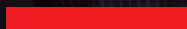




Големиот интерес за купување на првата граѓанска обврница на примарниот пазар ја потврдува тезата на Берзата дека побарувачка за квалитетни и атрактивни финансиски инструменти и тоа како постои - треба само да се сака и да се знае како да се искористи тоа. Се надеваме дека ова е само почеток и дека ќе следуваат нови вакви или слични емисии на државни хартии од вредност, при што Берзата, како институција и инфраструктура, е подготвена да ги поддржи овие активности во функција на дополнителен развој на инвестициската култура и македонскиот пазар на капитал во целина.



INTERVIEW

ИВАН ШТЕРИЕВ

Главен извршен директор на Македонска берза

БЕРЗАТА МОЖЕ ДА СЕ ВКЛУЧИ И ВО СЕГМЕНТОТ НА ПАЗАРОТ НА ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

► За неколку дена ќе ја одржите вашата традиционална Берзанска конференција, што ќе биде во фокусот оваа година, што ќе слушнат ново и интересно учесниците во Охрид?

На 26 и 27 септември во Охрид ќе се одржи 22-та годишна конференција на Македонската берза – традиционален настан на којшто се собираат бројни професионалци од областа на пазарот на хартии од вредност, компании, претставници од поширокиот финансиски сектор и регулаторните тела, како од Македонија така и од странство. Работниот дел на конференцијата ќе биде отворен со специјална презентација фокусирана на актуелни геополитички случувања. На програмата се и два главни панела и неколку интересни

презентации на теми поврзани со пазарите на капитал. На панелите ќе се дискутира за досегашните економски и финансиски текови во 2023 година и идните перспективи и за поврзаноста на дигитализацијата, вештачката интелигенција и финансиските услуги.

Говорниците и панелистите се топ менаџери од земјата и странство – докажани експерти од светот на банкарството, осигурувањето, ИТ секторот, фондовско-брокерската индустрија итн. За тоа како понатаму може да се развива Македонската берза, презентација ќе одржат нашите консултанти од Bourse Consult LLP од Велика Британија, со кои работиме на нашата компаниска стратегија (проект поддржан од ЕБРД), а ќе

имаме можност да слушнеме и за одредени успешни проекти на членките на Федерацијата на евроазиски берзи (FEAS), за коишто ќе зборува генералниот секретар на оваа организација. Ќе биде презентиран и Извештајот за следење на усогласеноста на котираните друштва со новиот Кодекс за корпоративно управување на Берзата, а колегата Томислав Грачан од Загрепската берза ќе има презентација околу нивниот најнов проект Adria Digital Exchange, односно новите можности што оваа берза има намера да ги отвори во блиска иднина во областа на крипто средства и токенизација на финансиските инструменти. Програмата на конференцијата е јавно објавена уште од јули.

Настанот е од отворен тип и секој што е заинтересиран за оваа проблематика може да се пријави преку нашата веб страница и да учествува на конференцијата. Се надеваме дека ќе биде интересно како и секогаш.

► **Каква е 2023 година досега за Македонската берза? Какви се движењата на најликвидните акции, просечниот дневен промет, итн.?**

Во 2023 година, после подолг временски период, се забележува една забавена динамика на Македонската берза. Сепак, треба да се каже дека овогодишните резултати ги споредуваме со претходните три-четири години коишто навистина беа многу добри за нашата берза, што ќе рече дека и базата за споредба од којашто влечеме заклучоци е доста висока. Да споменеме само неколку бројки што засега статистички ја карактеризираат оваа година во периодот јануари - август: вкупниот промет по сите основи е некаде над 49 милиони евра, а тоа е намалување во споредба со истиот период минатата година од над 43%; вкупниот промет во БЕСТ системот, класичното тргување и со акции и со обврзници, е околу 28,3 милиони евра, односно точно половина од ланскиот промет. Просечно дневно во БЕСТ системот се склучуваа 45 трансакции, а просечниот износ на дневниот промет е околу 10,7 милиони денари. Индексот МБИ 10 заклучно со 10.09.2023 година е во благ плус – пораст од неполни 2%. Подеталната анализа и компарација со берзанската статистика од минатите години, на пример на ниво на првите шестмесечја, покажува дека берзанскиот промет е на ниво од пред 2018 година, односно како во периодот 2012-2018 година, кога статистичките перформанси на Македонската берза биле слични, па и полоши.

