

I M P A C T U L

SEMNĂRII ACORDULUI DE ASOCIERE ÎNTRE REPUBLICA MOLDOVA ȘI UNIUNEA EUROPEANĂ ASUPRA PIEȚEI DE CAPITAL DIN MOLDOVA

Natan Garștea

Alexandru Coica

Artur Gherman

Anatol Cobzari

Alina Cazachevici

Valeriu Covalenco

Viorel Chivriga

Aprilie 2011

CZU

I

Descrierea CIP a Camerei Naționale a Cărții

– 100 ex.

Coperta: Simion Coadă

Macheta: Mihai Sava

Editare și tipar: Casa Editorial-Poligrafică “Bons Offices”

Numai autorii acestui studiu sunt responsabili de afirmațiile și concluziile din această publicație, care pot să nu coincidă în mod necesar cu opinia Fundației Soros-Moldova, a autorităților locale vizate sau a altor organizații și instituții menționate în acest document.

ISBN

© Fundația Soros-Moldova

Sumar executiv

Scopul prezentului studiu este stabilirea impactului pentru piața de capital a Republicii Moldova a semnării Acordului de asociere între Republica Moldova și Uniunea Europeană.

Piața de capital din Moldova a apărut și s-a dezvoltat în cadrul procesului de privatizare, când întreprinderile de stat au fost transformate în societăți pe acțiuni, majoritatea cetățenilor au devenit acționari și a fost formată infrastructura pieței. A fost creată baza legislativă care cuprindea majoritatea aspectelor funcționării pieței de capital

După o perioadă de activitate febrilă pe piață, când la majoritatea societăților a început o perioadă de consolidare a capitalului, a urmat o diminuare a volumelor, atât pe piața primară, cât și pe piața secundară. În același timp, ca urmare a reglementării tot mai stricte a pieței, procedurile de efectuare a emisiunilor sau a tranzacțiilor au devenit foarte complicate, aceasta încetinind semnificativ procesul de cristalizare a proprietății și evoluția pieței.

Astfel, la moment lista instrumentelor și serviciilor disponibile pe piața de capital din Moldova este foarte limitată. Astfel, unicele valori mobiliare care circulă în prezent pe piața de capital sunt acțiunile. Au fost înregistrate numai câteva emisiuni de obligațiuni, ele având o răspândire foarte limitată. Majoritatea plasărilor de valori mobiliare sunt închise, până în prezent fiind efectuată o singură emisiune publică de acțiuni. Pe piață sunt prezente numai serviciile financiare de bază - brokerajul și consultanța procedurală. Sunt foarte puțin răspândite serviciile de underwriting, administrare a portofoliilor, crearea pieței. Sunt foarte rare cazurile de creditare a clienților de către brokeri, sunt interzise vânzările scurte. Lipsesc cu desăvârșire instrumentele financiare derivate.

În prezent, în cadrul negocierii Acordului de asociere între Republica Moldova și Uniunea Europeană, a fost aprobat un șir de măsuri ce urmează a fi implementate, care vizează, inclusiv, și piața de capital. Astfel, în baza acestui plan de măsuri, urmează a se aproba o nouă lege care va reglementa activitatea în domeniu, și anume Legea privind piața de capital, care urmează a fi elaborată în baza legislației Uniunii Europene.

Proiectul legii presupune un șir de modificări radicale în infrastructura și modul de funcționare al pieței. Ca urmare a punerii în aplicare a legii va avea loc o liberalizare semnificativă a procedurilor de tranzacționare pe piața de capital și baza legislativă actuală va fi substituită cu una adecvată standardelor europene și coerentă. În același timp, impunerea standardelor europene în ceea ce ține de mărimea capitalului propriu poate crea probleme insurmontabile unor categorii de participanți profesioniști.

Participanții pieței de capital au o atitudine neunivocă privind modificările propuse. Reprezentanții statului și investitorii străini salută aprobarea legii în redacția propusă, pe când majoritatea covârșitoare a participanților profesioniști ai pieței de capital sunt contra aprobării legii sau a unor anumite prevederi ale acesteia. Obiecțiile de bază înainte de ei se referă la mărimea capitalului normativ, la excluderea din câmpul normativ a unor genuri de activitate și la posibilitatea simplificată a accesului pe piață a participanților profesioniști străini.

În concluzie, putem afirma că modificările care vor fi operate în legislație ca urmare a semnării Acordului de asociere a Republicii Moldova la Uniunea Europeană vor avea un impact pozitiv asupra dezvoltării pieței, asigurând relansarea și creșterea ei, dacă se vor găsi soluții pentru problemele evidențiate în studiu.

Cuprins

Sumar executiv	3
Introducere	6
Metodologie.....	8
Lista abrevierilor utilizate	9
Lista interviurilor efectuate	9
Capitolul 1. Evoluția și potențialul pieței autohtone de capital.....	10
1. Apariția pieței de capital din Moldova	10
2. Evoluția pieței primare	11
3. Evoluția pieței secundare	13
4. Participanții profesioniști ai pieței de capital	17
5. Activitatea de reglementare și control a pieței financiare.....	18
Capitolul 2. Operațiunile financiare pe piața de capital din Republica Moldova ale investitorilor din Uniunea Europeană	20
1. Activitatea investitorilor străini pe teritoriul republicii Moldova	20
2. Investițiile provenite din statele Uniunii Europene	22
3. Prezența companiilor de investiții străine pe piața de capital din Moldova	22
Capitolul 3. Cadrul general de reglementare a pieței de capital al Uniunii Europene	23
1. Lista actelor care formează corpul de reglementare a pieței de capital.....	23
2. Arealul de aplicare a legislației, domeniile acoperite.....	24
3. Instrumentele reglementate	24
4. Activitățile supuse reglementării.....	25
5. Aspectele reglementate	25
6. Reglementarea pieței primare.....	25
7. Reglementarea pieței secundare.....	26
8. Reglementarea activităților profesionale în domeniu	27
9. Protejarea investitorilor și evitarea încălcărilor pe piață	27
Capitolul 4. Analiza comparativă a piețelor de capital din Republica Moldova și statele Uniunii Europene	29
1. Evoluția capitalizării bursiere în statele UE și Moldova	29
2. Evoluția indicilor bursieri.....	30

