

Елизабета Чингаровска,
Претседател на Комисијата
за хартии од вредност

СО ЕМИСИЈА НА АКЦИИ И КОРПОРАТИВНИ ОБВРЗНИЦИ КОМПАНИИТЕ ПОБРЗО И ПОЕВТИНО ДО ПАРИ



Пред да дојдете за прв човек на КХВ, ја извршувавте функцијата директор на Пазарната инспекција. Навидум двете се различни, но ги поврзува контролната улога што ја имаат. Дали инспекциските органи за Вас имаат посебен деловен предизвик?

Е. Чингаровска: Најголем дел од мојот професионален ангажман сум го поминала во инспекциски органи, почнувајќи од инспектор во Управата за јавни приходи, директор на Државниот пазарен инспекторат и сега како

претседател на Комисијата каде што добар дел од активностите се токму во Секторот за супервизија и контрола на пазарот на хартии од вредност. Луѓето кои ме познаваат знаат дека сум човек кој прифаќа предизвици и кој настојува да ги има работите „под контрола“. Веројатно затоа моите деловни предизвици најчесто се поврзани со органи во кои има инспекциски служби и преку кои посредно или непосредно се утврдува почитувањето или непочитувањето на законската регулатива, добрите и лошите практики во работењето. Тоа претставува добра ос-

нова за унапредување на процесите во работата.



Да започнеме со глобалните случувања. Се добива впечаток дека по глобалната финансиска криза започна да се обрнува многу поголемо внимание на активностите на разновидните регулаторни и супервизорски тела во финансиските системи, како и на соодветната регулатива.

Е. Чингаровска: Светската финансиска криза наметна широка регулаторна реформа на



финансиските пазари. Главниот предизвик на сите земји беше да се врати довербата и да се зајакне стабилноста на финансискиот систем како основни предуслови за здрави финансиски пазари што ќе го финансираат растот на економијата во иднина. На европско ниво, легислативата на ЕУ ги реконструираше и редефинираше финансиските пазари, беа донесени бројни директиви и регулативи со цел да се намалат ризиците, а да се зголемат бенефитите од меѓусебно поврзаниот глобален пазар. Заложбата на европското законодавство, интересите на инвеститорите да

бидат секогаш на прво место ги даде очекуваните ефекти - се врати довербата и е зголемен интересот на инвеститорите за финансиските пазари. Сепак, и понатаму се преземаат регулаторни мерки за развој на инвеститорската, на регулаторната и на конкурентската сцена на пазарите на капитал.

Ние како регулатор презедовме мерки и реализиравме повеќе активности што беа во насока на враќање на довербата кај домашните и кај странските инвеститори во македонскиот пазар на хартии од вредност. Ги едуцираме компаниите за потребата од поголема транспарентност, во најголема мера ја усогласивме регулативата со принципите и со стандардите релевантни во Европската унија, разменуваме информации и податоци со регулаторите-членови на IOSCO. Постојано се работи на натамошно хармонизирање со легислативата на ЕУ со цел воспоставување на модерен и на конкурентен пазар на капитал. Одењето во чекор со европските трендови ќе ја зголеми конкурентноста на македонскиот пазар на капитал како на европската, така и на светската сцена.



Кризата ги повлече со себе регионалните инвеститори од нашата берза и цените на акциите по остриот пад останаа депресирани. На што треба да се посвети Берзата?

Е. Чингаровска: Генерално треба да се смени перцепцијата за пазарот на капитал од страна на инвеститорите независно дали се странски или домашни. Имено, по случувањето на берзанскиот бум во 2007 година, останаа навиките кај инвеститорите дека на

краток рок може да се оствари голем профит. Но, мора да се прифатат економските закони-ности и ирационалниот да стане рационален инвеститорски ентузијазам што очекува заработувачка повисока од банкарските камати. Треба да преовладува мислењето дека добивките на берзата треба да ги формираат дивидендите и потенцијалот на компаниите за континуиран раст и можност за аквизиции од страна на стратешки партнери.

Но, главната работа на која треба да се посвети Берзата е да ги следи најновите технички и технолошки достигнувања и да вложува во таа насока. Исто така треба да размислува за нудење на нови производи и на услуги. Треба да се има предвид дека зборуваме за многу плиток пазар што е гладен за хартии од вредност. А за тоа и ние, и Берзата постојано укажуваме, држиме обуки и советувања дека свежиот капитал не треба да го бараат само од банките, туку проектите да ги финансираат и преку алтернативни извори како што се нови емисии на хартии од вредност. Но, за жал, компаниите сè уште не се отвораат, имаме многу малку емисии, и тоа главно за познати купувачи и, пред сè, поради законски усогласувања. Ги поддржуваме иницијативите за прва општинска обврзница, што би било одличен пример за тоа дека проектите можат да се финансираат и преку пазарот на капитал.



