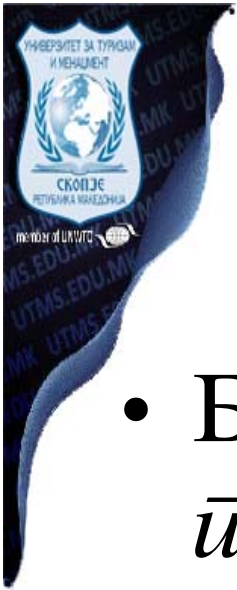




УНИВЕРЗИТЕТ ЗА ТУРИЗАМ  
И МЕНАЏМЕНТ  
СКОПЈЕ

# СИСТЕМИ ЗА ТРГУВАЊЕ НА БЕРЗИТЕ



# Тргување на берзите

- Берзата *работи по строго утврдени  
правила на тргување со хартии од  
вредности, односно постои  
детерминиран систем за тргување.*



- *Систѣмой за търгување на берзата претставува механизам преку кој на едно место (физички или електронски) се поврзуваат купувачите и продавачите на хартии од вредност.*
- Трансакциите се извршуваат со посредство на брокерите, кои преку преговарање и нагодување, ги утврдуваат цените на хартиите од вредност, усогласувајќи ги спротивставените цели за индивидуално максимизирање на добивката – купувачот да купи поевтино, продавачот да продаде поскапо.



- Технологијата за тргување со хартии од вредност на берзите драстично се менува почнувајќи од раните 80-ти години, како резултат на невидениот бум на комуникациската и компјутерската индустрија.
- Паралелно со овој процес се одвиваше процесот на дерегулација и либерализација на финансиските пазари во сите западни земји, што придонесе берзите да се соочат со меѓусебна конкуренција.



- Изборот на системот за тргување треба да обезбеди берзите да бидат максимално конкурентни за да привлечат што повеќе клиенти да тргуваат преку нив, односно промените требаше да обезбедат ефтин, брз ефикасен и едноставен систем за тргување, прилагоден кон интересите на брокерите и инвеститорите.
- Во принцип, нема прецизни, строго детерминирани правила како да се дизајнира системот за тргување на една берза, односно не постојат јасно издиференцирани видови на системи за тргување.

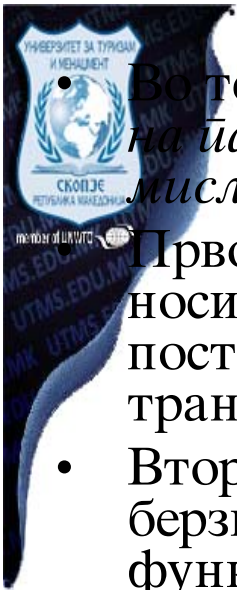


- Изборот на системот за тргување зависи од неколку елементи:
- прво, од тоа дали се настојува да се изврши и.н. консолидација на пазарот на хартии од вредност, т.е. дали во една национална економија ќе постои една единствена берза или мрежа од конкурентни берзи и пазари „преку шалтер“,
- второ, која е фреквенцијата на тргувањето, односно дали ќе се користи модел на и.н. „континуиран“ или „создаден“ пазар,
- трето, како ќе се постоаваат функциите на пазарните посредници, односно, дали на пазарот ќе дејствуваат само брокери или ќе има и маркет мејкери.



- Во повеќето западни земји, а особено во поголемите, најчесто постојат повеќе берзи. Иако, една од нив секогаш е најголема и најзначајна, факт е дека во вакви случаи тргувањето со хартии од вредност се одвива на неколку места во рамките на една иста национална економија.
- Исто така, во многу земји е дозволено, доколку се почитува определената процедура, да се склучуваат трансакции и вон берзата (off-exchange transactions), дали директно помеѓу сопствениците на хартиите од вредност или помеѓу професионалните учесници на пазарот.



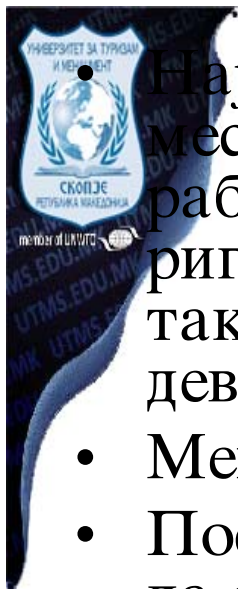


- Во теоријата и праксата постои дебата во врска со тоа *каква структура на пазарот на капитал е оптимална. Постојат две противставени мислења.*

Првото се темели на основните постулати за користи што со себе ги носи било каква конкуренција во пазарната економија, односно дека постоењето на повеќе од една берза ќе резултира со намалување на т.н. трансакциони трошоци на секоја поделна берза.

- Второ мислење, пак, сосема спротивно, тврди дека постоењето на мрежи берзи во иста држава има негативно влијание на квалитетот на функционирање на пазарот на капитал во целина, обемот на тргување и стабилноста на цените на хартиите од вредност на пазарот.
- Од друга страна, концентрирањето на тргувањето на една берза би требало да ги даде истите позитивни резултати што се наведени како корист од постоењето на повеќе берзи – поефикасно работење и помали трошоци по трансакција. Но, доколку постои само една берза, а таа поради овие или оние причини не функционира како треба, на учесниците на пазарот треба да им се даде можност да тргуваат на друго место, каде што работите се подобро организирани.

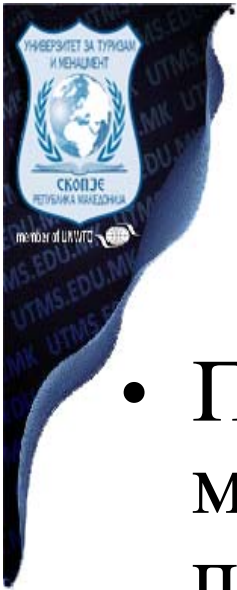




- Најдобро решение е да се концентрира тргувањето на едно место, *да се изврши консолидација на пазарот*, но работењето на таа единствена берза да се контролира ригорозно, како од страна на самите членки на берзата, така и од државните органи, со цел евентуалните девијации што е можно побрзо да се отстрануваат.
- Меѓутоа, ова не го исклучува постоењето на повеќе берзи.
- Постојат начини да се опстои на овој модел, а истовремено да се направи определена консолидација на пазарот. На пример, може да се изврши специјализација на пооделните берзи по акционерски друштва (вид на дејност, големина и сл.), па соодветно на тоа да се развиваат системи на тргување соодветни за обемот на тргување со одредени акции.
- Исто така, различните берзи каде што се тргува со исти акции можат да се поврзат по електронски пат, креирајќи единствен пазар за тие акции, но задржувајќи ја можноста за избор на инвеститорите каде да тргуваат, односно, постоењето на меѓусебна конкуренција на берзите.



- Како што претходно објаснивме, *берзата* има две намени:
- *да обезбеди механизам за компаниите и властите да можат да издаваат нови хартии од вредност со цел да прибираат капитал, што се нарекува примарен пазар, и*
- *да им овозможи услови на инвеститориите да купуваат и продаваат веќе издадени хартии од вредност, што претставува секундарен пазар.*



# *Примарен пазар*

- Пред да емитува нови акции, издавачот мора да ги исполни условите и да ги почитува правилата на берзата за котација на хартиите од вредност.
- Емитентот ќе ангажира инвестициона банка или брокерска фирма или некоја друга фирма што работи со хартиите од вредност, да ја подготви емисијата од негово име.



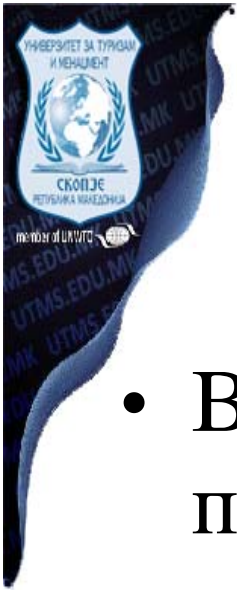
- Методите на емисија варираат од пазар на пазар, но вообичаени методи се:
- *Јавна емисија: акциите се нудат на јавноста;*
- *Пласман: Фирмата што работи со хартии од вредност или инвестициона банка задолжена за подготовка на емисијата, им ги продава акциите исклучиво на своите клиенти;*
- *Синдикална емисија: Фирмата што работи со хартии од вредност или инвестициона банка што ја подготвува емисијата организира синдикат (или група) на банки, од кои секој член презема дел од емисијата и им продава хартии од вредност на своите клиенти.*



• За инвеститорите што прифаќаат нова емисија се вели дека запишуваат (subscribe) нови акции. Јавната емисија може да се изврши или по фиксна цена или емитентот може да ги покани инвеститорите да лицитираат за акциите, т.е. да ја објават цената по која тие се подготвени да запишат од акциите. Потоа емитентот ја прифаќа највисоката понуда за цена. *Ваквајта ѝосѝајка се нарекува аукција.*



- Нова емисија на акции се врши во согласност со законите на дадената земја и обично компанијата мора да подготви и објави *īросīекīī*.
- Проспектот е формален документ што ги содржи сите релевантни информации за компанијата, нејзината работа, директорите и причините поради кои се врши емисијата.



# Секундарен пазар

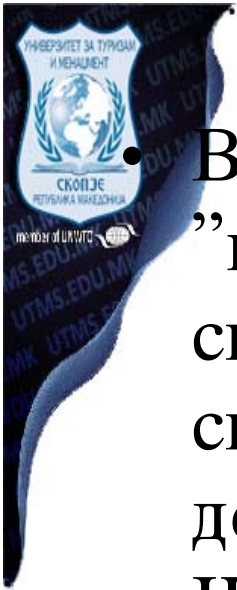
- Во рамките на секундарниот пазар постојат два вида пазарна структура:
- пазар на принцип на налози (*order-driven market*) и
- пазар по принцип на котирација (*quote-driven market*).





# Пазар по принцип на налози

- На пазарот по принцип на налози *и куйувачој и йродавачој на акции ангажираат брокер кој йргува од нивно име.*
- Улогата на брокерот што работи за купувачот е да најде соодветна спротивна страна, т.е. да најде соодветен продавач.



- Ваквото усогласување може да се случи на ”паркетот” на берзата, преку компјутеризиран систем или и на двата начина. Брокерите за своја услуга наплатуваат провизија. Тие дејствуваат како посредници (агенти). Њујоршката и Токиската берза се претежно пазари по принцип на налози. Лондонската берза, која во текот на целото свое постоење работеше како пазар по принцип на налози, во октомври 1997 година, го промени работењето по принцип на налози и воведе тргување по принцип на котација за најголемите сто акции.