Топ 5 најтрговани акции на берзата во изминативе осум месеци во БЕСТ системот, коишто воедно се и единствени акции чиј кумулиран годишен обрт надминува 1 милион евра, се Комерцијална банка (10,8 милиони евра), Алкалоид (5,3 милиони), НЛБ банка (2,9 милиони евра), Макпетрол (1,4 милиони) и Стопанска банка Скопје (1,2 милиони евра).

► **После неколку години на одличен раст на индексот, оваа година Берзата навлезе во своевидна стагнација, односно пад на прометот, бројот на трансакции и сл. На што се должи тоа според вас?**

Локално, регионално и глобално, општото економско окружување на почеток на 2023 година беше обременето со многу предизвици, имаше доста песимизам поради зголемувањето на инфлацијата, зголемувањето на каматните стапки, можноста од рецесија... На нашиот пазар, особено во првиот квартал, силно негативно влијание имаше и новото оданочување на капиталните добивки од тргувањето со хартии од вредност. За ова предупредувавме во текот на минатата година кога креаторите на политиките го најавија ова оданочување и за жал нашите прогнози се остварија во смисла на евидентно помал промет оваа година. Ова решение, според нас, мора да се ревидира затоа што нашиот пазар и домашните инвеститори едноставно не се подготвени за ова како на развиените берзи. Од друга страна, мора да се каже дека нашите котираните компании добро се држат, барем во првите шест месеци. Од вкупно 93 котираните компании 68 рапортирале добивка во овој период во кумулативен износ од 161,7 милиони евра што е пораст од околу 5% во споредба со првиот семестар од минатата година. Во тие рамки, само вкупната добивка на десетте најликвидни компании што го сочинуваат индексот МБИ 10 изнесува околу 120 милиони евра или околу 74% од целокупната агрегирана добивка на сите котираните компании. Понатаму, зголемувањето на каматните стапки поради неопходното заздување на инфлацијата гледано vis-a-vis интересот на инвеститорите за тргување со акции на берзата предизвикува негативна корелација затоа што банкарските депозити стануваат повторно поатрактивни, а истовремено тие се' уште не се оданочуваат. Исто така, треба да се има предвид дека Македонска берза имаше еден многу долг период на раст на цените, некои девет години, од 2013 до 2021 година индексот МБИ10 во континуитет растеше и во тој период имавме раст од над 250%. Минатата година беше регистриран минус на годишно ниво од околу 8%, но секако сегашните валуации на пазарот, односно тековните цени на акциите се одраз на овој долг тренд – што сигурно влијае на одлуките на инвеститорите, особено на оние нови кои размислуваат и разгледуваат во кој момент да влезат на пазарот. Продолжува и состојбата на малото учество на странските портфолио инвеститори

во тргувањето, во комбинација со зголемување на прометот што домашните инвеститори го реализираат на странските пазари.

► **Како се држи домашната берза споредено со регионалните берзи годишнава?**

Регионално, ако ги анализираме секундарните пазари на хартии од вредност во Југоисточна Европа, оваа година цените на главните акции на берзите не се движат во ист правец и со иста динамика. Доста е хетерогено за разлика од претходните години кога целиот регион го одликуваше ист образец на пазарни движења. Може да се даде една општа оценка дека берзите од регионалните држави што се членки на Европска унија оваа година имаат многу поголем пораст на ценовните нивоа, со определен двоцифрен раст којшто оди и над 20% на годишно ниво. Има берзи со помали едноцифрени плусови помеѓу коишто сме и ние, но има и берзи, како на пример двете берзи од Босна и Херцеговина, коишто се во минус. Значи, во регионални рамки е доста различно.