Впечаток е дека има поволен генерален амбиент за заживување на берзата. Според последните статистички податоци македонската економија закрепнува и се најавуваат оптимистички прогнози. Но, и

покрај тоа што се доста задолжени и поскапо им е земањето кредит, компаниите не се решаваат за емитување корпоративни обврзници и доаѓање до капитал на тој начин. Побарувачката за акции е недоволна иако приходите по други основи се намалуваат, на пример, каматните стапки на депозитите континуирано се намалуваат и станаа прилично ниски. Дали тоа значи дека домашните компании сè уште се плашат од влез на нови акционери?

Е. Чингаровска: Клучно е големите компании да се поттикнат да се финансираат преку пазарот на капитал или барем дел од средствата да обезбедуваат со нови емисии. Без големите компании, нема развој на берзите. За жал, статистиката на Комисијата покажува дека во првата половина на годинава не само што нема големи компании како издавачи туку и воопшто нема јавни емисии на акции. Вкупно се одобрени 8 приватни понуди, а ни една јавна понуда на хартии од вредност. Тоа покажува дека компаниите сè уште не се отвораат. Ме прашувате: Дали тоа значи дека домашните компании сè уште се плашат од влез на нови акционери? Би рекла - постои страв кај одредени менаџери и органи на управување на компаниите од промена на акционерската структура и од влез на инвеститори, мислам на институционален инвеститор, ова е можеби една од причините зошто компаниите не се отвораат за јавноста. Овде би ги навела и традиционалните врски на компаниите со банките што се воспоставени и егзистираат уште пред создавањето на пазарот на капитал и што тешко се раскинуваат. Ме радува фактот што кај

одредени компании веќе доаѓаат прогресивни и едуцирани кадри кои ги знаат и ги разбираат предностите на пазарот на хартии од вредност и очекувам дека постепено ќе се менуваат „старите“ навики. Затоа, и во оваа прилика, ги повикувам сите друштва да емитираат акции, корпоративни обврзници и слични финансиски инструменти преку кои полесно, побрзо, поефикасно и поетивно ќе дојдат до потребните финансиски средства за реализација на своите бизнис проекти.



Дали се можеби потребни активности за едукација на јавноста?

Е. Чингаровска: Да, изминатава 2013 и оваа година во фокусот на вниманието е финансиската писменост како еден од предусловите за заштита на инвеститорите. Се преземаат мерки и се воспоставуваат услови за да се подобрат знаењето и финансискиот капацитет на широката јавност преку обезбедување на суштински информации и алатки што им се потребни на инвеститорите за донесување на информирани финансиски одлуки и за разумно менаџирање со нивните заштеди. Финансиската писменост е неопходна за разбирање на функционирањето на финансиските пазари, за промените што ги претрпуваат и за опасностите што произлегуваат од неразбирањето. За успешно функционирање на пазарот на капитал потребно е сите учесници на пазарот да бидат запознаени со неговата структура и организација, со начинот на кој функционира и со регулативата што се применува, доследно да ја почитуваат и постојано да бидат во тек со последните достигнувања на пазарот на капитал. До-

несовме посебна Програма за едукација на издавачите и на потенцијалните инвеститори, и тоа заедно со Македонската берза и депозитарот, за која изработивме и Акциски план. Преку активности засилено работиме на едукација на граѓаните, на издавачите и на инвеститорите. Единствено на тој начин можеме да очекуваме дека и Република Македонија ги следи позитивните трендови на пазарите на капитал во развиените пазарни економии. Во таа насока е потпишан и Меморандумот за соработка меѓу НБРМ, Министерството за финансии, Агенцијата за супервизија на осигурување, Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување и Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија. Впрочем, нашиот интерес е да имаме население кое ќе ги разбира многу добро финансиските услуги што ги користи и на тој начин нема да влегува во непотребни ризици. На тој начин, сите заеднички придонесуваме за избегнување и минимизирање на ризиците во финансискиот сектор, а со тоа креираме и постабилен финансиски сектор. Инаку, сите земји преземаат активности за да го едуцираат населението при ракувањето и при користењето на финансиските услуги и искуствата во другите земји покажуваат дека едукацијата е потребна без разлика дали станува збор за развиена земја и без разлика на образованието на населението бидејќи, во последниве години, има многу иновации во овој сектор што и оние кои се упатени не можат да ги разберат.