- Брокерите контактираат помеѓу себе и ги реализираат трансакциите или преку тргување на паркет на берзата или преку компјутерскиот систем на тргување.
- Брокерите имаат пристап до екраните за тргување на кои се прикажуваат страните со налозите за тргување. Секоја хартија од вредност има посебна страна во системот која ги покажува налозите за купување и продавање, внесени од страна на брокерите. Следниов пример го илустрира начинот на тргување кој се одвива на компјутерскиот пазар по принцип на налози и е креиран врз основа на SETS-системот, по кој се работи во Лондон.

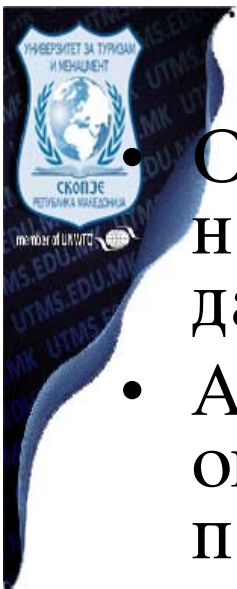
Налози за купување		Налози за продавање	
Акции	Цена во \$	Акции	Цена во \$
10,000	61	6,000	62
5,000	60	9,000	63
8,000	59	15,000	64



- Овие налози се ограничени (лимитирани) налози, бидејќи брокерот има точно утврдена цена (граница) по која ќе се тргува. Ни еден од овие налози не може да се изврши доколку највисоката цена, која купувачот е подготвен да ја плати (\$ 61) е пониска од било која продажна цена, која продавачот е подготвен да ја прифати (\$ 62).
- Ограничените (лимитираните) налози може, но и не мора да содржат временски ограничувања.
- *Според временското ограничување, постојат следниве видови на налози:*
- GTD (good for the day which will expire at the end of the trading day)-налог кој важи до крајот на денот на тргување;
- GTC (good till canceled) – налог кој важи до негово откажување.

Да претпоставиме дека некоја компанија Б дава ограничен налог за продавање на 12,000 акции по цена од \$ 61. 10,000 акции ќе се продадат веднаш, по основ на налог за најдобра цена. Останатите 2,000 акции не може да се продадат и истите ќе се префрлат на страната на продажбата во налогот. По извршување на налогот, тој ќе изгледа вака:

<b>Налози за купување</b>		<b>Налози за продавање</b>	
Акции	Цена во \$	Акции	Цена во \$
5,000	60	2,000	61
8,000	59	6,000	62
		9,000	63
		15,000	64



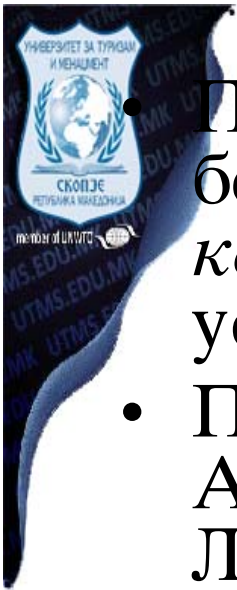
- Ограничените налози се само еден вид на налог, додека останатите видови налози може да содржат:
- At best (најдобро), каде на налогот не постои ограничување на цената (налогот се извршува по најдобро понудената цена). Налогот ќе се извршува се додека книгата на налози не ја задоволи порачката;
- Execute and eliminate (изврши и елиминирај), каде во ограничениот налог, неизвршениот дел попрво ќе се отфрли, отколку да се додаде во книгата за налози;
- Fill or kill (исполни или отфрли), каде налогот се реализира целосно и веднаш или истиот се отфрла. Во книгата на налози ништо не се додава.





# Пазар по принцип на котација

- На пазарите по принцип на котација работат маркет мејкери, кои купуваат и продаваат акции под секакви пазарни услови и секогаш лицитираат куповна и продажна цена (од разликата остваруваат профит).
- Купувачите и продавачите сеуште имаат брокери кои тргуваат од нивно име, но наместо да бара соодветна спротивна страна, брокерот ја договара трансакцијата со маркет мејкерот. Лондонската берза, NASDAQ и Американската берза се пазари по принцип на котација.

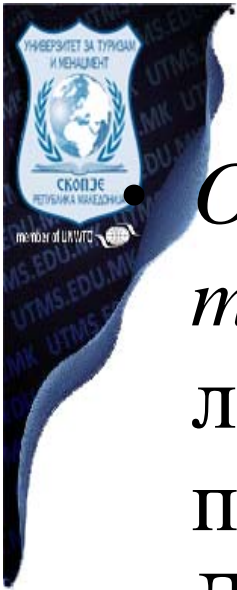


- Покрај пазарот за котирани акции, некои берзи имаат т.н. *алтернативен пазар за компании*, кои не можат да ги исполнат условите за котација.
- Примери за алтернативни пазари се Алтернативниот инвестиционен пазар на Лондонската берза (The Alternative Investment Market of the London Stock Exchange) и Вториот оддел на Токиската берза (Second Section of the Tokyo Stock Exchange). Компаниите со чишто акции се тргува на алтернативниот пазар се најчесто помали и понови компании од оние со кои котираат. Доколку компаниите ги исполнат условите за котација, тогаш тие можат да аплицираат за целосна котација.



# *Други начини на тргување*

• *Двонасочни цени (two-way prices).* Цените што се нудат за хартиите од вредност честопати се во вид на двонасочни цени (пример, \$60- \$61). Пониската цена е куповна – цена на побарувачка (бид прице) и тоа е цена по која дилерот е подготвен да ја купи акцијата од инвеститорите. Повисоката цена е продажна цена – цена на понудата (оффер прице или аск прице) и тоа е цената по која дилерот е подготвен да му ја продаде акцијата на инвеститорот. Разликата меѓу цените се вика *распон (спреад)* и е добивка на дилерот.



• *Отворен пазар со извикување (Open-outcry market)* е берза на која трговијата се одвива лице во лице на „паркетот”. Такви паркети имаат Њујорк и Токио, а Лондонската берза се откажа од таквиот вид на трговија во 1996 година и се тргувањето се врши по телефон или компјутер.



- Како одговор на пазарните кризи во октомври 1987 и 1989 година, Њујоршката берза (а потоа и некои други) вовеле т.н. „осигурувачи“ за да се намали пазарната нестабилност и да се зголеми инвеститорската доверба.
- Тие се активираат кога берзанскиот индекс се менува за одреден процент, а откако ќе се активираат, тргувањето се намалува на ограничен период. Периодот може да биде од 5-10 минути или подолго, при поголеми нарушувања. Така на пример, доколку Dow Jones индексот опадне за 350 поени во однос на претходното дневно затворање, тогаш тргувањето на сите берзи ќе биде прекинато 30 минути. Осигурувачите може да се однесуваат на целиот пазар или пак само на одредена акција, доколку цената на таа акција се менува за одреден процент (пример, доколку во Лондон цената на акцијата се помести за 10% од цената објавена на отворањето на берзата, тогаш тргувањето со таа акција се прекинува 10 минути).



- *Маргина.* Брокерот купува и продава хартии од вредност за инвеститорот, најчесто и со сопствени пари, но одредува маргина за својот клиент, односно износ кој инвеститорот мора да го депонира за да ги покрие евентуалните загуби.
- На многу пазари, со акциите се тргува во стандардни износи наречени заокружени лотови (роунд лотс). Во Њујорк се тргува со заокружени лотови од 100 акции, додека Лондонската не ги применува.
- *Минимална сџајка (Tick size)* претставува најмало поместување на цената на една акција. На Њујоршката берза е  $1/8$  од \$1, а на Лондонската е  $1/4$  од 1 пени. Изразот минимална стапка може да го означува и правецот во кој се движи цената на акцијата на својата последна продажба (уп-тицк – значи пораст, доџн-тицк паѓање, а zero-плус тикк значи иста цена).
- *Програмско тргување.* Изразот програмско тргување (програм традинг) покрива широк распон на стратегии од портфолио управувањето, вклучувајќи го симултаното купување или продажба на акции. Таков пример е index arbitrage. Арбитражниот индекс се дефинира како купување или продажба на пакет на акции во поврзаност со продажба или купување на деривати, како што се фјучерс индексите, во смисла на профит од различните цени од пакетот акции и дериватите.





# Фреквенција на тргувањето

Според фреквенцијата на тргувањето во текот на еден берзански ден на тргување може да се разликуваат два модели на системи за тргување: создаден (*call*) пазар и континуиран пазар.

- На создадените (*call*) пазарите, берзата во точно определен период од деној на тргување ѝ собира налозите за купување и продавање од брокерските куќи. Овие налози, за кои постојат услови за извршување, се реализираат веднаш откако ќе заврши фазата на прибирање на налозите, по цена која се формира според претходно утврден начин. Токму за моментот кога е детерминирана цената за некоја хартија од вредност, англосаксонската терминологија ја употребува синтагмата дека пазарот е “создаден” (*цаллед*).
- Овој начин на утврдување на пазарната цена на берзата е познат и под поимот “фиксинг” (*fixing*) и со мали варијации се користи, на Франфуртската и на Париската берза.





- Главната предност на call пазарите е едноставноста во утврдувањето на цената и непреченото доставување на информациите до инвеститорите.
- *Времето на доставување на наложиие на овој пазар не е важно, доколку цената е различна, затоа што сите ирисканни налози пред цалл времето имаат еднаков претиман.* Ова може да биде многу важно за пазарите во земјите, каде комуникациските системи не се многу развиени. Понатаму, други предности на овој начин на тргување е што трошоците за извршување и порамнување на трансакциите се значително пониски и што е намалена можноста за грешки во порамнувањето (заради единствената дневна цена за определената хартија од вредност).



- На континуираниот пазар, брокериите можат наложителите за тргување да ги извршаат во секое време, кога моментално понудената цена за купување и продавање за одредената хартија од вредност ќе се изедначат.
- Имено, тука не постои фаза на прибирање на наложителите и утврдување на пазарната цена, врз основа на претходно утврдени правила, туку брокериите континуирано ги објавуваат цените за купување и продавање што произлегуваат од добиените наложителски клиенти и чекаат се додека друг брокер не понуди сировивна цена која им одговара за да склучат трансакција.