3. Evoluția rulajelor la bursele din UE și Moldova	31
4. Evoluția comparată a gradului de lichiditate a pieței de capital din Moldova, România și Bulgaria	31
Capitolul 5. Cadrul general de reglementare a pieței autohtone de capital și barierele în calea investitorilor străini	33
1. Lista actelor care formează corpul de reglementare a pieței de capital.....	33
2. Arealul de aplicare a legislației, domeniile acoperite	34
3. Reglementarea pieței primare.....	35
4. Reglementarea pieței secundare.....	36
5. Reglementarea activităților profesionale în domeniu	36
6. Protejarea investitorilor și evitarea încălcărilor pe piață.....	36
7. Barierele în fața investițiilor străine directe și a activării participanților profesioniști din afara RM la piața de capital autohtonă	37
Capitolul 6. Estimarea plenară a impactului Acordului de asociere asupra pieței de capital.....	40
1. Modul de implementare a Acordului pe piața de capital	40
2. Actele ce au stat la baza proiectului de Lege.....	40
3. Principalele prevederi ale legii	41
4. Aprecierea impactului implementării proiectului de lege privind piața de capital asupra diferitelor aspecte ale funcționării pieței	42
5. Aprecierea impactului de către actorii implicați în reglementarea și funcționarea pieței de capital	44
6. Impactul aprobării legii asupra participanților pieței de capital.....	46
Concluzii și recomandări	52
1. Prognoza impactului semnării Acordului de asociere asupra pieței de capital	52
2. Recomandări privind implementarea Acordului de asociere în domeniul pieței de capital.....	53

Introducere

În orice economie de piață, piața de capital este una dintre componentele sale de bază. Funcționarea eficientă a pieței de capital asigură redistribuirea proptă a resurselor financiare între investitorii care dispun de economii și agenții economici care au nevoie de investiții pentru continuarea sau extinderea activității. Funcționarea eficientă a pieței asigură oportunități investitorilor de a plasa mijloacele și permite companiilor să crească nu numai din surse proprii, ci și atrăgând resursele libere din economie.

Crearea pieței de capital din Moldova a început imediat după obținerea independenței prin crearea societăților pe acțiuni și crearea condițiilor pentru circulația valorilor mobiliare. Odată cu inițierea procesului de privatizare în masă a proprietății de stat, majoritatea companiilor au fost privatizate, cetățenii devenind acționari a acestor companii. A fost creată infrastructura privatizării, care cuprindea registratori independenți și Bursa de valori, fonduri de investiții și companii fiduciare, brokeri și dealeri. A fost efectuat un lucru enorm de creare a unei baze legislative care ar permite crearea și funcționarea unei piețe moderne și eficiente. Pe bună măsură, la finele anului 1998 piața de capital din Moldova era considerată una dintre cele mai dezvoltate din piețele statelor-membre ale CSI.

Ulterior, însă, evoluția pieței de capital din Moldova s-a încetinit și, în unele domenii, chiar a suferit un regres. Astfel, instrumentul de bază utilizat pe piață au rămas acțiunile. Deși în perioada 2002 - 2004 au mai fost efectuate câteva emisiuni de obligațiuni corporative, ele nu au luat amploare. Majoritatea covârșitoare a emisiunilor de valori mobiliare au avut loc prin plasări închise, aceste titluri nefiind accesibile publicului larg. Unicele instrumente financiare accesibile în prezent investitorilor sunt acțiunile. Astfel, valorile mobiliare de stat în prezent nu pot fi tranzacționate la Bursa de valori, cambiile ca instrumente de plată nu au căpătat amploare, și până în prezent nu au fost efectuate tranzacții cu nici un tip de instrumente financiare derivate. La moment pe piață nu funcționează nici un tip de organizații de plasament colectiv, iar serviciile prestate de către participanții profesioniști se limitează, în majoritatea cazurilor, la medierea tranzacțiilor de valori mobiliare și la consultanța primară a clienților.

Datorită situației sale curente, piața de capital din Moldova nu a putut beneficia de fluxul de remitențe venit în țară în ultimii ani. Majoritatea acestor sume au fost direcționate de către cetățeni în consum, ceea ce la rândul său a alimentat importurile. Majoritatea companiilor autohtone continuă să se confrunte cu o lipsă acută de mijloace financiare pe termen lung și sunt nevoite să se finanțeze numai din surse proprii sau prin intermediul creditului bancar.

În prezent sunt în deplină desfășurare negocierile privind Acordul de asociere la Uniunea Europeană și formarea Zonei de liber schimb aprofundat și cuprinzător între Republica Moldova și Uniunea Europeană. În cadrul acestui proces, se preconizează și efectuarea unor modificări semnificative în legislația din domeniul pieței de capital și în modul de funcționare a acesteia. Astfel, va avea loc omologarea prevederilor actelor legislative în vigoare cu directivele Uniunii Europene, va avea loc o restructurare radicală a infrastructurii pieței și o deschidere semnificativă pentru accesul investitorilor și companiilor investiționale europene.

