со движењето на цените на производите, хартиите од вредност, каматните стапки и слично. Вредноста на секој финансиски дериват индиректно е поврзана со цената на примарниот финансиски инструмент (обични или приоритетни акции, хартии од вредност со фиксен принос, залихи на производи, валути, девизи и слично).

Дериватите претставуваат своевидна потврда за осигурителна премија. Некои од нив може да се споредат со осигурување, но не може да се сведат на исто ниво. Финансиските деривати се хартии од вредност, чија цел е да се ја зголемат трговијата на пазарот на хартии од вредност. Исто како што се плаќа премија на некоја осигурителна компанија за да се добие заштита од осигурениот настан, дериватите штитат од некој иден настан, за што треба однапред да се плати премија. Во групата на финансиски деривати влегуваат: опции, форварди, фјучерси, свопови и слично.

Финансиските деривати се релативно нова појава во фин HYPERLINK "https://mk.wikipedia.org/w/index.php?title=Финансии&action=edit&redlink=1"ансиите. Организираното тргување со финансиските фјучерси и опции датира од првата половина на 1970-тите, додека каматните свопови се појавиле во почетокот на 1980-тите. Меѓутоа, во кус временски период, пазарите на финансиски деривати доживеале експлозивен пораст, т.е. од година во година договорната вредност на дериватите и вредноста на остварениот промет бележат нагорна линија, а истовремено пазарот постојано се збогатува со нови, посложени

финансиски инструменти. На пример, во 1988 година вкупната номинална вредност на финансиските деривати изнесувала 2634 милијарди долари, од кои 1330 милијарди отпаѓале на дериватите со кои се тргува на пазарите преку шалтер, додека 1304 милијарди отпаѓале на дериватите со кои се тргува на берзите. За само десет години, овие износи вртоглаво се зголемиле. Така, во HYPERLINK https://mk.wikipedia.org/wiki/1998 од 1998 година вкупната номинална вредност на финансиските деривати изнесувала 94254 милијарди долари, од кои, 80 318 милијарди отпаѓале на дериватите со кои се тргува на пазарите преку шалтер, додека 13 936 милијарди отпаѓале на дериватите со кои се тргува на берзите. Тој тренд продолжил и изнесувал 485 703 милијарди долари! Најголем дел од вредноста на дериватите отпаѓа на шалтерските пазари – 415 182 милијарди долари, или 85% од вкупната вредност, додека вредноста на дериватите со кои се тргува на берзите е многу помала - 70 521 милијарди долари.

Согласно позитивното право на Република Северна Македонија, „Деривативни финансиски инструменти“ се инструменти чијашто цена директно или индиректно зависи од цената на хартиите од вредност, стоките, девизите, берзанските индекси или каматните стапки кои не се потврди за депозит. Начинот и постапката на издавањето, понудата и продажбата на договорите за опции и фјучерси и на други деривативни финансиски инструменти на примарниот пазар, тргувањето со овие деривативни финансиски инструменти на секундарниот пазар и порамувањето и утврдувањето на овие трговски трансакции, поблиску ги пропишува Комисијата за хартии од вредност.

Странска потврда за хартии од вредност

Потврда за странска хартија од вредност во Законот за хартии од вредност во членот 2 став 1 точка 34 е дефиниран како доказ за сопственост на странска хартија од вредност, која на ниеден друг начин не е понудена, предадена или тргувана во Република Северна Македонија, создадена со цел да се овозможи тргување со странската хартија од вредност во Република Северна Македонија.

Потврда за странска хартија од вредност која се издава, понудува и продава во Република Северна Македонија, претставува доказ за сопственост на една или повеќе обични акции, приоритетни акции или должнички хартии од вредност издадени во

странство, котирани на берза или тргувани на друг регулиран пазар во земјите на ОЕЦД или Европската Унија, или должнички хартии од вредност издадени или гарантирани од владите на некоја од тие земји.

Издавач на потврда за Странска хартија од вредност може да биде банка која има добиено дозвола од Народна банка на Република Северна Македонија за купопродажба, гарантирање и пласман на емисија на хартии од вреднос и дозвола од Комисијата за вршење на сите услуги предвидени во членот 94 од Законот за хатрии од вредност.

Издавач на потврда за „Странска хартија од вредност“ може да биде и брокерска куќа со дозвола за работење од Комисијата за вршење на сите услуги предвидени во членот 94 од Законот за хатрии од вредност. За издавање на потврда за странска хартија од вредност, потребно е да бидат исполнети следниве услови:

- Странската хартија од вредност, за која се издаваат потврди во Република Северна Македонија, да биде издадена во нематеријализиран облик и да биде регистрирана во овластен депозитар на хартии од вредност во матичната земја на издавачот,
- Издавачот на потврдата за странска хартија од вредност да има сметка на хартии од вредност во овластен депозитар на хартии од вредност во матичната земја на издавачот на странската хартија од вредност, на која е евидентирано правото на сопственост на странската хартија од вредност за која се издаваат потврди во Република Северна Македонија.

- Издавачот на потврдата за странска хартија од вредност да осигури дека на неговата сметка на хартии од вредност од алинејата 2 на овој став ќе се запише ограничувањето за располагање со хартиите од вредност, за кои издал потврди во Република Северна Македонија.

Во актот за Издавање на потврдата за странска хартија од вредност се предвидува дека приносот, остварен од хартиите од вредност во форма на камата, дивиденда или која било друга форма, се распределува на имателот на потврдата на странската хартија од

вредност и не може да се реинвестира во хартијата од вредност, врз основа на која е издадена потврдата за странската хартија од вредност. Во актот за издавање на потврдата за странска хартија од вредност се предвидува дека приносот остварен при пристигнување на должничките хартии од вредност или други хартии од вредност кои имаат рок на достасување, се распределува на имателот на потврдата за странска хартија од вредност и не може да се реинвестира во хартијата од вредност врз основа на која е издадена потврдата за странска хартија од вредност.

Потврдата за странска хартија од вредност задолжително во своето име ги содржи зборовите „потврда за странска хартија од вредност“. Одредбите од Законот за хартии од вредност, кои се однесуваат на издавањето, купувањето, продажбата, нетрговскиот пренос, обврските за известување на издавачот и надлежностите на Комисијата во однос на другите хартии од вредност, предвидени со овој закон, подеднакво се однесуваат и на потврдите за странски хартии од вредност. Теоретските определувања на содржината, формата, белезите и основите за хартиите од вредност, за нивната поделба и класификација кореспондираат со законските одредби, со кои се дефинираат овие поими и категории. И елаборирањето на нивното значење во реалното постоење и дејство во финансиските трансакции и воопшто во функционирањето на финансиските пазари, доведува до заклучок дека законската регулатива се придржува до стручниот и научен пристап за тие процеси.

Втор дел

2. Историски развој на работата со хартии од вредност во Република Северна Македонија

Во изминатите неколку години земјите во транзиција со повеќе или помалку успех извршија значајни институционални, правни и структурни промени и создадоа основни претпоставки за спроведување на сопственичката и системската трансформација и за воспоставување слободни пазарни односи во стопанството. Поширокиот процес на транзицијата, меѓутоа, инволвира и многу други меѓузависни промени коишто се остваруваат.

Така, на пример, во структурата на стопанството се вршат поместувања од

индустријата кон услужните дејности и се менува нивното учество во вкупниот аутпут и во вработувањето; место доминација на големите претпријатија; се фаворизираат малите и средни претпријатија; се остварува постепена преобразба од „пазар на продавачи“ (“sellers market“) во „пазар на купувачи“ („bayers m arket“); се заменува прикриената со отворена невработеност; постепено се напуштаат постојните и се прифаќаат светските стандарди на пазарот; се десоцијализираат загубите на претпријатијата; се пренесуваат делови од социјалната заштита од претпријатијата на државата односно на системот за социјално осигурување и др. Освен тоа, на глобален план постои неспорна интеракција меѓу макроекономските, институционалните и системските промени, од една страна, и политичкиот развој, од друга. Политичката нестабилност може да го доведе во прашање успехот на економските реформи. И обратно, макроекономската нерамнотежа (фискална криза, хиперинфлација, подлабок и пролонгиран дефицит во билансот на плаќањето и сл.) можат да ги еродираат и загрозат и политичката и економската реформа.

Процесот на приватизација на стопанските субјекти и пошироко на општествениот капитал произлезе како дел од глобалното движење за распаѓање на социјалистичкиот општествен систем, вклучувајќи ја и тогашната држава СФРЈ, во кој состав како една од шесте Републики (конститутивни субјекти) беше и Република Северна Македонија. Се менуваше вкупниот општествен систем од колективистички во индивидуалистички, од еднопартиски политички систем во повеќепартиска парламентарна демократија и во рамките на тој процес и приватизација на производствени и други капацитети, што беше проследено со доста проблематични решенија и постапки.

Оттаму, кога се зборува за хартии од вредност во Република Северна Македонија, треба да се напомене дека важна улога во процесот на воспоставување на овој концепт има и процесот на приватизација. Во процесот на приватизација во Македонија клучни се неколку закони, според кои се одвивала таа приватизација. Првите закони, според кои се вршела приватизација, е Законот за општествен капитал и Законот за лични доходи донесени кога Македонија сè уште била во склоп на СФРЈ. Според овие закони, концептот на приватизација се базирал на интерно акционерство, што довело до тоа вработените со големи дисконти да станат акционери и во најголем дел сопственици на претпријатијата во кои што работеле.

Со донесувањето на Законот за трансформација на претпријатијата со општествен

капитал во 1993 година е настаната промена. Со овој закон воспоставена е стратегија на приватизација според која процесот на „приватизација“ се водел постапно и етапно, но ефикасно со цел приватизацијата да биде платена. Законот за трансформација на претпријатија со општествен капитал го определил објектот на трансформацијата, корисниците, техниките на приватизација и роковите за донесување на одлуката за трансформација. Според него, прво било важно да се одреди кои се тие претпријатија кои можат да се приватизираат, потоа која е нивната вредност и на крајот ги изземал природните богатства, градежното и земјоделското земјиште и објектите резервирани за заштита на барањата на поранешните сопственици, од процесот на приватизација. Многу малку ограничувања биле оставени од аспект на тоа кој се може да учествува во процесот на приватизацијата, па така во процесот еднакви биле домашните и странски физички и правни лица.

Во приватизацијата се користеле повеќе техники, определени од неколку фактори како што се големината на претпријатието и неговиот статус, како и видот на корисниците на приватизацијата. Тие не секогаш завршувале со целосна приватизација на општественот капитал, така што дел од претпријатијата останувал во општествена сопственост. За да се заврши приватизацијата во целост била задолжена Агенцијата за приватизација, која согласно Законот, овој дел на акции го продавала преку Македонската берза на долгорочни хартии од вредност. Ова всушност претставувало втора фаза во трансформацијата на претпријатијата со општествен капитал.

Македонската берза започнала со работа во 1995 година. На 13 септември 1995 година се одржало Основачко собрание на Македонската Берза АД Скопје. Берзата е основана како акционерско друштво што работело на непрофитна основа од страна на 19 правни лица од кои 13 банки, 3 осигурителни друштва и 3 штедилници. Официјално со работа, Берзата започнува на 28 март 1996 година, кога за првпат зазвонило берзанското ѕвонче. Првите години од работата се окарактеризирани со почетни напори да заживее оваа институција. Во 1997 година донесен е новиот Закон за издавање и тргување со хартии од вредност, со кој се забрани било какво тргување со хартии од вредност надвор од Берзата. Во овој период е лансирана и веб-страницата на Македноска Берза АД, на која сите заинтересирани можат да ги добијат основните информации. Во овој период издадена е и книгата „Берзански прирачник“, со цел да го приближи тргувањето на берзата до можните

корисници на нејзините услуги.

Во 2000 година за првпат во Македонија се вовело електронското тргување со хартии од вредност, што означило една нова ера во оваа област. Тоа овозможило и да се зголеми временската рамка во која може да се врши тргување. Во почетокот тоа било возможно само 2 пати во неделата, за подоцна да се продолжи на 3 дена на тргување во 2001 година, па и на 4 дена во неделата во 2002 година. Во 2001 година се пушта во употреба Берзанскиот електронски систем на тргување (БЕСТ), со кој се создале уште повеќе услови за зголемување на обемот на работата. Со измени во Законот за хартии од вредност, Берзата станува профитно акционерско друштво во 2001 година. Тогаш е формиран и првиот официјален македонски берзански индекс (МБИ), во чиј состав влегле петте најликвилни акции. Сите овие развојни компоненти придонеле да се зголеми обемот на работата на Берзата како и нејзината соработка со Берзите во соседните држави и пошироко. Годините помеѓу 2005 и 2007 година се карактеризираат со голем успех на Македонската берза поради нагласениот прилив на странски портфолио инвеститори, појавувањето на двата приватни пензиски фондови, приватизирањето на ЕСМ, како и нагласената присутност на државата како продавач на државниот капитал во повеќе акционерски друштва. Во 2007 година Берзата достига врв во својата историја кога е остварен промет од 41.7 милијарди денари, а МБИ-10 ја достигна својата највисока вредност од над 10 000 индексни поени. Во поновиот период по 2007 година, Македонската берза бележи значителен пад и стагнација во тргувањето со хартии од вредност така што во денешно време МБИ во вредност изнесува и под 2000 индексни единици. Ова се должи на неколку фактори меѓу кои се и (не)ликвидноста, меѓународната економска криза која го зафати целиот свет и слабата заинтересираност на домашните инвеститори во котираните хартии од вредност на Македонската Берза АД.

2.1 Издавање и тргување со хартии од вредност во Република Северна Македонија

2.1.1 Издавачи на хартии од вредност

Во Република Северна Македонија хартии од вредност може да издава Министерството за финансии во името на Република Северна Македонија, потоа Народна

Банка на Република Северна Македонија, општините и градот Скопје, акционерските друштва и командитните друштва со акции и други домашни и странски правни лица во согласност со Законот за хартии од вредност или друг закон. Обврска и должност на издавачот на хартии од вредност е да ги извршува обврските кои произлегуваат од хартиите од вредност, утврдени со Закон за хартии од вредност или со друг закон.

Хартиите од вредност Во Република Северна Македонија се издаваат во дематеријализирана форма, во форма на електронски записи коишто се водат во Централниот депозитар за хартии од вредност. Правата од издадените хартии од вредност се стекнуваат по нивното запишување во Централиот депозитар за хартии од вредност. Хартијата од вредност има номинална вредност којашто може да биде изразена во денари или во странска валута, но трговските трансакции со хартии од вредност на територијата на Република Северна Македонија се вршат во денари. Издавањето на хартии од вредност без номинална вредност е забрането, а хартии од вредност издадена без номинална вредност е ништовна. Освен во точно оперделени законски ситуации, издавањето на хартии од вредност на примарниот пазар се врши единствено по претходно одобрение од Комисијата за хартии од вредност.

2.1.2 Акт на издавање на хартии од вредност

Иницијнлниот акт кој едно акционерско друштво треба да го преземе за да пристапи кон издавање акции е донесувањето на Одлука за издавање на акции и Одлука за зголемување на основната главнина. Одлука за издавање на акции донесува собранието на друштвото со двотретинско мнозинство од акциите со право на глас, претставени на собранието, освен ако со статутот на е определено поголемо мнозинство. При секое издавање на хартии од вредност, издавачот е должен да донесе акт на издавање.

Содржината на актот за издавање на хартии од вредност, во зависност од видот на хартиите од вредност кои се издаваат, е предвидена во Законот. Актот на издавање во зависност од видот на хартии од вредност ги содржи следните податоци:

- назив на издавачот,
- видот на хартии од вредност ,
- целта поради која се издаваат хартии од вредност,

- родови и класи на акции,
- назив на гарантот,
- серија на хартии од вредност,
- вкупна вредност на емисијата,
- номинална вредност,
- право на глас,
- начин на исплата на дивиденда,
- висина на каматната стапка, начин на пресметување и исплата на истата,
- висина на основната главнина на издавачот и процентот на учество на емисијата на обврзници во трајниот сопствен капитал,
- можности за замена со други хартии од вредност,
- извори на средства од каде што ќе бидат исплатени хартии од вредност,
- начин и време на запишување на хартии од вредност,
- количина и апоенска структура на хартии од вредност,
- начин и краен рок на уплата на запишаните хартии од вредност,
- право на првенство на купување и редоследот на остварување на првенството кога акциите се издаваат во повеќе серии,
- начин на кој се објавува издавањето на хартии од вредност,
- постапка за распределба на хартии од вредност,
- права кои произлегуваат од приоритетните акции,
- идентитет на познат купувач при приватна понуда на хартии од вредност,
- продажна цена на хартиите од вредност.

Комисијата за хартии од вредност ги пропишува формата и содржината на актот за издавање на хартии од вредност по видови на хартии од вредност. Кога издавач е акционерско друштво или командитно друштво со акции, друштвото може да издава нови акции во неограничен износ во согласност со статутот на друштвото. Вкупната номинална вредност на една емисија на обврзници или комерцијални записи која не е гарантирана од банка или од Република Северна Македонија, не смее да изнесува повеќе од вредноста на главнината на издавачот. Во случај кога емисијата на обврзници или на комерцијални записи е гарантирана од банка или од Република Северна Македонија, најголемата вредност на емисијата не смее да го надминува износот на главнината и износот на издадената гаранција.

2.1.3. Одобрение за издавање на хартии од вредност

Издавањето на хартии од вредност на примарниот пазар, вклучувајќи ги и сопствените акции, се врши по претходно добиено одобрение од Комисијата, освен во случаите од член 26 и 29 од Законот.

Издавањето на хартии од вредност на примарниот пазар, вклучувајќи ги и сопствените акции, може да се врши по пат на јавна понуда и по пат на приватна понуда. Според членот 26 од Законот за хартии од вредност, е потребно одобрение од Комисијата за издавање на хартии од вредност по пат на јавна или приватна понуда, чијшто вкупен износ на изнесува повеќе од 25 000 евра во денарска противвредност. Издавачот на овие хартии од вредност е должен да ја извести Комисијата за таквата понуда да и го достави актот на издавање на хартии од вредност и да објави соопштение за известување на јавноста чија содржина ја пропишува Комисијата за ваквата понуда. На ваков начин без одобрение издавачот може да издаде хартии од вредност најмногу еднаш во две календарски години. Согласно Законот обврските во врска со издавање, понуда и прадажба на хартии од вредност на се применуваат во следниве случаи:

- При издавање или гарантирање на хартии од вредност од страна на Република Северна Македонија;
- Издавање на хартии од вредност од страна на Народна банка на Република Северна Македонија;
- При издавање на хартии од вредност во постапка на трансформација на едно правно лице во акционерско друштво или во командитно друштво со акции кога износот на основната главнина на правното лице останува непроменет и кога сите сопственици добиваат пропорционален износ од новоиздадените хартии од вредност;
- При симултано основање на акционерско друштво или командитно друштво со акции;
- При издавање на сертификати за депозит кој не се издадени како сериски хартии од вредност од страна на овластена банка;
- При поделба на акции во одреден сооднос при што основната главнина

останува непроменета.

2.1.4 Јавна понуда на хартии од вредност

Јавната понуда во нашето право е дефинирана како јавен повик за запишување и купување на хартии од вредност, објавен во средствата за јавно информирање. Бидејќи јавната понуда за хартии од вредност е упатена на голем број неидентификувани инвеститори, се смета дека сите инвеститори немаат еднаков пристап до релевантни информации за издавачот, заради што и регулативата во доменот на примарниот пазар на хартии од вредност е фокусирана на јавните понуди. Законската и подзаконската регулатива пропишува многу строги критериуми за обелоденување податоци, односно за известување на јавноста во случај на јавна понуда. Досегашното искуство и практиката на издавачите на хартии од вредност покажале дека издавањето на хартии од вредност по пат на јавна понуда може да биде доста долг и скап процес. Затоа потребана е детална и сеопфатна анализа на состојбите, пред да се донесе одлука за јавна емисија на хартии од вредност.

Вообичаено се формира посебен тим составен од стручни лица од финансискиот сектор на издавачот, од инвестиционата банка, односно брокерска куќа, ревизори, правни консултанти, а по потреба и други експерти. Стручниот тим предлага начин на финансирање, видот на хартиите од вредност со кои ќе се обезбедат средствата за финансирање, при што ја структурура целата емисија, го утврдува обемот на емисијата, условите на емисијата и намената на средствата. Откако ќе се оформи конкретен предлог, надлежниот орган на издавачот донесува одлука за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда.

Издавањето, понудата и продажбата на хартии од вредност по пат на јавна понуда се врши по претходно добиено одобрение од Комисијата на барање за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда од издавачот. Деталната содржина на барањето за одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда по видови издавачи и по видови хартии од вредност е пропишана со Правилникот за содржината на барањето за издавање хартии од вредност по пат на јавна понуда.

Законот за хартии од вредност во членот 13 ги наведува податоците коишто треба да

бидат сочинети во барањето коешто издавачот го поднесува за одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда до Комисијата:

- Основни податоци за издавачот;
- Основни податоци за членовите на надзорниот и на управниот одбор или на одборот на директори на издавачот;
- Основни податоци за хартии од вредност што се издава;
- Податоци за деловното работење на издавачот и за намената на средствата од емисијата на хартии од вредност.

Исто така, Комисијата поблиску ја пропишува содржината на барањето за одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда по видови на издавачи и по видови на хартии од вредност.

Во членот 14 од Законот за хартии од вредност се наведени потребните документи коишто издавачот кој бара одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда треба да ги поднесе. Тука се наведени:

- Статутот на друштвото;
- Трговската регистрација;
- Финансиски извештаи за претходните три години во согласност со меѓународните стандарди за финансиското известување;
- Извештај од овластен ревизор за последните 3 години во согласност со меѓународните ревизорски стандарди;
- Акт за издавање на хартии од вредност;
- Изјава од раководно лице назначено од издавачот како одговорно лице за содржината на Проспектот и тоа дека: емисијата е во согласност со овој закон и со актот на издавање; податоците наведени во барањето за одобрение се вистинити и точни и податоците содржани во Проспектот се вистинити и точни и дека во Проспектот не е препуштена ниедна ценовно чувствителна информација, освен ценовно чувствителните информации чие необјавување е одобрено од Комисијата;
- Проспект на издавачот и покана за запишување и уплата на хартии од вредност и други информации значајни за купувачите;
- Други документи кои ќе ги утврди Комисијата.

Исто така, во Законот прецизно се наведени и кои податоци издавачот е должен да ги поднесе кога бара одобрение кое се однесува на акции од втора и од наредна емисија. Тоа се: износот на претходните одобрени и реализирани емисии, видот и количината на претходно издадените хартии од вредност со опис на правата кои произлегуваат од нив и нивната номинална вредност и други податоци за издадените хартии од вредност кои поблиску ги пропишува Комисијата.

Проспектот е дефиниран како писмен документ во кој се содржани сите релевантни податоци кои му овозможуваат на купувачот на хартии од вредност, опишани во документот, да направи процена за правното, финансиското и деловното работење на издавачот, за инвестициониот ризик и за правата кои произлегуваат од понудените хартии од вредност. Проспектот е документ со кој издавачот ја повикува јавноста да купи хартии од вредност од јавната понуда. Во врска со Проспектот, Законот за хартии од вредност е усогласен со Директива 2003/71/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот за проспектот што треба да се објави кога хартиите од вредност ѝ се нудат на јавноста или се примаат за тргување и со измените и дополнувањата на Директива 2001/34/ЕЗ. Целта на оваа директива е да се усогласат условите за подготовка, одобрување и дистрибуција на проспектот што треба да се објави кога хартиите од вредност ѝ се нудат на јавноста или се примени за тргување на регулиран пазар што се наоѓа или функционира во рамки на земја-членка.

Имајќи ја предвид директивата, а според позитивното право, Проспектот го изготвува издавачот на хартии од вредност или правно лице кое врши услуги со хартии од вредност, а кое има добиено дозвола за работа за вршење на сите услуги со хартии од вредност. Поканата за запишување и уплата на хартии од вредност претставува извадок од Проспектот во кој се содржани основни податоци за хартиите од вредност кои се продаваат по пат на јавна понуда, како и за издавачот на истите. Поканата задолжително содржи исказ дека поканата претставува извадок од Проспектот, дека одлуката за инвестирање во хартиите од вредност треба да е заснована на целосната содржина на Проспектот и дека целосната содржина на Проспектот е достапна бесплатно на местата на запишување на хартиите од вредност и на интернет-страницата на берзата.