► **Како се одвива тргувањето со првата домашна обврзница за граѓани? Има ли побарувачка, како и варира цената?**

Првата емисија на граѓанска обврзница беше реализирана во текот на јули, при што на примарната аукција беа издадени обврзници во вкупен номинален износ од околу 1.45 милијарди денари коишто ги запишаа речиси 1.300 инвеститори. Иако граѓанските обврзници се веќе котираны на Берзата се' уште нема тргување со овој финансиски инструмент. Очигледно, атрактивната каматна стапка и кусиот рок на стасување влијаат на тоа иницијалните иматели засега да немаат потреба да ги продаваат обврзниците. Котацијата на истите на берзата во секој случај обезбеди соодветно место за нивно тргување и тоа така треба да биде. Дали ќе има тргување и по кои пазарни цени останува да видиме. Како и да е, големиот интерес за купување на овие обврзници на примарниот пазар ја потврдува тезата на Берзата дека побарувачка за квалитетни и атрактивни финансиски инструменти и тоа како постои - треба само да се сака и да се знае како да се искористи тоа. Се надеваме дека ова е само почеток и дека ќе следуваат нови вакви или слични емисии на државни хартии од вредност, при што



Берзата, како институција и инфраструктура, е подготвена да ги поддржи овие активности во функција на дополнителен развој на инвестициската култура и македонскиот пазар на капитал во целина.

Владиниот долг во форма на издадени државни хартии од вредност е фундамент врз којшто функционираат сите пазари на капитал. Овој сегмент на пазарот на капитал креира т.н. безризични финансиски инструменти и обезбедува најадекватен бенчмарк за вреднување на сите останати финансиски инструменти, вклучително и оние кои се тргуваат на берзата. Примарните дилери кај државните хартии од вредност, кои кај нас се' уште недостигаат, обично доаѓаат од редовите на најактивните членки на берзата. Неразвиеноста на секундарниот пазар на државни хартии од вредност во Северна Македонија е значајна бариера за понатамошен развој на пазарот на капитал. Македонскиот пазарот на државни хартии од вредност суштински егзистира како пазар базиран на принципот „купи и чувој“ и затоа мора повторно да се направат заложби да се катализира секундарното



Изминатите неколку години како пазар имавме добар период, но основен двигател на пазарот беа и се' уште се македонските инвеститори, во добар дел македонските физички лица. Тоа е добро и посакувано, но сепак не е идеална структура на прометот затоа што во некои осцилаторни периоди тој тип на инвеститори се посклони на брзи одлуки. Би сакале да имаме повеќе инвеститори на берзата од странство - тие ќе донесат нов промет, но и нови практики во сите пазарни сегменти.

тргување со овие финансиски инструменти. Тоа, воедно, ќе значи и пазарно формирање на т.н. крива на принос, со повеќе позитивни повратни импликации во финансиските текови. Сметаме дека како Македонска берза можеме повеќе да придонесеме во популаризирањето на вложувањето на државните хартии од вредност кај домашните retail инвеститори, но и за генерално динамизирање на секундарниот пазар на државни хартии од вредност. Во тој правец неодамна дадовме конкретна иницијатива со определени предлози до ресорното Министерство за финансии.

► **Какви се придобивките засега од влегувањето на Загребска берза како стратешки инвеститор во Македонска берза?**

Со сопственичкиот влез на Загребска берза во Македонска берза успеавме соодветно регионално да се позиционираме како мала берза којашто, објективно, се соочува со многу предизвици. Да сумираме уште еднаш – сега имаме стратешки партнер од земја членка на ЕУ која што има поразвиен пазар на капитал од нас, но како берза

не е премногу поголема и имаме слични економски прилики, култура, јазици... Ова значи можност за полесно разбирање на нашите проблеми, нивно постепено надминување и подобрување на состојбите. На овој начин како Македонска берза добивме оптимален сопственички микс. Најголем поединечен акционер кој е од истиот бизнис и кој успешно управува еден поразвиен пазар што сепак има и доста сличности со нашиот. Плус, ги задржавме големите домашни банки како значајни акционери и активни членки на Берзата. Оваа комбинација би требало да придонесе за отворање на нови реални развојни придвижувања. Тоа, секако, ќе биде процес и ќе зависи од разни фактори и одлуки што можат да ги забрзуваат или забавуваат работите. На пример, никој не очекуваше дека ќе се опстои на идејата за воведување на оданочувањето на капиталните добивки од тргувањето со хартии од вредност од јануари. Веќе спомнавме - од авион се гледа дека ова има силен негативен импакт на берзанската динамика годинава. Како и да е, со оваа нова сопственичка структура, иднината на нашиот пазар е поставена на поинакви и посолидни темели.