Scopul acestui studiu este stabilirea efectelor pe care le va avea semnarea Acordului de asociere și formarea Zonei de liber schimb aprofundat și cuprinzător între Republica Moldova și Uniunea Europeană pentru piața de capital și, prin intermediul acesteia, asupra economiei Moldovei. Studiul se va opri asupra aspectelor legislative a reglementării pieței și compararea acestora cu directivele în vigoare în UE, va examina etapele de dezvoltare și starea actuală a pieței de capital din Moldova, prezența pe piață a investitorilor și operatorilor străini și barierele existente în calea pătrunderii lor, modificările esențiale care vor surveni pe piață în urma semnării Acordului de asociere și impactul pe care îl va avea semnarea lui asupra pieței de capital, asupra participanților acesteia și asupra economiei naționale pe ansamblu.

Metodologie

Studiul și recomandările au fost făcute în baza unei metodologii ample și cu respectarea următorilor pași:

1. Analiza măsurilor ce urmează a fi întreprinse în vederea semnării Acordului de Asociere a Republicii Moldova cu Uniunea Europeană, celor mai relevante documente de politici publice, precum și rapoarte / studii efectuate anterior, inclusiv cercetările pe domeniu executate de instituții locale și de peste hotarele R. Moldova. Tot la această etapă a fost analizată toată legislația Republicii Moldova tangențială pieței de capital (Coduri și legi, Hotărâri de Guvern, Hotărâri ale Comisiei Naționale a Pieței Financiare, Hotărâri ale altor Organe de Stat etc.)
2. Analiza reglementărilor domeniului pieței de capital din cadrul Uniunii Europene, a datelor statistice ale Comisiei Naționale a Pieței Financiare, Bursei de valori a Moldovei, Eurostat, precum și a schimbărilor suferite de acestea în timp și a impactului fiecărei schimbări majore asupra indicatorilor de bază a pieței.
3. Analiza contextului politic, economic, social și al tehnologiilor informaționale și impactului viitorului Acord de Asociere între Republica Moldova și Uniunea Europeană asupra pieței de capital din Republica Moldova.
4. Analiza asimetriilor între piața de capital a Moldovei și a UE în vederea relevării potențialului de creștere a pieței autohtone;
5. Identificarea celor mai lichide companii tranzacționate la BVM, analiza indicatorilor de performanță ale acestora și prin inducție stabilirea trend-urilor pieței și cauzelor lichidității scăzute.
6. Interviewarea diferitor actori relevanți (Reprezentanții CNPF și BVM, brokeri, dealeri, registratori independenți, manageri fiduciari, etc).
7. Elaborarea unui set de factori-cheie și evidențierea în baza lor, reieșind din principiul deducției, a influențelor ce le-ar avea asupra pieței de capital semnarea Acordului de asociere.

Lista abrevierilor utilizate

BVM	Bursa de valori a Moldovei
CNPF	Comisia Națională a Pieței Financiare
CNVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
DNVM	Depozitarul Național de valori mobiliare
HG	Hotărâre de Guvern
OPCVM	Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare
PIB	Produsul intern brut
RDM	Recipise depozitare moldovenești
RM	Republica Moldova
SMT sau MFT	Sisteme multilaterale de tranzacționare
UE	Uniunea Europeană

Lista interviurilor efectuate

Comisia Națională a Pieței Financiare

Ministerul Economiei

Asociația investitorilor străini din Moldova

Bursa de Valori a Moldovei

Depozitarul Național de valori mobiliare

Registratorul independent „Grupa Financiară” SA

Registratorul independent „Registru-F” SA

Registratorul independent „Registru” SA

Registratorul independent „Registrator-Centru” SA

Reprezentanți ai băncilor comerciale

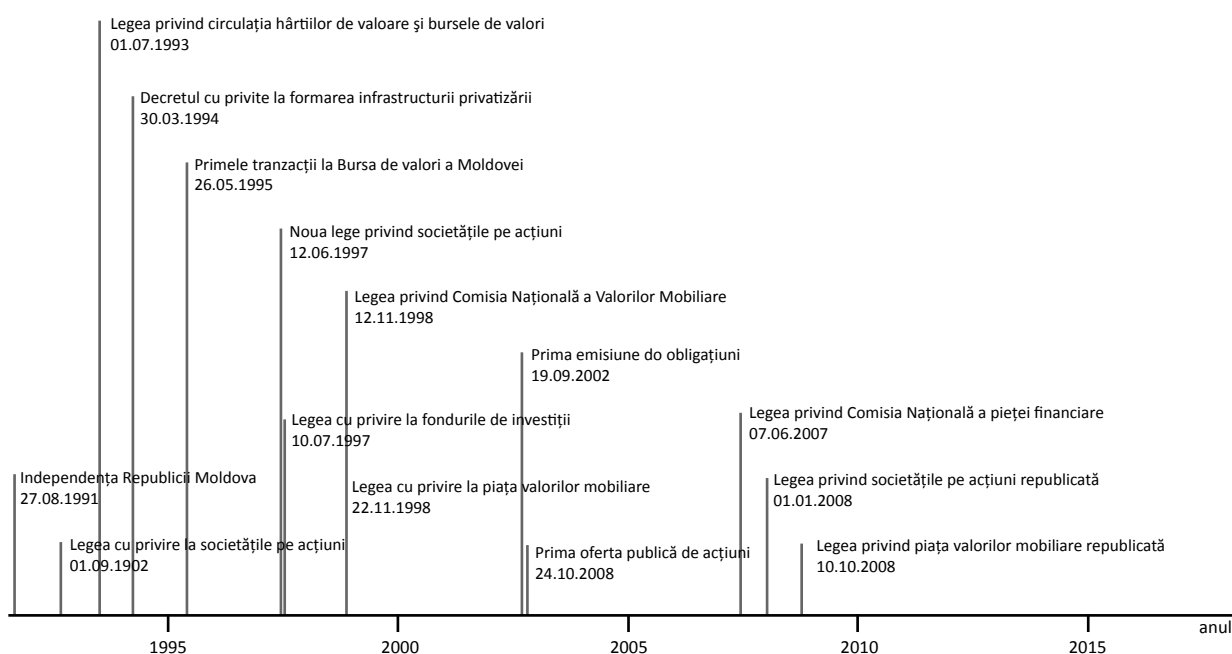
Reprezentanți ai brokerilor nebancari

1. Evoluția și potențialul pieței autohtone de capital

1. Apariția pieței de capital din Moldova

Piața de capital din Moldova a apărut în cadrul procesului de deetatzare a companiilor de stat, odată cu trecerea de la economia planificată la relațiile capitaliste.