Посебно внимание е посветено на необјавувањето на ценовно чувствителните информации за правно лице кое до Комисијата има поднесено барање за одобрение за издавање на хартии од вредност. Ова е овозможено со Законот за хартии од вредност од

ноември 2005 година. Во текот на постапката за издавање акции, која се води пред Комисијата во исклучителни ситуации, Законот за хартии од вредност во членот 15 му дава можност на правното лице кое има поднесено барање за одобрение за издавање на хартии од вредност да побара од Комисијата да не објави во својот Проспект одредени информации во согласност со одредбите од глава 2 од Законот за хартии од вредност, ако смета дека јавното објавување на тие информации значително ќе ги загрози деловните тајни на правното лице или би било спротивно на интересот на купувачите, како и на постојаните акционери и ако правното лице гарантира дека овие податоци нема да бидат обелоденети пред јавноста. Одобрувањето на Комисијата за необјавување на ценовно чувствителните информации задолжително се објавува во Проспектот. Во ставот 3 во овој член е предвидено дека Комисијата ги пропишува содржината, начинот и роковите за поднесување на барањето од ставот 1 на членот 15.

Одлучувањето по барањето за одобрение се врши на начин предвиден со член 16 од Закон за хартии од вредност каде што е наведено дека Комисијата врз основа на целокупната документација донесува решение за одобрување или одбивање на барањето за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда во рок од 60 календарски дена сметано од денот на доставување на барањето до Комисијата. Врз основа на информациите и документацијата поднесени согласно одредбите на Законот, Комисијата одлучува за одобрување или одбивање на барањето. Решение со кое Комисијата го одбива барањето, за издавање на хартии од вредност Комисијата ќе донесе ако открие дека Проспектот:

- не е во согласност со законот или со правилниците донесени врз основа на овој закон;
- содржи ветување, изјава, процена или предвидување кое е лажно или неточно;
- ако содржи податоци кои даваат погрешна претстава или ако се пропуштени важни податоци.

Комисијата за хартии од вредност не одговара за вистинитоста и потполноста на податоците наведени во Проспекгот за запишување и уплата на хартии од вредност, ниту за способноста на издавачот на хартиите од вредност да ги исполни обврските од хартиите од вредност кои ги издава. Ако Комисијата издаде одобрение за издавање на хартии од вредност, тогаш поднесениот Проспект ќе се смета за одобрен.

Следните чекори коишто треба да ги преземе Комисијата во однос на одлучувањето по барањето за одобрение се наведени во член 16 од Законот за хартии од вредност. Комисијата е должна по поднесувањето на барањето и целокупната потребна документација да донесе решение за одобрување или одбивање на барањето за издавање хартии од вредност во рок од 60 календарски дена. Овој рок започнува да тече од денот на доставување на барањето до Комисијата. Нема да биде одобрено барањето, т.е. Комисијата ќе донесе решение за одбивање на барањето за издавање на хартии од вредност доколку констатира дека Проспектот не е во согласност со овој Закон или со правилниците донесени врз основа на овој Закон; содржи ветување, изјава, процена или предвидување кое е лажно или неточно и ако содржи податоци кои даваат погрешна претстава или ако се пропуштени важни податоци. Во случај кога Комисијата за хартии од вредност ќе донесе позитивна одлука по поднесеното барање за издавање на хартии од вредност, Проспектот ќе се смета за одобрен.

При поднесување на барањето за котација. издавачот е должен да достави Проспект и до берзата. Проспектот мора да има одобрение. од берзата пред неговото објавување. Одобрението се издава кога берзата оценила дека информациите содржани во Проспектот се целосни.

Активностите кои треба да ги преземе издавачот по издаденото одобрение од Комисијата за хартии од вредност се наведени во член 17 од Закон за хартии од вредност. Издавачот е должен да ја започне постапката за запишување и уплата на понудените хартии од вредност во рок од 30 календарски дена од денот на приемот на одобрението од Комисијата.

Со Законот дадена и е можност на Комисијата да донесе решение за поништување на решението за одобрување на емисија. Ова се случува доколку Комисијата, откако ја одобрила емисијата за хартии од вредност, добие информација која доколку била добиена навремено, би била причина за одбивање на барањето или ако околностите се промениле до таа мера што Комисијата веќе нема да го даде своето одобрение и/или издавачот или кое било поврзано лице издаде реклама спротивно на член 20 од Законот за хартии од вредност. Доколку настане ваква ситуација, издавачот е должен без одлагање да ја запре натамошната продажба на хартии од вредност. Ако Комисијата постапи како во одредбите од Законот сите запишување на хартии од вредност се откажуваат и сите уплати кои издавачот ги примил за таквите хартии од вредност се враќаат на купувачот заедно со депозитна камата.

Објавувањето на поканата за запишување и уплата се утврдени така што издавачот е должен поканата за запишување и уплата на хартии од вредност да ја објави на македонски јазик и неговото кирилско писмо во еден од дневните весници што излегуваат на територијата на Република Северна Македонија, 14 календарски дена пред почетокот на запишувањето на хартии од вредност. Оваа покана истовремено може да се објави во дневен весник на еден од јазиците на заедниците во Република Северна Македонија. Должност на издавачот е Проспектот и поканата за запишување и уплата на хартии од вредност да ги објави и на веб страната на берзата, 14 календарски дена пред почетокот на запишувањето на хартии од вредност.

Проспектот се става на располагање на сите заинтересирани лица во просториите на издавачот и на сите места каде што се врши запишување и уплата на хартии од вредност. Ставот 5 на овој член наложува дека конечната содржина на Проспектот што е предмет на објавување не смее да се разликува од Проспектот што го одобрила Комисијата при донесувањето на решението за одобрение за издавање на хартии од вредност. Случаите кои настануваат кога доаѓа до измена на условите во текот на јавната понуда се покриени со членот 19 во Законот за хартии од вредност. Постојат законски забрани за активности кои издавачот не смее да ги преземе. Имено, во текот на јавната понуда, издавачот не смее да ги менува статутот и другите акти кои се однесуваат на правата на сопствениците на хартии од вредност опишани во Проспектот. Но, доколку во текот на јавната понуда какви било ценовно чувствителни информации станале неточни или невистинити или доколку се појават нови информации кои би влијаеле на инвеститорите при донесување на Одлуката за купување, издавачот е должен веднаш да ја прекине јавната понуда, да ги извести Комисијата и јавноста, да побара од Комисијата одобрение за соодветни измени во Проспектот во рок од 3 работни дена од прекинот на јавната понуда и измените да ги објави во јавност во рок од 3 работни дена од денот кога е добиено одобрение од Комисијата.

Должност на издавачот е да им го достави изменетиот Проспект на сите лица кои претходно имале запишано хартии од вредност за време на јавната понуда заедно со известувањето за лицата кои запишале хартии од вредност за нивнот право на откажување. Со ова се овозможува инвеститорите да бидат на време и точно известени за нивното право на откажување на запишаните акции под такви околности. Секое лице кое запишало или уплатило хартии од вредност врз основа на оригиналниот Проспект, може во рок од 15

календарски дена од денот на приемот на изменетиот Проспект да го откаже запишувањето и да му биде вратен паричниот износ што го платил заедно со депозитна камата. Депозитна камата се определува како просечна каматна стапка која ја плаќаат деловните банки во Република Северна Македонија на денарските депозити на физички лица орочени на период од 1 година.

За да се постигне поголема успешност во реализацијата на емисијата на хартии од вредност, издавачот може да ја рекламира јавната понуда. Во став 2 од член 20 на Законот за хартии од вредност е наведено дека рекламите поврзани со јавната понуда на хартии од вредност треба да содржат информација за денот на првото објавување на Проспектот и местото каде што може да се обезбеди примерок од истиот. Значајно е да се наведе дека рекламите треба да имаат промотивен карактер, а информациите треба да бидат целосни, да не насочуваат во погрешна насока и да бидат во согласност со Проспектот.

Целта на објавувањето информации е да се осигура дека сите потенцијални инвеститори имаат соодветни информации за донесување одлука дали да инвестираат во понудените хартии од вредност.

Постапката за запишување на јавно понудените хартии од вредност е опишана во Законот за хартии од вредност, во кој е наведено дека запишувањето се врши преку овластена берза на хартии од вредност, која за тоа има договор со издавачот. Поконкретно, наведено е дека за време на запишувањето сите штети од купувачите за понудените хартии од вредност се чуваат на посебна сметка во банка, која не може да биде користена од страв на издавачот сè додека јавната понуда не биде успешно завршена. Особено е значајно тоа што законски се дава целосна сигурност на паричните средства кои се уплатуваат од инвеститорите за време на запишување на хартии од вредност бидејќи тие не се сметаат за дел од стечајната маса во случај на стечај на издавачот пред успешното завршување на понудата. Значи, во случај кога издавачот ќе стане несолвентен или над него ќе биде отворена стечајна постапка, јавната понуда автоматски се запира и сите уплати на купувачите се враќаат. Од важност е да се напомене ставот 6 од овој член, којшто ја става Комисијата како тело кое е одговорно да го пропише начинот, како и постапката за запишување на хартии од вредност.

Законот за хартии од вредност предвидува дека рокот за реализација на јавната понуда не може да биде подолг од 12 месеци од денот на започнување запишување и уплата

на хартиите од вредност.

За успешна се смета онаа јавна понуда на хартии од вредност ако во предвидениот рок од 12 месеци, најмалку 60% од хартии од вредност коишто се понудени во Проспектот, се запишани и уплатени, освен во случај кога издавачот во Проспектот не предвидел повисок процент.

За неуспешна ќе биде сметана јавната понуда ако не се реализира запишување и уплата на барем 60% од понудените хартии од вредност. Во овој случај сите запишувања на хартиите од вредност се поништуваат, а сите примени уплати се враќаат на инвеститорите заедно со депозитна камата. Дадена е можност, во Законот за хартии од вредност, издавачот да ја затвори јавната понуда доколку во утврдениот рок се запишани и уплатени повеќе од 60% хартии од вредност или повеќе од процентот предвиден во Проспектот. Во овој случај должност на издавачот е да ја извести Комисијата и јавноста за затворање на јавната понуда најмалку 15 работни дена пред денот кој издавачот го определува како ден за завршување на јавната понуда. Комисијата поблиску ја пропишува содржини на известувањето. После успешното завршување на јавната понуда издавачот ги регистрира хартиите од вредност кај овластен депозитар. Сè додека хартиите од вредност, кои се предмет на понудата, да бидат регистрирани во овластениот депозитар, не може да се врши секундарно тргување. Должност на издавачот за известувањето за исходот на јавната понуда е најдоцна во рок од 15 календарски дена од завршување на понудата да ја извести Комисијата за бројот на запишаните и уплатени хартии од вредност, односно за процентот на реализација на емисијата.

Во Законот предвидено е доколку акционерско друштво и командитно друштво со акции имаат намера да ги понудат за продажба сопствените акции, должни со претходно да ја известат Комисијата и да и ја достават одлуката за оттуѓување на сопствени акции.

Исклучок од давање *Одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на јавна или приватна понуда* од страна на Комисијата се случува кога износот на понудата е помал од 25 000 евра во денарска противвредност. Сепак останува должноста на издавачот на хартии од вредност да ја извести Комисијата за таквата понуда да и го достави актот за издавање на хартии од вредност како и да објави соопштение за известување на јавноста за ваквата понуда. Комисијата ја пропишува содржината на соопштението. Издавачот на хартии од вредност може да го искористи ова право најмногу еднаш во две календарски

години.

Јавната понуда на е јавен повик за запишување и купување на хартии од вредност објавен во средствата за јавно информирање. Првата јавна понуда на хартии од вредност објавена од акционерско друштво или јавна понуда објавена при преобразба на друштво со ограничена одговорност и друштво со ограничена одговорност од едно лице во акционерско друштво е иницијална јавна понуда (IPO). Во Република Северна Македонијапостапката за издавање на хартии од вредност е регулирана со Законот за хартии од вредност и подзаконските акти донесени од Комисијата за хартии од вредност. Во случаите кога некое друштво преку јавна понуда изврши успешна продажба на хартии од вредност, истото друштво станува друштво со посебни обврски за известување кон Комисијата за хартии од вредност. Овој Водич има за цел генерално да ја објасни целокупната постапка за издавање на сопственички хартии од вредност (акции) по пат на јавна понуда и постапката за нивна котација на берза. Во овој дел од трудот се опфатени и опишани вообичаените постапки што се применуваат при издавање на хартии од вредност во меѓународната пракса, при што истовремено се издвоени деловите кои се карактеристични и се застапени во моменталната домашна правна рамка.

2.1.5 ПРЕДНОСТИ И КАРАКТЕРИСТИКИ НА ЈАВНАТА ПОНУДА НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ И КОТАЦИЈА НА БЕРЗА

Компанија која одлучила да продава хартии од вредност во јавноста и да котира на Берза (да стане јавнопоседувана) има повеќе алтернативни извори на финансирање, за разлика од компаниите кај кои сопственоста е концентрирана во рацете на мал број поединечни акционери (т.н. приватно поседувани/затворени компании). Приватнопоседуваните компании, воглавно, прибираат сопственички капитал во форма на удели или акции или субординиран долг од индивидуални или институционални инвеститори преку т.н. приватни пласмани. Вообичаено е овие компании своите главни оперативни активности да ги финансираат преку заеми од банки или други кредитни институции, кои најчесто се осигурани со хипотека на имотот на компанијата или на

личниот имот на сопствениците (како гаранција за враќање на кредитот). Чести се и случаите кога како сопственик во ваква компанија се јавува институционален инвеститор, компанијата да е обврзана да воведе политики и мерки за ограничување на оперативни активности на менаџерите и да се носи развоен план, којшто е претежно фокусиран на постигнување на определени цели и профити кои имаат за цел да се усогласат со ограниченият инвестиционен хоризонт на инвеститорот (период во кој институционалниот инвеститор планира да „излезе“ од компанијата). Јавнопоседуваните компании, кои издаваат акции на поширокатa јавност, се соочени со порелаксирани политики и можности за финансирање за разлика од приватните компании кај кои како содружник се јавува институционален инвеститор, пред се заради ширината на пазарот на капитал и инвестициониот хоризонт на пазарните учесници. Дополнителна голема предност кај прибирањето на капитал од поширокатa јавност е во тоа што компанијата може да го прибере потребниот капитал во повеќе емисии, од причина што јавноста и тргувањето на берза на инвеститорите им овозможува релативно брз излез од инвестицијата (се создава пазар и ликвидност за хартијата).



Слика бр.1: Рекламирање на јавната понуда

Извор: ЈАВНА ПОНУДА НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ (2020). Retrieved 6 September 2020, from https://www.mse.mk/Repository/UserFiles, стр.15.

2.1.6. Приватна понуда на хартии од вредност

Приватната понуда на хартии од вредност во Законот е дефинирана како понуда за запишување и уплаќање на хартии од вредност, која е упатена на не повеќе од 20 лица поединечно, именувани во актот за издавање на хартии од вредност или само на институционални инвеститори. Дефиниран е и институционалниот инвеститор, кој претставува банка, осигурително друштво, инвестиционен фонд или пензиски фонд.

Бидејќи институционалните инвеститори располагаат со соодветна експертиза, се смета дека тие самите можат да дојдат до релевантни информации за издавачот, заради што и регулативата не е фокусирана кон нивна заштита. Одговорноста за добивање соодветни информации пред да се инвестира е пренесена на самите инвеститори во приватната понуда. Приватните пласмани се препорачливи за фирми кои имаат ограничена кредитна историја, т.е. немаат кредитен рејтинг или кредитниот рејтинг не е добар, односно е понизок од минималниот за инвестирање.

Приватните понуди на хартии од вредност се поевтини за издавачите бидејќи се избегнуваат некои трошоци кои се прават во случај на издавање хартии од вредност по пат на јавна понуда. Тука може да се наведат трошоците за структурирање на емисијата за изготвување на Проспектот, провизии на берзата, трошоци за консултанти и слично кои можат да бидат намалени или избегнати.

За разлика од јавната понуда, приватната понуда е поедноставна постапка за издавање на хартии од вредност. Фактот што приватната понуда се доставува до ограничен број субјекти, што е поедноставна за издавање хартии од вредност, не значи дека се создаваат ризици и можности за незаконски дејствија. Приватната понуда е, значи, само една законска можност, која треба позитивно да влијае врз тргувањето со хартии од вредност.

Во Република Северна Македонија, како и во други земји во регионот, издавачот на хартии од вредност е должен од Комисијата за хартии од вредност да побара одобрение за понудата, меѓутоа не е во обврска да изготви и да објави Проспект за понудата. Тоа произлегува од таму што кај приватните понуди станува збор за издавање на хартии од вредност на однапред познати инвеститори на издавачот. Исто така, бројот на документи со

барањето за одобрувањето на приватната понуда коишто издавачот е должен да ги достави до Комисијата е многу помал. Покрај тоа, условите на емисијата може да се прилагодат да одговараат на потребите на двете страни издавачот и инвеститорот, без притоа да се води сметка за карактеристиките кои би ги направиле хартиите од вредност попривлечни за поширокиот круг на инвеститори. Исто така, издавачите можат побргу да ги пласираат хартиите од вредност отколку во случај на јавна понуда.

Комисијата пристапува кон одлучување по барањето за одобрување на приватна понуда на хартии од вредност откако подносителот до Комисијата ќе поднесе комплетно барање заедно со целокупната документација која се поднесува кон Барањето пропишана со Законот за хартии од вредност и правилниците кои произлегуваат од него. Во случај на поднесување на непотполно, неуредно или барање со формално правни недостатоци, Комисијата ќе му одреди на подносителот рок во кој е потребно да ја дополни документацијата.

Доколку подносителот не ја дополни документацијата и не ги отстрани недостатоците на Барањето во наведениот рок, ќе се смета дека подносителот се откажал од барањето, а Комисијата ќе донесе заклучок со кој ќе ја запре постапката поведена по истото.

Комисијата, во случај на барање за одобрување на приватна понуда, должна е со решение да одлучи во рок од 15 календарски дена од денот на доставување на барањето. Издавачот е должен најдоцна во рок од пет работни дена од завршувањето на приватната понуда да ја извести Комисијата и јавноста за количината на запишаните и уплатените хартии од вредност, односно за процентот на реализација на емисијата. Според Законот, постапка 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. Законот му дава можност на издавачот да изврши приватна понуда на хартии од вредност по еден ист основ најмногу еднаш во текот на една календарска година. Комисијата е таа што ги пропишува формата и содржината на барањето за одобрувањето на приватната понуда на соопштението и на известувањето. Должност на издавачот е да побара дозвола од Комисијата доколку идентитетот на некој од купувачите се промени за времетраење на приватната понуда. Тој доставува корегиран акт на издавање со точни информации за идентитетот на купувачите. Во овој случај Комисијата ја прогласува за ништовна секоја приватна понуда која завршила со продажба на хартии од

вредност на купувач кој не бил именуван во актот на издавање.

2.1.7. Централен депозитар на хартии од вредност

Како правен субјект, Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје е основан на 10.10.2001 година, од 10 брокерски друштва, 14 банки и една осигурителна компанија. Согласно Законот за хартии од вредност за вршење на своите функции, Депозитарот доби Одобрение за основање и работа од страна на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија бр.07-943/3 од 24.10.2001 година.

Порамнувањето е процес на исполнување на обврските што произлегуваат од склучената трансакција за тргување на секундарниот пазар, односно извршувањето на плаќањето од страна на купувачот и преносот на сопственоста на хартиите од вредност од страна на продавачот. Обврските во врска со преносот на хартиите од вредност од склучените берзански трансакции со хартии од вредност се вршат истовремено со плаќање на реализираната цена за тие хартии од вредност на Берзата, согласно принципот „испорака наспроти плаќање“. Како дел од извршувањето на обврските за испорака што произлегуваат од тргувањето, порамнувањето вклучува испорака на хартии од вредност и соодветно нивно плаќање. Се појавуваат голем број на ризици за време на интервалот на порамнување, кои се управуваат со процесот на клиринг, кој следува по тргувањето и претходи на порамнувањето. Клирингот вклучува менување на тие договорни обврски со цел да се олесни порамнувањето, често со пребивање. Регистрацијата на хартиите од вредност, порамнувањето на трговските трансакции и нетрговските трансфери на хартии од вредност го врши овластен депозитар. Централен депозитар за хартии од вредност (ЦДХВ) е специјализирана финансиска организација која поседува хартии од вредност, како што се акции во дематеријализирана форма, така што сопственоста може лесно да се пренесува преку книжен запис наместо трансфер на физички сертификати. Ова им овозможува на брокерите и финансиските компании да ги чуваат своите хартии од вредност на едно место, каде што можат да бидат достапни за порамнување и клиринг. Ова обично се прави по електронски пат, што истото се прави многу побрзо и полесно отколку во традиционалниот случај кога физичките сертификати мораа да се разменуваат по завршување на тргувањето. Депозитарот функционира како акционерско друштво во целост во приватна сопственост,

со цел да се регистрираат хартии од вредност и имателите на хартиите од вредност, порамнувањето на трговските трансакции и извршувањето на нетрговски трансфери со хартии од вредност. Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје (ЦДХВ) Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје е формиран во 2001 година од страна на 10 брокерски друштва, 14 банки и една осигурителна компанија. Пред формирањето на Депозитарот сите хартии од вредност издадени во Република Македонија беа во материјална форма (печатена форма), а за издавачите, берзата, брокерите и носителите тоа значеше комплициран процес на издавање, тргување и регистрација на сопственоста на хартиите од вредност. По основањето на Депозитарот, на крајот на ноември 2001 година, беше завршен процесот на дематеријализација (конверзија на хартии од вредност од материјална во електронска форма). По дематеријализацијата, Депозитарот ја презеде улогата на централна база на податоци преку која имателите на хартии од вредност, инвеститори, на сите релевантни институции и други засегнати страни им беше даден брз и едноставен начин да се добие пристап до потребните податоци. По дематеријализацијата на хартиите од вредност, базата на податоци на Депозитарот е единствената валидна информација за сопственост на хартии од вредност и други ограничувања во врска со хартиите од вредност. Дематеријализацијата и централизираниот пристап до евиденцијата за сите хартии од вредност, издадени во Република Македонија, ја зголемија заштитата на правата на инвеститорите и го подобрија кредибилитетот на македонскиот пазар на капитал. Од своето основање до 31.12.2005 година, Депозитарот работеше на непрофитна основа. Од 2001 година функциите на депозитарот во Република Македонија ги врши единствено Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје www.cdhv.mk, врз основа на соодветна дозвола за работење, издадена од Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија

Во 1999 година започна подготовката на претстудијата за воспоставување на Централен регистар за хартии од вредност и систем за утврдување и порамнување во Република Северна Македонија, како дел од владината програма за имплементација и развој на Македонскиот пазар на капитал. Подобрувањето на инфраструктурата за зголемување како на националната, така и на меѓународната доверба на инвеститорите во македонскиот пазар на капитал и главно финансискиот сектор, беа меѓу предусловите на Светската банка и финансиската програма за соработка од страна на Меѓународниот монетарен фонд за

поддршка на Република Северна Македонија.

Согласно Законот за хартии од вредност, Владата на Република Северна Македонија, со Одлуката број 07-167/1 од 20.02.2001 година, го овласти Заводот за платен промет да ги преземе сите неопходни мерки и активности за имплементација на Централен депозитар на хартии од вредност. Целта на Централниот депозитар за хартии од вредност е воспоставување на Централен регистар за хартии од вредност, кој ќе ги опфати сите активни акции и обврзници во Република Северна Македонија. Ова ќе резултира со подобар пристап и дистрибуција на информациите за издавачите и хартии од вредност и тоа за имателите на хартии од вредност, странските инвеститори, трети лица, издавачи, брокери, Македонска берза за долгорочни хартии од вредност, Заложниот регистар и други овластени институции согласно законот.