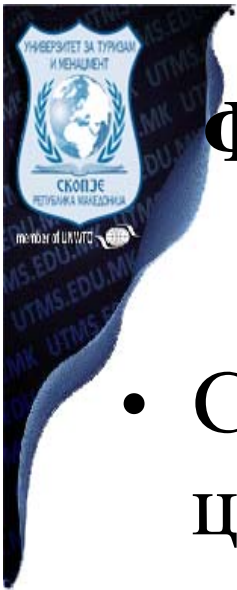
- Предноста на ваквата организација на пазарот се состои во тоа што им овозможува на учесниците на пазарот да ги увидат и да им се прилагодат на тековните пазарни услови и нови информации, преку согледување на веќе понудените налози на пазарот, висината на куповните и продажните цени и бројот на извршените трансакции. Аналогно на тоа, сите одлуки се пореален одраз на моменталните услови на пазарот, а цените се формираат според моменталната понуда и побарувачка. Овие пазари, исто така, гарантираат промптно извршување на налозите по пазарни цени и непречено тргување. Сето ова е особено важно за шпекулативните инвеститори.



- Главниот недостаток на овие пазари е нивната поголема изложеност на разни манипулации и злоупотреби. Ова особено доаѓа до израз кога регистрирањето на времето на примањето на налозите и правилата што го одредуваат приоритетот во тргувањето не се доволно прецизни, а однесувањето на пазарните посредници не се контролира на соодветен начин. Двата модели за тргување можат и да се комбинираат. На пример, *цалл пазарот може да се користи за акции, со кои нема многу тргување и за акции за кои што редовно се акумулираат повеќе налози пред отворањето на берзата.*



• *Конти́нуираниот пазар, по правило, се уйо́требува за акции со голема или умерена ликвидно́сти (акции кои редовно се т́ргуваат).* За трансакциите со многу големи количини на акции, препорачливо е да се користат помалку формални системи за тргување што ќе овозможат повеќе преговарачки простор за двете договорни страни (блок трансакции). Големите зделки значат големи пари, нив ги прават големите играчи на пазарот, а проблемите тие сакаат да ги решаваат малку поспоро и поспецифично.



## **Формирање (откривање) на цената на хартиите од вредност**

- Според начинот на “откривање” на цената на хартиите од вредност може да се разликуваат два модела на тргување:
- “пазари придвижувани од налози” (order driven markets) и
- “пазари придвижувани од цени” (quote driven markets).



# Пазари придвижувани од налози

- *Традиционален начин на тргување на берзиите е аукцијата. Берзите каде што се применува аукцискиот модел на тргување се наречени “пазари придвижувани од налози” (ордер дривен маркејтс).*
- *Аукцијата претставува истовремено јавно објавување на цените што ги нудат и продавачите и купувачите. Најконкретно, на берзите тоа подразбира дека брокерите ги објавуваат налозите што ги примиле од своите клиенти по однапред специфицирани цени или услови и доколку куповните и продажните цени се усогласат, се реализираат берзански трансакции.*





- *Карактеристично кај овој начин на тргување е дека претежно на сите берзи со ваква организациона поставеност на системот на тргување доминираат брокериите. Улогата на брокерите кои што за клиенти имаат купувачи, е да најдат соодветни продавачи и обратно. Ваквото наоѓање може да се случи и на берзанскиот паркет по пат на извикување или преку компјутерскиот систем или на двата начини. Брокерите остваруваат профит така што наплаќаат провизија на своите клиенти за извршените услуги.*

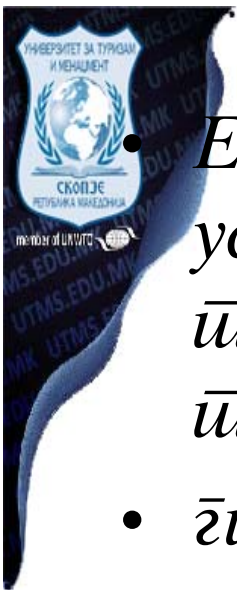


# Пазари придвижувани од цени

- На некои берзи тргувањето се одвива со помош на официјални “креаџори на пазарот” (маркеџ мејкери). Тие берзи се познати под името под името “пазари придвижувани од цени” (љубе дривен маркетс). Улогата на маркеџ мејкерите на овие берзи е дефинирана како иницирање и управување со процесот на континуирано “нудење” на рамноотежната цена за определена харџија од вредност во форма на понуден ценовен распон ( “купувам акции од друштвото А по цена од 1000 денари” - “продавам по 1020 денари”) и соодветно реагирање на “одговорите” кои пазарот ги дава на понудените цени.



- Маркет мејкерите имаат формален договор со организаторот на пазарот (берзата) и се одговорни за одржување на ликвидноста и редовноста на тргувањето со хартиите од вредност, кои им се доделени. Маркет мејкерите на Лондонската берза и на американскиот NASDAQ се обврзани секогаш да објавуваат две цени.
- Улогата на маркет мејкерот е да купува и да продава хартии од вредност под секакви пазарни услови. Маркет мејкерот секогаш лицитира куповна и продажна цена и преку таа разлика во цените и самиот профитира. Купувачите и продавачите сеуште имаат брокери кои тргуваат во нивно име, но наместо да се обидат да најдат соодветна спротивна страна, тие ја договараат трансакцијата со маркет мејкерот. Брокерите остваруваат профит со наплатување на провизија на своите клиенти.



- *Еден пазар на хартии од вредности кој што успешно функционира, треба да има систем на тргување со помош на кој ќе се утврдуваат такви, кои што ќе:*
  - *ги максимизираат бројот на трансакции;*
  - *реагираат соодветно на промените во пазарното окружување;*
  - *бидат стабилни на среден рок без преголеми флуктуации; и*
  - *воспоставуваат слични цени за сите хартии од вредности со слични карактеристики.*



- Процесот на одредување на пазарната рамнотежна цена (маркет еџуилибриум прице) е можеби најважната, но и најтешко разбирливата функција на сите системи за тргување со хартии од вредност. Одредувањето на цените зависи од начинот на дизајнирање на системот за тргување и од степенот на пазарната консолидација, (не) постоењето и активноста на маркет мејкерите, како специфичен вид учесници на пазарот, начинот на котирање на цените на пазарот и употребуваните видови на налози за тргување, транспарентноста на информациите, оперативните трошоци и стапката на раст на пазарот.



- Секако, учесници на пазарот се и инвеститорите. Генерално земено, инвеститорите можат да бидат поделени во две категории, со тоа што еден инвеститор не мора секогаш да биде задолжително класифициран или во едната или во другата категорија. *Во првата категорија спаѓаат долгорочните инвеститори, кои купуваат акции во очекување на пораст на цената на акциите и поради дивидендата што истите ја носат, односно овие инвеститори ги чуваат акциите подолг временски период.*



- Во втората категорија се краткорочните инвеститори, познати и како “шпекуланти”, коишто купуваат и продаваат во очекување на мали ценовни флуктуации, односно овој тип на инвеститори ги држат акциите во свој посед релативно кратко време. Овие инвеститори најчесто се нарекуваат дилери. Доколку ваквите активности се извршуваат согласно официјалниот договор со берзата, станува збор за маркет мејкери, а доколку тоа го прават само водејќи сметка за своите интереси, зборуваме за дилери.





- Во секој случај, и едните и другите играат клучна улога во одредувањето на цената и стабилизацијата на пазарот. Сите тие активно вршат купопродажба на хартиите од вредност во свое име и за своја сметка, брзо реагирајќи на очекуваните промени на цените или промената на агрегатната понуда и побарувачка. Сосема спротивно, брокерите купуваат или продаваат само за сметка на крајните инвеститори. Во некои земји постојат и т.н. брокери/дилери кои го прават и едното и другото.





- На берзите каде што не постојат формални маркет мејкери, дилерите иако неофицијално, играат многу важна улога. Тие се обидуваат да заработат преку купување на акции, секогаш кога привремениот вишок на понудени акции предизвикува намалување на цените, т.е. преку продавање на акции, секогаш кога привремениот вишок на побарувачката предизвикува зголемување на цените. Тие ја користат предноста од тековната нерамнотежа помеѓу понудата и побарувачката на определени акции и се обидуваат да остварат профит преку купување по пониска цена и продавање по повисока цена. Освен профитот што така го остваруваат, тие истовремено делуваат и на стабилизирање на пазарот. Берзите чии системи за тргување го оневозможуваат учеството на дилерите или други краткорочни шпекуланти, се соочуваат со големи и непријатни флуктуации на цените.



- *Добро дизајнираниот систем за тргување, освен неговата основна улога, а тоа е спојувањето на купувачите и продавачите на пазарот, остварува и други значајни функции, како што се:*
- воспоставување (откривање) на пазарната цена (прице дисCOVERS) – системите за тргување треба да ја утврдат цената која што ја урамнотежува агрегатна понуда и побарувачка за секоја пооделна хартија од вредност на пазарот;
- стабилизација на пазарот (маркет стабилизацион)- големиот обем на тргување на пазарот (ликвидност) и учеството на значаен број на соодветно капитализирани и добро информирани дилери кои што се подготвени да „влезат“ во краткорочни шпекулативни потфати, придонесуваат цените на пазарот да бидат далеку попредвидливи и постабилни, отколку пазарот да биде раководен од безброј мали инвеститори кои што креваат паника на секоја гласина. Системите за тргување треба да се дизајнираат на таков начин што нема да ги потиснуваат овие активности, туку напротив, ќе ги поттикнуваат;



- надгледување на пазарот (маркет сурвеилланце) – системите за тргување можат да се употребат за контролирање и надгледување на тргувањето на пазарот и со самиот тој факт да ги заштитат учесниците на пазарот од евентуални злоупотреби и манипулации; и
- одржување на соодветен квалитет на функционирање на пазарот (љуалитс сертификацион) – преку поставување на соодветни услови за членство во берзите и процедурите за котирање на хартиите од вредност, системите за тргување можат да обезбедат минимални стандарди во работењето на посредниците на пазарот (членките на берзите), како и да го гарантираат квалитетот на хартиите од вредност со кои се тргува.



# Македонска берза на хартии од вредност

- Македонската берза беше основана за да обезбеди:
- *орѓанизиран пазар*, каде може јавно да се тргува со долгорочни хартии од вредност, засновани врз погодни и сигурни информации;
- *ефикасен пазар на капитал*, кој ќе го поттикнува стопанскиот развој во Република Македонија и финансиската либерализација на стопанството;
- *диверзификација на ризиците* кај потенцијалните инвеститори и друштва;
- *заштитата на интересите на инвеститориите*;
- *правилна алокација на средствата*;
- *контрола во управувањето*;
- *инструменти на државата за задоволување на финансиските потреби*, не само со фискални и монетарни средства, туку и со пазарни инструменти.