Principalele momente în formarea și evoluția pieței de capital din Moldova sunt prezentate în următoarea diagramă:



Putem delimita câteva etape de dezvoltare a pieței, și anume:

- Evoluția inițială, de după obținerea independenței. La etapa cea, piața era reglementată de legea cu privire la societățile pe acțiuni în prima redacție și Legea privind circulația hârtiilor de valoare și bursele de valori.

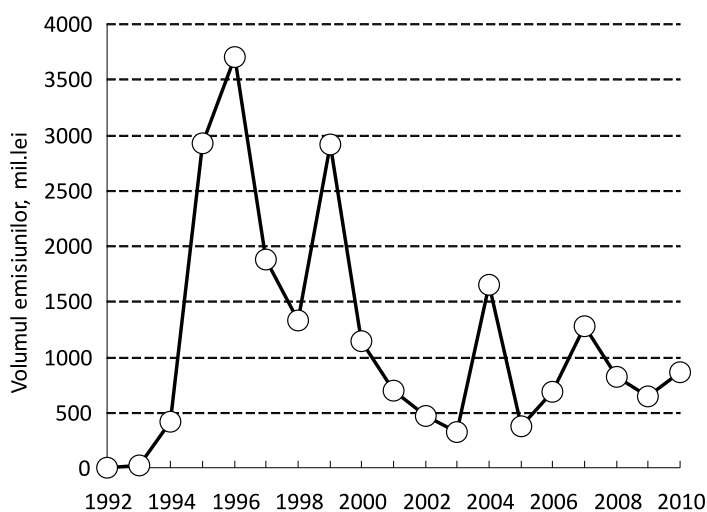
- Etapa privatizării, când a început procesul de etatizării proprietății publice prin intermediul licitațiilor de privatizare contra bunuri patrimoniale. În această perioadă a apărut cea mai mare parte a participanților pieței: fondurile de investiții pentru privatizare și companiile fiduciare, bursa de valori, registratorii independenți și brokerii. În cadrul procesului de privatizare majoritatea întreprinderilor au fost transformate în societăți pe acțiuni și peste 2 milioane de cetățeni au devenit acționari ai lor, direct sau prin intermediul a 43 fonduri de investiții pentru privatizare și 11 companii fiduciare.
- După etapa de formare a pieței și a infrastructurii acesteia, a urmat consolidarea ei și a legislației în domeniu. În anii 1997 și 1998 au fost aprobate legile de bază care reglementează la moment activitatea în domeniu - Legea privind societățile pe acțiuni, Legea cu privire la fondurile de investiții, Legea privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare și Legea cu privire la piața valorilor mobiliare. În baza acestor legi a fost creată Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, au fost re-licențiați participanții profesioniști ai pieței de capital (în anul 2000 erau acordate 160 licențe pentru activitatea profesionistă pe piața de capital), au fost reorganizate fondurile de investiții de privatizare în fonduri de investiții nemutuale (după reorganizare, au continuat să activeze 35 de fonduri de investiții). În această perioadă au avut loc prima emisiune de obligațiuni în condițiile legislației noi și prima ofertă publică de acțiuni.
- În anul 2007 a avut loc consolidarea mai multor segmente ale pieței financiare nebancale prin crearea Comisiei Naționale a Pieței Financiare, care reglementează și supraveghează piața valorilor mobiliare, piața asigurărilor și piața de microfinanțare. După un șir de modificări semnificative, în 2008 au fost republicate legile cu privire la piața valorilor mobiliare și privind societățile pe acțiuni.

2. Evoluția pieței primare

De la fondarea pieței de capital, au fost în total înregistrate emisiile a 3778 societăți pe acțiuni în valoare totală de 21,1 miliarde lei, dintre care 12,6 miliarde au fost atrase în cadrul emisiunilor de constituire a societăților, și 8,6 miliarde lei - prin emisiuni suplimentare de acțiuni și obligațiuni (diagrama 1, Evoluția pieței primare a valorilor mobiliare, sursa: CNPF).

De-a lungul timpului, piața primară a avut o evoluție neuniformă. În perioada privatizării volumul emisiunilor era semnificativ datorită înregistrării companiilor de stat ca societăți pe acțiuni.

Diagrama 1. Evoluția pieței primare a valorilor mobiliare



Ponderea emisiunilor de constituire și a emisiunilor suplimentare de asemenea a evoluat în timp. Dacă în perioadele inițiale de evoluția ele pieței de capital ponderea mai mare le revenea emisiunilor

de constituire, cu timpul a crescut ponderea emisiunilor suplimentare de acțiuni (diagrama 2, Structura emisiunilor de valori mobiliare, sursa: CNPF).

Ponderea plasărilor pe piața primară comparativă cu produsul intern brut al țării este foarte mic - în 2007 nu a depășit 2,4 la sută. În statele cu un grad sporit de penetrare a economiei de către piața financiară, acest indicator este de peste 50% (diagrama 3, ponderea pieței primare în PIB, sursa CNPF).