► **Неодамна организиравте „Денови на македонскиот пазар на капитал“, наменето првенствено за хрватските инвеститори. Какви се првичните ефекти, може ли да се очекува во блиска иднина некаков инвеститорски „бран“ од Хрватска, или од регионот пошироко?**

Да, во мај ги одржавме првите „Денови на македонскиот пазар на капитал“ за хрватски инвеститори. Посетеноста и интересот за настанот беше добар. Хрватските инвеститори имаа средби директно со одбрани котираните компании и имаме големи очекувања дека од тука ќе повлечеме некој нов промет во наредниот период. Меѓусебното информирање на учесниците на двата пазара моравме да го подигнеме на повисоко ниво. Хрватските инвеститори мора подетално да се запознаат со нашите компании и финансиски инструменти, со нашата инфраструктура, за евентуално да најдат бизнис интерес за инвестиции на нашиот пазар. Изминатите неколку години како пазар имавме добар период, но основен двигател на пазарот беа и се' уште се македонските инвеститори, во

добар дел македонските физички лица. Тоа е добро и посакувано, но сепак не е идеална структура на прометот затоа што во некои осцилаторни периоди тој тип на инвеститори се посклони на брзи одлуки. Би сакале да имаме повеќе инвеститори на берзата од странство - тие ќе донесат нов промет, но и нови практики во сите пазарни сегменти. Но, треба да бидеме реални - нашите најголеми и најликвидни компании се мали во меѓународни рамки, вклучително и регионално. Нашиот пазар не спаѓа во класификациите на светско ниво ниту во рамките на т.н. emerging markets, тој е т.н. frontier market и поради својата големина, едноставно, не привлекува големи меѓународни и институционални инвеститори. Нашата шанса и нашиот „прозорец“ како пазар се регионалните инвеститори, а поради нашата сопственичка структура, логично е првиот избор да ни бидат токму инвеститорите од Хрватска.

► **Какви ќе бидат придобивките од влегувањето на Македонска берза во сопственичката структура на ЦДХВ?**

Летово како Берза реализиравме нови трансакции за купување на акции од Централниот депозитар и сега Македонска берза е убедливо најголем акционер во оваа институција со околу 29% од сопственоста. Нашата стратегија во врска со ова е веќе јавно елаборирана. Ние сметаме дека со депозитарот имаме сродна дејност, дека ја познаваме дејноста со која се бави оваа институција, дека можеме да креираме доста синергии, пред се во информатичко-техничкото работење, но и во други делови на нашиот заеднички развој. Две се стратешките цели зошто влегуваме во сопственост во депозитарот: прво, сметаме дека депозитарот како институција има голем потенцијал за дополнителен развој и од негова страна може да се понудат нови услуги што ќе значат нови приходи за депозитарот, а со тоа индиректно и за берзата како негов најголем акционер. Второ, а стратешки за нас уште поважно, во ваква сопственичка поврзаност на двете институции идните развојни проекти ќе ги правиме максимално усогласени. Ако започнеме како Берза некои нови проекти, како на пример воведување на нови инструменти на нашиот пазар како што се ETF-овите, тргување со странски хартии од вредност или создавање на линкови за поврзување со други регионални

пазари за којшто е потребно воспоставување на т.н. cross border settlement, сега тоа ќе бидат заеднички усогласени приоритети на двете институции.