Една од поголемите новости на Македонската берза во поново време беше и законската обврска



КЛУЧНО Е ГОЛЕМИТЕ КОМПАНИИ ДА СЕ ПОТТИКНАТ ДА СЕ ФИНАНСИРААТ ПРЕКУ ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ИЛИ БАРЕМ ДЕЛ ОД СРЕДСТВАТА ДА ОБЕЗБЕДУВААТ СО НОВИ ЕМИСИИ. БЕЗ ГОЛЕМИТЕ КОМПАНИИ, НЕМА РАЗВОЈ НА БЕРЗИТЕ.

задолжително да котираат на Берзата правните субјекти што исполнуваа одредени предуслови.

Е. Чингаровска: Задолжителната котација како реформа на пазарот на хартии од вредност значително го подигна степенот на транспарентност на компаниите, и тоа од аспект на објавување на финансиски и на нефинансиски податоци и информации за друштвата. Транспарентноста на пазарот на хартии од вредност ни е главен приоритет. Нашата цел е инвеститорите

да имаат навремени и целосни информации со цел да носат издржани инвестициски одлуки и во таа смисла треба да се разбере задолжителната котација. Можам да кажам дека генерално нивото на транспарентност е значително подобро. Законските решенија во таа насока наметнуваат максимално транспарентно работење на акционерските друштва. Како за илустрација, една од нашите последни анализи покажува дека од вкупно 116 акционерски друштва што котираат на Берзата или се

друштва со посебни обврски за известување, дури 114 друштва објавиле неревидирани финансиски извештаи за претходната година. Будно го следиме интензитет и квалитетот на објавување од страна на акционерските друштва, ги анализираме и сумираме остварените резултати од страна на македонските компании. Па, така можам да кажам дека во 2013 година, 60 проценти од друштвата од стопанството што објавиле годишни финансиски извештаи оствариле оперативна добивка, но, за жал,

има и компании што кумулираат загуби подолг период и им се подјадува капиталот.

И во оваа прилика сакам да нагласам дека транспарентноста во работењето на компаниите и навременото и целосно обелоденување на релевантни информации и податоци, независно дали се тие од финансиски или од тековен карактер при редовното работење, треба да претставува предизвик за менаџментот на една компанија и е корпоративно начело без кое не може да се замисли функционирањето на една современа економија. Транспарентноста е практика на компаниите во развиените земји и

стандард во Европската унија и принцип на Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност - IOSCO.



Еден од начините за зголемен интерес за производитите и за услугите на пазарот на капитал е и поврзување на Македонската берза со други берзи на хартии од вредност во соседните земји и во регионот. Во последно време доаѓаат информации за такви можности.

Е.Чингаровска: Ако се знае дека изминатава година Истанбулската берза се стекна со 25

отсто во Црногорската берза, Бугарската берза ја рестартираше долгоочекуваната приватизација, а група од три берзи, и тоа Загреб, Софија и Скопје, формираа заедничка компанија со седиште во Република Македонија во правец на формирање на регионална мрежа за т.н. прекугранично пренасочување на наложите за тргување, се потврдува фактот дека регионалното поврзување на берзите останува актуелна тема. Ме радува фактот што трите берзи: Загреб, Софија и Скопје направија значаен исчекор и потпишаа договор за грант со ЕБРД за финансирање на развој на софтвер-



МЕ РАДУВА ФАКТОТ ШТО ТРИТЕ БЕРЗИ: ЗАГРЕБ, СОФИЈА И СКОПЈЕ НАПРАВИЈА ЗНАЧАЕН ИСЧЕКОР И ПОТПИШАА ДОГОВОР ЗА ГРАНТ СО ЕБРД ЗА ФИНАНСИРАЊЕ НА РАЗВОЈ НА СОФТВЕРСКА АПЛИКАЦИЈА ШТО КЕ ИМ ОВОЗМОЖИ НА БРОКЕРИТЕ ВО ТРИТЕ ЗЕМЈИ НА ЕДНОСТАВЕН НАЧИН ДА ТРГУВААТ СО ХАРТИИТЕ ОД ВРЕДНОСТ ШТО КОТИРААТ НА ОВИЕ ТРИ БЕРЗИ. ОЧЕКУВАМ ОВОЈ ПРОЕКТ ДА ДОБИЕ СВОЈА ЗАВРШНИЦА НА ЗАДОВОЛСТВО НА СИТЕ ЧИНИТЕЛИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ.