La moment unicul tip de titluri financiare care circulă pe piața valorilor mobiliare sunt acțiunile. Până în prezent au fost efectuate doar 6 emisiuni de obligațiuni, dintre care în circulație nu mai este nici una. Cauzele lipsei emisiunilor de obligațiuni sunt de mai multe tipuri, printre care menționăm:

- Complexitatea procedurii de înregistrare e emisiunii de obligațiuni și cerințele înalte pentru companiile care urmează să plaseze obligațiuni. La mijlocul anilor '90, compania Intercapital a inițiat o ofertă de obligațiuni (în condițiile legislației de atunci). În cadrul acestei emisiuni de obligațiuni s-a creat o piramidă financiară, cu ajutorul căreia compania a acumulat cca. 22 milioane lei de la investitori. Au fost intentate mai multe dosare penale, în cadrul audierilor au fost implicate și mai multe organe de reglementare și control din domeniu.

Din acest motiv, prima instrucțiune privind modul de plasare și înregistrare de stat a obligațiunilor corporative a fost foarte restrictivă și dificil de executat. De exemplu, ea prevedea că societatea ce emite obligațiunile urmează să evalueze la valoarea de piață nu numai activele transmise în gaj, ci toate activele companiei, ceea ce mă-

Diagrama 2. Structura emisiunilor de valori mobiliare

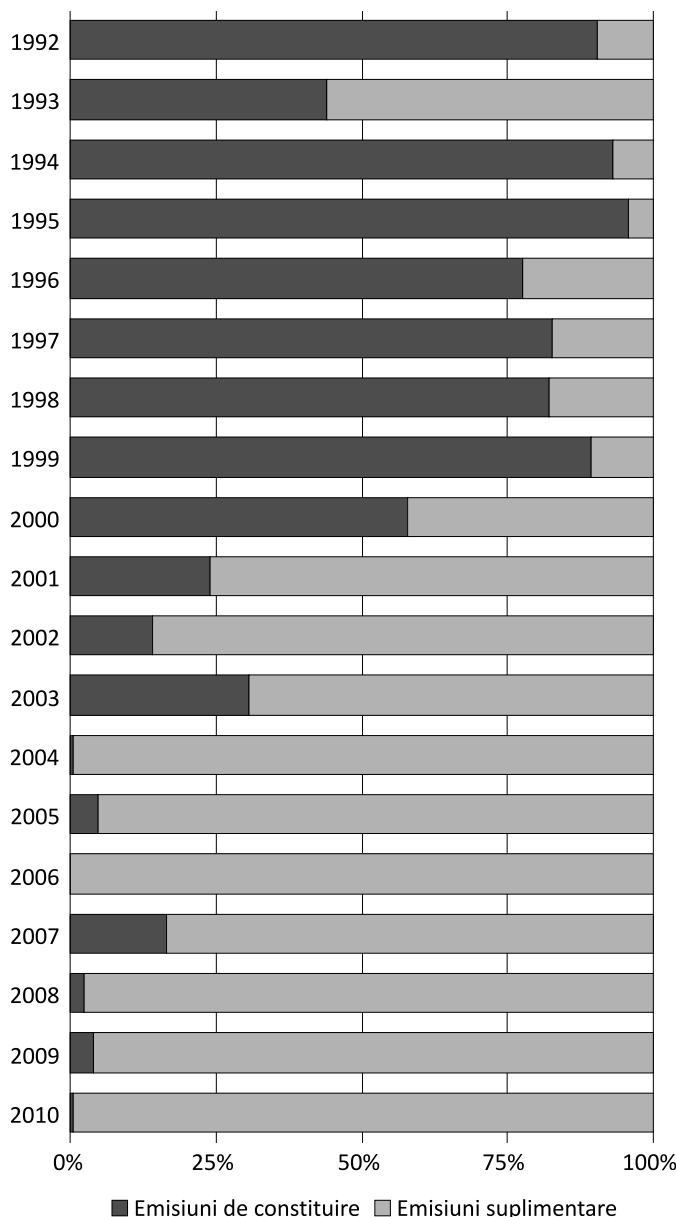
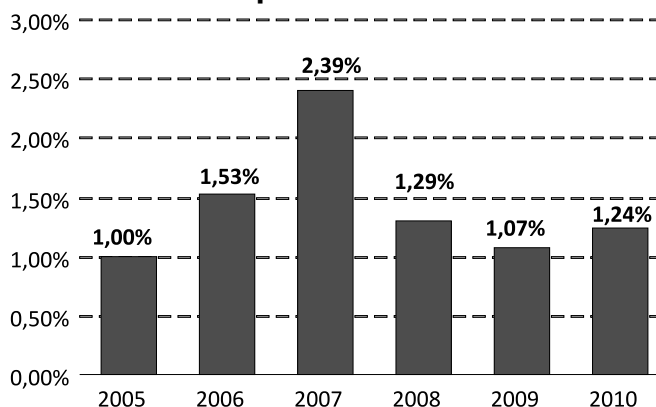


Diagrama 3. Ponderea pieței primare în PIB



rea cu mult costurile plasării. De asemenea, plasările de obligațiuni puteau fi făcute numai prin oferte publice, ceea ce făcea procesul de emitere a lor foarte îndelungat comparativ cu atragerea creditelor bancare sau emisiunea de acțiuni;

- Lipsa la majoritatea proprietarilor și managerilor de companii a cunoștințelor de bază despre managementul financiar, mecanismele de finanțare prin intermediul pieței de capital și a avantajelor utilizării obligațiunilor corporative ca instrumente de finanțare pe termen lung. Foarte mulți administratori și proprietari de companii nici nu știau despre existența alternativelor la creditul bancar, ceea ce a avut un impact negativ asupra costurilor de finanțare și efortului continuu de refinanțare pentru multe companii, ele încercând să efectueze investiții pe termen lung atrăgând resurse financiare pe termen scurt.
- Lipsa unei oferte constante de capital pe piața valorilor mobiliare, ceea ce nu a permis pieței bursiere să devină o alternativă de finanțare pentru companii.