Парламентот на Република Северна Македонија во јули 2000 година, согласно Законот за хартии од вредност, го основа Централиот депозитар за хартии од вредност како единствен легален депозитар за сите акции и обврзници издадени во Република Северна Македонија. Според Законот за хартии од вредност член 33, Комисијата за хартии од вредност дава дозвола за основање на депозитар за хартии од вредност. Депозитарот се основа како акционерско друштво, согласно Законот за хартии од вредност и Законот за трговски друштва. Според членот 34, став 2, депозитар може да основаат брокерски куќи, банки, осигурителни друштва или друштва за управување со фондови. Депозитар мора во секое време да поседува и одржува основна главнина во износ од најмалку 500,000 евра во денарска противвредност, пресметана по средниот курс на НБРМ, почнувајќи од датумот на добивањето на дозволата за основање на депозитар. Комисијата поблиску ја пропишува структурата и начинот на пресметка на основната главнина на депозитарот.

Законот за хартии од вредност член 35, став 1, наведува дека акционери во депозитарот можат да бидат единствено брокерски куќи, банки, осигурителни друштва или друштва за управување со фондови.

Законот за хартии од вредност детално ги опишува органите за управување на депозитарот, статутот, правилата за работа и тарифникот. Членки на депозитарот можат да бидат само овластени учесници на пазарот на хартии од вредност кои се регистрирани во трговскиот регистар.

Саморегулирачката организација е дефинирана како правно лице, чии членови и/или

акционери се овластени учесници на пазарот на хартии од вредност и која донесува правила и процедури за примена на правилата за организација и регулативата од областа на хартиите од вредност во Република Северна Македонија, преку испитување, одлучување и во случај на повреда и утврдување на дисциплински и други мерки. Карактерот на оваа институција е утврден како саморегулирачка организација.

Правилата за однесување и дисциплина на депозитарот му даваат овластување на дирекгрот на депозитарот да превзема 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. Во 2007 година, применувајќи ги правилата за однесување и дисциплина, беше донесена и прва одлука од страна на органите на управување на депозитарот со кој се нарекува санкција кон брокерска куќа или брокер.

Според членот 30 во Законот за хартии од вредност, за регистрирање на хартии од вредност, порамнување на трговските трансакции и вршење на неготовински преноси со хартии од вредност се основа депозитар за хартии од вредност. Депозитарот функционира како саморегулирачка организација. Депозитарот како саморегулирачка организација донесува правила за однесување и дисциплина со кои поблиску се уредува спроведувањето на сите акти на депозитарот, Законот за хартии од вредност, прописите донесени врз основа на Законот за хартии од вредност или друг закон во надлежност на Комисијата.

Комисијата за хартии од вредност врши контрола над работата на депозитарот и во однос на актите кои ги донесува депозитарот. Функции на Депозитарот согласно со Законот за хартии од вредност се:

- Регистрирање на издавањето и преносот на хартиите од вредност во Република Северна Македонија во форма на електронски запис (водење регистар на хартии од вредност);
- Давање меѓународен број за идентификација на хартиите од вредност (ИСИН) за сите емисии на хартии од вредност;
- Запишување на сопствениците на хартии од вредност;
- Порамнување на трговските трансакции според принципот „испорака наспроти плаќање“;

- Вршење на нетрговските преноси (спроведување на договори за подарок, наследство, други судски одлуки и слично);
- Овозможување услови за позајмување на хартиите од вредност;
- Следење на финансиската состојба на неговите членки со цел управување со ризикот поврзан со можно непорамнување на трговските трансакции и
- Вршење дополнителни услуги за издавачите на хартии од вредност.

Заради заштита на инвеститорите или за обезбедување на чесно и правично регистрирање на хартиите од вредност, порамнување на трговските трансакции и вршење на нетрговски пренос, Комисијата може со решение да му наложи на депозитарот да изврши измени или да донесе нови акти со кои се уредува работењето на депозитарот.

Комисијата дава согласност за именување на директор на депозитарот на барање на депозитарот и ги определува и условите кои треба да бидат исполнети за да може кандидатот да биде избран за директор на Депозитарот.

2.1.8. Регистрација на хартии од вредност

Сите хартии од вредност, издадени во Република Северна Македонија, се регистрираат во депозитар како електронот запис. Хартиите од вредност во депозитарот гласат на име на сопсвеникот на хартии од вредност. Издавачот е должен да ги предаде хартиите од вредност за регистрирање во депозитарот во рок од 3 работни дена од денот на уписот на основната главнина во трговскиот регистар. Хартиите од вредност издадени од еден издавач се регисгрираат само во еден депозитар. Издавачот не може да располага со средствата депонирани на специјалната сметка до денот на регистрирање на хартии од вредност во депозитарот по исклучок благајничките записи се регистрираат во Народната банка на Република Северна Македонија.

Од голема важност е кој ја сноси одговорноста за точноста на податоците за хартии од вредност. Издавачот е целосно одговорен за точноста на податоците кои се доставуваат до депозитарот за регистрирање, а пак депозитарот е целосно одговорен за точноста на податоците за хартии од вредност од моментот на нивното доставување до депозитарот за

регистрирање. Хартиите од вредност во Централниот депозитар за хартии од вредност се во форма на електронски запис.

Сите хартии од вредност кои се евидентирани во системот на Централниот депозитар се регистрираат со т.н. ISIN меѓународен број за идентификација за хартии од вредност.

Секој сопственик на хартии од вредност отвара сметки на хартии од вредност во депозитарот и на тие сметки се водат состојбите, видовите, родовите и количините на хартии од вредност, правата и на сопственост и носителите на правата на сопственост на хартии од вредност, ограничувањата и промените на правата на сопственост на хартиите од вредност. Освен со акт за Комисијата за хартии од вредност, ограничувањата и промените на правата на сопственост на хартии од вредност може да произлезат од актот на издавање, залог, правосилна судска одлука, одлука на Народна банка на Република Северна Македонија, акт на Управа за јавни приходи и друг надлежен орган согласно законот.

Законската дефиниција за сопственичките хартии од вредност гласи: Сметката за хартии од вредност гласи на едно лице сопственик на тие хартии од вредност и претставува збирна состојба на сите хартии од вредност во сопственост на тоа лице. Кај еден ист депозитар еден сопственик на хартии од вредност може да има само една сопственичка сметка за хартии од вредност. Но, членките на депозитарот имаат една сметка за сопствените хартии од вредност во еден депозитар и други сметки за извршување и порамнување на трансакциите на клиентите. Во Законот е дадена можност да по исклучок во депозитарот може да биде отворена сметка на хартии од вредност која гласи на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност или на друго лице кое ја отвара сметката во свое име, а за сметка на трето лице и тоа како застапничка сметка, портфолио сметка, старателска сметка и збирна сметка.

2.8. Вршење на неготовински преноси

Дозволени нетрговски преноси на сопственоста на хартии од вредност, освен преку трговските трансакции и примарниот пазар на хартии од вредност, се таксативно набројани во Законот. Тие се договор за подарок, реализација на договор за залог на хартии од вредност, наследство и судска одлука. Неготовинските преноси на хартии од вредност се вршат со запишување на сметките на хартии од вредност во депозитарот. Депозитарот ја

чува документацијата за извршување на нетрговските преноси во период од 5 години од денот на приемот, а по извршувањето на нетрговскиот пренос депозитарот ги евидентира информациите и доставената документација, врз основа на која е извршен нетрговски пренос во соодветна електронска форма.

2.9. Порамнување на трговски трансакции

Во Законот за хартии од вредност е опишана и постапката на порамнување на трговските трансакции. Тие се вршат во депозитарот. Според таа постапка, депозитарот може да врши порамнување на трговските трансакции кои се склучени на овластени берзи и на пазар на краткорочни хартии од вредност, регулирани од страна на Народна банка на Република Северна Македонија.

При порамнувањето на трансакции со хартии од вредност важи принципот „испорака наспроти плаќање“, а тоа значи дека преносот се врши преку истовремена размена на хартии од вредност и плаќање.

Депозитарот го извршува утврдувањето и порамнувањето на трансакциите со хартии Од вредност врз основа на податоци примени од берзата за хартии од вредност на денот на тргување. Примените податоци содржат елементи кои се потребни за утврдување и порамнување на усогласените трансакции. Овие податоци се однесуваат на цената по која купувачот и продавачот се согласни да купат, односно продадат хартии од вредност, преку кои брокерски куќи се спроведува трансакцијата, датумот на тргување и порамнување, бројот на сметката на купувачот и продавачот итн. Откако депозитарот ќе ги прими усогласените тргувања од берзата, трансакцијата е обврзувачка за двете страни во оваа трансакција. Трансакциите се конечни и не можат едностранo да се откажат. Пред порамнувањето учесникот во трансакцијата - продавачот е должен да обезбеди хартии од вредност на неговата сметка за хартии од вредност на неговиот клиент, а учесникот во трансакцијата купувач да обезбеди готовина на неговата сметка за парично порамнување на секоја трансакција поединечно. Порамнувањето во депозитарот се спроведува не подоцна од 3 дена по денот на тргувањето.

Со Законот е дадена можност да се извршува позајмување на хартии од вредност и таа функција ја овозможува депозитарот. Оваа функција се извршува единствено помеѓу

сопственици на хартии од вредност по нивна претходна писмена согласност со цел непречено порамнување на трговски трансакции. За да се открие непочитување на актите на депозитарот или други прекршоци, депозитарот го врши надзорот врз порамнувањето на трговските трансакции на хартии од вредност на неговите членки.

Должноста на депозитарот за хартии од вредност да формира гарантен фонд е предвидена во Законот за хартии од вредност. Гарантниот фонд го сочинуваат задолжителните уплати на членките на депозитарот кои ги користат услугите за порамнување. Овие средства се користат исклучиво за намирување на обврските на членките на депозитарот кога нема доволно парични средства за порамнување на трговските трансакции со хартии од вредност.

Контролата на Комисијата за хартии од вредност над работата над депозитарот е изразена преку обврската на депозитарот да поднесува извештаи до Комисијата за своето работање. Имено, во Законот за хартии од вредност предвидено е дека Депозитарот поднесува извештаи до Комисијата за новоиздадените хартии од вредност и вкупниот износ на извршен пренос на сопственоста на хартиите од вредност, како и за другите факти и околности значајни за функционирањето на пазарот на хартии од вредност. Депозитарот ја известува Комисијата во рок од пет работни дена по евидентирањето на преносот на хартиите од вредност, со кој сопственикот на хартии од вредност стекнува вкупно повеќе од 5% на кој било род и класа на хартии од вредност издадени од страна на акционерското друштвото со посебни обврски за известување. Комисијата поблиску ги пропишува содржината, начинот и роковите на поднесување на извештаите и известувањето од горенаведените членови од Законот.

Депозитарот исто така поднесува и годишни финансиски извештаи до Комисијата. Депозитарот доставува Годишен извештај до Комисијата најдоцна до 31 мај тековната година, за претходната година. Годишниот извештај на депозитарот содржи извештај за работа на депозитарот, финансиски извештаи со состојба на последниот ден од претходната година, подготвени согласно со меѓународните стандарди за финансиско известување и ревидирани од страна на овластен ревизор, согласно со меѓународните ревизорски стандарди. Доколку Комисијата оцени дека е потребна проверка на одделни елементи од годишниот извештај за работење на депозитарот, презема мерки на контрола над работењето на депозитарот и органите на управување на депозитарот.

2.10. Функции на Централниот депозитар на хартии од вредност

Законот за хартии од вредност таксативно ги наведува функциите на депозитарот:

- регистрирање на издавањето и преносот на хартиите од вредност во Република Северна Македонија како електронски запис (водење регистар на хартии од вредност);
- давање меѓународен број за идентификација на хартиите од вредност (ИСИН) за сите емисии на хартии од вредност;
- запишување на сопствениците на хартии од вредност;
- порамнување на трговските трансакции според принципот испорака наспроти плаќање;
- вршење на нетрговските преноси;
- овозможување услови за позајмување на хартиите од вредност;
- следење на финансиската состојба на неговите членки, со цел управување со ризикот поврзан со можно непорамнување на трговските трансакции и
- вршење дополнителни услуги за издавачите на хартии од вредност.

Депозитарот во име на издавачите на хартии од вредност, може да ги врши следниве дополнителни услуги:

- доставување на ажуриран список на сите постојни сопственици на хартии од вредност издадени од тој издавач и
- вршење на други услуги во врска со издадените хартии од вредност како што се пресметка и исплата на дивиденда и/или камата, известување за собранија на акционери и слично.

3. Тргување со хартии од вредност во Република Северна Македонија

3.1. Секундарно тргување со хартии од вредност

Секундарниот пазар е дефиниран во Законот, каде што вели дека „Секундарен пазар е секое купување или продавање на претходно издадени хартии од вредност“. Комисијата за

хартии од вредност дава овластување на берзата да врши секундарно тргување со хартии од вредност, а купопродажните трансакции склучени спротивно на ова се ништовни.

Секундарниот пазар на капитал ги опфаќа институциите и механизмите преку кои се врши прометот, т.е. купување и продавање на еднаш веќе емитирани хартии од вредност. Тука треба да се има предвид дека купувачите на хартии од вредност немаат можност така вложените пари да ги повратат од самото претпријатие, туку единствена можност им е и нив да ги продадат на специјализирани пазари - ефектни берзи, кои всушност претставуваат секундарен пазар на капитал. На овој пазар хартиите од вредност само го менуваат својот сопственик. Тоа значи дека се остварува функцијата на ликвидност на вложените средства, што го овозможува овој пазар. Поради ова треба да се овозможи континуираност на пазарот. Секундарниот пазар на капитал се состои од два сегмента: организиран или службен пазар на хартии од вредност - ефектни берзи и неорганизиран или неслужбен пазар на хартии од вредност - „пазар преку шалтер“.

Оваа можност ја дава Законот кога дава можности за исклучок кога купувањето и продавањето на краткорочни хартии од вредност и на државни обврзници, освен обврзниците издадени за исплатување на депонираните девизни влогови на граѓаните и обврзниците за денационализација, и реализација на репо –договори, може да се врши и на пазари преку шалтер организирани од страна на Народна банка на Република Северна Македонија во соработка со Министерството за финансии.

3.2. Поим за берзанско работење

Согласно позитивното право, *Берзата на хартии од вредност* во рамките на своето работење обезбедува:

- собирање на понуди за купување и продавање на хартии од вредност;
- пазарно формирање на цените на хартиите од вредност со кои се тргува на берзата;
- склучување на трговски трансакции со хартиите од вредност;
- утврдување и известување за вклучените трговски трансакции со хартии од вредност;
- почитување на правилата и стандардите на берзата, овој закон и

правилниците донесени врз основа на овој закон од страна на членките на берзата;

- заштита на интересите на инвеститорите во хартии од вредност;
- прием на хартиите од вредност за тргување на берзата, вклучувајќи го котирањето на хартии од вредност и
- информирање на јавноста за прашањата значајни за работењето на берзата.

Тргувањето на Македонската берза се одвива преку берзански електронски систем на тргување - БЕСТ. Овој систем овозможува внесување на налози за тргување, нивни промени и повлекување, како и автоматско усогласување на истите, склучување на берзански трансакции, надзор врз налозите за тргување и склучените берзански трансакции и преглед на сите информации поврзани со тргување на хартии од вредност. Брокерите како членки на Берзата, се поврзани по електронски пат со овој систем и на тој начин можат да внесуваат пазарни или други видови налози. Овој систем исто така овозможува цените на хартиите од вредност да се формираат слободно, врз основа на моменталната состојба на понуда и побарувачка.

3.3. Котација на хартии од вредност

Котацијата е законски дефинирана и претставува ставање на одредена класа на хартии од вредност од страна на берза на посебна платформа за тргување врз основа на договор меѓу таа берза и издавачот на хартии од вредност со кој се регулираат меѓусебните права и обврски.

Македонската берза во својот Правилник ја дефинира котацијата на хартии од вредност како постапка на внесување на одредена хартија од вредност на Официјалниот пазар согласно критериумите за котација утврдени во правилата за котација, а под „Пазар на хартии од вредност“ се подразбираат два пазарни сегменти:

- *Официјален пазар,* кој претставува пазар на котирани хартии од вредност, поделен на Супер котација и Берзанска котација;

- *Редовен пазар* кој претставува пазар на некотирани хартии од вредност, поделен на Пазар на акционерски друштва со посебни обврски на известување и Слободен пазар.

Котираните акционерски друштва на Македонска Берза АД Скопје, во зависност од тоа дали нивните акции се котизирани на Берзанска котација или на Супер котација, имаат различни обврски за известување.

Одлука за котација на хартии од вредност на берза донесува органот на управување на издавачот на хартии од вредност.

Регистрирањето на хартии од вредност на официјален пазар се врши согласно правила пропишани од берзата на која хартии од вредност ќе бидат котирани. Понатаму, условите, постапката и начинот на котирање на хартии од вредност на берза поблиску се уредува со правилата за котација донесени на берза. Преку котацијата на хартии од вредност се постигнува нивна ликвидност, односно секојдневно тргување на берзата. Официјалниот пазар, берзата им овозможува на сопствениците на хартии од вредност во секој момент да ги продадат своите хартии од вредност и да ја претворат својата инвестиција во готовина. За издавачите на хартии од вредност котацијата значи „отворање“ за јавноста, кое е поврзано со обврската за објавување Проспект и обврските за континуирани објавување на сите деловни настани кои можат да имаат влијание на цената на хартии од вредност на издавачот. Ова е законски нормирано, односно правилата за котација задолжително утврдуваат услови за обелоденување на информации и известување од страна на издавачот чии хартии од вредност котираат на берза. Овие услови не можат да бидат помалку детални или строги од условите за обелоденување на информации и известување на акционерските друштва со посебни обврски за известување согласно со овој закон.

Со чинот на котација на хартии од вредност, издавачот се обврзува дека континуирано ќе ја известува јавноста за сите релевантни настани поврзани со работењето на друштвото, вклучувајќи ги финансиските извештаи на друштвото заедно со извештај на независен овластен ревизор. Така, работењето на друштвото чии хартии од вредност котираат на официјален пазар постојано е „под лупа“ на јавноста. За да може хартии од вредност на еден издавач да котираат на берза, потребно е да бидат исполнети одредени критериуми пропишани од овластената берза. Секоја берза има свои правила за котација, со која се пропишуваат условите кои треба да бидат исполнети за да еден издавач може да

побара котација на хартии од вредност. Берзите пропишуваат услови за издавачот како и услови кои се однесуваат на хартии од вредност. Ова е предвидено и во член 80 став 8, каде што се вели дека издавачот чии хартии од вредност котираат на берзата е должен да ги почитува правилата за котација на берзата.

Врз основа на склучениот договор за котација, потпишан помеѓу друштвото и берзата, котираното акционерско друштво мора постојано да ги исполнува обврските за обелоденување на податоци откако неговите хартии од вредност се котирани на официјалиот пазар. Следењето на исполнувањето на постојаните обврски за објавување на податоци е од клучна важност за одржување на регулиран пазар на хартии од вредност на кој се обезбедува истовремен пристап на информации на сите негови учесници. Издавачот на котираните хартии од вредност мора да и ја достави на берзата секоја информација која е побарана. Исклучувањето од котација на хартии од вредност на берза по барање на издавачот на хартии од вредност се врши единствено врз основа на донесена одлука на собранието на акционери на издавачот.

Трговските друштва со изградени перформанси и јасно утврдени развојни цели кои преферираат дополнителен капитал и широк круг на 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.

Транспарентноста за работењето на акционерските друштва и воопшто информирањето на јавноста, финансиската состојба и финансиските резултати на друштвата во Република Северна Македонија претставува основа кон привлекувањето на потенцијалните инвеститори, како и информирање на постојаните. Обемот во кој се достапни релевантните информации и податоци објавени во јавноста е основниот фактор кој има влијание во носењето издржани одлуки при инвестирањето во одредени хартии од вредност.

Издавачите, чии хартии од вредност котираат на берза, остваруваат повеќе користи од котацијата, и тоа: олеснет пристап до 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 малцинските акционери; поефикасно спроведување на принципите на корпоративно управување; поедноставен пристап и до странските берзи итн.

3.4 УСПЕШНИ ПРИКАЗНИ ЗА ЈАВНА ПОНУДА ВО СТРАНСТВО

- **Гленкор**

Најголемата Јавна понуда на Лондонска берза, Швајцарската компанија Гленкор, беше третата компанија во историјата на Лондонската берза и прва во последните 25 години која влезе на blue-chip листата на FTSE 100 индексот на нејзиниот прв ден од тргувањето, индекс во кои влегуваат 100-те најголеми компании од светот со кои се тргува на Лондонската берза. Автоматскиот влез во овој индекс вообичаеное ги поттикнува инвеститорите уште повеќе да купуваат акции. Иницијалната јавна понуда на Гленкор, која ја водеа банките Ситигруп, Кредит суис и Морган Стенли, е најголема во историјата на берзата во Лондон и трета по големина во Европа, по приватизацијата на Дојче телеком и италијански Енел во доцните 90-ти години.

На 24.05.2011 година швајцарската компанија Гленкоре е примена на котација на Примарниот пазар на Лондонската берза, со што успешно заврши најголемата јавна понуда и котација на една компанија со седиште надвод од Велика Британија.

Успешно понудени 1.137.331.973 акции на институционални инвеститори по цена од 530 пени по акција на Лондонската берза и 31.250.000 (2,7% од понудата) на нови обични акции на институционални и приватните инвеститори во Хонг Конг по цена од HK $ 66,53 по акција. Вкупниот број на издадени обични акции после примањето на котација на Лондонска берза и Хонг Конг е 6.922.713.511.

Најголема јавна понуда (IPO) на Примарниот пазар на Лондонската берза.

Првично бруто собрани се околу 10 милијарди долари од каде како примарна компонента се јавува првата продажба на новоиздадените акции во износ 7,9 милијарди долари, додека од секундарното тргување околу 2.1 милијарди долари (берзата во Хонг Конг). Банкарскиот конзорциум ја искористи опцијата да запише дополнителни 10% од првично понудените, со што компанијата вкупно прибра 11 милијарди долари.

Во тој момент беа котирани 6.922.713.511 обични акции со пазарна капитализација од приближно 59,2 милијарди долари

По успешно реализираната јавна понуда, директорите и вработените во Glencore ќе продолжат да држат околу 83,1 проценти од обичните акции на Друштвото.

Високо профитабилата компанија прибраните средства ги искористи пред се во подобрување на капиталната структура на компанијата и за преземање на конкурентската компанија Xstrata (постапката заврши во мај 2012 година).

Цената на Лондонската берза на компанијата Гленкор Екстрата на 11.11.2013 година изнесуваше 329,20 пени по акција, што претставува намалување на пазарната вредност од иницијалната цена постигната на јавната понуда од 38%.

- **L ink edIn**

Едно од најголемите IPO во областа на социјалните мрежи 10-годишната компанија LinkedIn е една од низата на антиципирани IPO во областа на социјалните мрежи како Facebook, Zynga, Groupon, Pandora, Kayak, Yelp, Rovio и Zillow, кои се случија во последните 2 години. Renren, уште попознат како Кинески Facebook исто така излезе во јавност при што вредноста на компанијата по успешно извршената јавна понуда порасна за $743.4 милиони. LinkedIn ја објави својата на намера за јавна понуда во Јануари 2011. Бизнис ориентираната мрежа прибра повеќе од 350 милиони долари, со што стана една од најголемите IPO во сферата на професионалните социјални мрежи и втора по големина во секторот информатичка технологија веднаш зад Google Inc. на берзата во Њу Јорк. На јавната понуда беа понудени се 7.840.000 акции по цена од 45 долари по обична акција. Цената на акциите на LinkedIn порасна за 171% на првиот ден на тргување на Њујоршка берза. Имено пазарот затвори на 94,25 долари , за 109% повеќе од иницијално понудената цена од 45 долари по

обична акција Вредноста на компанијата на крајот од првиот ден на тргување изнесуваше 8,9 милијарди долари. Цената на Њујоршката берза на компанијата 11.11.2013 година изнесуваше 215,49 долари по акција, што претставува зголемување на пазарната вредност од иницијалната цена постигната на јавната понуда за 3,78 пати.