Тргувањето на Берзата се врши на два пазарни сегменти:

- *Официјален пазар (Берзанска коџација);*  
*и*
- *Неофицијален пазар (Пазар на јавно*  
*поседувани друштва и Слободен пазар).*



• *Условије за тргување на официјалниот пазар (берзанска котирација) се:*

минимум 25% од вкупниот број на издадени акции на акционерското друштво да се во рацете на јавноста (да не се во сопственост на директорите, големите акционери, државата);

- акционерското друштво да има минимум 200 акционери;
- номиналниот капитал на акционерското друштво треба да изнесува најмалку 2.000.000 Евра;
- котираното друштво мора да достави и ревидирани финансиски извештаи за последните три години;
- не смеат да постојат било какви ограничувања за пренос на акциите;
- издавачот со Проспектот треба да докаже дека постои јавен интерес за неговата дејност и неговите акции ќе бидат котирани;
- котираното друштво е обврзано јавно да ги објавува сите ценовно осетливи материјални и финансиски информации;
- друштвото е обврзано да доставува годишни ревидирани финансиски извештаи и квартални неревидирани биланси на успех.





- *Неофицијалниот пазар на Берзата има два сегменти:*
  1. *Пазар на јавно поседувани акционерски друштва*, е пазарниот сегмент на Берзата, на кој се уврстени хартиите од вредност на акционерските друштва, кои се водат во Регистерот на Комисијата за хартии од вредност, односно акционерските друштва кои по основањето издале хартии од вредност по пат на јавна понуда или имаат повеќе од 100 акционери и основна главнина повеќе од 1.000.000 Евра. Акционерските друштва чии акции се тргуваат на Пазарот на јавно поседувани акционерски друштва имаат обврски за известување на јавноста согласно Законот за хартии од вредност и актите на Комисијата за хартии од вредност;
  2. *Слободниот пазар*, е пазарниот сегмент на Берзата на кој се тргува со сите други хартии од вредност, освен оние што се на берзанска котација и Пазарот на јавно поседувани акционерски друштва. Слободниот пазар е организирано место за тргување, на кое овластените учесници тргуваат со хартиите од вредност, согласно Законот за хартии од вредност и Процедурите за тргување на Берзата. За тргување на Слободниот пазар на Берзата потребно е само поднесување на официјална пријава за тргување на одредена акција од страна на членка на Македонската берза, во име на било кој инвеститор.



- Согласно Законот за хартии од вредност, сите трансакции со хартии од вредност во РМ до крајот на 2005 година мора да се реализираат на Неофицијалниот пазар на Македонската берза.

Основните разлики помеѓу двата пазарни сегменти на Македонската берза се:

- Берзата со котираните компании на Официјалниот пазар воспоставува договорен однос, односно потпишуваат меѓусебен Договор за котација, со кој меѓу другите одредби, се предвидуваат обврски за котираните друштва да обелоденуваат информации наменети за инвеститорите и јавноста;
- Со акционерските друштва, чии акции се тргуваат на Неофицијалниот пазар, Берзата не воспоставува формален однос и овие друштва немаат обврска да доставуваат било какви информации до Берзата. Сепак, истите друштва треба да ги исполнуваат обврските за објавување на финансиски извештаи кои произлегуваат од законот за хартии од вредност и Законот за трговски друштва.



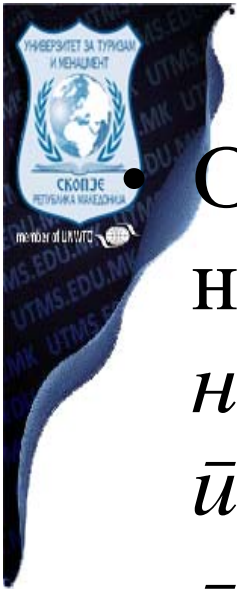


# Системот за тргување на Македонската берза на долгорочни хартии од вредност

- Почнувајќи од 25.04.2001 година, тргувањето на македонската берза АД Скопје се одвива електронски, со помош на Берзанскиот Електронски Систем за Тргување – БЕСТ.
- БЕСТ е информационален систем, кој што со помош на соодветна компјутерска поддршка овозможува:
- *внес, промени, задржување и повлекување на налозиите за тргување;*
- *автоматско усогласување на налозиите за тргување и склучување на берзански трансакции;*
- *надзор врз налозиите за тргување и склучениите берзански трансакции;*
- *преглед на информациите за реализираниите трансакции и за коираниите, односно пријавениите хартии од вредности за тргување на Берзата.*



- БЕСТ системот овозможува т.н. “далечинско тргување”, односно членките на Берзата можат да тргуваат директно од своите деловни простории и се базира на системот на налози, согласно моделот на континуирано наддавање и употреба на методот на компјутерско усогласување на цените на хартиите од вредност.
- Од аспект на анонимноста во тргувањето (дали брокерите за време на тргувањето можат да видат кој ги дал другите налози во системот и кој ги склучил другите трансакции), БЕСТ ги поддржува сите можни варијанти (анонимност на налозите и трансакциите, анонимност само на налозите, анонимност само на трансакциите и комплетна неанонимност и на налозите и на трансакциите). Моментално, тргувањето преку БЕСТ е комплетно неанонимно, односно брокерите ги гледаат сите можни податоци.
- Внес на налози за купување или продавање на определена хартија од вредност во БЕСТ системот, односно склучување на берзански трансакции им е дозволен единствено на овластените брокери на членките на Берзата. Овластени брокери на членките на Берзата се лица кои имаат положено стручен испит за работење со хартии од вредност во организација на Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија и испитот за брокери во организација на Берзата. Овластените брокери можат да тргуваат преку БЕСТ системот само во име на една членка на Берзата.



- Од аспект на специфицирање на цената на определената хартија од вредност, *налозиите за тргување можат да се поделат во два основни вида:*
  - *пазарен налог- клиентот утврдува цена;*
  - *лимитиран налог – клиентот ја утврдува прифатливата цена за купување (највисоката цена) или продавање (најниската цена).*



# *Пазарен налог*

- Налог по пазарна цена е налог кој се реализира по моментално најдобрата цена на пазарот. Налогот за купување по пазарна цена ја прифаќа моментално најдобрата продажна цена што е регистрирана во БЕСТ системот, а налогот за продавање по пазарна цена ја прифаќа моментално најдобрата куповна цена што е регистрирана во БЕСТ системот.



# *Лимитиран налог*

- Лимитиран налог е налог со кој се утврдува цената по која клиентот сака да тргува. Лимитираниот налог за купување ја утврдува највисоката цена, по која некој клиент сака да ги купи хартиите од вредност. Лимитираниот налог за купување може да се реализира по утврдената цена или по пониска цена. Лимитираниот налог за продавање ја утврдува најниската цена по која некој клиент сака да ги продаде хартиите од вредност. Лимитираниот налог за продавање може да се реализира по утврдената цена или по повисока цена. Членката на Берзата мора да ја внесе цената утврдена во лимитираниот налог од страна на клиентот во БЕСТ системот во најкраток можен рок по прифаќање на налогот.
- Покрај пазарните и лимитираните налози за тргување, членките на Берзата можат да внесуваат во БЕСТ системот и други видови налози и тоа:
  - *налози со дополнителни услови за прикажување и реализација;*
  - *налози со дополнителни услови за рокот на важност;*
  - *налози со специјални услови за реализација на количината.*



- *Налози со дополнителни услови за прикажување и реализација* се налози во кои, покрај задолжителните елементи на налогот, се внесуваат дополнителните елементи на налогот, се внесуваат дополнителни елементи во БЕСТ системот што значат дополнителни услови според кои се склучуваат трансакциите или според кои се прикажува налогот на пазарот. Дозволени се следниве налози со дополнителни услови за прикажување и реализација;
- *Налоџ со рамка*- со еднократен внес на налогот во БЕСТ системот се овозможува купување или продавање на определена хартија од вредност по различни цени, при што се прифаќа секоја цена во рамките на лимитот даден од страна на овластениот брокер при внесот на налогот. Нереализираната количина од налогот останува во БЕСТ системот по цената по која е внесен налогот со рамка.
- *Налоџ со рамка со отстранување на нереализираната количина* (налог “изврши или откажи”) – со еднократен внес на налогот во БЕСТ системот се овозможува купување или продавање на определена хартија од вредност по различни цени, при што се прифаќа секоја цена во рамките на лимитот даден од страна на овластениот брокер при внесот на налогот. Нереализираната количина од налогот автоматски се отстранува од БЕСТ системот.





- *Налози со дојолниџелни услови за рокој на важноџ се налози во кои, покрај задолжителните елементи на налогот, се внесуваат и дополнителни услови за рокот на важност на налогот. Дозволени се следниве налози со дополнителни услови за рокот на важност:*
- *дневен налог- важи само на деној на внес на налогој во БЕСТ сисџемой, нереализираниџе дневни налози авџомајски се ојсџрануваат од БЕСТ сисџемой џо неџовойо зајворане, односно џред џочейокој на следниој ден на џрџуване;*
- *ојворен налог- важи од моменџој на внес во БЕСТ сисџемой додека не се реализира или додека не се ојсџрани од сџрана на членкаџа на Берзаџа џџо џо внела во БЕСТ сисџемой. Ојворениој налог важи најмноџу 180 календарски дена од деној на внес во БЕСТ сисџемой, односно од џоследнаџа џромена на налогој или од деној на џојврдуване на налогој.*
- *Налог со важноџ до одреден даџум- важи од моменџој на внес во БЕСТ сисџемой додека не се реализира, односно не се ојсџрани од сџрана на членкаџа на Берзаџа џџо џо внела или до одреден даџум. Налогој со важноџ до одреден даџум може да важи најмноџу 180 календарски дена од деној на внес во БЕСТ сисџемой, односно од џоследнаџа џромена на налогој или од деној на џојврдуване на налогој.*