Ofertele publice pe piața primară a valorilor mobiliare nu sunt o modalitate răspândită de plasare a instrumentelor financiare. Astfel, până în prezent a avut loc doar o singură ofertă publică de plasare a acțiunilor. Principala cauză a lipsei ofertelor publice de valori mobiliare ca mecanisme de atragere a investițiilor este capitalizarea foarte joasă a pieței și gradul ei redus de dezvoltare. În urma proceselor de consolidare a capitalului și în lipsa emisiunilor publice de valori mobiliare, volumul titlurilor financiare aflate în circulație liberă (free-float) este în permanentă scădere, ceea ce diminuează și mărimea potențială a pieței de capital.

Ca urmare a lipsei pe piață a unor instrumente financiare atractive și a unor mecanisme de acces la ele, a fost ratată perioada când datorită remitențelor în economia Moldovei existau surplusuri semnificative de resurse financiare. Din păcate, piața de capital nu a putut oferi niște titluri competitive și atrăgătoare pentru resursele respective, majoritatea covârșitoare a remitențelor fiind îndreptate în consum sau în investiții imobiliare.

3. Evoluția pieței secundare

Piața secundară din Moldova este reprezentată de segmentele bursier și extrabursier. În timp, evoluția tranzacțiilor pe aceste două segmente a fost neuniformă (diagrama 4, Evoluția pieței secundare a valorilor mobiliare, sursa CNPF).

În perioada pentru care există informație statistică veridică cele mai mari volume ale tranzacțiilor au fost înregistrate în anii 2006, 2007 și 2008, când pe piața de capital a fost semnificativă prezența investitorilor străini.

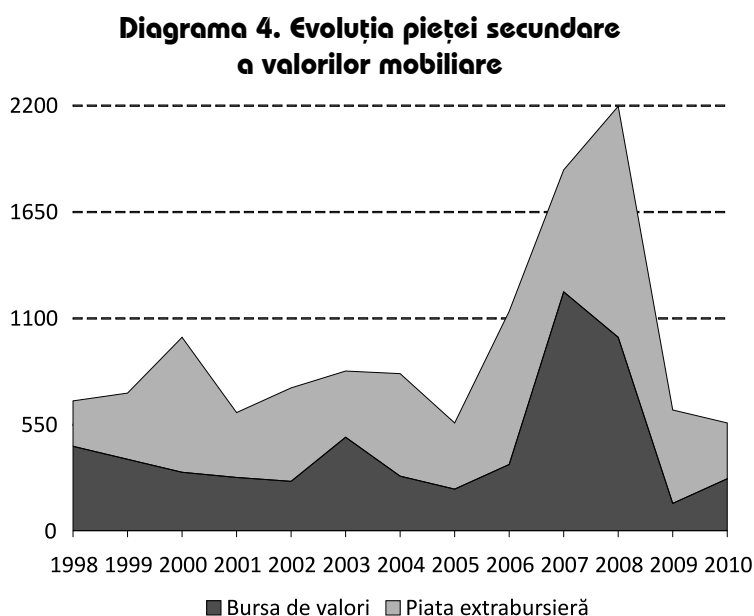
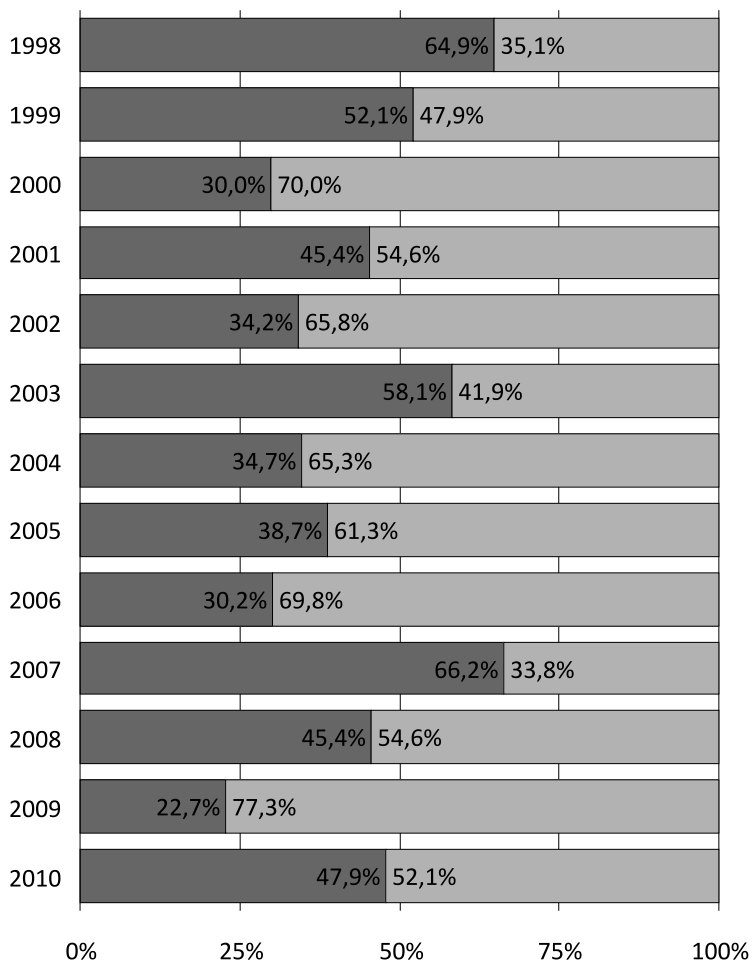


Diagrama 5. Ponderea segmentelor pieței secundare

Distribuția tranzacțiilor între segmentele bursier și extrabursier de asemenea a fost diferită de la un an la altul (diagrama 5, Ponderea segmentelor, sursa CNPF).