- **Google (Гугл) case study**

Гугл е една од најуспешните онлајн компании. Компанијата започна со работа во доцните 90-ти и достигна огромен успех во 2000-тите. Во овој поглед, вреди да се спомене фактот дека компанијата се фокусира на понатамошен развој на својата деловна активност и проширување на пазарот. Во исто време, за успешно да го прошири својот пазар на компанијата и се потребни значителни инвестиции. Ова е причината зошто компанијата донесе одлука да излезе во јавноста и започна со ИПО да привлече инвеститори и да го привлече вниманието на водечките инвеститори и и овозможи на компанијата да собере значителни средства. Во реалноста, Google има водечка позиција на пазарот надминувајќи ги своите најголеми ривали, како што се Yahoo и Microsoft. Како и да е, Гугл се обидува да ги надмине своите ривали преку ИПО како начин да ги подобри своите маркетинг перформанси и да го забрза развојот на бизнисот преку привлекување инвеститори преку ИПО.

Во реалноста, Гугл е еден од лидерите во индустријата. Во овој поглед, важно е да се стави акцент на фактот дека развојот на бизнисот од страна на Google му донесе значителни придобивки на компанијата. Во овој поглед, вреди да се спомене фактот дека компанијата континуирано ги подобри своите финансиски перформанси по ИПО. Со други зборови, Гугл откако ќе се појави во јавноста, постојано ја подобрува својата финансиска позиција.Во овој момент, важно е да се задржиме на одлуката на Google да излезе во јавноста и нејзините краткорочни ефекти. Всушност, најавата за ИПО на Google доаѓа кога компанијата е на врвот на својата игра, откако му излезе од никаде на поранешниот лидер Jaxy, со едноставна, одземена услуга која ги победи скоро сите во доставувањето релевантни резултати од пребарувањето. Гугл имаше публика од 60 милиони уникатни посетители, или 40 проценти од сите корисници на САД преку Интернет, во февруари, според веб-компанијата за мерење ComScore Networks. Неговата публика порасна за скоро 25 проценти од февруари 2003 година (Олсен и Кавамото, 2004 година). На таков начин, почетната точка за излегување во

јавноста беше доста силна за Google. Во исто време, по ИПО, позицијата на Гугл се подобри уште повеќе. Кога понудата конечно се случи, се претвори околу 1.000 вработени во Гугл во милионери, барем на хартија (Едмонстон, 2009). На таков начин, компанијата постојано ја подобрува својата позиција на пазарот. Всушност, компанијата се фокусираше на ИПО како средство за привлекување инвестиции и зајакнување на нејзината позиција на пазарот.

Во овој момент, вреди да се спомене фактот дека Гугл се соочи со одредени проблеми откако излезе во јавноста. Поточно, компанијата се фокусираше на примена на егалитарните принципи, додека излегуваше од ИПО. Она што се мисли тука е фактот дека Гугл им посвети малку внимание на инвеститорите и нивната позадина. Она што компанијата навистина беше заинтересирана е да собере средства за нејзиниот побрз економски развој и доследно подобрување на нејзината маркетинг позиција и нејзината финансиска позиција. Во текот на неколку години, Гугл се претвори од перспективна компанија во неизвесност на онлајн бизнисот, чија маркетинг вредност ги надмина ваквите гиганти како ГМ и надмина 100 милијарди американски долари во текот на четири години по излегувањето во јавноста (Едмонстон, 2009). Во исто време, егалитарните принципи го поткопаа брзиот напредок на компанијата, кога Google само што одлучи да излезе во јавноста. Малото внимание на изборот на инвеститорите и анализата на нивната позадина доведе до ситуација, кога клиентите почнаа да се сомневаат во доверливоста на компанијата и неговата способност да спроведува независни политики. Со други зборови, угледот на Google беше доведен во прашање затоа што клиентите и деловните партнери беа несигурни дека Google ќе се однесува на своите традиционални деловни политики и ќе ги одржува позитивните односи помеѓу компанијата и клиентот. Покрај тоа, јавноста се загрижи за ризикот од монополизација на пазарот од страна на Google по ИПО. На таков начин, егалитарниот принцип што го применува Гугл на почетокот на своето искуство со ИПО се покажа како доста контроверзен и компанијата мораше да ги промени своите политики и да стане поизбирна во однос на своите инвеститори.Сепак, кога Гугл започна со својата ИПО, компанијата постојано ја подобри својата позиција, додека нејзините вработени станаа милионери. Покрај тоа, има и неколку милијардери, како основачите на Google, Сергеј Брин и Лери Пејџ. Регулаторните дополнувања покажуваат дека секој има сопствени акции на Google со пазарна вредност поголема од 12 милијарди американски долари, засновано на цената на акциите на Google во трговијата со утро во средата (Едмонстон, 2009).

Во исто време, сопствениците на компанијата само профитираа од компанијата, која ја создадоа, но вистинската маркетинг позиција на компанијата стана постојано подобра и нејзината финансиска позиција постабилна. Всушност, ИПО го забрза развојот на бизнисот на компанијата и постојано ги подобрува своите финансиски перформанси. Затоа, компанијата стана вистинскиот бехм на онлајн бизнисот затоа што компанијата енормно ги зголеми своите капитал и пазарните вредности. На пример, првично со цена од 85 американски долари, акциите на Google се зголемија во изминатите 600 американски долари во 2007 година и се затворија во 2009 година со 445,28 американски долари што се уште почитувани. Служи и како валута за аквизиции, како што е купувањето на Google за 1,6 милијарди американски долари на услугата за споделување видео преку YouTube пред три години (Едмонстон, 2009). На таков начин, компанијата постепено ја зголемуваше својата цена на акциите од почетокот на ИПО. Очигледно, компанијата стана една од лидерите и една од посакуваните субјекти на инвестициите, особено од делот на компании кои работат во софтверската индустрија и онлајн бизнис. Всушност, компанијата се обиде да ја подобри својата позиција преку развој на нови, поефективни стратегии за јавно објавување. Поточно, компанијата се префрли од егалитарниот пристап кон селективен пристап кон изборот на инвеститори. Во овој поглед, Google се покажа како доста успешна и постигна огромен успех.

Во исто време, важно е да се истакне фактот дека излегувањето во јавноста го отвори патот кон квалитативно ново ниво на развој на компанијата затоа што компанијата се покажа како флексибилна и воведе промени во своите политики за ИПО. Компанијата се обиде да ја подобри својата позиција постојано преку тоа што ќе го понуди својот удел во јавноста и привлекува инвеститори да собере средства за развој на нови проекти и успешно да ги спроведува. Во овој момент, вреди да се спомене фактот дека компанијата започна да воведува иновации откако излезе во јавноста со побрзо темпо во споредба со нејзините рани години на развој. И покрај тоа што Гугл секогаш беше ориентиран кон иновации, компанијата се здоби со огромни финансиски ресурси за развој на нови проекти и воведување на иновации додека Гугл излезе во јавноста. Така, имајќи го предвид горенаведеното, важно е да се стави акцент на фактот дека Гугл е една од најуспешните компании, која достигна огромен успех во текот на неколку децении. Во овој момент, потребно е да се истакне фактот дека компанијата го забрза својот развој откако излезе во

јавноста. ИПО му овозможи на Гугл да привлече значителни финансиски ресурси, кои компанијата ги инвестираше во развој на нови производи и нивно воведување масовно. Како резултат, компанијата ја презеде водечката позиција како главен пребарувач и како еден од најголемите играчи во онлајн бизнисот. Покрај тоа, неодамна, компанијата започна да влегува во индустријата за паметни телефони и да развива свој софтвер што отвори нови можности за компанијата да ја подобри својата позиција на пазарот. Во исто време, компанијата тешко може да спроведе вакви големи проекти и да ги заврши успешно. Како резултат, Гугл продолжува да напредува и има силна финансиска позиција.

- **Арапскиот нафтен гигант Aramco**

Саудиска Арабија ја процени државната нафтена компанија Aramco на 1.600 до 1.700 милијарди долари. Компанијата го објави ажурираниот проект за иницијалната јавна понуда во која се бараат повеќе од 25 милијарди долари за продажба на само 1,5% од акциите на компанијата. Со тоа арапската компанија потенцијално може да ја направи најголемата јавна понуда во светот. Проценетата вредност е помала од 2.000 милијарди долари, колку според извештаите, сакал да достигне престолонаследникот Мохаме бин Салман. Во објавеното соопштение се наведува дека големината на основната понуда ќе биде само 1,5% од акциите на компанијата, а цената е определена во распон од 8.0 до 8,5 долари. Со тоа, ако се добие горниот распон на цената, ова ИПО може да достигне 25,6 милијарди долари, односно да достигне рекордна цена која е поголема од кинескиот гигант Alibaba во 2014 година. Индивидуалните инвеститори, како и големите компании, ќе можат да купуваат акции кои ќе се продаваат на саудиската берза во Тадавул во Ријад. Престолонаследникот сака да собере средства за диверзификација на економијата од нафтата со инвестирање во индустрии кои не се врзани за енергетскиот сектор.

- **Кинескиот Apple**

„Xiaomi“ поднесе барање за иницијална јавна понуда на акции и во текот на годинава акциите на кинескиот Apple, како што медиумите ја нарекуваат компанијата, треба да се појават на берзата во Хонгконг. Уште нема конкретни и официјални детали за сумата која Xiaomi сака да ја собере со излегувањето на берза.

„Bloomberg“ споменува цифра од 10 милијарди долари плус вредноста на компанијата од дури 100 милијарди долари. Ова би можело да биде највредното ИПО на една кинеска технолошка компанија по излегувањето на берза на Alibaba пред неколку години.Во пресрет на ИПО-то на Xiaomi компанијата прв пат објави бројки врзани за приходите. Минатата година остварile приходи од 18 милијарди долари, што е раст од 70% во однос на годината претходно. Минатата година била одлична за Xiaomi особено затоа што по брзиот подем во 2014 и 2015 година, во 2016 година остварија разочарувачки резултати. Благодарение на големата побарувачка првенствено во Кина и во Индија, Xiaomi се проби меѓу петте најголеми мобилни компании во светот, а плановите за во иднина се ширење и на други пазари, вклучувајќи го и американскиот пазар, па компанијата очекува понатамошен раст на продажбата и заземање на уште поголем дел од мобилниот пазар. Xiaomi е најпознат по паметните телефони, кои имаат одличен сооднос на цената и квалитетот, но компанијата продава и многу други уреди: од паметни часовници и нараквици за фитнес до електрични ромобили, садови за готвење ориз и уреди за прочистување на воздухот, но најголем дел од заработката доаѓа од интернет-сервиси.

- **Ферари**

Од следната година Ферари ќе биде самостојна компанија, надвор од групацијата на Фиат. Цената на акцијата на Ферари (Ferrari) одредена вчера во иницијалната јавна понуда (IPO) на Њујоршката берза, изнесува максимални 52 долари, па пазарната вредност на италијанскиот производител на спортски автомобили достигна 9,8 милијарди долари. Податоците за упис на акциите на Ферари во IPO-то се уште не се јавно објавени, но Ројтерс дознава од извори упатени во ситуацијата дека побарувачката за 17,2 милиони акции на компанијата била значително поголема од понудата.

Затоа, конечната цена е одредена на максимални 52 долари по акција, со оглед дека во IPO-то цената се движела во распон од 48 до 52 долари.

Вкупно во иницијалната јавна понуда се собрани 893 милиони долари, а тргувањето со акциите на Ферари треба да почне денес на Њујоршката берза.

Фиат КрајслерАвтомобили (Fiat Chrysler Automobiles – FCA), мнозинскиот сопственик на Ферари понуди на продажба 9% од акциите на Ферари, што претставува чекор

кон издвојување на оваа компанија од FCA. Ферари кон почетокот на следната година треба да стане самостојна компанија.Ферари ќе вреди 12 милијарди долари, Претседателот на компанијата, Пиеро Ферари, син на основачот Енцо Ферари, ќе го задржи својот удел од 10%, додека FCA, седмиот по големина светски производител на автомобили, преостанатите 80% од акциите ќе ги подели на постоечките акционери на FCA.Ферари ќе преземе од Фиат 2,8 милијарди долари долгови, а потоа ќе издаде околу 2,12 милијарди долари обврзници.Вклучувајќи ги тие обврзници, вкупната вредност на Ферари би изнесувала околу 12 милијарди долари.Иако светски славен бренд, Ферари е релативно мал играч на глобалниот автомобилски пазар, со оглед на неговата политика да произведува помалку возила отколку што е побарувачката, за да ја задржи ексклузивноста.Во првите шест месеци годинава Ферари заработил 141 милион евра, околу 10% повеќе во однос на истиот период лани. Приходите на фирмата изнесувале 1,4 милијарди евра.FCA, сопственик на автомобилските брендови Фиат, Џип, Крајслер, Алфа Ромео, Ферари и Масерати, е меѓу најзадолжените компании во автомобилската индустрија, па парите од јавната понуда на акциите на Ферари ќе ги вложи во зголемување на продажбата, која што до 2018 планира да ја зголеми за 60%, на 7 милиони возила, а добивката треба да се зголеми пет пати.

4. Овластени учесници на пазарот на хартии од вредност во Република Северна Македонија

4.1. Услуги со хартии од вредност

Во нашето позитивно право видови услуги со хартии од вредност се следниве:

- купување и продавање на хартии од вредност по налог на клиентот;
- купување и продавање на хартии од вредност во свое име и за своја сметка;
- управување со портфилио на хартии од вредност по налог и за сметка на индивидуален клиент;
- вршење на трансакциите и активностите за сметка на издавачот на хартиите од вредност потребни за успешна јавна понуда на хартии од

вредност, без задолжителен откуп на непродадените хартии од вредност;

- вршење на трансакции и активности за сметка на издавачот на хартиите од вредност потребни за успешна јавна понуда на хартии од вредност, со задолжителен откуп на непродадените хартии од вредност;
- дејствување како покровител при котација;
- инвестиционо советување;
- извршување на трансакции и активности за сметка на трети лица потребни за преземање на едно акционерско друштво во согласност со Законот за преземање на акционерски друштва;
- чување на хартии од вредност што вклучува отворање и водење на сметки на хартии од вредност во свое име, а за сметка на клиенти во депозитар, отворање и водење на сметки на хартии од вредност и за своите клиенти кои не се сопственици на тие хартии од вредност, а за сметка на нивните клиенти и други услуги со хартии од вредност по налог на клиентот (исплата на достасани побарувања од издавачите врз основа на достасани хартии од вредност, камати и дивиденди за сметка на сопствениците на тие хартии од вредност, известување за собранија на акционерите и застапување на тие собранија, плаќање на даночни обврски на клиентот врз основа на хартии од вредност кои се во негова сопственост и слично).

Купување и продавање на хартии од вредност во реалноста се одвива исклучиво со посредување на брокерска куќа, при што е неопходно да се склучи договор за посредување. Само брокерот има право да продава и купува на берза. Неопходно е да се отвори наменска сметка во банка, којашто е член на Централниот регистар за да може да се изврши трансакцијата. Овластениот брокер може да купи или продаде акции исклучиво по даден налог. Во налогот се одредува горната или долната ценовна граница за купување или продавање на хартиите од вредност, како и датумот до кој важи договорот.

4.2. Правни лица кои вршат услуги со хартии од вредност

Во Законот е наведено дека услугите на Законот за хартии од вредност ги вршат:

- брокерска куќа со дозвола за работење, добиена од Комисијата;

- овластена банка, согласно Законот за банките, со дозвола за работење

добиена од Комисијата;

- подружница на странска брокерска куќа, која има добиено дозвола за работење од Комисијата.

За да може едно физичко или правно лице да врши услуги со хартии од вредност, задолжителна е дозвола од Комисијата за хартии од вредност. Во Република Северна Македонија брокерска куќа се основа како акционерско друштво од најмалку две физички или правни домашни или странски лица, освен кога основач е банка или осигурително друштво. Законот за хартии од вредност налага брокерска куќа да има најмалку две лица во редовен работен однос кои поседуваат дозвола за работење на брокер или дозвола за работење на инвестиционен советник издадена од Комисијата. Во зависност од тоа за вршење на кои услуги, согласно Законот, е регистрирана брокерската куќа, таа е должна да поседува и одржува основна главнина во износ од 75.000 евра, 150.000 евра, односно 500.000 евра во денарска противвредност. Во ниту еден момент износот на сопствените средства на брокерската куќа не смее да биде понизок од износот на основната главнина. Во случај овој износ да падне под минималниот износ Комисијата и наложува на брокерската куќа во одреден рок да се усогласи со законот. Комисијата како регулаторно тело ги пропишува и категориите на сопствени средства и начинот на пресметување на износот на сопствените средства на брокерската куќа во зависност од ризиците на кои е изложена при вршење на услугите.

Комисијата за хартии од вредност дава согласност и за именување на директор на брокерска куќа во Република Северна Македонија. Важно е да се напомене и фактот дека правно или физичко лице, вклучувајќи ги и поврзаните лица, може да биде акционер само во една брокерска куќа. Брокерската куќа е должна да ја информира Комисијата за секоја промена во сопственичката структура за стекнување на над 5% од акциите со право на глас, во рок од осум календарски дена од денот на настанувањето на промената. Банка може да поседува акции само во една брокерска куќа. Потребна е дозвола од Комисијата за да може брокерската куќа да се запише во трговскиот регистар. Брокерската куќа мора да биде членка на најмалку една саморегулирачла организација. Согласно Законот за банки и Законот за хартии од вредност со добиено овластување од страна на Комисијата за хартии

од вредност и банките можат да вршат услуги со хартии од вредност. Овие свои функции се должни да ги извршуваат одвоено од другите финансиски услуги во зависност од структурата и организацијата.

Во Република Северна Македонија странска брокерска куќа која е овластена да ги врши сите или некои од услугите со хартиите од вредност во која било од земјите членки на Организацијата за економска соработка и развој, може да ги врши истите услуги на територијата на Република Северна Македонија преку своја подружница која има дозвола за работење добиена од Комисијата. Исто така е предвидено дека освен барањето за издавање на дозвола за работење потребни се и следните документи:

- оригинал и превод на оригиналот на дозволата за вршење услуги со хартии од вредност од матичната држава и доказ за упис во трговскиот регистар или во друг регистар во согласност со законите на матичната држава;
- оригинал и превод на оригиналот од документот со кој регулаторот на пазарот на хартии од вредност во матичната држава одобрува основање подружница на брокерската куќа во Република Северна Македонија;
- ревидирани финансиски извештаи за последните три години.

4.3. Инвестициони советници

За што поуспешно спроведување на јавната понуда на хартии од вредност и последователно котација на берза уште на почетокот е неопходно компанијата да оформи соодветен тим – работна група која најпрво ќе се состои од интерни соработници, а подоцна ќе се прошири и со адекватни надворешни соработници. Во Република Северна Македонија само овластени инвестициони советници можат да вршат услуги поврзани со инвестиционо советување. Исто така инвестициониот советник треба да има положено стручен испит за инвестиционо советување, не треба да биде осудуван со правосилна судска одлука за кривично дело во последните 5 години пред поднесување барање за дозвола за инвестиционен советник и не смее да биде осудуван со правосилна судска одлука за сторено кривично дело предизвикување стечај на правно лице. Работната група која ќе се формира

во компанијата треба да е составена од индивидуи од различни области, кои имаат адекватни познавања, способности и искуства и кои ќе се насочат и мотивираат кон остварување на успешна јавна понуда на хартии од вредност. За поуспешно спроведување на процесот на јавна понуда на хартии од вредност неопходно е постојана вклученост на главниот извршен директор и финансискиот директор, чии одлуки и проценки ќе ја детерминираат и успешноста на јавната понуда. Останатиот дел од менаџментот, ќе и помага на работната група со подготвување на различни информации, пресметки и прегледи, како и со соодветни јавни настапи и комуникација со јавноста. Главниот извршен директор има водечката улога во процесот при што е неопходно да ги процени сите материјани факти и податоци кои што се презентираат во Проспектот, да го координира процесот на длабинска анализа на компанијата (due diligence), да ги провери и одобри финансиските извештаи кои ќе се дадат на ревизија кај овластените ревизори и директно да учествува во преговорите со инвестиционите советници.

Главниот извршен директор и финансискиот директор треба постојано да бидат присутни при контактите со потенцијалните инвеститори во рамките на сите активности при реализација на јавната понуда. Покрај внатрешните кадри од компанијата, за успешно спроведување на јавната понуда на хартии од вредност пожелно е во работната група да се вклучат и надворешни соработници и тоа: финансиски посредници и експерти, правни советници, даночни советници, ревизори и експерти за односи со јавност. Во меѓународната пракса во реализацијата на јавната понуда на хартии од вредност стандардно е вклучување на финансиски посредник или т.н. агент (банка или брокерска куќа), кој ќе се јави како менаџер на емисијата, ќе служи како главен советник и ќе биде задолжен за пласманот на новата емисија на хартии од вредност. Од тука за успех на овој процес многу е значаен изборот на агентот, кој треба да биде искусен финансиски посредник со познавање на процесот на запишување и продажба на хартии од вредност. Мошне значајна е и определбата на издавачот за целната група на посакувани инвеститори, односно дали да се посвети поголемо внимание на поединечни индивидуални инвеститори или на институционални инвеститори. За развиените пазари на хартии од вредност јавната понуда во најголем број на случаи се врши едновремено со т.н. откуп на емисијата (underwriting). Инвестиционите банки ја откупуваат емисијата, се обврзуваат на откуп на акциите од издавачот по однапред договорена цена, за подоцна со продажба на акциите да остварат разлика во цена, или пак

се обврзуваат да ги откупат сите непродадени акции од емисијата на издавачот (Full or Stand-by Underwriting).

Друга алтернатива преставува договор со финансиски посредник - агент за емисијата со задача за што подобра промоција на активности за продажба на акциите на компанијата која излегува во јавност, со цел што поуспешна емисија, но без обврска на откуп на непродадените акции од емисијата. Во помалку развиените пазари на хартии од вредност токму ваквите јавни понуди на хартии од вредност се вообичаен стандард. Често во развиените пазари на хартии од вредност издавачот назначува главен агент на емисијата - банка или брокерска куќа за спроведување на целокупната постапка за издавање и евентуален откуп на емисијата. Спроведувањето на јавната понуда на хартии од вредност и последователно котација на берза може да биде предводена од еден агент или од повеќе агенти (синдикат), со тоа што водечката улога ќе биде доделена на главениот агент. Главниот агент секогаш се наведува на првата страна на Проспектот, со оглед на тоа што тој ги извршува најзначајните задачи во процесот, односно ја договара емисијата со издавачот, го определува распоредот на настани во јавната понуда, одговорен е за длабинската анализа на компанијата и определување на цената на емисијата, како и дистрибуцијата на хартиите од вредност.

Главниот агент на емисијата е, исто така, одговорен и за формирање на т.н. синдикат од запишувачи на хартии од вредност, кои подоцна ќе учествуваат во продажбата на хартиите од вредност на поширокатa инвеститорска јавност. Често се случува главниот агент самостојно да не сака или да не може да го преземе целиот ризик (финансиски или репутациски) за издавање и откуп на хартиите од вредност. Од таа причина, а со цел диверзификација на ризикот, се формира т.н. синдикат на запишувачи (повеќе инвестициони банки и брокерски куќи). Синдикатот на запишувачи на хартии од вредност е своевидна гаранција за успешност на понудата на хартии од вредност. Членовите на синдикатот на запишувачи на хартии од вредност се одговорни за подготовка и успешно спроведување на инвеститорските конференции за време на јавната понуда и се одговорни за продажбата на поголемиот дел од понудената количина на хартии од вредност.

Вообичаено е синдикатот од запишувачи на хартии од вредност да ја препорача и големината и структурата на емисијата. Правниот советник учествува во подготовката на

договорите со главниот агент на емисијата, при подготовка и усогласување на актите на друштвото, при договарање со ревизорите, спроведување на соодветни активности кај други институции (од типот на централен регистар и централен депозитар), банка кај која ќе се отвори акумулациона сметка итн. Даночниот советник е потребно да се ангажира пред започнувањето на целиот процес при утврдување на потенцијалните даночни обврски на компанијата и сопствениците на друштвото, за време на реализацијата на јавната понуда на хартии од вредност, како и по продажбата на хартиите од вредност, (имајќи предвид дека како купувачи можат да се јават различни инвеститори). Ангажманот на ревизорот е поврзан со спроведување на ревизија на финансиското работење на друштвото во претходниот период, со обврска да издаде мислење за финансиските извештаи на друштвото. Во посебни случаи ревизорот може да биде ангажиран за спроведување на ревизија на периодичните извештаи на друштвото или во процесот на длабинско снимање на друштвото.