► **Очигледно е дека како Берза во изминатив период имате започнато серија проекти и активности, од новиот Кодекс за корпоративно управување и сопственичките поврзувања со други институции, преку нови проекти со ЕБРД до иницијативи пред Министерството за финансии за државните хартии од вредност. Сепак, прометот на пазарот се намалува, а се' уште нема нови емисии и котации на хартии од вредност...Може ли да сумирате кои се причините зошто се вакви состојбите?**

Како што е познато и многупати дискутирано во јавноста најголемата болка на сите берзи во регионот е тоа што иако поминуваат години не се создава позначајна нова понуда на финансиски инструменти на пазарот. Со други зборови упорно нема нови емисии на хартии од вредност, а оттука последователно нема ни нови берзански котации. Оттука, дежурната тема зошто нема IPO-а е прашање на сите прашања и главен развоен предизвик за регионалните берзи. Фактичката состојба е дека во поширокиот регион нема конзистентен образец акционерските друштва периодично да излегуваат на берза. Логично, креирање на окружување во кое одредени компании повремено ќе решат да излезат на јавниот берзански пазар (да направат т.н. going public) е стратешка цел за берзите, но, објективно гледано, за тоа да се случи примарна е сепак одлуката на моменталните сопственици на компаниите чии акции би се понудиле на пазарот. Искуството во регионот покажува дека полесно се прави големо IPO како дел од некои приватизациски проекти наспроти ваквите одлуки во корпоративниот сектор. На пример, летово имаше многу успешен IPO на компанијата Хидроелектрика во Романија, што беше најголема ваква трансакција во Европа годинава. Но, треба да се напомене дека овој проект се најавуваше десетина години наназад. Станува збор за голема енергетска компанија во доминантна државна сопственост од 80% кај којшто се продаде малцински пакет во сопственост на американската asset management компанија Franklin Templeton, што со години управува еден специјален



Нашиот моментален фокус како Македонска берза во врска со IPO-ата е да ги анимираме неакционерските друштва да се вклучат во т.н. prelisting програми - да се подготват организациски, кадровски и суштински за среднорочно излегување на берза. Затоа го формиравме и т.н. БУМ клуб (Берзата и Успешните во Македонија). Во очекување сме и на промените на правната регулатива и можноста за формирање на т.н. growth market на Берзата, каде помалите компании полесно ќе можат да издаваат акции.

инвестициски фонд во Романија (составен од разни приватизациски акции). Значи, за вакво IPO треба време и професионален пристап и секако одлука на доминантниот сопственик. Во случај со приватизации или компании со државен капитал таа одлука е политичка, во случај кога тоа е во приватниот сектор – одлуката е на доминантниот сопственик кој може да биде поединец, фамилија или неколку партнери.

Давање на дел од сопственоста во приватниот сектор во замена за нов капитал не е лесна одлука. Кај нас во Македонија секако има бројни компании кои по својата успешност, големина и остварен промет одамна се кандидати за IPO и котација на Берзата. Неизлегувањето на берза, според нашите искуства, е

поврзано со четири главни теми: прво, емоционална и нереална евалуација на компанијата; второ, првата генерација тешко ја „пушта“ контролата врз компанијата; трето, страв од поголема транспарентност и надворешни инвеститори; и четврто, барем до сега релативно евтини кредити за успешните компании (а токму тие се кандидати за IPO). Очигледно потребно е компаниите сами да почувствуваат дека се подготвени за ова и да гледаат опиплива корист. Шоковите со кои се соочуваат компаниите последните неколку години би требало дополнително да ја нагласат потребата од поголема капитализираност во корпоративниот сектор – ако како компанија имаш поголем капитал, поотпорен си на било какви непредвидливи негативни

случувања во иднина. Нашиот моментален фокус како Македонска берза во врска со IPO-ата е да ги анимираме неакционерските друштва да се вклучат во т.н. prelisting програми - да се подготват организациски, кадровски и суштински за среднорочно излегување на берза. Затоа го формиравме и т.н. БУМ клуб (Берзата и Успешните во Македонија). Во очекување сме и на промените на правната регулатива и можноста за формирање на т.н. growth market на Берзата, каде помалите компании полесно ќе можат да издаваат акции. Компаниите од БУМ клубот, а веќе таму имаме околу 20-тина пријавени, ќе бидат природни кандидати да го искористат овој нормативен новитет на среден и долг рок. ■■■