La moment tranzacțiile la bursa de valori au loc fie la cota bursei, fie în afara cotei (non-listing). Cota bursei are două niveluri, în care sunt înscrise valorile mobiliare în funcție de un șir de parametri a companiilor care au emis valorile mobiliare respective. Conform regulilor Bursei, la primul nivel de cotare sunt admise valorile mobiliare ale societăților care au un capital statutar achitat nu mai mic de 10 milioane lei, suma emisiei valorilor mobiliare de clasa respectivă să fie nu mai mică de 10 milioane lei, emitentul să desfășoare activitate de cel puțin 3 ani și să dispună de rapoarte financiare pentru toată această perioadă, emitentul să fi obținut profit în ultimii doi ani de activitate și rapoartele financiare pe ultimul an să corespundă standardelor naționale și internaționale

de contabilitate și să fie confirmat de către o organizație de audit. Pentru admiterea la al doilea nivel de cotare capitalul și emisia urmează să fie de cel puțin 1 milion de lei, emitentul să activeze de cel puțin 3 ani, raportul financiar pentru ultimul an să fie confirmat de o companie de audit și societatea să fi înregistrat profit în ultimul an de activitate.

În prezent în ambele nivele de cotare al bursei sunt înscrise câte 6 clase de valori mobiliare.

Valorile mobiliare care nu corespund cerințelor de înscriere la cota bursei sau emitenții cărora nu intenționează să le înscrie la cota bursei vor circula în afara cotei (non-listing). În prezent în afara cotei la bursă sunt înscrise peste 1000 de companii. Acesta este un număr foarte mare de companii, reieșind din mărimea pieței autohtone de capital și a economiei naționale (pentru comparație, la bursa din New York sunt listate 2300 clase de valori mobiliare, iar la bursa europeană Euronext - 1176 clase). Datorită prevederilor actuale a legislației, care solicită înregistrarea obligatorie a tuturor societăților pe acțiuni la bursă, majoritatea covârșitoare a companiilor listate în prezent la bursa de valori din Moldova nu corespund esenței unei companii bursiere - plasarea valorilor mobiliare prin oferte publice, volumul mare de acțiuni în circulație liberă și lichiditatea lor sporită.

Conform legislației autohtone nu sunt prevăzute și reglementate vânzările scurte, efectuarea lor nefiind posibilă. Actele normative în vigoare permiteau efectuarea tranzacțiilor în marjă (creditarea acordată de către brokeri urmând să constituie nu mai mult de 30% din volumul tranzacției), însă în cadrul

ultimelor modificări ale Regulilor Bursei această posibilitate a fost exclusă. Din cauza lichidității reduse a pieței, tranzacțiile în marjă aveau o răspândire foarte limitată.

Capitalizarea totală a Bursei de valori a Moldovei (calculată ca valoare a tuturor titlurilor admise spre tranzacționare la bursă la ultimul preț de piață) în prezent constituie 12,6 miliarde lei (diagrama 6, Evoluția capitalizării bursiere în lei și euro, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”). După o creștere record a capitalizării bursiere în anul 2007 (100% în euro), în 2008 această creștere a fost înțetinită de politica de austeritate monetară impusă de Banca Națională a Moldovei și de începutul crizei, iar în 2009 volumul capitalizării a înregistrat un declin.

Evoluția nivelului general al prețurilor pe piața bursieră este prezentată de evoluția indicelui bursier EVM-Composite, care se calculează zilnic în baza tuturor tranzacțiilor care au loc la bursă (diagrama 7, Evoluția indicelui EVM-Composite, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”).

Pe piața extrabursieră tranzacțiile au loc direct între părțile tranzacțiilor, acestea fiind înregistrate de către deținătorii registrelor deținătorilor de valori mobiliare. Conform legislației, tranzacțiile pe piața extrabursieră sunt limitate, fiind posibile vânzarea-cumpărarea numai a acțiunilor obținute în cadrul privatizării în proporție de mai puțin de 1% din acțiunile de clasa respectivă anual.

Această prevedere a legislației are un impact negativ asupra volumului tranzacțiilor pe piața secundară. Datorită gradului sporit de concentrare a capitalului la majoritatea societăților pe acțiuni, foarte multe tranzacții se efectuează cu pachete semnificative (care dau controlul sau care pot schimba structura controlului în cadrul societății). Tranzacțiile cu pachetele respective sunt negociate prealabil de către părțile tranzacțiilor, și, respectiv, ele nu pot fi obiectul negocierilor bursiere,