Со оглед на тоа што јавната понуда на хартии од вредност ќе предизвика интерес кај пошироката јавност, ангажирање на стручна агенција за односи со јавност е исто така пожелно, имајќи ја предвид потребата од создавање на сериозна и објективна слика за компанијата издавач со јавноста.

4.4. Инвестициски фондови

Законската дефиниција за друштво за управување со инвестициски фондови е акционерско друштво со седиште во Република Северна Македонија, кое добило дозвола од Комисијата за хартии од вредност за вршење на работи за основање и управување со инвестициски фондови. Во истиот Закон е дефинирано дека друштвото за управување со инвестициски фондови врши работи на основање и управување со инвестициски фондови, односно вложување на 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, како и врши други работи утврдени со овој закон. Според Законот за хартии од вредност, Комисијата за хартии од вредност врши контрола над работата над инвестициските фондови.

4.5. Фонд за обесштетување на инвеститори

За обесштетување на инвеститори во хартии од вредност законски се основа Фонд за обесштетување на инвеститори. Фондот го формира и со него управува правно лице кое за тоа добило одобрение од Комисијата. Операторот со Фондот ја гарантира исплатата на обесштетувањата на клиентите на членките на Фондот со парите обезбедени во Фондот, а согласно сопствените правила, условите утврдени во овој закон и со подзаконските акти на Комисијата. Комисијата со правилник поблиску ќе го пропише начинот и постапката за избор на оператор со Фондот.

Понатаму се вели дека членството во Фондот е задолжително за следниве акционерски друштва со регистрирано седиште во Република Северна Македонија:

- брокерски куќи и овластени банки кои ги извршуваат активностите од членот 94 на Законот за хартии од вредност и
- друштва за управување со инвестициски фондови кои вршат работи на управување со средства за сметка на индивидуален клиент, сопственик на портфолио.

Оваа обврска важи и за подружници на странски брокерски куќи, банки и друштва за управување со инвестициски фондови од држава членка на ЕУ, односно држава членка на ОЕЦЦ. Исто така законот наведува дека обесштетувањето на побарувањата на клиентите на членките на Фондот, кои побарувања членката на Фондот не е во можност да ги исплати и/или врати на клиентите се врши во следниве случаите кога:

- Надлежниот суд донел решение за отворање на стечајна постапка над членка на Фондот или
- Комисијата утврди дека кај членка на Фондот настанала неможност за исполнување на обврските спрема клиентите, односно дека таа не може да ги извршува паричните обврски и/или да ги врати хартиите од вредност, кои ги чувала и/или со кои управувала за сметка на клиентот.

Комисијата со правилник поблиску ја пропишува постапката и критериумите за

утврдување на настанатиот случај.

5. Акционерски друштва со посебни обврски за известување

Според законската дефиниција, акционерско друштво со посебни обврски за известување е друштво кое извршило јавна понуда на хартии од вредност или има основна гпавница од 1 000 000 евра во денарска противвредност или повеќе од 50 акционери или е котирано на берза. Ова значи дека било кој поединечен услов од споменатите да ги исполнува едно акционерско друштво, тоа ќе се води во Регистарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување. Комисијата за хартии од вредност кон крајот на 2003 година започна да води Регистар на акционерски друштва со посебни обврски за известување. Акционерското друштво се запишува во Регистарот доколку исполнува еден од погоре наведените услови за да добие статус на друштво со посебни обврски за известување. Формата, содржината и начинот на водење на Регистарот на акционерските друштва со посебни обврски за известување со Правилник го има пропишано Комисијата за хартии од вредност.

Во Регистарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување се водат и издавачите на должнички хартии од вредност кои од моментот на издавање до истекот на рокот на достасување и до целосното исплаќање на должничките хартии од вредност имаат статус и обврски на акционерско друштво со посебни обврски за известување. Акционерските друштва со посебни обврски за известувања посредно се контролирани од страна на Комисијата преку обврската за изготвување и доставување годишни извештаи за финансиските резултати, правниот статус и работењето во рок од 5 месеци по завршувањето на секоја календарска година. Исто така, акционерското друштво со посебни обврски за известување е должно да објави и резиме на ревидиран годишен извештај заедно со мислењето на овластен ревизор. Акционерско друштво со посебни обврски за известување е должно до Комисијата да достави попугодишен извештај за првите 6 месеци од календарската година во рок од 45 календарски дена по завршувањето на шестмесечјето.

Полугодишниот извештај содржи:

- Подетално образложение за работењето на акционерското друштво со кое се ажурираат податоците објавени во претходниот годишен извештај и
- Неревидирани финансиски извештаи, подготвени во согласност со меѓународните стандарди за финансиско известување.

Исто така, акционерското друштво со посебни обврски за известување е должно до Комисијата да доставува и тримесечни финансиски извештаи за првото и третото тримесечје кумулативно за тековната година во рок од 30 календарски дена по завршување на тримесечјето.

- Условите под кои акционерското друштво со посебни обврски за известување е должно до Комисијата да ги достави извештаите подготвени од страна на извршните членови на одборот на директори или управниот одбор се следниве:

- акционерското друштво има загуба поголема од 30% од активата на друштвото;
- основната главнина се намали под големината утврдена во статутот на друштвото или
- постојат други посебни извештаи за работењето на друштвото или за некои посебни аспекти на неговото работење.

Доколку акционерското друштво располага со ценовно чувствителни информации кои не се објавени во јавноста, истото има обврска веднаш да ја извести Комисијата и во најкраток можен рок да објави јавно соопштение. Законска обврска за акционерското друштво е веднаш да го објави настанувањето на следните околности:

- стекнување или отуѓување на значаен дел од средствата на акционерското друштво;
- промена на овластен ревизор;
- оставка и разрешување на членовите од органите на управување;
- склучување или раскинување на договор или друга правна работа која влијае врз промената на основната дејност на акционерското друштво;
- секој настан кој може да предизвика ненавремено или предвремено плаќање на финансиските обврски на акционерското друштво;

- отворање на стечај или ликвидација на акционерското друштво;
- неисполнување на обврски врз основа на издадени обврзници од страна на акционерското друштво;
- сите судски постапки во кои е вклучено акционерското друштво како тужител односно тужена страна, чија вредност изнесува најмалку 5% од вредноста на капиталот на друштвото определена врз основа на последните ревидирани годишни финансиски извештаи;
- сите промени на правата што ги носат акциите од ист род.

Акционерското друштво е должно да достави примерок од својот годишен, полугодишен, тримесечен и тековен извештај до Комисијата.

Во Законот за хартии од вредност нормирано е и необјавувењето на ценовно чувствителни информации. Законот нив ги дефинира како информации од специфична природа кои се директно или индиректно поврзани со издавачот на хартиите од вредност и кои доколку се обелоденат, би можеле да влијаат на цената на хартиите од вредност на издавачот или да влијаат не одлуката на инвеститорите да купуваат, продаваат или да ги чуваат хартиите од вредност. Акционерското друштво може да побара од Комисијата да биде ослободено од обврската за обелоденување на одредени информации во годишниот, полугодишниот и тековниот иевештај или на друг начин уреден во оваа глава доколку јавното објавување би предизвикало сериозно загрозување не значајни деловни интереси на акционерското друштво или би било спротивно на јавниот интерес и акционерското друштво е во можност да ја гарантира доверливоста на таквите информации. Претседателот на одбор не директори, претседателот на управен одбор и директорот не акционерското друштво се потпишуваат на годишните извештаи, резимето на годишниот извештај, полугодишните извештаи, тримесечните финансиски извештаи, како и на тековните соопштенија и материјали за акционерските собренија. Овие лице ја потврдуваат точноста не податоците во извештаите. Во рок од 15 работни дена од денот на назначувањето за член на надзорен, управен одбор или одбор на директори на акционерско друштво, лицето кое е назначено за член е должно да ја извести Комисијата и акционерското друштво за количината на хартиите од вредност издадени од акционерското друштво кои се во негова сопственост.

Член на надзорен, управен одбор или одбор на директори на акционерско друштво е должен да ја извести Комисијата и акционерското друштво во рок од пет работни дена од денот на порамнувањето на трговската трансакција и извршувањето на нетрговскиот пренос со хартии од вредност издадени од акционерското друштво во чии органи на управување тој е член. Овие обврски се однесуваат и на директор и на лица со посебни одговорности и овластувања во акционерското друштво. Законот за хартии од вредност наложува обврски за известување на одредени акционери. Такви се извештаите за сопственоста. Правно или физичко лице кое заедно со неговите поврзани лица ќе купи или на друг начин ќе стекне хартии од вредност издадени од акционерското друштво, во количина со која тоа лице заедно со неговите поврзани лица, директно или индиректно поседува повеќе од 5% од било кој род на хартии од вредност издадени од акционерското друштво е должен да доставува извештај до Комисијата и до акционерското друштво со кој ја обелоденува сопственоста на хартиите од вредност. Правно или физичко лице, кое заедно со неговите поврзани пица, директно или индиректно поседува повеќе од 5% од кој било род на хартии од вредност издадени од акционерското друштво е должно да доставува извештај до Комисијата и до акционерското друштво за секоја наредна порамнета трговска трансакција или извршен нетрговски пренос со хартии од вредност издадени од тоа акционерско друштво.

Да видиме што се тоа „поврзани правни лица“, „поврзани физички лица“ и „Физичко лице поврзано со правно лице“. Законот нив ги дефинира на следниот начин:

- „*Поврзаните правни лица*“ претставуваат: правно лице кое поседува, директно или индиректно најмалку 20% од акциите со право на глас од другото правно лице; правно лице во кое најмалку 50% од членовите на управниот или надзорниот одбор и одборот на директори се членови на управниот одбор, надзорниот одбор или одборот на директори на другото правно лице; правно лице кое согласно со одредбите на Законот за трговските друштва има значително учество, мнозинско учество или заемно учество во другото правно лице; две правни лица кои се контролирани од исто или исти правни или физички лица и правно лице кое по друг основ го контролира друго правно лица.
- Според Законот, „*поврзани физички лица*“ се физички лица коишто се: во сродство преку брак или посвојување; деца и родители, браќа и сестри, полубраќа и полусестри, баби, дедовци и внуци; на друг начин се крвно поврзани до втор степен; живееле во заедница пет години непрекинато во однос на родител - старател и дете, маќеа или очув и посинок

и поќерка, снаа, зет и родители на брачните другари;

- Понатаму дефинирано е „*физичко лице поврзано со правно лице*“, кое е лице кое директно или индиректно поседува 20% од акциите со право на глас во правното лице или на друг начин има квалификувано учество во правното лице. Комисијата детално ги пропишува условите за дополнително одредување на поврзани лица.

Комисијата со подзаконски акти подетално ги пропишува административните детали во врска со водењето на Регистарот, извештаите, обелоденувањето информации, обврските за известување итн.

6. Забранети дејствија во работењето со хартии од вредност

6.1. Неовластена понуда на хартии од вредност

Неовластена понуда на хартии од вредност со Закон не е дозволена. Оттаму, ништовна се смета секоја понуда на хартии од вредност која е спротивна на одредбите на Законот за хартии од вредност.

6.2. Забранети дејствија при понуда на хартии од вредност

Доведувањето во заблуда на инвеститорите се смета за забрането дејство при понудата на хартии од вредност. Така, според Законот за хартии од вредност, при понуда на хартии од вредност се забранува во Проспектот да се внесуваат ценовно чувствителни информации кои се невистинити или да не се внесат значајни податоци или ценовно чувствителни податоци, со што инвеститорите можат да се доведат во заблуда.

6.3. Ценовна манипулација

Во нашето право се забранува овластен учесник на пазарот за хартии од вредност или друго физичко или правно лице да создаде лажна претстава за определена хартија од

вредност со склучување на купопродажна трансакција со хартии од вредност при што нема промена на сопственикот и издавање налог за купување или продавање на хартии од вредност со претходно знаење дека истоветен налог е даден или ќе биде даден за купување или продавање на истата хартија од вредност од друго лице по приближно иста цена, со цел создавање фиктивна цена на хартиите од вредност или создавање привид на активно тргување со хартијата од вредност. Исто така, законот предвидува дека трговска трансакција со хартии од вредност склучена од овластен учесник на пазарот на хартии од вредност или друго физичко или правно лице е во спротивност со одредбите на Законот за хартии од вредност ако единствено има за цел:

- да ја зголеми цената на хартиите од вредност и да ги наведе инвеститорите да ја купуваат таа хартија од вредност;
- да ја намали цената на хартии од вредност и да ги наведе инвеститорите да ги продаваат своите хартии од вредност и
- да се предизвика привид на активно тргување со хартии од вредност за да се наведат другите инвеститори да купуваат или продаваат хартии од вредност.

6.4 Ширење неточни информации

- Ширењето на неточни информации е едно од забранетите дејства при понудата на хартии од вредност. Оттаму, постои забрана за ширење на неточни информации или информации кои доведуваат до заблуда преку медиумите вклучувајќи го и интернетот или на друг начин, а кои влијаат на обемот на тргување или цената на хартијата од вредност, при што правното или физикото лице од кое потекнала информацијата знаело или требало да знае дека информацијата е неточна, односно дека доведува до заблуда. Доколку новинар, вршејќи ја својата професија, даде неточна информација или информација која може да доведе до заблуда, истиот е одговорен согласно овој закон, доколку остварил директна или индиректна корист од објавувањето на таа информација.

6.5. Забрана за користење на манипулативни и измамнички дејствија

Во Законот се набројуваат дејствијата на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност или друго правно или физичко лице кои се сметаат за манипулативни и измамнички. Тоа се:

- служење со методи и механизми со цел вршење на измамнички дејства;
- давање невистинити ценовно чувствителни информации или пропуштање да даде ценовно чувствителни информации кои со оглед на околностите можат да предизвикаат заблуда;
- вклучување во активност која има или би имала за цел измама на некое лице или негово доведување во заблуда.

- **Внатрешни информации**

Понатаму, Законот посветува внимание на располагањето со внатрешните информации. Лицата кои не смеат да купуваат или продаваат хартии од вредност или на друг начин да остварат материјална добивка врз основа на внатрешни информации се: лица, акционери, членови на управен одбор и членови на одбор на директори, вработени или надворешни соработници кои при извршување на професионалните задачи имаат пристап до внатрешни информации. Овие лица исто така не смеат да ги обелоденуваат внатрешните информации на трети лица или врз основа на овие информации да им препорачуваат на трети лица купување или продавање на хартии од вредност на кои се однесуваат внатрешните информации. Правно или физичко лице кое ќе дознае дека информацијата што ја примило од погоре наведените лица е внатрешна информација не смее да купува или продава хартии од вредност или на друг начин да се стекнува со имотна корист врз основа на внатрешна информација. Овде е важно да се потенцира дека овие одредби нема да се применуваат за трговските трансакции што значат исполнување на договорни обврски за купување или продавање на хартии од вредност што настанале како резултат на договор склучен пред правното или физичкото лице да ја дознае внатрешната информација. Во

ставот 5 од овој член посебно се истакнува регулаторната улога на Комисијата којашто поблиску го пропишува начинот на спречување на злоупотреба на внатрешните информации.

6.7. Известување за трансакции склучени врз основа на внатрешни информации

Законодавецот ја предвидува и ситуацијата кога претходно наведените лица, коишто имаат пристап до внатрешни информации, ќе дознаат дека правно или физичко лице купува или продава хартии од вредност врз основа на внатрешна информација. Во овој случај постои обврска лицата да го известат издавачот. Комисијата и берзата на која котираат хартиите од вредност. Начинот и содржината на известувањата ги пропишува Комисијата за хартии од вредност.

6.8. Контрола при користење со внатрешни информации

Контролата при користење со внатрешни информации и начинот на кој таа се врши, се законски уредени. Така со цел спречување на неовластено користење со внатрешни информации и/или откривање на неовластено користење, Комисијата може да побара соодветни објаснувања и податоци од следните правни или физички лица:

- членови на управен одбор и одборот на директори на акционерското друштво со посебни обврски за известувањеили за друг издавач, чии хартии од вредност се тргуваат на берза;
- лица со посебни овластувања кај акционерско друштво со посебни обврски за известување или кај друг издавач, чии хартии од вредност се тргуваат на берза;
- акционер кој поседува најмалку пет проценти од хартии од вредност со право на глас во акционерското друштво со посебни обврски за известување или во друг издавач, чии хартии од вредност се тргуваат на берза;
- издавач чии хартии од вредност котираат на берза во Република Северна

Македонија;

- брокерска куќа која врши услуги во врска со купување и продавање на хартии од вредност;
- физичко или правно лице и вработените во правното лице кои можат да знаат за случаи на новластено користење со одредени прекршувања на забраната за употреба на внатрешни информации.

Сите овие лица се должни по барање на Комисијата да достават соодветни информации и усни објаснувања, понатаму да го откријат идентитетот на правното или физичкото лице во чие име и за чија сметка е склучена соодветната трансакција со хартии од вредност и да ги дадат на увид сите или определени документи во врска со соодветната трансакција со хартии од вредност.

6.9. Неточни финансиски извештаи или финансиски извештаи што предизвикуваат заблуда

Потпишувањето на неточен или некомплетен извештај, односно финансиски извештај што предизвикува заблуда, кој е во спротивност со наметнатите стандарди за финансиско известување и меѓународните стандарди за ревизија е забрането. Законот исто така предвидува во случај на непочитување на горенаведеното правило ревизорот или сметководителот да одговараат за штетата на лице кое претрпело загуба како резултат на неточен и некомплетен финансиски извештај, односно финансиски извештај кој предизвикува заблуда.

6.10. Обврски за чување тајна

Што се однесува до обврската за чување тајна, таа е регулирана на тој начин што членовите на органите на управување, директорот, вработените и овластените ревизори на депозитарот; на брзата како и на брокерските куќи се должни да не ги обелоденуавт податоците кои ги дознале во текот на нивните секојдневни работни активности, освен ако тие податоци не ѝ се на друг начин познати на јавноста или треба да се обелоденат на

јавноста согласно со Законот за хартии од вредност или со друг закон.

6.11. Купување на хартии од вредност од неовластена понуда на хартии од вредност

Право не тужба до надлежен суд за враќање на средствата со кои се купени хартиите од вредност заедно со каматата, намалени за добиениот приход, има лице кое купило хартии од вредност понудени од издавач спротивно на одредбите на Законот за хартии од вредност.

6.12. Тужби во врска со Проспект кој содржи измамнички податоци

Едно од поинтересните прашања за обработка се тужбите во врска со Проспект кој содржи измамнички податоци. Во Законот е наведено дека лице кое купило хартии од вредност, без да знае дека Проспектот содржи невистинити и неточни податоци за ценовно чувствителни информации, или дека во Проспектот се пропуштени ценовно чувствителни информации кои со оглед на околностите можат да предизвикаат заблуда, може да поднесе тужба за враќање на уплатените средства со камата, намалени за добиениот приход и изгубена добивка како резултат на непоседување на хартијата од вредност. Тужбата може да се поднесе против следниве лица:

а) издавачот на хартиите од вредност;

б) лицата потписници на Проспектот;

в) членовите на управниот, надзорниот одбор и одборот на директори во моментот на издавање на Проспектот и

г) сметководител или овластен ревизор кој се согласил да биде именуван како лице кое подготвило или одобрило дел од Проспектот, односно изготвило или одобрило извештај, процена или финансиски извештај искористен во изготвувањето на Проспекгот. Под услов лицето да стекнало хартии од вредност откако издавачот ги направил своите финансиски извештаи достапни на своите акционери за периодот од најмалку 12 месеца по издавањето на Проспектот, има право на враќање на средствата, согласно овој член, доколку поднесе доказ дека стекнало хартии од вредност врз основа на невистинити податоци во Проспектот или врз основа на Проспектот без да знае дека истиот не е комплетен.

Од друга страна е наведено дека претходно наведените лица не може да се сметаат за одговорни доколку се докаже дека:

- не ја врши должноста или не е на работното место како што било наведено во Проспектот и доколку ја известил Комисијата и издавачот во писмена форма за настанување на овие околности;
- без негово знаење Проспектот станал достапен на јавноста и затоа ја известил јавноста и Комисијата по откривањето дека Проспекгот бил достапен на јавноста и
- постои основано сомнение дека податоците наведени во Проспекгот биле невистинити и дека во него недостасуваат ценовно чувствителни информации.

Штетата што се надоместува не може да биде поголема од цената по која хартиите од вредност биле понудени на јавноста и се утврдува како разлика меѓу цената платена за хартиите од вредност:

а) нивната проценета вредност во моментот на поведување на судска постапка;

б) цената по која хартиите од вредност биле продадени на секундарниот пазар пред поведување на судскиот спор и

в) цената по која хартиите од вредност биле продадени на секундарниот пазар после завршување на судска постапка.

Одговорноста солидарно се распределува помеѓу лицата наведени погоре во оваа точка.

6.13. Одговорност за манипулација со цената на хартиите од вредност

Одговорноста за манипулација со цената на хартиите од вредност е на одговорноста на лица кои своеволно учествуваат во активности кои се спротивни на одредбите поврзани со давање неточни финансиски извештаи, обврските за чување тајна и купување на хартии од вредност од неовластена понуда. Секое од тие лица е одговорно на секое лице кое одлучило да купи, продаде или продолжи да поседува хартии од вредност врз основа на цена утврдена како последица на незаконска активност и може да биде тужено пред надлежен суд за надомест. Сепак правото на тужба застарува во рок од една година од дознавање на фактите за прекршувањето на законот, односно три години од прекршувањето на законот.

6.14. Спречување на перење пари и финансирање на тероризам

Покрај другите одредби, во Законот за хартии од вредност важно е да се напомене дека предвидени се и одредби кои се однесуваат на спречување на перење пари или пак финансирање на тероризам при работа со хартии од вредност. Комисијата повторно е таа која врши контрола на примената на овие прописи од страна на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност. Доколку открие неправилности, Комисијата може да донесе решение за изрекување мерка.

7. Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија

7.1. Комисијата за хартии од вредност како независно регулаторно тело

Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија претставува самостојно и независно регулаторно тело, со јавни овластувања утврдени со Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициски фондови, Законот за преземање на акционерски друштва и сите подзаконски акти кои призлегуваат од нив. Комисијата го регулира и контролира работењето со хартии од вредност на територијата на Република Северна Македонија. Комисијата, во рамките на своите законски надлежности и овластувања, се грижи за законито и ефикасно функционирање на пазарот на хартии од вредност и за заштитата на правата на инвеститорите, со цел за постојано јакнење на довербата на јавноста во институциите на пазарот на хартии од вредност во Република Северна Македонија. Комисијата има својство на правно лице. Седиштето на Комисијата е во Скопје.