- Налози со специјални услови за реализација на количината се налози во кои, покрај задолжителните елементи на налогот, се внесува и минималната количина на хартии од вредност со која може да се склучи трансакција.
- *Постојат три вида налози со специјални услови за реализација на количината и тоа:*
  - *се или ништо – налог кој може да се реализира само доколку се истрѓува целокупната количина на хартии од вредност на која гласи налогот;*
  - *минимална количина за една трансакција – налог со кој се склучува трансакција со количина која е еднаква или поголема од минималната количина определена од членката на Берзата. Остатокот од налогот постоа се трансформира во лимитиран налог со или без скриена количина;*
  - *минимална количина за сите трансакции – налог со кој секоја трансакција се склучува со количината која е еднаква или поголема од минималната количина одредена од членката на Берзата. Доколку преостаната количина во налогот е помала од минималната количина на налогот, налогот автоматски се менува, така што минималната количина станува преостанатата количина.*





- Тргувањето на Берзата се одвива четири пати неделно – секој работен ден од понеделник до четврток, од 09:00 до 12:00 часот. Тргувањето на Берзата преку БЕСТ системот за котирањите хартии од вредност се одвива во две фази и тоа:
  - *фаза на фиксинг (создаден пазар): од 09:00 до 10:00 часот, БЕСТ системот ги процесира сите внесени налози за тргување и ја утврдува т.н. почетната цена за секоја хартија од вредност според однапред утврден алгоритам;*
  - *фаза на тргување (континуиран пазар): од 10:00 до 12:00 часот овластениите брокери можат континуирано да внесуваат нови налози во БЕСТ и/или да ги менуваат нереализираниите налози од фазата пред почеток, при што БЕСТ автоматски ги усогласува налозите и склучува берзански трансакции, како резултат на идентичноста на условите во налозите (пред се, цена и количина).*



- Со некотираните хартии од вредност со кои се тргува на Берзата тргувањето се одвива само со помош на фазата на фиксинг, која за овие хартии од вредност трае од 09:00 до 12:00 часот.

Во рамките на БЕСТ е интегриран посебен модул за модифицирана класична аукција, со посредство на која што на Берзата се тргуваат пакетите на акции, удели и побарувања во сопственост на државата. Овие јавни берзански аукции се одржуваат на Берзата секој работен петок од 09:30 до 12:30 часот.

- Цените на хартиите од вредност во БЕСТ се формираат слободно, според понудата и побарувачката. Одборот на директори на Берзата може со посебна одлука да утврди ценовни лимити во кои што можат да флукутираат цените на определени хартии од вредност. Моментално постојат ценовни ограничувања за движењето на цените на котираните хартии од вредност во распон од +/- 10% од просечната цена од претходниот ден на тргување за определена хартија од вредност.
- Берзата задолжително изготвува дневна официјална листа по завршувањето на секој ден на тргување. Листата ја проверува и потпишува лице овластено од страна на извршниот директор на Берзата. Соодветни корекции во листата мора да се направат во случај на грешка во регистрирањето и пресметката на цените, односно во случај на печатарска грешка.



- *Официјалната дневна листа ги содржи следниве податоци:*
  - *хартија од вредност;*
  - *завршната просечна цена;*
  - *процентуална промена на завршната просечна цена од тој ден на тргување во однос на завршната просечна цена од претходниот ден на тргување;*
  - *последната понудена куповна цена;*
  - *последната понудена продажна цена;*
  - *највисоката цена на тргување;*
  - *најниската цена на тргување;*
  - *последната цена на тргување;*
  - *истргувана количина на хартии од вредност;*
  - *промет во денари;*
  - *промет во денари, намален за реализираниот блок и вклучени трансакции.*



- Во официјалната дневна листа на Берзата, покрај наведените податоци, можат да се објавуваат и соодветни берзански индекси. По реализацијата на добиениот налог од клиентот и склучувањето на берзанската трансакција, членката на Берзата мора без одлагање, а најдоцна следниот работен ден по денот на тргување, да достави до клиентот извештај за сите детали во врска со склучената трансакција.



## Утврдување и порамнување на трансакциите со хартии од вредност

- За да се обезбеди целосна реализација на берзанските трансакции мора да постои соодветна инфраструктура преку која ќе се врши процесирање и обработка на овие трансакции. Што е најважно, оваа инфраструктура треба да обезбеди максимална сигурност на инвеститорите. Тоа е причината за формирање на специјализирани институции на пазарот на хартии од вредност за извршување на процесот на утврдување и порамнување, чување и евиденција на хартиите од вредност (клириншки друштва, клириншко-депотни друштва, депотни друштва, централни депозитари на хартиите од вредност). Нивната задача се состои во тоа да помогнат во одржувањето на сигурноста и стабилноста на пазарите на хартии од вредност, по пат на развивање на детални постапки за обработка на веќе склучените трансакции, со крајна цел да се зголеми ефикасноста, да се минимизира ризикот и да се намали цената која ја плаќаат инвеститорите. Овие институции играат главна улога на пазарите на капитал и овозможуваат нивен брз развој и експанзија.



- Кај хартиите од вредност, под *клиринг* се подразбира процес на идентификација на хартијата од вредност со која се тргувало, на договорените страни кои што тргувале, како и на другите елементи: видот на хартијата од вредност, истргуваната количина и цена. Македонскиот термин за оваа постапка е „ујџврдување“. Како клиринг се смета и паричниот дел на паричното порамнување.
- Кога тргувањето се врши на паркет, еден од брокерите мора да ги достави податоците за склучената трансакција до берзата или пак, тоа мора да го направат и двата брокера. По извесно време и двете страни мора да ја потврдат валидноста на трансакцијата, т.е. точноста на податоците кои ги презентира берзата. Различните пазари се разликуваат во начинот на работа, но принципот е главно ист – до крајот на денот сите тргувања мора да се усогласат со сите продажби.
- На оние берзи, пак, на кои налозите автоматски се усогласуваат (каде што постои електронски систем), брокерите не треба да доставуваат детали за трансакциите. Сепак, брокерите и на двете страни мораат да ги проверат податоците за трансакцијата кои ги објавува берзата (нејзиниот електронски систем), за да се уверат и да потврдат дека се е во ред.





- Под *порамнување (сејтлемењ)* се подразбира конкретно исполнување на обврските на договорните страни кои произлегуваат од склучената трансакција, односно процесот на извршување на плаќањето од страна на купувачот и доставување на определена хартија од вредност од страна на продавачот. Крајна завршница на овој процес, иако не е интегрален дел на порамнувањето разбрано во потесна смисла како извршување на договорните обврски помеѓу брокерот-купувач и брокерот – продавач, е и крајната пререгистрација на сопственоста на хартиите од вредност од еден на друг сопственик.
- *Постојат два начини за порамнување на берзанскије трансакции – бруто порамнување (гросс сејтлемењ) и нето порамнување (нет сејтлемењ).*



- Кај бруто порамнувањето, порамнувањето се врши врз основа на секоја поединечна трансакција. На пример, ако еден брокер склучи 5 трансакции со друг брокер за истиот вид на акции, ќе се извршат 5 порамнувања помеѓу нив. Кај нето порамнувањето, поединечните трансакции не се порамнуваат секоја посебно. Наместо тоа, купувањата и продажбите се балансираат и се порамнува само салдото, без оглед на тоа колку трансакции се во прашање.
- Навремениот и сигурниот процес на утврдување и порамнување на склучените трансакции е витална компонента за еден стабилен и модерен пазар на капитал. Евентуалниот временски јаз помеѓу извршувањето и порамнувањето на трансакциите со хартии од вредност ги изложува двете страни (и купувачот и продавачот) на значаен ризик. Оттука, големо е значењето на квалитетно и навремено утврдување и порамнување на трансакциите.
- Во зависност од функциите кои ги обавуваат институциите инволвирани во процесот на порамнување на трансакциите со хартии од вредност, може да се разликуваат клириншки друштва, клириншко-депотни друштва, депотни друштва и централни депозитари на хартии од вредност.





Клириншкиите друштва вообичаено ги превземаат податоците во врска со побарувањата и обврските на учесниците во берзанските трансакции (по извршеното утврдување од страна на берзата) и се надлежни за контрола на реализацијата на обврските на двете страни во берзанската трансакција (порамнување), како и за паричниот дел на порамнувањето (монес сеттлемент) и за делот на порамнувањето поврзан со доставувањето на хартиите од вредност (сецуритиес сеттлемент). За таа цел во рамките на самото клириншко друштво, учесниците во процесот на порамнување (непосредните продавачи и купувачи на берзата – брокери, дилери, банки) отвораат сметки за хартии од вредност и парични сметки. Доколку клириншката членка има сметка за хартии од вредност во клириншкото друштво (тука се чуваат или се води евиденција за хартиите од вредност што се во сопственост на пазарните посредници), тоа воедно претставува клириншко - депотно друштво. Другата варијанта е депотното друштво да е посебна институција, различна од клириншкото друштво, при што е неопходна максимална координација во функционирањето на овие две друштва.



• *Дејо̏и̏ни̏и̏е друш̏и̏ва*, од аспект на процесот на порамнување, пред се, се разгледуваат поради тоа што клириншкото друштво и клириншките членки имаат отворено сметки за хартии од вредност, во свое име во депотното друштво. Оттука, преносот на хартиите од вредност во рамките на порамнувањето на берзанските трансакции се одвива во депотното друштво и тоа од сметките на хартии од вредност на клириншките членки што должат определени хартии од вредност на сметките на хартии од вредност на членките што истите хартии од вредност ги побаруваат. Порамнувањето на берзанските трансакции е фокусирано кон тоа да обезбеди непречено извршување на договорните обврски помеѓу непосредните учесници во трансакциите.



• Порамнувањето на берзанските трансакции и водењето на евиденција и чување на издадените хартии од вредност на трговските друштва се врши во некои земји во *Централниот депозитар на хартии од вредност*. Ова решение е прифатено и во Република Македонија, со што на едно место се води евиденција и за издадените хартии од вредност од страна на компаниите и за состојбата на сметките на паричните средства/хартиите од вредност на непосредните актери на пазарот. Во развиените земји, ова решение не е прифатено. Потребата од јасно утврдување на процедурите за утврдување и порамнување е наметната од желбата ризикот на двете страни при склучување берзански трансакции да се сведе на минимум. Притоа, ризикот е пропорционален со времето од моментот на склучување на трансакцијата до моментот на исполнување на обврските на двете договорни страни. Поради тоа, клучен елемент за минимизирање на ризикот на финансиските пазари е токму временската компонента. Оттаму, органите надлежни за регулација на берзанското работење однапред го пропишуваат периодот во кој склучените зделки треба да се порамнат, односно го пропишуваат периодот во кој склучените зделки треба да се порамнат, односно да се исполнат обврските и од страна на купувачот и продавачот (најчесто T+3, три работни дена после денот на тргувањето).