ска апликација што ќе им овозможи на брокерите во трите земји на едноставен начин да тргуваат со хартиите од вредност што котираат на овие три берзи. Очекувам овој проект да добие своја завршница на задоволство на сите чинители на пазарот на капитал.



Еден од предизвиците со кои често се судираат регулаторните тела на берзите во мали земји, како што е Република Македонија, е спречувањето на инсајдерско тргување и пазарни манипулации. Евидентирани ли се досега вакви појави во нашата земја и како тие се регулираат и спречуваат?

Е. Чингаровска: Во минатото, Комисијата за хартии од вредност имала случаи во кои постоела индиција за инсајдерско тргување. Случаите за инсајдерско тргување се тешки за детектирање, а уште потешка и помакотрпна е постапката за нивно докажување. Завршницата ја имаат преку Обвинителството и пред надлежните судови. За нас, како Комисија за хартии од вредност, битно е да работиме со целиот свој капацитет и ресурси во насока на исполнување на нашите законски надлежности, што резултира со сигурен и транспарентен пазар на капитал. Одредени пазарни манипулации, секако, не нè заобиколуваат. Но, сметам дека се со навистина мал и незначителен интензитет и за нив изрекуваме административни мерки. Би додала дека КХВ има добра соработка со Академијата за судии и јавни обвинители каде што заеднички спроведуваме едукативни работилници со цел побрз расплет на предметите поврзани со хартии од вредност. Сакам да подвлечам дека овлас-

тените учесници на пазарот на капитал знаат дека се набљудувани во секој момент од страна на Комисијата за хартии од вредност и тие многу внимателно настапуваат на пазарот.



Комисијата за хартии од вредност е мошне доследна во барањата за стриктна примена на соодветните прописи од пазарните учесници. Се почитуваат ли прописите од страна на пазарните учесници кај нас?

Е. Чингаровска: КХВ продолжува активно да ја извршува својата функција на супервизорски и регулаторен орган на пазарот на хартии од вредност како од аспект на унапредување на регулативата, така и од аспект на контрола на сите учесници во работењето со долгорочни хартии од вредност во земјава. Од овластените учесници на пазарот на хартии од вредност бара да се придржуваат кон правилата на берзанското работење и брокерската етика, како и до етичкиот кодекс на честа на Берзата, да се однесуваат професионално, при што особено е важно да не ги ставаат своите над интересите на клиентите, да се обидат да избегнуваат каков било конфликт на интереси што може да произлезе во текот на работењето. Со еден збор – да не ги кршат правилата што важат на пазарот на хартии од вредност за потоа случајот да стигне до Комисијата за хартии од вредност како регулатор на пазарот при што мора да изрекува санкции.



Впечаток е дека отсутството на поголем раст на Берзата обесхрабри дел од досегашните пазарни учесници да продолжат со

своите активности на нашиот пазар. На пример, се намали бројот на брокерски куќи. Што покажуваат податоците? Има ли барања за нови одобренија за работа за овој или друг тип пазарни учесници?

Е. Чингаровска: Ако тргнеме од фактот дека економската логика е таа што победува на секој пазар, па и на пазарот на хартии од вредност, тогаш сосема логичен ќе ни биде фактот зошто се намалува интересот за основање на брокерски куќи, а расте за организирање на нови отворени инвестициски фондови. Непобитен факт е дека граѓаните и компаниите за да го намалат ризикот од непознатото при вложување на пазарот на хартии од вредност во последно време повеќе претпочитаат своите средства да ги доверат кај инвестициските фондови каде што постојат менаџери за управување на нивниот капитал. На тој начин се премостува празнината што постои помеѓу нивните финансиски цели.

Во наредниов период се преземаат мерки и во насока на одржување на стабилноста и развој на фондовската индустрија, а кои пред сè се состојат во унапредување на процедурите и на методите за управување со пазарниот, со кредитниот, со оперативниот и со ликвидносниот ризик од страна на менаџерите со инвестициските фондови и во зголемување на транспарентноста на инвестициските фондови.



Ви благодарам за интервјуто.

подготви: Зоран Јовановски