7.2. Функции на Комисијата за хартии од вредност

Комисијата ги врши следниве функции:

- презема мерки за спроведување на овој закон и на законите кои се во нејзина надлежност;

- донесува подзаконски акти врз основа на законите кои се во нејзина надлежност;
- презема мерки за спроведување на подзаконски акти врз основа на законите кои се во нејзина надлежност;
- врши контрола над целокупната документација на издавачите 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 дејствија поврзани со работењето со хартии од вредност;
- издава дозволи, одобренија и согласности врз основа на овој закон и другите закони во нејзина надлежност;
- го регулира начинот на тргување со хартии од вредност на берзите;
- може привремено или трајно да го прекине тргувањето со определена хартија од вредност заради спречување на манипулативни дејствија, при што посебно ќе се утврдат начинот и постапката;
- врши следење на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност;
- врши следење и контролирање на функционирањето на пазарот на хартии од вредност;
- врши контрола на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност;
- одредува стандарди на конкуренција меѓу учесниците на пазарот на хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со фондови, односно инвестиционите фондови, по пат на контроли или на друг начин;
- дава согласност за именување на директори на правни лица учесници на пазари на хартии од вредност, вклучувајќи и директори на организационата единица во банката која е надлежна за вршење на услуги се хартии ед вредност, како и директори на друштвата за управување со инвестициони фондови;
- ги одобрува барањата за издавање на хартии од вредност;
- се грижи за законит, чесен и транспарентен пазар на хартии од вредност;
- ги одобрува донесувањето и сите измени на актите на депозитарот и берзата;
- соработува со други институции во Република Северна Македонија и надвор од неа;
- донесува програми за работа, финансиски план и годишна сметка и го усвојува годишниот извештај за работењето на Комисијата;

- врши избор на овластено друштво за ревизија и го усвојува извештајот на ревизијата на Комисијата;
- донесува акти, односно правилници за внатрешната организација на Комисијата и врши други работи во врска оо работењето со хартии од вредност согласно Законот и со други закони во нејзина надлежност.
- поблиску ги пропишува условите кои треба да ги исполнува овластениот ревизор за да може да дава мислења во постапка за одобрување зделка со заинтересирана страна, согласно Законот за трговските друштва и
- ги пропишува содржината и формата на мислењето што овластениот ревизор го дава во постапката за одобрување на зделка со заинтересирана страна.

7.3. Организација на работењето на Комисијата на хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност е составена од пет комисионери од кои еден е нивни претседател. Нивниот мандат трае пет години и имаат можност за реизбор. Во Законот е наведено дека претседателот и комисионерите се професионално ангажирани во Комисијата со полно работно време и не можат да имаат друга функција и да бидит вработени на друго работно место или да добиваат друг надомест освен плата како комиоионери и надоместоци од повремени едукативни и авторски хонорари.

Претседателот и комисионерите на Комисијата за хартии од вредност ги избира и разрешува Собранието на Република Северна Македонија, по предлог на Владата на Република Северна Македонија. Функцијата претседател може да престане единствено со поднесување оставка на претседателот или негово разрешување од страна на Собранието на Република Северна Македонија како комисионер. Во случај на поднесување на оставка од страна на претседателот, неговата функција како комисионер продолжува и понатаму, а Собранието на Република Северна Македонија, на предлог на Владата на Република Северна Македонија, избира нов претседател за остатокот од мандатот. Законот изрично ги наведува условите коишто мора да ги исполнува едно лице за да биде избрано за комисионер. Во случај претседателот, односно комисионерот да сака да поднесе оставка, треба да поднесе писмена изјава до Владата на Република Северна Македонија, која истата ја доставува до Собранието на Република Северна Македонија. Собранието на првата

наредна седница, констатира дека на членот на Комисијата за хартии од вредност му престанува мандатот.

Со Комисијата за хартии од вредност раководи претседател, а во случај на негово отсуство или спреченост, го заменува член на Комисијата. Задолженијата на претседателот на Комисијата се: да се грижи за редовно свикување на седници на Комисијата, го предлага дневниот ред на секоја седница, поднесува извештаи за активностите на Комисијата, во периодот меѓу 2 седници им дава упатства на комисионерите и вработените во Комисијата и го контролира нивното спроведување; да ја организира и раководи стручната служба на Комисијата; да се грижи за стручно усовршување на вработените во стручната служба и за примање и отпуштање од работа на вработените по претходно одобрение од мнозинството на комисионери; понатаму да ги потпишува актите и решенијата на Комисијата; да ја претставува Комисијата пред трети лица; и најпосле, да го контролира спроведувањето на решенијата на Комисијата. Вака определените надлежности на претседателот на Комисијата се во корелација со непречно одвивање на неговата раководна и извршна функција во Комисијата.

7.4. Правила на однесување

Правилата на однесување се прецизно определени во Законот. Оттаму, нормирано е дека претседателот, односно комисионерот кој има интерес за некое прашање за кое треба да расправа и одлучува Комисијата, е должен да ја открие природата на таквиот интерес на седницата на Комисијата, на која се разгледува и одлучува по тоа прашање и истото се евидентира во записникот од таа седница. Должноста за откривање на природата на интересот се однесува и во случаите кога на седницата на Комисијата се расправа и се одлучува за некое прашање за кое интерес имаат брачниот другар или лице во сродство во права линија на претседателот, односно комисионерот. Понатаму е наведено дека должноста за откривање на овој тип на интерес се однесува и на вработените лица во Комисијата. Заради специфичноста на работата на Комисијата, истата донесува правила на однесување на комисионерите и вработените во Комисијата, со цел за спречување судир на интереси и уредување на однесувањето на сегашните и поранешните комисионери и вработени во Комисијата. Во Законот за хартии од вредност е предвидено кои лица не смеат да ги

употребат или обелоденат деловните тајни или внатрешните информации со кои се стекнале во текот на работењето во Комисијата. Понатаму се наведени лицата и органите на кои можат да им бидат обелоденети информациите добиени во текот на работењето на Комисијата.

7.5. Одговорност на Комисијата за хартии од вредност

Комисијата не одговара за веродостојноста, потполноста и точноста на податоците содржани во Протектот и поканата за јавна понуда, соопштението за приватен пласман и за друг извештај доставен до Комисијата, акционерите и јавноста од страна на издавачот. Комисионер или вработен во Комисијата не одговара за штетата што настанале 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. 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. Ако со правосилна судска пресуда е утврдено дека комисионер или вработен во Комисијата, со умисла или од небрежност извршил повреда на работните задачи, комисионерот или вработениот се одговорни за настанатата штета и се должни да и ги надоместат на Комисијата трошоците.

8. Остварување на регулаторната функција на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија

Регулативата на пазарот на хартии од вредност се состои и од многу подзаконски акти, со кои подетално се регулираат односно доразработуваат одредени постапки, состојби, активности и слично.

Постапките за донесување, изменување и укинување на правилниците на Комисијата се законски нормирани. Имено, се вели дека Комисијата донесува, изменува и дополнува 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. Комисијата може да донесе правилник за престанување на важење на правилник без претходна јавна расправа. Доколку оцени дека постои потреба за правилник од времен карактер, Комисијата може да го донесе без претходна јавна расправа и таквите правилници важат најмногу 90 дена. Што се однесува на законската регулатива со која се регулира пазарот на хартии од вредност во Република Северна Македонија, односно на трите закони од надлежност на Комисијата: Законот за хартии од вредност, Законот за преземање на акционерски друштва и Законот за инвестициони фондови треба да се наведе дека на сите три закони во текот на 2007 година се извршило по една измена и дополнување. Комисијата неколку пати до Министерството за финансии доставувала иницијативи со предлози за законски измени, заради подобро регулирање но и нормирање на одредени состојби воочени на пазарот на хартии од вредност. Комисијата за хартии од вредност во текот на 2007 година усвоила два правилника кои произлегуваат од Законот за инвестициони фондови. Кон крајот на 2007 година, Комисијата усвоила три правилника кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност.

Комисијата за хартии од вредност во својот извештај за работата за 2008 година наведува дека таа година донела 12 нови правилници и 6 правилници со кои се изменувале или дополнувале веќе донесени правилници, како и Закон за измени и дополнување на Законот за хартии од вредност. Со Законот за изменување и дополнување на Законот за хартии од вредност се предефинираа одредбите кои ја регулираат приватната понуда на хартии од вредност, се додадоа нови одредби со кои се регулира тарифникот кој ги опфаќа надоместоците што ги наплаќа берзата за извршените услуги, подетално се регулира договорот за чување на хартии од вредност, договор кој овластените учесници на пазарот на хартии од вредност го склучуваат со клиенти за кои ја извршуваат услугата чување на хартии од вредност. Понатаму, во делот на акционерските друштва со посебни обврски за известување се воведе обврска за известување на сите судски постаки во кои друштвото е вклучено доколку вредноста на спорот изнесува најмалку 5% од вредноста на капиталот на друштвото и се воведе обврска за акционерското друштво за доставување на извештај до Комисијата за стекнување или отуѓување на повеќе од 5% од хартиите од вредност издадени од тоа друштво од страна на правно или физичко лице. Во делот на Комисијата, се

предефинираа одредбите со кои се регулираа надоместоците од кои се обезбедуваат средства за работа на Комисијата, се додадоа нови членови со кои се овозможи Комисијата да формира посебни тела кои ќе постапуваат по прекршоците утврдени со Законот за хартии од вредност. Имено, се овозможи формирање на Комисија за прекршоци и Комисија за посредување кои ја водат постапката до изрекување соодветна прекршочна санкција при сторен прекршок. Се предвиде и целосна професионализација на членовите на Комисијата така што мандатот на постојните членови е со важност до изборот на нови, а Владата на Република Северна Македонија во рок од 60 дена од влегување во сила на овој закон до Собранието на Република Северна Македонија треба да достави предлог за именување на нови членови. Исто така во 2008 година донесен е нов Правилник за формата и содржината на годишните, полугодишните, тримесечните и тековните извештаи, резимето од годишните извештаи, материјали за акционерски собранија на акционерските друштвата со посебни обврски за известување кои се водат во Регистарот на Комисијата за хартии од вредност.

Во насока на целосна примена на регулативата Комисијата ги донела подзаконските акти од законите во нејзина надлежност. Во текот на 2009 година Комисијата донела 15 нови правилници и 3 правилници со кои се менија или дополнија веќе донесени правилници. Кон крајот на 2009 година Комисијата усвоила и 11 правилници произлезени од Законот за инвестициски фондови и еден правилник од Законот за хартии од вредност кои биле објавени за јавна расправа.

Во 2009 година Комисијата за хартии од вредност донела 4 Правилници кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност и 14 Правилници кои произлегуваат од Законот за инвестициски фондови, како и подзаконските акти кои ги донела Комисијата заради операционализација на Законот за инвестициски фондови.

Во поглед на законската регулатива во 2010 година значајно е донесувањето на Законот за изменување и дополнување на Законот за хартии од вредност, објавен во Службен весник на РМ бр.57 од 2010 година, што претставува натамошна хармонизација со правниот поредок на ЕУ - Директива 2004/39/Е3 за пазари на финансиски инструменти (MiFID), Директива 2007/44/ЕК во врска со правилата и критериумите за стекнување и зголемување на учеството во финансискиот сектор и Директива 97/9/ЕК за шеми за надомест на инвеститорите. Суштинските новини воведени со овие измени на Законот за хартии од вредност се обврската за основање на Фонд за обештетување на инвеститори во хартии од

вредност како инструмент за заштита на инвеститорите; обврската за формирање на Гарантен фонд како начин на обезбедување на учесниците на пазарот на капитал од неможност за порамнување на берзански трансакции. Понатаму, воведени се правила и стандарди за стекнување на квалификувано учество во брокерска куќа, берза за хартии од вредност и депозитар за хартии од вредност, како и се воведува т.н. омнибус (збирна) сметка на хартии од вредност, со што се намалува администрирањето и трошоците на инвеститорите нерезиденти. Во поглед на примарниот пазар, воведена е обврска за задолжително спроведување на јавните понуди на хартии од вредност преку овластена берза. Во текот на 2010 во насока на целосна примена на регулативата Комисијата донела или изменила 28 подзаконските акти кои произлегуваат од законите во нејзина надлежност. Постапката на носење на подзаконските акти е во две фази, односно секој правилник донесен од Комисијата мора претходно да се објави на јавна расправа која трае 30 дена, при што секое заинтересирано лице или било која засегната страна може да даде забелешки, сугестии и коментари на предлог актите кои се објавени на јавна расправа. По завршување на јавната расправа, Комисијата финално ги усвојува подзаконските акти.

Во 2010 година Комисијата за хартии од вредност донела 11 Правилници кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност и 17 Правилници кои произлегуваат од Законот за инвестициски фондови. Во текот на 2010 година Комисијата го донела Правилникот за начинот на работа на друштвата за управување со инвестициски фондови.

8.1. Посредна регулација

Комисијата може да им наложи на берзи и депозитари донесување. изменување и укинување на акти, доколку утврди дека тоа е неопходно за спроведување на Законот, а со цел за заштита на интересите на инвеститорите, учесниците на пазарот на хартии од вредност и интегритетот на пазарот; одржување на чесен, уреден и транспарентен пазар на хартии од вредност и осигурување на брзо точно и сигурно утврдување и порамнување на трговски трансакции. Комисијата за хартии од вредност во својот Годишен извештај за 2010 година во одделот за издавање согласност, одобренија и дозволи на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, објавува дека во текот на 2010 година дала согласност и иницирала изменување и дополнување на актите на Македонската берза АД Скопје и на

Централниот депозитар за хартии од вредност Ад Скопје. Во текот на 2010 година Комисијата дала согласност на измените и дополнувањата на Правилата за тргување на Македонската берза АД Скопје. Во текот на декември 2010 година, Комисијата дала согласност на Одлуката за привремено ослободување од плаќање на членките на берзата за дел од надоместоците утврдени во Тарифникот на Македонската берза АД Скопје.

Во годишниот извештај за 2010 година Комисијата наведува дека во декември дала согласност на Централниот депозитар за хартии од вредност за Правилата за формирање и начинот на користење на гарантниот фонд на Централниот депозитар. Во областа Правила за работа, Комисијата дала согласност на Одлуката за измени и дополнувања на Правилата за работа на Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје. Во 2010 година Комисијата издаде шест согласности за именување на директори на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност, од кои две согласности за именување директор на брокерски куќи и четири согласности за именување директор на организациона единица на банка за работи со хартии од вредност, како и една согласност за именување на в.д. директор на организациона единица на банка за работа со хартии од вредност. Комисијата издаде три дозволи за работење на брокер и четири дозволи за инвестициски советник. Во 2010 година беа обновени четири дозволи за работење на брокер. Во текот на 2010 година Комисијата издаде една дозвола за работа со хартии од вредност на НЛБ Тутунска банка АД Скопје - Служба за работа со хартии од вредност.

Во годишниот извештај за 2009 година Комисијата објавува дека дала согласност на повеќе акги на Македонската берза АД Скопје, а во определени случаи иницирала изменување и дополнување на актите на Македонската берза АД Скопје.

Во текот на 2009 година, Комисијата дала согласност на измени и дополнувања на Правилата за котација на Македонската берза АД Скопје, со исклучок на делот кој се однесува на можноста Берзата, во исклучителни случаи, по свое дискрециono право да не изврши регистрација на одредена хартија од вредност на Пазарот на јавно поседувани друштва, доколку оцени дека со прифаќањето би се нарушил интегритетот на пазарот или би се довеле во заблуда потенцијалните инвеститори, или доколку утврди дека хартиите од вредност не се целосно уплатени и неограничено преносливи. Исто така се задолжила берзата да изврши промена на називот на пазарниот сегмент „Пазар на јавно поседувани друштва" во „Пазар на акционерски друштва со посебни обврски за известување", заради

усогласување на терминологијата употребена во Законот за хартии од вредност. Во декември 2009 година, Комисијата дала согласност за примена на нови Правилата за тргување на Македонска берза АД Скопје. Комисијата ја задолжила Македонска берза АД Скопје да изврши дополнување на критериумите за распоредување на хартиите од вредност во еден од двата режима на тргување, со следните критериуми: обем на тргување и длабочина на пазар. Комисијата, исто така ја задолжила берзата да предвиди дека не е дозволено извршување на вкрстени трансакции во кои би се реализирал налог од клиент од едната страна со налог на вработен во членката од другата страна. Во извештајот исто така е наведено дека Македонската берза во февруари 2009 година поднела и прво барање за добивање согласност на измени и дополнување на Тарифникот за висината на надоместоците, на кои Комисијата не дала согласност за нивна примена. Но во текот на декември 2009 година Комисијата дала согласност на новата Одлука за измени и дополнување на Тарифникот за висината на надоместоците на Македонската берза, со која се предлагаат нови тарифни ставки за нови услуги кои ги нуди Македонската берза.

Во 2009 година Комисијата го одобри основањето на едно друштво за управување со инвестициски фондови и на еден отворен инвестициски фонд. Воедно, Комисијата ги одобри и следните акти на фондот: Статут, Проспект и договорот со депозитарна банка. Во 2009 година Комисијата издаде 21 согласност за именување директори на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност, од кои 12 согласности за именување директор на брокерска куќа или организациона единица на банка за работа со хартии од вредност, 2 согласности за именување извршни директори на Македонската Берза АД Скопје, 1 согласност за именување на вршител на должност директор на Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје и 6 согласности за именување на извршни членови на Одборот на директори на друштвата за управување со инвестициски фондови.

Во 2008 голина Комисијата издаде 19 согласности за именување директори на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност, од кои 13 согласности за именување на директор на брокерска куќа, 5 согласности за именување директор на организациона единица на банка за работа со хартии од вредност и една согласност за именување на вршител на должност на директор на Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје. Покрај тоа во 2008 година Комисијата донела и едно решение за одбивање на

барањето за согласност за директор на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност.

Во октомври 2008 година, Комисијата иницирала измена во Правилата за тргување и Анексите на Македонската берза Ад Скопје. Имено, откако биле забележани одредени пропусти во Анекс 2 од Правилата за тргување на Македонската берза АД Скопје, кој се однесува на организирање на јавна берзанска аукција на акции во сопственост на државата, Комисијата со решение ја задолжила берзата да изврши соодветна измена. Комисијата во текот на 2008 година дала согласност на измени и дополнување на Тарифникот за висината на надоместоците на Македонската Берза АД Скопје. Во својот извештај за 2008 година, Комисијата наведува дека во текот на 2008 година, дала согласност на измени и дополнувања на Тарифникот за висината на надоместоците на Централниот депозитар АД Скопје. Исто така Комисијата во 2008 година дала согласност за измени и дополнувања не Правилата за работа на Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје. Понатаму е наведено дека Комисијата дала согласност на измени на Правилата за однесување и дисциплина, Правилата за членство, како и согласност за измена на Правилата за арбитража на Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје кои се извршени со цел нивно усогласување со измените на Статутот на Централниот Депозитер АД Скопје, со кои се изврши промена на системот на управување на Централниот Депозитар АД Скопје и се премине од двостепен не едностепен систем на управување.

9. Контрола над работењето со хартии од вредност во Република Северна Македонија

9.1. Контрола над овластените учесници на пазарот на хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност заради утврдување на законитоста во работењето може да врши редовна и вонредна контрола, како и со или без претходна најава, по своја оцена и како дел од редовното работење на Комисијата. Според начинот на извршување, контролата може да биде посредна и непосредна. Посредната контрола се спроведува преку добивање на податоци од овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, а непосредната се спроведува преку вршење директен увид на податоците од редовното работење во просториите на контролираниот учесник на пазарот на хартии од вредност. Комисијата поблиску ги пропишува начинот и постапката за вршење на контролата како и формата и содржината. Преку своите годишни извештаи Комисијата за хартии од вредност

ја информира стручната и пошироката јавност за активностите коишто ги преземале во однос на контролата на работата со хартии од вредност во Република Северна Македонија. Во Годишниот извештај од 2010 година во делот за супервизија на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, Комисијата наведува дека во текот на 2010 година активно ја извршувала својата контролна функција на пазарот на хартии од вредност во Република Северна Македонија. Реализирањето на контролната функција во најголем дел се остварувала преку решавање на индивидуални и групни барања на акционери за заштита на нивните права кои произлегуваат од сопственоста над акциите, како и преку контрола на целокупното работење на сите овластени учесници на пазарот на хартии од вредност. Понатаму во извештајот се вели дека во 2010 година до Комисијата биле поднесени вкупно 41 барање за заштита на акционерските права од физички и правни лица кои се однесувале на:

- Проверка и поништување на трансакции реализирани на Македонската берза АД Скопје;
- Остварување на права од хартиите од вредност (право на глас, дивиденда, остаток од стечајна маса и слично);
- Остварување на права од хартиите од вредност во АД во стечај или ликвитација;
- Увид во документација и во акционерска книга;
- Блокирање на акции;
- Контрола на трансакции склучени на Македонската берза АД Скопје во однос на почитување на одредби од Законот за преземање на акционерски друштва;
- Жалби на работењето на брокерските куќи;
- Останати барања (доставување одлуки на собранија на акционери, начин на поделба на дивиденда, необјавување на ценовно чувствителни информации и друго).

За целите и постапките на контролата во врска со барањата за заштита на акционерски права, Комисијата активно соработувала со други надлежни државни органи и

надлежни институции. Во 2010 година вниманието на Комисијата било насочено кон директен (on-line, во реално време) мониторинг на реализацијата на тргувањето на Берзата и вршење на посредна и непосредна контрола на работењето на членките на Берзата во функција на откривање и санкционирање на преземени забранети дејствија од страна на пазарните или овластените учесници, како на пример: создавање на лажна слика на активно тргување со хартии од вредност на Берзата, вршење привидни работи со хартии од вредност со цел заведување на инвеститорите во поглед на цената на хартиите од вредност, манипулација со цените на хартиите од вредност, создавање на лажен пазар со програмирано, манипулативно и договорено тргување, со што се влијае на движењето на цената на хартиите од вредност со кои се тргува на Берзата; непочитување на Правилата за тргување на Македонската Берза АД Скопје и друго. Во рамките на ваквата активност, Комисијата во текот на 2010 година извршила вкупно 43 непосредни контроли на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Од вкупно спроведените непосредни контроли, 22 биле непосредни вонредни и делумни контроли на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност и 21 непосредни редовни контроли на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност.

Основни неправилности заради кои во 2010 година Комисијата изрекла мерки кон брокерите и овластените учесници на пазарот на хартии од вредност (брокерски куќи и банки, депозитар, берза, со дозвола за работа од Комисијата за хартии од вредност) се следниве:

- Непридржување и непотребно одложување на извршување на налози на клиенти во услови на постоење на пазарни услови за реализација на налог;
- Промена на внесен налог во системот за тргување, при што не е извршена реална промена на условите во налогот;
- Неисплата на паричните средства од продажба на хартии од вредност на сметките на клиентите во рок од еден работен ден по денот на порамнување на трансакциите;
- Неисполнување на кадровските, техничките и организационите услови за работа;

- Непочитување на моменталните услови за купопродажба на хартии од вредност кои биле на пазарот за хартии од вредност, заради што не се извршила реализација на купопродажната трансакција;
- Менување на условите на налогот во самиот систем на тргување откако налогот е даден и реализиран.

Од аспект на супервизијата на инвестициските фондови, Комисијата во текот на оваа година извршила вкупно шест контроли на работењето на друштвата за управување со инвестициски фондови и на лицата на кои е пренесено извршување на одредени активности согласно Законот за инвестициски фондови. Од нив четири биле редовни и ги опфатиле севкупното работење на друштвата за управување со инвестициски фондови и на инвестициските фондови со кои тие управуваат, а две биле вонредни.

Во својот Годишен извештај за 2009 година, Комисијата за хартии од вредност наведува дека активно ја извршувала својата контролна функција на пазарот на хартии од вредност. Поднесени биле вкупно 38 барања за заштита на акционерските права од физички и правни лица. Во рамки на ваквата активност, Комисијата во текот на 2009 година извршила вкупно 41 непосредна контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Од вкупно спроведените непосредни контроли, 13 непосредни вонредни и делумни контроли на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност и 28 непосредни редовни контроли на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Основни неправилности заради кои во 2009 година Комисијата изрече мерки кои брокерите и овластените учесници на пазарот на хартии од вредност (брокерски куќи и банки со дозвола за работа од Комисијата за хартии од вредност) се:

- Реализација на трансакции без да се обезбедат инструкции од клиентите, поточно без да се обезбеди валиден налог за тргување од клиентот, учесник во трансакцијата;
- Реализација на трансакции без да се почитуваат ограничувањата во поглед на цената или количината на хартиите од вредност со кои се тргува и кои се целосно определени од клиентиот и
- Непочитување на моменталните услови за купопродажба на хартии од вредност кои биле на пазарот за хартии од вредност, заради што не се извршила реализација на купопродажната трансакција.