# Тргување со хартии од вредност на Македонската берза

- Македонската берза АД Скопје е централно место за организирано тргување со хартии од вредност во РМ. Системот за тргување на Македонската Берза може да го користат само нејзините членки. Тргувањето на Македонската Берза се врши според методот на *континуирана аукција* (за котираните хартии од вредност) и според методот на *создаден пазар* (фиксинг), за хартиите од вредност на неофицијалниот пазар. На посебниот пазарен сегмент на кој се продаваат државните резидуални акции се применува методот на *модифицирана класична аукција*.



- Тргувањето на берзата е целосно електронско и тоа се одвива преку берзанскиот електронски систем на тргување по пат на давање налози, кој се нарекува БЕСТ (*Берзански електронски систем за тргување*). БЕСТ е информационален систем кој што, со помош на соодветна компјутерска поддршка овозможува внесување, промени, задржување и исклучување на берзански трансакции, надзор врз налозите за тргување и склучените берзански трансакции, како и преглед и информации за тргувањето со котираните хартии од вредност. Тргувањето се одвива од просториите на членките на Берзата. Сите брокери од своите простории се електронски поврзани со берзанскиот централен сервер, кој се наоѓа во седиштето на Берзата. Членките на Берзата можат да внесат во берзанскиот систем или пазарен налог или други видови на лимитирани налози. Тргувањето се одвива врз основа на *автоматско усогласување на налозите кои се внесени во системот*.



• Цените на хартиите од вредност кои се тргуваат на берзата се утврдуваат слободно, врз основа на понудата и побарувачката. Но, со цел да се заштитат инвеститорите и да се обезбедат навремени информации од котираните друштва, за котираните хартии од вредност се определени одредени ценовни ограничувања ( $\pm 10\%$  од официјалната просечна цена на хартијата од вредност од претходниот ден на тргување). Во случај кога тековниот процес на тргување на Берзата е загрозен (или се прекршува фер тргувањето или е загрозен интересот на инвеститорите), Македонската Берза може привремено да го суспендира тргувањето со одредена хартија од вредност. За време на суспензијата не смее да се реализира ниедно тргување со суспендираната хартија од вредност.





- На Берзата се тргува преку БЕСТ системот четири пати неделно (во работните денови секој понеделник, вторник, среда и четврток) од 09:00 до 12:00 часот.
- *Котирањите хартии од вредност на официјалниот пазар се вклучени во фазата пред тргување, односно од 09:00 до 10:00 часот се тргуваат според методот на фиксинг, за штоа да започнат со континуирано тргување, од 10:00 до 12:00 часот. Со некотираниите хартии од вредност на неофицијалниот пазар се тргува исклучиво преку фазата на фиксинг и штоа во три круга од по 1 час, со почеток од 10:00, 11:00 и 12:00 часот.*





- Во рамките на БЕСТ-от е организиран и посебен пазарен сегмент базиран на модифицираната класична аукција за продажба при приватизација на резидуалните хартии од вредност во сопственост на државата и тоа, секој петок од 09:30 до 12:30 часот. Секој петок се спроведуваат шест аукции, секоја со траење од по 20 минути, организирани во две фази-првата фаза во траење од 5 минути за пројава на интерес и 15 минути за аукција. Инвеститорите може да купуваат државни резидуални акции во првата сесија со плаќање во готовина или во втората сесија со плаќање со државни хартии од вредност.



• Утврдувањето (клиринг) и порамнувањето на трансакциите на Македонската Берза го врши Централниот Депозитар за хартии од вредност АД Скопје (ЦДХВ). Веднаш по завршувањето на секоја сесија на тргување на Берзата, податоците за извршените трансакции автоматски се трансферираат до ЦДХВ. ЦДХВ води евиденција на хартиите од вредност од сите акционерски друштва во РМ во дематеријализирана форма. Сите членки на Берзата имаат свои сметки за порамнување на хартиите од вредност во ЦДХВ. Готовинските сметки за порамнување на членките на Берзата се отворени во Народната Банка на РМ. Порамнувањето на трансакциите е базирано на принципот *испорака насироши ѝлакање*, т.н. ДВП (Деливерс версус Пасмент). Тоа се спроведува со бруто порамнување и на хартиите од вредност и на парите, комбинирано со интерно нетирање на страната на парите. Обврска на секоја членка на Берзата е да обезбеди ликвидност пред да започне крајниот трансфер на парите. Периодот на порамнување на хартиите од вредност е три работни дена по денот на склучување на берзанската трансакција (T+3).



# Котација

- *Под котација на хартии од вредност на Берза се подразбира постайката на внесување на одредена хартија од вредност на листата на официјалниот пазар на Берзата, согласно Правилникот за котација на хартии од вредност. Една хартија од вредност може да котира и да се тргува на официјалниот пазарен сегмент само ако ги исполнува условите за котација на Берзата.*
- *Само оние хартии од вредност кои се исплаќени во целост, кои се слободно преносливи и кои, во однос на деловните активности на издавачот и правата кои истите ги носат, ги исполнуваат условите утврдени од Берзата, може да бидат ставени на котација на Берзата.*



• Друштвото кое сака да котира на Берзата, најпрво мора да достави барање за котација и соодветна пропратна документација, од која се увидува дека истото ги исполнува законските и берзанските услови за котација. Еден од најважните документи кој треба да е доставен кон барањето за котација е *Проспектот за котација*, кој претставува информативен документ на котираното друштво. Друштвото е должно да го објави Проспектот, кој содржи:

- *Опис на хартиите од вредност кои ќе котираат на Берзата;*
- *Детален опис на друштвото, неговите основни активности и неговиот капитал;*
- *Финансиските податоци за друштвото, неговата деловна историја и резултатите на работење во изминалите години;*
- *Деталени податоци за менаџментот на друштвото;*
- *Имињата на значајните акционери и проценот на нивното поединечно учество во сопственоста;*
- *Развојни перспективи на друштвото.*

### *Услови за којџација*

	Акции	Обврзници
Години на постоење	3	3
Ревидирани финансиски извештаи	Извештаи за последните 3 години	Извештаи за последните 3 години
Големина на капиталот	2,000,000 ЕВРА	500,000 ЕВРА
Процент на хартии од вредност во сопственост на јавноста	25%	25%
Број на акционери	Најмалку 20	Најмалку 50



## *Основни барања за објавување на податоци*

- 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 официјалниот 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 за сите негови учесници. Издавачот на котираните хартии од вредност мора да и ја достави на Берзата секоја информација која е побарана.



- *Ва да се избеѓне создавање на лажен пазар, котираното друштво мора да им ја обелодени и објави на акционерите и пошироката јавност секоја ценовно осетлива информација. Таквата ценовно осетлива информација мора да биде доставена до Берзата не подоцна од еден час пред објавувањето на истата во јавноста.*
- Исто така, котираното друштво е обврзано да објавува финансиски извештаи од своето работење. Друштвото ја доставува до Берзата својата ревидирана годишна пресметка, во рок од три месеци од завршувањето на финансиската година за друштвото, односно во рок од една недела, откако годишната пресметка е усвоена на нивното годишно акционерско собрание. Друштвото доставува до Берзата и квартални неревидирани биланси на успех, во рок од еден месец по неговото изготвување.





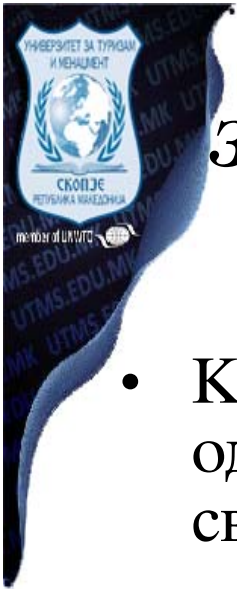
# *Објавување на податоци поврзани со деловното работење*

- Котираното акционерско друштво мора без одложување да ја извести јавноста за следните активности кои се од ценовно-осетлива природа:
- било какви позначајни унапредувања на своите активности, а кои не и се познати на јавноста и кои може да влијаат на цената на котираната хартија од вредност;
- било која одлука која би го изменила генералниот карактер или природата на деловните активности на котираното друштво или на гранката;
- укинување на клучната активност која ќе предизвика промена на генералната деловна активност на издавачот на хартии од вредност;
- значајни промени на пазарната позиција на издавачот на хартии од вредност која е последица на било какви невообичаени околности;
- значајни промени во управувањето на издавачот на хартии од вредност и на телата за управување.



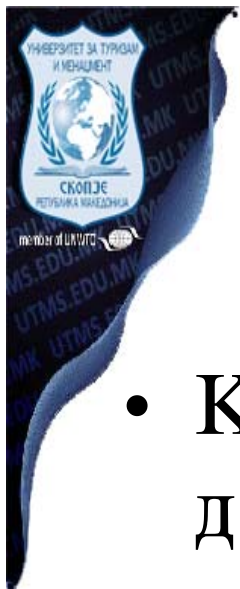
## *Објавување на податоци поврзани со капиталот*

- Котираното акционерско друштво мора без одлагање да ги објави следниве податоци, кои се поврзани со неговиот капитал:
- било какво зголемување или намалување на својот акционерски капитал;
- било кои најавени промени во својата капитална структура, вклучувајќи ја и структурата на своите котирани хартии од вредност;
- во случај кога друштвото има котирано должнички хартии од вредност, било кое ново позајмување, а особено било кое гарантирање;
- било каква промена во правата кои се однесуваат на одредена класа на котирани хартии од вредност (вклучувајќи ја и било која промена на условите за кредит или каматните стапки на должничките хартии од вредност);
- било каква понуда за откуп.



## *Значајни промени во финансиската состојба на издавачот на хартии од вредност*

- Котираното друштво е должно да ги достави без одлагање следниве податоци поврзани со промените во својата финансиска состојба:
- непредвидено значајно намалување на заработките, значајни загуби или значаен пораст на заработките;
- информации за профитот, односно известување дека предвидената профитна динамика не кореспондира со сегашните активности;
- значајно намалување на дивидендите;
- дивиденден календар (дата на дивиденда, дата без дивиденда, рок на исплата).

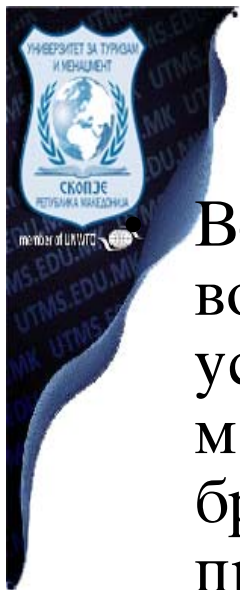


# *Објавување на финансиски извештаи*

- Котираното друштво е должно да достави:
- Ревидирани финансиски извештаи (биланс на состојба, биланс на успех, извештај за готовинските текови и извештај за промена на капиталот);
- Мислење од ревизорите.



- Котираното друштво е должно да достави и тромесечен неревидиран биланс на успех. Доколку издавачот има мнозинско учество во друго друштво, се подготвува консолидиран годишен биланс и извештај за управувачките и други активности на групата друштва. Годишните сметки се составени од сметководствени (ревизорски) извештаи и објаснувања дадени кон нив.
- Објаснувањата на сметководствените (ревизорски) извештаи содржат:
- Информации за методите, кои се користени при проценка на елементите на сметководствените извештаи;
- Издвојување на групни податоци од сметководствените извештаи, преку кои ќе се обезбеди нивно полесно разбирање и анализа;
- Податоци за работата на странските филијали.
- *Сметководствениот (ревизорски) извештај мора:*
- да ги содржи и финансиските извешати за последните три (две) години;
- да е подготвен од страна на независни сметководители (ревизори);
- да содржи информации во поглед на заработките (профитот) и загубите, средствата и обврските и промените во финансиските позиции во согласност со меѓународните сметководствени стандарди;
- да содржат ревизорско мислење за тоа дали извештајот дава вистинита и реална слика за финансиските работи кои ги содржи.



Во Проспектот, секоја информација или предвидување во збирните статистички податоци мора да биде усогласена со ревизорските податоци. Во Проспектот мора јасно да се наведе изворот на поединечните бројки кои се однесуваат на историските, предвидените или проценетите информации, односно од каде се истите користени и каде може да се најдат.

- Годишниот извештај мора да ја прикаже состојбата на друштвото во последната деловна година, сите значајни настани кои се случиле по периодот од крајот на деловната година до денот на поднесувањето на годишниот извештај и предвидување за идните перспективи на друштвото.



# Функционирање на брокерските куќи

- Брокерска куќа се основа за да ги врши следните работи:
- примање и извршување на налози од инвеститорите што се однесуваат на купување и продажба на долгорочни хартии од вредност, во име и за сметка на клиентот;
- тргување со долгорочни хартии од вредност во свое име и за своја сметка;
- раководење со финансискиот имот за сметка на клиенти;
- организирање, подготвување и откуп на новоиздадени долгорочни хартии од вредност;
- советување на клиентите при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност;
- советување на клиентите при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност.





- Брокерската куќа која сака да се занимава со примање и извршување на налози од инвеститорите што се однесуваат на купување и продажба на долгорочните хартии од вредност, во име и за сметка на клиентот, како и со советување на клиентите при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност, мора да има основна главнина од најмалку 75.000 Евра, во денарска противвредност по среден курс на Народна банка на РМ на денот на издавањето на одобрение за работа.
- Брокерската куќа која сака да се занимава покрај со примање и извршување на налози од инвеститорите што се однесуваат на купување и продажба на долгорочни хартии од вредност, во име и за сметка на клиентот, советување на клиентите при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност и со раководење со финансискиот имот за сметка на клиенти, мора да има основна главнина од најмалку 150.000 Евра.



- Брокерската куќа која сака да се занимава со тргување со долгорочни хартии од вредност во свое име и за своја сметка, раководење со финансискиот имот за сметка на клиенти, организирање, подготвување и откуп на новоиздадени долгорочни хартии од вредност, советување на клиентите при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност, мора да има основна главнина од најмалку 500.000 Евра.
- Ликвидниот капитал на брокерската куќа во секој момент мора да изнесува најмалку 15.000 Евра, доколку ги извршува дејностите на примање и извршување на налози од инвеститорите што се однесуваат на купување и продажба на долгорочни хартии од вредност, во име и за сметка на клиентот и советување на клиентите при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност. Доколку покрај овие дејности брокерската куќа ги извршува и дејностите на раководење со финансискиот имот за сметка на клиенти (раководење со финансиски имот на клиентот) потребно е истата во секој момент да располага со ликвиден капитал од најмалку 30.000 Евра, додека кај третиот вид на брокерски куќи мора во секој момент да изнесува 50.000 Евра.



- Брокерската куќа треба да остварува три основни групи на активности кои се во функција на основната дејност – тргување со долгорочните хартии од вредност:
- маркетинг;
- работа со хартии од вредност;
- администрација.
- Маркетинг функцијата е „нужност“ за секоја институција која настојува да го стави комитентот во центарот на вниманието, бидејќи Брокерските куќи „живеат“ од комитентите. Другата група на активности ја претставуваат основната функција на Брокерските куќи преку која се операционализира работењето со хартии од вредност. Преку овие активности се остварува трговијата со хартии од вредност на Берзата, како и сите пропратни евиденцијно-информативни дејствија (прием на налози, контрола, реализирање на налозите од брокерите, конфирмирање и евиденција на трансакциите итн.). Третата група на активности ги опфаќа сите општи и административно – правни активности, преку кои се остварува кадровската политика, инвестициите и одржувањето на имотот на Брокерската куќа, правните работи и сл.



# Начин на примање на налози од клиентите

- Според сегашните позитивни законски прописи и според процедурите за тргување пропишани од страна на Македонската берза, а одобрени од страна на Комисијата за хартии од вредност, Брокерските куќи функционираат на следниот начин:
- Заинтересираниот клиент доаѓа во брокерската куќа и ги кажува своите намери.
- Брокерските куќи водат Регистар на клиенти, каде се евидентираат матичните податоци на секој клиент. Во Регистерот на клиенти секој клиент си добива по еден број, кој е единствен за еден клиент.



- Покрај Регистерот на клиенти брокерските куќи се должни да водат и Книга на налози на начин пропишан од Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија. Во Книгата на налози се наведуваат следните податоци: број на налогот, вид на сметка, име на клиентот, шифра на клиентот, начин на прием на налогот, датум и час на прием на налогот, тип на налогот, вид на налогот, рок на важност на налогот, шифра на хартии од вредност, количина на хартии од вредност, датум и час на повлекување, одбивање и менување (а, по реализирањето и: овластен брокер, датум и час на извршување на налогот, реализирана количина на хартии од вредност, цена на тргување и забелешка). Овие податоци ги прави и обезбедува софтверот за заднинското работење на брокерските куќи .



- Членките на Берзата можат да примат налог за тргување од своите клиенти во писмена форма или по телефон. Во случај на примање на телефонски налози, членките на Берзата мора во најкраток можен рок соодветно да ги документираат истите. Членките задолжително ги снимаат разговорите поврзани со телефонските налози или ја одбиваат реализацијата на телефонски налози.
- Во случај на примање на налози во писмена форма, членките на Берзата можат да примаат налози од своите клиенти само во своите регистрирани деловни простории, од каде што може да се изврши реализација на налозите во БЕСТ системот. Членките на Берзата можат да примаат налози за тргување од клиенти и во други свои деловни простории од каде што не се врши реализација на налозите во БЕСТ системот, односно можат да примаат налози преку други правни лица, кои во име и за сметка на членките на Берзата примаат налози од клиенти, исклучиво по писмен пат и доколку клиентот лично дојде во таа деловна просторија или кај тоа правно лице. Налогот на клиентот се смета за прифатен кога истиот ќе биде примен во регистрираната деловна просторија на членките на Берзата од каде што се врши реализација на БЕСТ налозите.





# Одбивање на налози

- Доколку членки на Берзата одбие да го прифати налогот на клиентот, клиентот мора да биде писмено известен за тоа веднаш по давањето на налогот од страна на клиентот. Во известувањето мора да бидат наведени причините поради кои е одбиен налогот.
- Членките на берзата ги внесуваат налозите за тргување во БЕСТ системот преку специфицирање на определена куповна или продажна цена за конкретна хартија од вредност. Кога се внесува во БЕСТ системот, налогот добива временска ознака која што е истоветна со времето на внес во БЕСТ системот.
- БЕСТ системот ги подредува налозите на тој начин што помеѓу активните куповни налози, приоритет добива активниот куповен налог со највисока цена, додека помеѓу активните продажни налози, приоритет добива активниот продажен налог со најниска цена. Доколку постојат повеќе активни налози со иста цена (било куповни, било продажни), приоритет добива активниот налог што е внесен најрано (кој има најмала временска ознака).





- Секој внесен налог за тргување во БЕСТ системот во секој момент се наоѓа во соодветна системска состојба.

Внесените налози за тргување или продавање во БЕСТ системот можат да бидат во следниве системски состојби:

- активна состојба: евентуално извршување на налозите е во согласност со ценовните ограничувања;
- неактивна состојба: евентуалното извршување на налозите не е во согласност со ценовните ограничувања. БЕСТ системот не дозволува извршување на налози во неактивна состојба;
- задржана состојба: налозите не можат да бидат извршени. Налозите за тргување можат да се задржат од страна на членката на Берзата или од самата Берза. Задржаните налози можат повторно да се активираат во БЕСТ системот само од страна на членката на Берзата. По активирањето налозите добиваат нова временска ознака и влегуваат во активна или неактивна состојба.
- отстранета состојба: налози се отстранети од БЕСТ системот поради тоа што се извршени, невалидни од аспект на рокот на важност или повлечени од страна на членката на Берзата или Берзата.



- Членката на Берзата е должна да го запази следниот редослед на извршување на добиените налози за тргување: 1) налози од клиенти; 2) налози од директорот, овластените брокери и други службеници- вработени во членката, кои се заведени во книгата на налози како клиенти; 3) налози на самата членка како принципал.
- Налозите на клиентите за иста хартија од вредност и со исти услови за реализација, членката е должна да ги извршува според временски редослед по кои што се примени и ажурно евидентирани (хронолошки).
- Доколку станува збор за налог за продавање на хартии од вредност, членката на Берзата не смее да започне со извршување на налогот, доколку хартиите од вредност што се предмет на продажба не се под контрола (кај хартии од вредност во дематеријализирана форма) на членката и/или доколку, членката внимателно не проверила дали клиентот е овластен да располага со тие хартии од вредност, односно дали постојат некакви ограничување за располагање со истите од страна на клиентот.
- По исклучок од точка во случај на продажба на хартии од вредност што се купени на истиот ден на тргување, членката на Берзата може веднаш да ги продаде хартиите од вредност.