Од аспект на супервизијата на инвестициските фондови, Комисијата за хартии од вредност во текот на 2009 година извршила вкупно 9 контроли на работењето на друштвата за управување со инвестициски фондови и на нивните поврзани лица. Од овие 9 контроли, 5 биле редовни и го опфатиле севкупното работење на друштвата за управување со инвестициски фондови и на инвестициските фондови со кои тие управуваат, а 4 вонредни. Во 2008 година беа поднесени вкупно 70 барања за заштита на акционерските права од физички и правни лица. Основни неправилности, заради кои во 2008 година Комисијата изрече мерки кон брокерите, се:

- Реализација на трансакции без да се обезбедат инструкции од клиентите, поточно без да се обезбеди валиден налог за тргување од клиентот, учесник во трансакцијата;

- Реализација на трансакции без да се почитуваат ограничувањата во поглед на цената или количината на хартиите од вредност со кои се тргува и кои се целосно определени од клиентот и непочитување на моменталните услови за купопродажба на хартии од вредност кои биле на пазарот за хартии од вредност, заради што не се извршила реализација на купопродажната трансакција; Во врска со изречените мерки кон брокерските куќи и банки содозвола за работа со хартии од вредност би ги истакнале следните причини и неправилности во почитувањето на законските регулативи и акти на саморегулирачките организации (берза и депозитар) и тоа
    - Реализација на трансакции при кои се користени најразлични дејствија од доменот на ценовни или пазарни манипулации, поединечно или во соработка со клиентите или со друг учесник на пазарот на хартии од вредност и
    - Реализација на трансакции врз основа на налози за тргување со изминат рок.

9.2 Мерки што ги превзема Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија

Кога станува збор за мерките кои може да ги преземе Комисијата по утврдените неправилности, по спроведена посредна и непосредна контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, Комисијата може 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 одобрението кое Комисијата го издава во согласност со овој закон. По спроведена контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, Комисијата може да донесе решение за одземање на согласноста на одговорното лице (директор) на овластениот учесник на пазарот на хартии од вредност и да изрекува други мерки во согласност со овој закон. Комисијата донесува решение за привремена забрана на работењето или решение за одземање на дозволата, согласноста, односно одобрението кое Комисијата го издава во согласност со овој закон на овластениот учесник и на одговорното лице (директор) во случај кога овластените учесници на пазарот на хартии од вредност вршат забранети работи и дејствија во работењето со хартии од предност, предвидени со овој закон или со друг закон од надлежност на Комисијата и со правилата на саморегулирачките организации.

Против решенијата на Комисијата може да се изјави жалба, која не го одлага извршувањето на решенијата. Со цел санкционирање на утврдените неправилности и незаконитост во текот на 2010 година, Комисијата донесе:

- Решенија за отстранување на утврдени неправилности и незаконитост на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност (брокерска куки, банки, депозитар и берза);
- Решенија за изрекување не јавна опомена не овластени учесници на пазарот на хартии од вредност;
- Решенија за времена забрана за вршење на работи со хартии од вредност во времетраење од 30 работни дена на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност;
- Решенија за јавна опомена не овластени брокери на Македонската берза АД Скопје;

- Решенија за одземање не дозволата за работа на брокерски куќи/организациони единици на банки овластени во работа со хартии од вредност;
- Решенија за исполнување на условите за отварање на ликвидација на брокерски куќи.

Во Годишниот извештај за работата за 2010 година, Комисијата за хартии од вредност наведува дека донела и мерки спрема акционерските друштва со посебни обврски за известување поради непочитување на законските обврски, донела едно решение за одземање на право на глас и дивиденда од акции издадени од акционерско друштво со посебни обврски за известување; осум решенија за отстранување на утврдена неправилност и тринаесет решенија за утврдување и јавно обелоденување на утврдени неправилности.

Со цел санкционирање на утврдените незаконитости и неправилности, во текот на 2009 година Комисијата донела:

- Решенија за отстранување и решенија за јавно објавување на утврдени неправилности и незаконитости кон овластените учесници на пазарот на хартии од вредност (брокерски куќи и банки);
- Решенија за изрекување на јавна опомена на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност;
- Решенија за времена забрана за вршење на работи со хартии од вредност во времетраење од 30 работни дена на овластени брокери на Македонската берза АД Скопје;
- Решенија за времена забрана за вршење на работи со хартии од вредност во времетраење од шест месеци на овластени брокери на Македонската берза АД Скопје;
- Решение за времено одземање на согласноста за директор на директорот на Централниот депозитар за хартии од вредност АД Скопје;
- Две решенија за одземање на дозволата за работа на брокерски куќи, поради неисполнување на кадровската, техничката и организационата оспособеност за вршење на услугите со хартии од вредност;
- Две решенија за исполнување на условите за отварање на ликвидација на брокерските куќи и
- Решение за одземање на правото на глас и дивиденда од акции издадени од акционерско друштво со посебни обврски за известување.

Во однос на акционерските друштва со посебни обврски за известување и другите овластени лица за тргување со хартии од вредност, Комисијата за хартии од вредност во прекршочна постапка и постапка за посредување во 2009 донела повеќе од сто решенија, и тоа:

- 4 решенија за изрекување на глоба;
- 99 решенија за опомена;
- 2 решенија за запирање на постапката
- 2 решенија за отфрлање на барање за поведување на прекршочна постапка;
- 2 решенија за за отфрлање на барање за поведување на постапка за посредување.

Во текот на 2008 година Комисијата има донесено седум решенија за отстранување на утврдени неправилности и незаконитост кон овластените учесници на пазарот не хартии од вредност (брокерски куќи) поради неодржување на законски определениот износ на основната главнина. Во 2008 година Комисијата донела и седум решенија за забрана за вршење на сите услуги со хартии од вредност во времетраење од 30 работни дена во шест овластени учесници на пазарот на хартии од вредност - брокерски куќи (на една брокерска куќа Комисијата за хартии од вредност два пати и изрекуваше мерка забрана за вршење на сите услуги со хартии од вредност во времетраење од 30 работни дена), пет решенија за изрекување на јавна опомена на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност, три решенија за времена забрана за вршење на работи со хартии од вредност во времетраење од 30 работни дена на овластени брокери на Македонската берза АД Скопје, пет решенија за трајно одземање на дозволата за работење на брокер не овластени брокери на Македонската берза АД Скопје. Во 2008 година Комисијата донела и едно решение за времено одземање на согласноста за директор на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност. Исто така, во 2008 година Комисијата донела две решенија за трајно одземање на дозволата за вршење услуги со хартии од вредност не овластен учесник на пазарот на хартии од вредност (брокерска куќа) и две решенија за исполнување на условите за отварање на ликвидација на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност (брокерска куќа). Врз основи на

одредбите од Законот за хартии од вредност, Комисијата во 2008 година, донела и едно решение за отстранување на утврдени неправилности и незаконитости за акционерско друштво со посебни обврски за известување и едно решение за забрана за вршење на трговски и нетрговски преноси со акции за акционерско друштво со посебни обврски за известување. Поради непочитување на одредбите од Законот за преземање на акционерски друштва, односно поради недавање на јавна понуда за откуп на хартии од вредност на издавач од страна на лице кое има стекнато над 25% од акциите со право на глас на издавачот, Комисијата во 2008 година донела и четири решенија за одземање на правото на глас и дивиденда од акции издадени од акционерски друштва со посебни обврски за известување. Во 2008 година Комисијата за хартии од вредност донела и едно решение за забрана за располагање и оптоварување на акции издадени од акционерско друштво со посебни обврски за известување. Во текот на 2008 година, Комисијата во своето работење донела вкупно 221 конкретни правни акти - решенија. За 20 од нив е поднесена жалба до второстепениот орган. Од поднесените жалби, дванаесет жалби се одбиени и е потврдено решението на Комисијата за хартии од вредност, шест жалби се уважени во целост и е поништено решението на Комисијата за хартии од вредност и предметот е вратен на повторно одлучување во Комисијата за хартии од вредност и две жалби се уважени делумно од страна на Комисијата за решавање на жалби од областа на пазарот на хартии од вредност и се преиначени решенијата на Комисијата за хартии од вредност.

9.3. Овластување за вршење непосредна контрола на Комисијата за хартии од вредност

Овластувањата што ги има Комисијата за хартии од вредност за вршење на непосредна контрола на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност заради утврдување на законитоста во нивното работење, се наведени во членот 195 од Законот за хартии од вредност. Важно е да се напомене дека контролите можат да се вршат со или без претходна најава, по оцена на Комисијата и како дел од нејзиното редовно работење. Лицето овластено од Комисијата да ја изврши контролата може да ја прегледа и провери целокупната деловна документација; да обезбеди копија од сите документи значајни за контролата; да побара увид и да обезбеди примероци од сите документи во врска со финансиското работење; да побара од раководните лица и вработени во учесникот на

пазарот на хартии од вредност информации во врска со неговото работење и да добие усни и писмени објаснувања за потребите на контролата. Во случај учесникот на пазарот на хартии од вредност одбие да соработува со овластеното лице коешто ја врши непосредната контрола, може да се соочи со привремено или трајно одземање на дозволата за работење од страна на Комисијата.

9.4. Вршење посредна контрола на Комисијата за хартии од вредност

Комисијата врши посредна контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност со увид и анализа на финансиските известувања, извештаите и друга документација која овластените учесници на пазарот на хартии од вредност и другите субјекти се должни да ги доставуваат во согласност со овој закон или на барање на Комисијата, контрола на книгите, на актите и на целокупната друга деловна документација која се води во согласност со Закон, а која се доставува на барање на Комисијата. Посредната контрола опфаќа континуирано следење и проверка на податоците од извештаите, известувањата, деловните евиденции и другите документи кои овластените учесници на пазарот на хартии од вредност се должни да ги доставуваат до Комисијата, согласно постојните прописи, како и документи, известувања и објави од други субјекти кои се поврзани со овластените учесници при работењето со хартиите од вредност. Предмет на посредна контрола е и друга документација во врска со работењето со хартии од вредност која овластените учесници се должни да ја доставуваат по барање на Комисијата.

10. Надзор

10.1. Овластување за спроведување надзор

Надзорот се врши заради утврдување дали овластен учесник на пазарот за хартии од вредност, операторот со фондот или друго физичко или правно лице го прекршиле Законот за хартии од вредност, Правилниците донесени врз основа на овој закон, другите закони во нејзина надлежност и правилата на овластените учесници на пазарот го врши Комисијата за хартии од вредност, односно од неа овластени лица.

11. Овластување за преземање мерки во постапките на издавање, понуда и продажба на хартиите од вредност

Овластувањето за преземање мерки во постапките на издавање, понуда и продажба на хартиите од вредност е во законска надлежност на Комисијата за хартии од вредност. Така, ако Комисијата открие дека издавачот ги прекршил одребите од Законот за хартии од вредност и правилниците донесени врз основа на Законотот, во врска со издавањето, понудата и продажбата на хартии од вредност, таа може јавно да ги обелодени информациите за незаконитостите и неправилностите; да издаде решение со кое издавачот се задолжува да ги исправи незаконитостите и неправилностите во утврдениот рок и времено или трајно да го прекине, односно да го запре издавањето на хартии од вредност. Исто така, стои и обврската на издавачот да ги отстрани незаконитистите и неправилностите во утврдениот рок и за тоа да поднесе извештај до Комисијата. Ако издавачот не ги отстрани незаконитостите и неправилностите, Комисијата донесува решение со кое времено или трајно го прекинува, односно го запира издавањето на хартиите од вредност и наложува враќање на уплатените средства на купувачите. Комисијата го објавува решението во најмалку еден дневен весник кој излегува на територијата на Република Северна Македонија.

Трет дел

1. Остварување на контролата согаласно Законот за хартии од вредност на Република Северна Македонија

1.1. Остварување на контролата врз работата на Македонската берза за хартии од вредност

При вршење на контрола на берзата во согласност со Закон, 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 остава 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.

Законот за хартии од вредност во членот 215 предвидува дека ако 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
- да презема и други мерки за подобрување на работењето на берзата и
- да донесе решение за отповикување на согласноста за директор на берзата.

Исто така, Комисијата може да донесе и решение за изрекување јавна опомена на берзата и на директорот на брезата. Така, како резултат на недостасувањето на наведената документација на Комисијата за хартии од вредност, без претходно овластување од Работната група (која што е овластен претставник на акционерите на Берзата во тендерската постапка), Комисијата изрече јавна опомена на Македноската Берза Ад Скопје и на главниот извршен директор. Берзата и главниот извршен директор на Берзата поднесоа жалба против изречената мерка на Комисијата за хартии од вредност, која жалба второстепената Комисија за решавање на жалби од областа на пазарот на хартии од вредност во целост ја усвои и го поништи Решението на Комисијата за хартии од вредност со кое беше изречена јавната опомена спрема Берзата и главниот извршен директор.

1.2. Остварување на контролата врз работата на Централниот депозитар за хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност има овластувања за преземање на мерки против Депозитарот кои се содржани во Законот за хартии од вредност. Предмет на контролата која ја извршува Комисијата врз работата на депозитарот се:

- законитост на работењето на депозитарот во согласност со овој закон;
- законитост 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 не 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;
- контрола на финансиската состојба на депозитарот и членките на Депозитарот.

Функцијата на запишување на сопствениците на харти од вредност, која ја извршуаа допозитарот генерално се остварува согласно законот, но се јавуваат одредени пропусти кои се санкционирани од страна на Комисијата. Индикатор за ова е решението на Комисијата за хартии од вредност донесено на 25.09.2009 година. Со ова решение е изречена мерката јавно објавување за утврдени неправилности и незаконитости во работењето, поради постапување спротивно на точка 4.7 и точка 4.9 од Правилата за работа на Централниот депозитар АД Скопје. Имено Комисијата за хартии од вредност ја утврдила неправилноста и незаконитоста во работењето на Централниот депозитар во запишувањето на новоиздадени хартии од вредност од издавачот Вардар осигурување АД Скопје пред конечносте на Решението на хартии од вредност број 07-1381/9 од 29.06.2009 година за давање одобрение за издавање на долгорочни хартии од вредност по пат на приватна понуда - втора емисија на акции. Поради известувањето на Централниот депозитар за новоиздадени акции на предметниот издавач на хартии од вредност, кое се случило пред конечноста на решението на Комисијата, таа извршила вонредна контрола на работата на депозитарот. Предмет на контролата претставувало обезбедување на документација во врска со евидентирањето на промената во основната главнина преку издавање акции на АД за осигурување Вардар - Скопје. Од расположивата документација Комисијата утврдила дека Депозитарот направил

пропуст во своето работење односно постапил спротивно на точките 4.7 и 4.9 од Правилата за работа, бидејќи пред да провери дали е конечно решението на Комисијата, а врз основа на решение од Централниот регистар на Република Северна Македонија, ја запишал втората емисија на обични акции, односно пред да бидат уплатени, во конкретниот случај, прекнижени средства за втората емисија, Централниот депозитар ги евидентирал новоиздадените акции. Утврдено е дека со ваквото свое постапување, Депозитарот извршил повреда на правилата за работа и дека требал да ја утврди комплетноста, уредноста и исправноста на документацијата, вклучително и конечноста на истата врз основа на која ќе запише нова емисија на хартии од вредност. Врз основ на ова Комисијата донела решение со кое се нарекува мерката Јавно објавување за утврдени неправилности и незаконитости во работењето.

Во остварувањето на контролната функција, преку остварување на посредна контрола, Комисијата утврдила неправилност во работењето на Централниот депозитар. На одржаната седница на 08.10.2010 година утврдена е неправилност, односно неусогласеност на составот на Одборот на директори на Централниот депозитар со член 36 став 3 од Законот за хартии од вредност. Имено, Комисијата извршила анализа на составот на Одборот на директори на Депозитарот, при што било констатирано дека истиот има вкупно 11 членови. Имајќи го предвид бројот на членови на Одборот на директори како и одредбата на член 36 став 3 од Законот за хартии од вредност, според која најмалку една третина од членовите на Одборот на директори се лица кои 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, Комисијата констатирала дека Одборот на директори на депозитарот треба да има една третина од членовите, односно 4 лица кои ќе го исполнат овој услов. Констатирано е дека во тогашнот состав условот од член 36 став 3 го исполнувале само два члена. Комисијата заклучила на Централниот депозитар да му даде 30 дена да ја исправи утврдената неправилност и ги известила за одлуката. Централниот депозитар наместо да ја исправи неправилноста во рокот којшто бил поставен од страна на Комисијата, доставил барање во кое се наведува дека сметаат дека Депозитарот не прекршил ниту една одредба во погледна изборот на независни членови на Одборот на директори, бидејќи при нивниот избор тие ги исполнувале условите. Понатаму депозитарот побарал во

поглед на бројот на независни членови, Комисијата да покаже разбирање, при што како причина е наведен фактот дека мандатот на составот истекувал за една календарска година. Комисијата ја разгледала информација во доставеното барање од страна на Депозитарот при што утврдила дека рокот за постапување на Депозитарот по известувањето истекол, а Централниот депозитар не го усогласип составот на Одбор на директори со одредбите на Законот за хартии од вредност. Имајќи го предвид Законот, со решение Комисијата го задолжила Депозитарот на првото наредно собрание на акционери на друштвото да ја отстрани утврдената неправилност и да усогласување на составот на Одборот на директори на Централниот депозитар, односно најмалку една третина од членовите да бидат лица кои не се вработени во Депозитарот или поврзани со било кој акционер, членка на депозитарот или правно лице овластен учесник на пазарот на хартии од вредност.

Доколку при контролата утврди дека во работењето на депозитарот има неправилности, односно незаконитости, Законот на Комисијата и ги става на располагање следниве мерки:

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

Понатаму, Комисијата може да донесе и решение за изрекување на јавна опомена како на Депозитарот така и на неговиот директор. Во случаите кога се одлучува дали ќе се изрече оваа мерка се зема предвид и тежината на повредата и околностите дали на депозитарот или на директорот веќе им била изречена јавна опомена.

1.3. Остварување на контролата врз работата на брокерски куќи

Комисијата за хартии од вредност има законски овластувања да презема мерки против брокерските куќи. Оттаму, Комисијата може да донесе решение за отстранување на утврдените неправилности и незаконитости ако при контролата констатира неправилности и незаконитост во работењето со хартии од вредност кај брокерската куќа, решение за привремена забрана за вршење на сите или дел од услугите со хартии од вредност на брокерската куќа за кои има добиено дозвола, да ја одземе дозволата за вршење на услугите во врска со хартии од вредност на брокерската куќа или може да донесе решение за изрекување јавна опомена на брокерската куќа и на директорот на брокерската куќа. Исто така, Комисијата може да донесе решение со кое ја одзема дозволата за работа на брокерската куќа, може да определи друга брокерска куќа или банка која ќе го преземе вршењето на услугите во врска со хартиите од вредност за кои брокерската куќа на која и е одземена дозволата презела обврски спрема клиентите. Во рамките на своите активности за редовно следење на тргувањето на Македонската берза, Комисијата го користи БЕСТ системот за вршење надзор над трансакциите, со цел утврдување на можни неправилности.

Како индикација дека ваков надзор и контрола се применува во лицата е и решението од 08.03.2011 година, со кое е утврдена неправилност при тргување со хартии од вредност. Со ова решение е изречена мерката јавна опомена поради непочитување на член 117 став 1, член 170 став 2 точка а) и в) и член 172 точка в) од Законот за хартии од вредност и член 3 став 3 од Правилата за однесување и дисциплина на Македонската берза АД Скопје. Имено, Комисијата утврдила дека брокерската куќа која ја извршила трансакцијата при реализација на налог за купување акции иако имала услов за купување на акциите по пониска цена, трансакцијата ја извршила по цена повисока од продажната. Во овој случај Комисијата оценила дека ова било направено со единствена цел зголемување на цената на хартијата од вредност и предизвикување на привид на активно тргување за да се наведат другите инвеститори да купуваат или продаваат хартии од вредност. Во конкретниот случај, Комисијата за хартии од вредност, следејќи го тргувањето на Македонската Берза преку БЕСТ системот, забележала можна неправилност и незаконитост во тргувањето и решила да изврши контрола со тоа што ја побарала целокупната документација во врска со

реализираните трансакции поврзани со случајот. Од прибавената документација, Комисијата утврдила дека брокерската куќа добила налог од клиент за купување акции по цена помала или еднаква на 3000 денари. При реализација на налогот биле купени акции по цена од 3000 денари. Од друга страна со проверка на документацијата на другите учесници во трансакцијата било утврдено дека од моментот на внес на налогот во БЕСТ системот до моментот на неговата реализација имало налози за продавање по цена поголема или еднаква на 1900 денари по акција. Комисијата во рамките на спроведување на контролата на реализацијата на трансакциите побарала од брокерската куќа да се произнесе во врска со тоа кој се јавува како овластено лице за потпишување на налогот за купување на акциите. Исто така, од самиот брокер кој го внел налогот и ја реализирал трансакцијата било побарано да објасни зошто кога постоеле услови за реализација на трансакцијата по цена од 1900 денари, ја реализирал трансакцијата по цена од 3000 денари. Во својот одговор, брокерската куќа го идентификувала купувачот кој го издал налогот директно до нив, а брокерот во своја одбрана изјавил дека од страна на клиентот особено му било нагласено да се внесе налогот по цена од 3000 денари и доставил изјава од клиентот во врска со дадените детални инструкции. На одржаната седница на 08.03.2010 година по разгледување на сите утврдени состојби, Комисијата утврди дека со внесот и реализацијата на налогот за купување по цена од 3000 денари по акција, во услови кога на пазарот имало внесено продажни налози по цена од 1900 денари по акција брокерската куќа не го заштитила интересот на клиентот и не го реализирала налогот по пониска цена. Со ваквото постапување брокеросата куќа постапила спротивно на член 117 став 1 од Законот за хартии од вредност и член 3 став 3 од Правилата за однесување и дисциплина на Македонската берза АД Скопје. Имено, во Правилата за однесување и дисциплина на Македонската берза се предвидува дека членката на берзата и брокерите се особено должни во своето работење да постапуваат совесно и професионално, да се грижат за заштита на интерсите на клиентите, да поддржуваат високи стандарди на интегритет и фер тргување и да постапуваат со соодветна вештина и внимание. Брокерската куќа со внесувањето и реализацијата на куповниот налог, извршила активност која има за цел доведување во заблуда на инвеститорите на пазарот на хартии од вредност. Исто така, брокерската куќа морала да знае дека со извршување на куповниот налог по повисока цена од веќе внесените налози во системот за тргување, доведува до погрешна претстава за пазарната вредност на

издадената акција. Погрешната претстава остава можност за предизвикување и доведување во заблуда, односно предизвикување на зголемување на цената и наведување на инвеститорите да купуваат, односно продаваат акции од издавачот.

Комисијата утврдила дека иако непосредно одговорен за постапување спротивно на одредбите на Законот за хартии од вредност е брокерот кој ја извршил трансакцијата, постои и одговорност на брокерската куќа и одговорното лице - директор на брокерската куќа затоа што од нивна страна не биле преземени мерки за спречување на незаконското дејствие на овластениот брокер во конкретниот случај. Согласно надлежностите предвидени во Законот за хартии од вредност, Комисијата со цел обезбедување заштита на инвеститорите, донела решение со кое се изрекува јавна опомена на брокерската куќа и одговорното лице.

Четврти дел

Заклучок

Во елаборацијата на тематските целини и одделни прашања во овој труд се поаѓаше од дефинираниот предмет на истражување, општите и научните цели на трудот, а во истражувачката постапка се користеа соодветните научни методи. Постапувајќи според утврдената рамка и содржина, во првиот дел од истражувањето се дефинирани видовите хартии од вредност кои постојат на пазарот, потоа нивната класификација, начините на издавање, како и правата кои ги имаат сопствениците. За да може подобро да се разбере пазарот на хартии од вредност во Република Северна Македонија, прикажни се и неговите почетоци, како и почетоците на работа на македонската берза на хартии од вредност.

Во трудот е пошироко разработено издавањето на хартиите од вредност. Опфатени се издавачите, како и актот на издавање, што има посебно значење за да се образложи и процесот на контрола на работењето со хартии од вредност. Се утврди дека тоа е многу важно во секоја фаза од постапките за издавање хартии од вредност и во јавната и во приватната понуда.

Исто така, во фокусот на анализата се ставени дејствијата, правото, надлежностите и функциите на учесниците на пазарот на хартии од вредност, начините на формирање и

улогата на пазарот, начинот на регулација и контрола на овие дејствија. Поконкретно се обработени Централниот депозитар за хартии од вредност, Македонската берза, брокерските куќи, овластените банки, подружниците на странски брокерски куќи, инвестиционите фондови и акционерските друштва со посебни обврски за известување. Истовремено се експлицирани и забранетите дејства со хартии од вредност. Природата и функциите на хартиите од вредност имаат важно место во функционирањето на финансискиот систем на секоја држава. Фактот што хартиите од вредност овозможуваат брзина во прометот, што значи со поедноставена процедура лесно, брзо, без поголеми тешкотии и пречки се пренесуваат од едно лице на друго, потоа тоа што тие нудат и соодветна сигурност во пласманот на средствата, за кои се гарантира дека ќе бидат вратени и тоа зголемени за камата или дивиденда и лесното претворање на хартиите од вредност во готови пари, всушност, наложуваат збирот прашања, процеси и односи во оваа сфера да биде регулирана со правен акт со висока правна сила, односно со закон. Работењето, текот на издавање на хартии од вредност, одговорностите на субјектите е материја која се регулира со закон. Така, во Република Северна Македонија во периодот од осамостојувањето на државата се донесува Закон за хартии од вредност, кој подоцна неколку пати е изменуван и дополнуван. Носечка идеја на законските решенија беше тие да бидат функционални и во согласност со европското законодавство, за оваа област со оглед на трајната определба и ориентација на државата за евроатланските интеграции.

Клучна институција во регулирањето и контролата на работењето со хартии од вредност е Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија. Таа е самостојно и независно регулаторно тело кое врши јавни овластувања утврдени со Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициони фондови, Законот за преземање на акционерски друштва и сите подзаконски акти, кои произлегуваат од нив. Основана е на 19.06.1992 година со Одлука на Владата на Република Северна Македонија. Комисијата го регулира и го контролира работењето со хартии од вредност на територијата на Република Северна Македонија. Во рамките на своите законски надлежности и овластувања, се грижи за законито и ефикасно функционирање на пазарот на хартии од вредност и за заштита на правата на инвеститорите, со цел постојано да се јакне довербата на јавноста во институциите на пазарот на хартии од вредност во земјава. Претседателот и комисионерите

ги избира и разрешува Собранието на Република Северна Македонија, по предлог на Владата на Република Северна Македонија. Комисијата ги врши следниве функции: контрола над целокупната документација на издавачите на хартии од вредност, презема мерки и носи одлуки за заштита на интересите на лицата кои се сопственици или инвестираат во хартии од вредност и спречува нечесни и незаконски дејствија, поврзани со работењето со хартии од вредност; издава дозволи, одобренија и согласности врз основа на Законот за хартии од вредност и другите закони во нејзина надлежност; понатаму, го регулира начинот на тргување со хартии од вредност на берзите; го следи и контролира работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност; го следи и контролира функционирањето на пазарот на хартии од вредност, одредува стандарди на конкуренција меѓу учесниците на пазарот на хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со фондови, односно инвестиционите фондови, по пат на контроли или на друг начин; Комисијата дава согласност за именување на директори на брокерски куќи, на одделот во банката кој е надлежен за вршење на услуги со хартии од вредност, како и на друштвата за управување со инвестициони фондови; ги одобрува барањата за издавање на хартии од вредност; се грижи за законит, чесен и транспарентен пазар на хартии од вредност; ги одобрува донесувањето и сите измени на актите на депозитарот и на берзата; и конечно, соработува со други институции во Република Северна Македонија и надвор од неа. Своите одлуки Комисијата за хартии од вредност ги донесува со мнозинство гласови од вкупниот број комисионери (членови). Вака определени правата, надлежностите и овластувањата на Комисијата за хартии од вредност соодветствуваат на централна институција со улога и функции во издавањето, прометот и односите во работењето со хартии од вредност. Таа оценка важи и за општите надлежности и овластувања и за конкретните дејствија што ги презема и актите што самостојно ги донесува, како што се Правилници, одлуки, мерки и слично.

Анализирајќи ги годишните извештаи на Комисијата, може да се заклучи дека постои позитивен тренд во однос на регулацијата на пазарот на хартии од вредност. Кога ќе се спореди бројот на донесени акти за одделните години, може да се констатира дека за секоја година тој број се зголемува. Тоа укажува на фактот дека Комисијата сé поактивно ја извршува својата функција како регулаторно тело. Комисијата ја остварува својата контролна функција која е предвидена со Законот за хартии од вредност, со тоа што ја

контролира работата на учесниците на пазарот со организирање и практикување посредна и непосредна контрола. Овие контроли може да ги остварува со или без претходна најава, според сопствена оценка, поволно или како дел од своето редовно работење. Во однос на бројот на извршените контроли, од извештаите на Комисијата се гледа дека таа тоа вообичаено го прави по иницијатива на некое засегнато лице кое смета дека му се повредени правата, како и со следење на тргувањето преку БЕСТ системот. Ова овозможува поголема контрола на трансакциите што се извршуваат на Македонската берза. Исто така, покрај иницираните контроли, Комисијата би требало да практикува повеќе ненајавени контроли, на своја сопствена иницијатива. Ова би било од големо значење за да би се намалила, колку што е можно повеќе, веројатноста од непочитување на правилата за постапување на пазарот. Во овој контекст, важно е да се напомене дека Комисијата е овластена да врши надзор над работата на учесниците на пазарот за хатрии од вредност. Доколку Комисијата утврди неправилности во работењето на некој од учесниците на пазарот, има овластување да преземе мерки превидени со Законот за хартии од вредност и да утврди рок во кој треба да бидат отстранети неправилностите. Применувајќи го Законот за слободен пристап до информации од јавен карактер, Комисијата е обврзна да овозможува поднесување барања за добивање информации со кои располага, кои имаат статус на јавен карактер. Комисијата сите свои решенија ги објавува во Службен весник на Република Северна Македонија. Понатаму, на веб-страната на Комисијата можат да се најдат правосилните решенија кои Комисијата ги донела, а со кои изрекува мерки. Во оваа насока можат да се искористат искуствата и начинот на работа на Комисијата за хартии од вредност во Република Словенија, која на својата интернет-страница наведува предупредувања, коишто се од суштинско значење како за учесниците на пазарот на харти од вредност, така и за идните инвеститори. Вкупната проблематика, реалните односи и процеси во практиката поврзани за работењето со хартии од вредност сеизвонредно динамични, исполнети со нови содржини и димензии. Согледувањата за потребата од унапредување на практичните текови и за отстранување на тешкотиите, неправилностите и пропустите наведуваат на промена на нормативната регулатива, нејзино приспособување и ставање во функција на економски функционално, правно усогласено, рационално, ефектно и ефикасно работење со хартиите од вредност. Во Република Северна Македонија, во текот на 2013 година се извршени промени во Законот за хартии од вредност кои се однесуваат и на општи и на конкретни

прашања. Дел од овие измени се однесуваат и понепосредно на работењето со хартии од вредност.

Во Законот се определува дека „Хартии од вредност се акции издадени од акционерски друштва и од командитни друштва со акции, акции во инвестициски фондови, обврзници, инструменти на пазарот на пари, деривативни финансиски инструменти, потврда за странска хартија од вредност и други финансиски инструменти кои според Комисијата се сметаат за хартии од вредност“. Овие хартии од вредност се неограничено преносливи. Измената се состои во тоа што е прецизирано дека хартии од вредност се акциите на акционерските друштва и командитните друштва со акции. Извршени се измени и дополнувања на Законот за хартии од вредност во делот на издавањето, понудата и продажбата на хартии од вредност со што првата јавна понуда на хартии од вредност објавена од акционерско друштво или јавна понуда објавена при преобразба на друштво со ограничена одговорност и друштво со ограничена одговорност од едно лице во акционерско друштво е иницијална јавна понуда на хартии од вредност.

Понатаму, измени во обврските на Депозитарот за хартии од вредност во однос на известувањето и информирањето. Имено, со дотогашното позитивно право на Република Северна Македонија Депозитарот за хартии од вредност имаше обврска до 31 јануари секоја година на секој сопственик на сметка на хартии од вредност да му достави извод од состојбата на неговата сметка со состојба заклучно со 31 декември од претходната година. Доколку на сметката на сопственикот на хартии од вредност се изврши промена на сопственоста, Депозитарот доставува извод од состојбата на неговата сметка во рок од пет работни дена од промената. На барање на физичко или правно лице сопственик на хартии од вредност, Депозитарот му доставува извод за состојбата на неговата сметка на хартии од вредност најмногу еднаш месечно без надомест. Оттаму, добро е што законодавецот го вовел овој режим кога е во прашање информирањето на акционерите и флуктуирањето на информаци од Депозитарот за хартии од вредност кон акционерите при секоја настаната промена на сметката на хартии од вредност на акционерот. Направена измена во функција на раздвижување на пазарот на хартии од вредност е воведување на задолжителна котација со што акционерските друштва и командитните друштва со свои акции ќе котираат на

берзата.

Законски измени се донесени и во однос на акционерските друштва со посебни обврски за известување на членовите на органите на управување, директорите и акционерите, во рамките на донесувањето одлуки на собранијата на акционери – известување што друштвото треба до го испрати до Комисијата за хартии до вредност, со обврска да се доставуваат сите материјали што им се доставени на акционерите при свикување на седниците на Собранието на акционери, и тоа во рок од два дена од свикувањето на седницата на Собранието. И во иднина ќе има потреба од доградување на македонскиот пазар на хартии од вредност. Тоа произлегува и од фактот што е неопходно да се вградат и применат неколку директиви на Европската Унија за финансиските пазари. Со одлуките што ќе се направат во наредниот период долгорочно ќе ја определат улогата на пазарот на хартии од вредност во нашиот финансиски систем и економијата воопшто. Во рамките на престојното менување на регулативата од областа на хартиите од вредност, покрај имплементација на европските директиви, можат да се отворат и други развојни прашања, како што е овозможување на концептот за институционално спојување на тргување со хартии од вредност и утврдување и порамнување на склучените трансакции и вклучување на локалниот пазар на странски финансиски посредници.

Референтна литература

- Azarchs, T. (2007). market discipline: the Holy grail,Journal of lending and credit risk management,str.35
- Aragon G.A. (1089). Financial management, Allyn and Bacon, Boston.
- Арсов, С. (2008). Финансиски менаџмент, Економски факултет, Скопје, стр.160.
- Арсовски Д. (2000). Ризици во банкарското работење, Economy press, Скопје.
- Ацески И.,(2002). Социолошки огледи, Нет-прес, Скопје.
- Bernstein J. W. (2002). Интелигентен алокатор на средства: како да го изградите вашето портфолио за да ги максимизирате приносите и да ги минимизирате ризиците, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, (превод од англиски Ѓорѓи Петрушев, Елена Јакимовска - Петровска, Анета

Трајаноска) Скопје.

- Brigham F. E. (2007). Financial management – theory and partice, ninth edition, Harcourt Collage Pu., p.336-337.
- Виплоц Ч. (2001). Макроекономија, второ издание, превод на македонски јазик, ИНА КОМЕРЦ, Скопје, стр.25.
- Витанова Г., Банкарски систем на Р.Македонија, Економски факултет, Прилеп. стр. 85.
- Витанова, Г. (2010). Финансиски пазари и институции, Економски факултет Прилеп, стр.48.
- Вучич Н. (2012). Модели на деловната политика на банките, Планирање и анализа на работењето, Белград бр.12/88, стр.93-101.
- Crescenzi A, Mohamed El-E. (2005). The Strategic Bond Investor: Strategies and Tools to Unlock the Power of the Bond Market.

- Гелев Д. (1995). Берзи на хартии од вредност: Правни аспекти, Докторска теза, Правен Факултет, Скопје.

- Дукоски, С. (2011). Трговско право – авторизирани предавања, Кичево, стр.272

- Давков, И., Компаративна анализа на процесот на реструктурирање и перформанси на банкарскиот систем на Република Македонија и банкарските системи на водечките земји од Централна и Источна Европа (Република Чешка, Унгарија и Полска). стр. 45- 64
- Dimitris N. C. (2005). The Management of Bond Investment and Trading of Debt, Elsevier, London.

- Drabenstott M., and McDonley A.O. (1985) The Efect of Financial Futures on Small Bank Performance, in “Dinamics of Banking”(Havrilesky T.M. Arlington Heights Illinois,
- Dzuric, D. (1999). Bankarska industrija i finansiski pazari,SES ,SECG, - Finansiski pazari, str.475-481.
- E. A Jesser, E. A., Mott, H. C. (1978). Establishing Credit Policy-Criteria and Concepts, in:The Bankers Handbook.ed.by Baughn,Walker, (citirano prema: S.Jovic,Bankarstvo). str. 103
- Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins (2002). Financial market and institutions , New York , str. 434.
- Goddard,J.A.,Molyneux,J., Wilson, J.O. (2001). European Banking, Effiency, Technologyand Growth, John Whiiley&Sons,Ltd. Baffins, Lane Chichester, England, str. 88.
- Hazen Lee T, (1996). The Law of Securities Regulation, West Publishing Co.

- Jennings R, Marsh H, Coffee J, Seligman J. (1988). Securities Regulation, Cases and Materials, Foundation Press.

- Jordan R, Warren W, Walt S. (2000). Negotiable instruments, payments and Credits, Foundation Press.

- Jovic, Z. (2008). Menadzment finansiskih institucija, Univerzitet Singidunum, Beograd ,str. 36

- K. M.Morris, V. B. Morris, (2009).Guide to Understanding Moneu and Investing, str. 82
- Kenneth M. Morris, Virginia B. Morris. (2002). Водич за разбирање на парите и инвестициите, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, (превод од англиски Велко Коцев, Калиа Попоска) Скопје.

- Komazec ,S., Ristic Z. (2006) Medzunarodno bankarstvo i institucionalni investitori, str.226.
- Komazec, S., Ristic, Z. (2008). Medzunarodno bankarstvo i institucionalni investitori, str.226.
- Ивановски З. (2011) Финансиски пазари и институции, Универзитет за туризам и менаџмент, Скопје.

- Ивановски З. (2007). Хартии од вредност и портфолио менаџмент, Европски Универзитет - Република Северна Македонија, Скопје.

- Ицевски Горан, Законот за хартии од вредност и неговото влијание врз работата на берзанските посредници, Деловно право часопис за теоријата и лицата на правото, бр.2, Скопје, 2000.

- Јовановски П. (2006). Финансиски пазари и институции, второ издание, Европски Универзитет, Скопје.

- Јовановски Т, (1994).Финансиски пазар, Економски центар, Скопје., стр.87.

- Јовановски Т, (2000). Акционерска економија, Економија и Бизнис, Скопје.

- Коевски Г, Беличанец, Т., (2005). Компаративно корпоративно управување, Правен факултет - Јустинијан Први, Скопје.
- Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија,(2014). Развој на македонскиот пазар на капитал /стручна монографија/, Скопје.

- Комисија за хартии од вредност, (2006). Македонски пазар на Хартии од вредност: денес и утре, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, Скопје.

- Комисија за хартии од вредност, (2008). Прирачник за акционерски друштва со посебни оврски за известување, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, Скопје.

- Комисија за хартии од вредност, (2012) Прирачник за издавање на хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, Скопје.

- Комисија за хартии од вредност, Прирачник за подготвување и полагање на стручен испит за вршење работи со хартии од вредност, (2008). Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, Скопје.

- Комисија за хартии од вредност, (2003). Бела книга за корпоративно управување во Југоисточна Европа, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, Скопје.

- O'Neil J. W. (2005). 24 основни лекции за успешно инвестирање, Комисија за хартии од вредност на Република Северна Македонија, (превод од англиски Биљана Јашмак Попова, Наташа Топаловска – Андерсон) Скопје.
- Оџаклиеска, Д. (2010). Пазарот на капитал во функција на ефикасен портфолио менаџмент, Економски факултет, Прилеп. Стр. 53
- Pennington R. R,(2001) Company Law, Butterworths.
- Prime T. (1996). International Bonds and Certificates of deposit, Butterworths.
- Патоска, А, (2008). Деловно право, Факултет за администрација и менаџмент на информациски системи, Битола.
- Пендовска, В. (2003) Даночно право, Магор, Скопје.
- Петковски М. (2009). Финансиски пазари и институции, Второ изменето и дополнето издание, Економски Факултет, Скопје.
- Петковски, М. (2009). Финансиски пазари и институции, Економски факултет – Скопје, стр.195
- Петревска Р., Димков Д., Тодоров,Т.,(2004). „Поимник на економски изрази и берзански термини“, Факултет за општествени науки – Скопје, Скопје.
- Пешова В. (2007). Доставување на годишни и тримесечни известувања на акционерски друштва со посебни обврски за известување до Комисијата за хартии од вредност, Економика БС, Скопје.
- Richelson H, Richelson S, (2007). Bonds: The Unbeaten Path to Secure Investment Growth, Bloomberg.
- Rose P S. (2000) Money and Capital Markets, Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace, Irwin-Mc Graw-Hill.
- Манолева Митровска Д. (1996). Хартии од вредност, Просветно Дело, Скопје.
- Миладинова Д. (2013). Новелација на Законот за хартии од вредност од јануари 2013 година и нејзината примена во практиката, стручно списание Правник, бр. 251, Скопје.
- Наневски Б. (1995). Берза на долгорочни хартии од вредностГодишен зборник на Економски Институт, Скопје.
- Недков М., Беличанец, Т., Градишки Лазаревска,Е. (2009). Право на друштвата, Правен факултет Јустинијан Први, Скопје.
- Трпески,Љ. (1995). Пари и банкарство, Скопје, стр. 52
- Ристиќ Ж. (1990). Тржиште новца теорија и пракса, Привредни преглед, Белград.
- Филиповски В., Парнарџиева, М., Лукановска,Т. (2008). Финансирање на претпријатијата преку емисија на корпоративни обврзници, Скопје.

- Фити, Т. (2006). Основи на економија, Економски факултет, Скопје.
- Чавдар К. (2010). Трговско право: Договори, индустриска сопственост, хартии од вредност, Универзитет Американ Колеџ, Скопје.
- Soderquist L, Gabaldon T. (1999). Securities Regulation, Foundation Press.
- Stiglitz E., J. (1989). Mutual Funds, Capital Structure, and Economic Efficiency, in Theory of Valuation – Frontiers of Modern Financial Theory Rowman and Littlefield.
- White J. (1992). Regulation of Securities and Futures Dealing, Sweet and Maxwell.
- William A. and Raymond Neihengen (2007). Analisis of finance company ratios,Journal of lending and credit risk management, str.32-36.
- Zivkovic,A., Stankic,R., Krstic,B. (2009). Bankarsko poslovanje I platni promet, str. 237
- Шајноски И. (2010). Право на хартии од вредност авторизирани предавања, Европски Универзитет, Скопје.
- Шајноски К. (2009). Потреба и можности за унапредување на пазарот на долгорочни хартии од вредност во финансирањето на развојот на Република Северна Македонија, Докторска дисертација, Економски институт Скопје.
- Штерјов И. (2015). Состојби на пазарот на хартии од вредност во Република Северна Македонија, стручно списание Правник, бр. 279-280, Скопје

Извештаи

- Комисија за хартии од вредност, *Извештај за работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија во* Скопје, 2007.
- Комисија за хартии од вредност, *Извештај за работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија во 2007 година* HYPERLINK "http://www.sec.gov.mk/UserFiles/File/2014 година/Годишен извештај за работата на КХВРМ за 2014 година.pdf", Скопје, 2008.
- Комисија за хартии од вредност, *Извештај з HYPERLINK "http://www.sec.gov.mk/UserFiles/File/2014 година/Годишен извештај за работата на КХВРМ за 2014 година.pdf"а работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија во 2008 година* HYPERLINK "http://www.sec.gov.mk/UserFiles/File/2014 година/Годишен извештај за работата на

КХВРМ за 2014 година.pdf", Скопје, 2009.

- Комисија за хартии од вредност, *Извештај за работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија во 2009 година* HYPERLINK "http://www.sec.gov.mk/UserFiles/File/2014 година/Годишен извештај за работата на КХВРМ за 2014 година.pdf", Скопје, 2010.
- Комисија за хартии од вредност, *Извештај за работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Северна Македонија во 2010 година* HYPERLINK "http://www.sec.gov.mk/UserFiles/File/2014 година/Годишен извештај за работата на КХВРМ за 2014 година.pdf", Скопје, 2011.

Правни акти

- Директива 2003/71/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 4 ноември 2003 година за проспектот што треба да се објави кога хартиите од вредност и се нудат на јавноста или се примаат за тргување и за измени и дополнувања на Директива 2001/34/ЕЗ.
- Директива 2007/36/ЕЗ од 11 јули 2007 година за вршење на одредени права на акционери во котирани компании (Directive 2007/36/EC of the

  European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies).
  - Директива 2004/109/ЕЗ за транспарентност (Директива за хармонизација на барањата за транспарентност во врска со информациите за издавачите на хартии од вредност со чии хартии од вредност се тргува на регулирани пазари).

  - Директива 2003/71/ЕЗ за проспектот што треба да се објави кога хартиите од вредност и се нудат на јавноста.
  - Директива 2001/34/ЕЗ за прием на хартии од вредност на котација на официјален пазар на берзата и за информациите кои треба да се објават за тие хартии од вредност.
  - Закон за банки, „Службен весник на Република Македонија“ бр.67/2007.

- Закон за девизно работење, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 34/2001.
- Закон за инвестициски фондови (неофицијален пречистен текст), „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.12/2009, 67/2010, 24/2011, 188/2013 и 145/2015.
- Закон за Народна Банка на Република Северна Македонија, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.158/2010.
- Закон за облигациони односи, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.18/2001.
- Закон за општа управна постапка, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.38/2005.
- Закон за преземање на акционерски друштва, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 4/2002.
- Закон за стечај, „Службен весник на Република Македонија“ бр.34/2006.
- Закон за трговски друштва, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.28/2004.
- Закон за хартии од вредност, пречистен текст – неофицијална верзија „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010, 135/2011, 13/2013, 188/13 и 43/14.

- Правилник за формата и содржината на актот за издавање на хартии од вредност по видови на хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 122/06.
- Правилник за содржина на соопштението за запишување и уплата на хартии од вредност за понуда чиј износ е помалку од 25.000 евра во денарска противвредност „Службен весник на Република Северна Македонија “ бр. 28/2008.
- Правилник за документите што ги доставува издавачот на хартии од вредност при поднесување на барањето за одобрение на јавна понуда на хартии од вредност „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.бр. 28/2008.
- Правилник за содржината на барањето за одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 6/2007 и 88/2007.

- Правилник за формата и содржината на проспектот и поканата за запишување и уплата на хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 28/2008.
- Правилник за начинот и постапката на запишување на хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 122/06.
- Правилник за начинот, содржината и роковите за поднесување на барање за необјавување на ценовно чуствителни информации во проспектот на издавачот на хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 6/2007.
- Правилник за формата и содржината на податоците за издадените хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.6/2007.
- Правилник за содржината на известувањето за затворање на јавната понуда на хартии од вредност по основ на постигнат процент на успешност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 6/2007.

- Правилник за формата и содржината на известувањето за исходот на јавната понуда на хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 6/2007.
- Правилник за содржината на барањето за одобрение за издавање на хартии од вредност по пат на приватна понуда, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр. 6/2007.
- Правилник за формата и содржина на соопштението за издавање на хартии од вредност по пат на приватна понуда, „Службен весник на Република Северна Македонија“, бр.110/06.
- Правилник за формата и содржината на известувањето за запишани и платени хартии од вредност од приватна понуда и на известувањето за реализација на приватна понуда на хартии од вредност, „Службен весник на Република Северна Македонија“ бр. 110/06.

Веб-страници

- www.cdhv.org.mk
- www.mse.org.mk
- www.nbrm.gov.mk
- www.sec.go HYPERLINK "http://www.sec.gov.mk/"v.mk
- www.finra.org

- www.nyse.com
- https://www.euronext.com/
- https://en.wikipedia.org/wiki/NYSE_Euronext
- http://library.fora.tv/2010/07/26/Joseph_Stiglitz_on_Free_Markets_and_the_World_Economy