## Основни видови на налози за тргување

- Од аспект на специфицирање на цената на определена хартија од вредност, налозите за тргување можат да се поделат во два основни вида:
- пазарен налог- клиентот не утврдува цена;
- лимитиран налог- клиентот ја утврдува прифатливата цена за купување (највисоката цена) или продавање (најниската цена).



# *Други видови налози*

- Членка на Берзата можат да ги венсуваат во БЕСТ системот следниве налози за тргување со дополнителни специјални услови:
- налози со дополнителни услови за прикажување и реализација: налог со рамка (Р) и налог со рамка со отстранување на нереализираната количина – изврши или откажи (Ф);
- налози со дополнителни услови за рокот на важност: дневен налог (Д), отворен налог (О) и налог со важност до одреден датум:
- налози со специјални услови за реализација на количината: се или ништо, минимална количина за една трансакција и минимална количина за сите трансакции.



# *Извештај за клиентот*

- По реализација на добиениот налог од клиентот, членката мора без одлагање, а најдоцна следниот работен ден по денот на тргување да достави до клиентот извештај за сите детали во врска со склучената трансакција. Извештајот за клиентот ги содржи следните елементи:
- име и презиме, назив на клиентот;
- време на склучување на трансакцијата (датум, час и минута);
- датум на порамнување на трансакцијата;
- вид на трансакција (куповна или продажна);
- хартија од вредност, со која е склучена трансакцијата;
- сите трошоци по основ на склучената трансакција што паѓаат на товар на клиентот (провизии, даноци итн.);
- потпис на овластеното лице на членката.



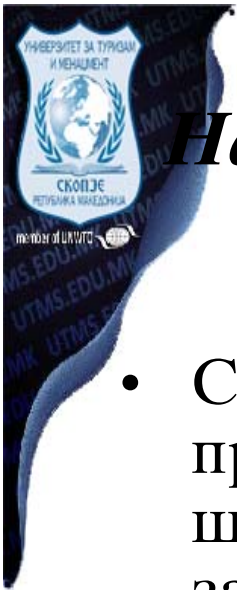
# Раководење со оперативата на тргување

- При раководење со оператива на тргување од клучно значење се:
- *изложеност на ризик*
- *развивање на начини за надгледување и контрола на изложеност на ризик*
- Кога ги разгледуваме ризиците општо има два вида на ризик:
- *Ризик при позиција на дилер* - настанува кога банката се јавува како дилер и тргува за сопствена сметка. При вакви случаи банката презема директен ризик од можна загуба што се јавува при паѓање на цената на хартиите во кои инвестира. Со цел да се спечи појавата на загуба од тргувањето со хартии од вредност за своја сметка, банката поставува правила за надгледување и контрола на позицијата, преку утврдување надлежности, лимити и обврски за известување.



- *Ризик од клиентот* - настанува кога брокерската куќа настапува како брокер, односно купува и продава за сметка на своите клиенти. При тоа банката е изложена на два вида ризик:
  - кредитен ризик - се јавува доколку клиентот не уплатил пари за купување на хартии од вредност за кои дал куповен налог. Во овој случај банката може да се соочи со ненаплатено побарување.
  - ризик при тргување - се јавува кога клиентот нема да прифати извршување на трансакцијата. Пример за тоа е кога клиентот дал налог за купување, а поизвршувањето на налогот цената на хартијата драстично паднала, па клиентот го негира налогот. Заради спречување на вакви ризици банката треба да прима налог на хартија со проверка на потписот на клиентот, а доколку налогот се добива по телефон најдобро разговорот да биде снимен и истото да го предвиди во општите договори со клиентот.





## ***Надгледување и контрола на изложеност на ризик од клиентот***

- Со цел да се намали ризикот што може да го предизвика клиентот, брокерската куќа/ банката прво што превзема е контрола при отворањето на сметката за хартии од вредност. Значи при отворањето на сметката банката треба да има изготвено формулар во кој покрај другите податоци посебно ќе треба да се наведе:
- бројот на банкарската сметка на клиентот, и
- податоци за лицето од кое е дадена препораката на клиентот. Овде станува збор за давање на препорака од страна на сопственик на веќе постоечка активна сметка кај брокерската куќа/ банка.



- Најдобро е секоја брокерска куќа/ банка да има одредено едно лице кое ќе биде одговорно за давање на одобрение за отворање на нова сметка, врз основа на извршената проверка и контрола.
- На овој начин секоја брокерска куќа/ банка се осигурува во однос на вистинскиот идентитет на клиентот, неговата финансиска подобност за инвестирање и сопственоста на хартиите што ги нуди за продавање. Врз основа на добиените редовни извештаи за движењето на пазарите и хартиите од вредност на сметките на клиентите, одделението за тргување може да го забележи секое необично однесување кое може да доведе до злоупотребување на сметката. Со навремена анализа и претпазливост се овозможува спречување на негативните влијанија врз компанијата предизвикани од непожелните дејствувања од страна на клиентот.



# *Видови сметки на клиентите*

- За тргување со хартии од вредност клиентите отвараат два вида сметки и тоа: *готовински и кредитни*. Постојат и други видови на сметки што брокерската куќа/ банката може да ги отвара за своите клиенти, а тоа се *полноправна и заедничка сметка*.
- *Готовинската сметка* е сметка на која се евидентираат трансакциите што клиентот ги извршил со сопствени средства. Клиентот преку оваа сметка врши плаќање за секоја куповна трансакција, на датата на порамнување или со давање на налог за купување на хартии од вредност. Доколку брокерската куќа или берзата не забранува "бесплатно возење" на готовинските сметки, некои клиенти ја користат оваа можност и пред порамнувањето ги продаваат хартиите од вредност што ги купиле, па во случај на остварување профит од продавањето бараат да им се плати побарувањето, а ако оствариле загуба, ја плаќаат само разликата помеѓу обврската и побарувањето. На Македонската берза, според правилата не е дозволено клиентите да вршат вакви трансакции.



- *Кредитна сметка* е сметка на која брокерската куќа/ банка одобрува кредит на сопственикот за купување на хартии од вредност. Брокерската куќа за покритие на кредитот бара од клиентот да има хартии од вредност чија пазарна вредност во секое време треба да биде поголема во одреден сооднос од пасивното салдо на сметката. Износот на покритието е пропишано со законот за хартии од вредност или од страна на централната банка, со правилата на берзата и со политиката на брокерската куќа/ банката. За сметката се склучува кредитен договор или договор во кој се назначени сите услови и правила на кои подлежи кредитната сметка. Со Законот за хартии од вредност во Република Македонија не е предвидено брокерските куќи/ банките да отвараат кредитни сметки.



Кога клиентите отвораат кредитна сметка кај својот брокер/ банка, треба да потпишат согласност со која брокерот/ банката дозволуваат нивните акции купени на кредит да им ги позајмува на други. Токму овој зајмовен или хипотекарен кредит им дозволува на другите клиенти да продаваат акции што не ги поседуваат. Можно е законот за хартии од вредност или берзата да дозволува продажба без покритие, односно продажба на хартии од вредност што продавачот ги нема. Продавањето акции кои што не се поседуваат е спротивна трансакција на вообичаената пазарна трансакција. Наместо да се купуваат акции и потоа да се продаваат, продавачите на туѓи акции прво продаваат позајмени акции, а потоа ги покриваат, односно ги купуваат со очекување дека ќе ги купат по пониска цена од онаа по која ги продале и да остварат профит од тоа. Овој начин на продажба припаѓа во надлежност на кредитните сметки. Со Законот за хартии од вредност во Република Македонија не е предвидено, а со правилата на Македонската берза не е дозволено да се извршува продажба на хартии од вредност без покритие.

- *Полноправна смейка* - самото име на оваа сметка ни укажува на тоа дека станува збор за сметката на клиентот која брокерската куќа/ банка може да ја користи со полно право и овластување без негова претходна консултација и согласност. За да не дојде до одредени недоразбирања помеѓу клиентот и брокерската куќа при отворање на оваа сметка се склучува договор во кој се одредуваат условите под кои сметката може да се користи за купување и продавање на хартии од вредност.



- Со договорот се одредуваат видовите хартии од вредност со кои брокерот може да тргува. Меѓутоа брокерот / банката нема неограничено овластување, туку трансакциите треба да ги извршува за да ја исполни инвестицијата цел на клиентот.

- Покрај вообичаените трошоци што се плаќаат клиентот треба да плати и надомест за управување со сметката. При водење на овие сметки треба посебно внимание на брокерските куќи / банките, па поради тоа е потребно при отворањето на вакви сметки да се пропиши минимален износ за отворање на нив. Брокерските куќи / банките во Македонија не нудат на своите клиенти отварање на вакви сметки.

- *Заедничка сметка* - оваа сметка најчесто ја користат брачни партнери за заедничко вложување во хартии од вредност, а предноста е во тоа што во случај на смрт на едниот партнер, другиот може да ги продаде акциите без да чека во судот да се заврши оставинската постапка. Вакви сметки не се користат во Македонија. Во брокерските куќи / банките постојат финансиски планери кои имаат за задача да ја оценат финансиската состојба на клиентите и ги советуваат како најдобро да ги исполнат своите цели. Овој широк пристап, може да вклучи и советување во врска со раководењето на трошоците на клиентите, со цел да остане простор за инвестициски и штедни цели.





- Во пракса поимите "инвестициски планери" и "инвестициски советници" се користат наизменично, бидејќи најголем дел од овие лица извршуваат функции кои се преклопуваат.
- Инвестициските советници донесуваат одлуки за купување и продавање хартии од вредност и се грижат налозите да бидат соодветно извршени од страна на брокерската куќа. За нивните услуги тие добиваат одреден надомест. Со цел да се спречи дистрибуција на информации кои се лажни или наведуваат на погрешно мислење, со законски пропис треба да се предвиди кои лица можат да даваат инвестициски совети. Комисијата за хартии од вредност треба да ги открива и казнува измамниците. Комисијата за хартии од вредност, поставува строги правила за заштита од конфликт на интереси во услугите што инвестициските советници ги нудат на јавноста.
- Во Република Македонија, согласно законските прописи, брокерските куќи можат да вршат советување на клиенти при издавање и тргување со долгорочни хартии од вредност, што значи дека се лиценцирани да даваат вакви услуги. Ивестициските советници по правило треба да имаат положено стручен испит за инвестициско советување што е предвидено во Правилникот за начинот и условите за полагање на стручен испит за инвестициско советување.