Diagrama 6. Evoluția capitalizării bursiere în lei și euro

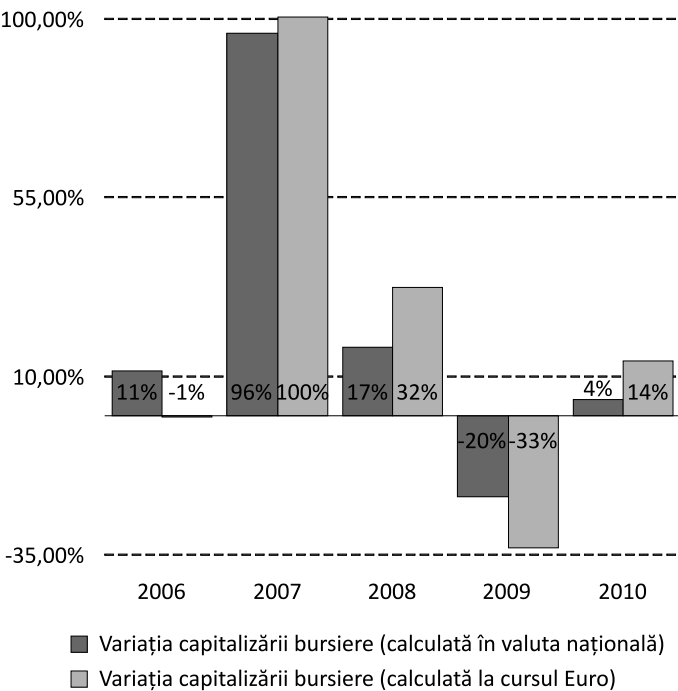


Diagrama 7. Evoluția indicelui EVM-Composite

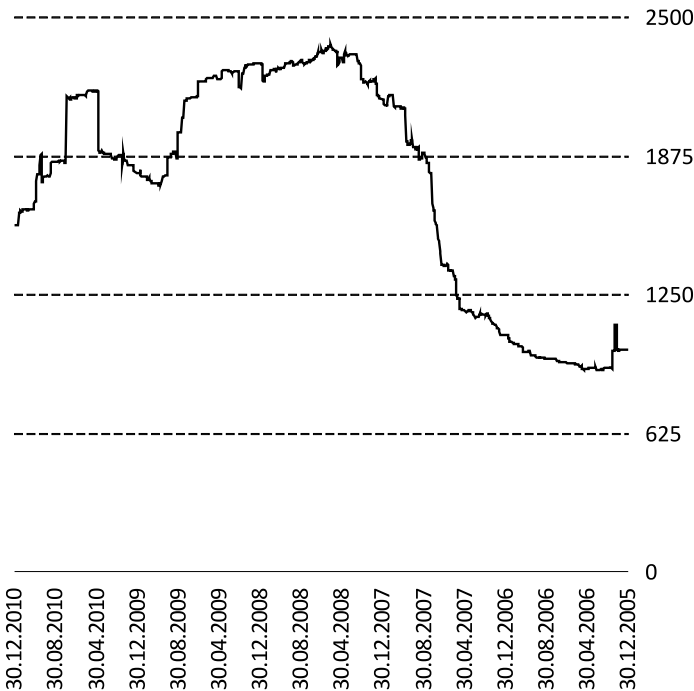
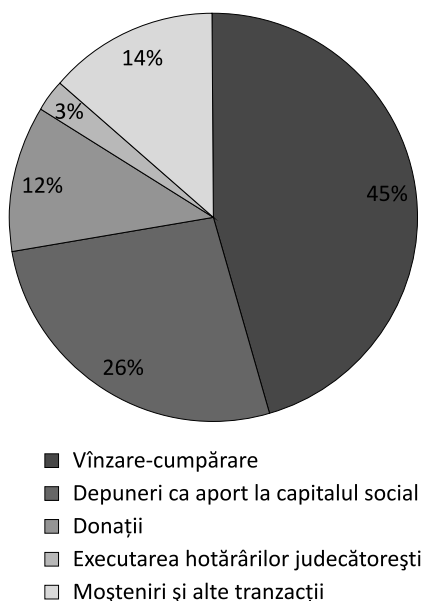
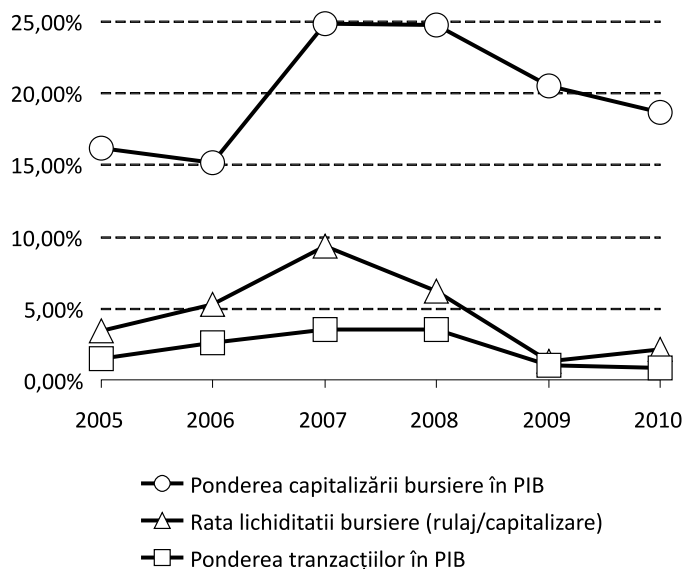
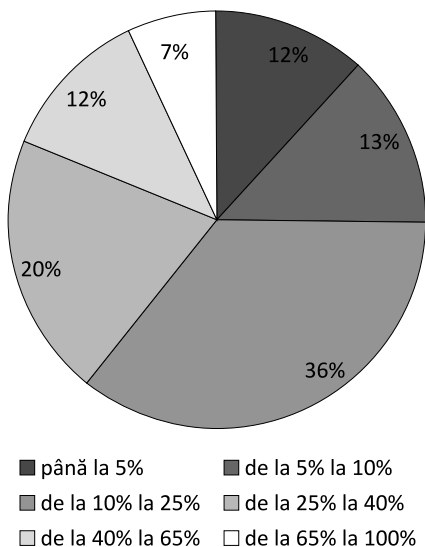


Diagrama 8. Structura tranzacțiilor extrabursiere**Diagrama 9. Evoluția lichidității pieței de capital****Diagrama 10. Gruparea companiilor după cota free-float**

În cadrul cărora pachetele pot fi procurate de alte persoane sau ele se pot tranzacționa la alte prețuri decât cele negociate. Ca urmare, pentru astfel de tranzacții investitorii încearcă evitarea pieței bursiere.

În pofida restricțiilor la tranzacționarea pe piața extrabursieră, ponderea tranzacțiilor efectuate pe ea este destul de mare, deseori participanții la tranzacții evitând restricția prin efectuarea tranzacțiilor de donație sau transmitere a valorilor mobiliare ca aport la capitalul unei societăți cu răspundere limitată, cu tranzacționarea ulterioară a cotelor acestora (diagrama 8, Structura tranzacțiilor extrabursiere, 2009, sursa CNPF).

În general, lichiditatea pieței de capital din Moldova este foarte joasă, comparativ cu indicatori similari din alte state, cu piață de capital mai dezvoltată (diagrama 9, Evoluția lichidității pieței de capital, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”).

Pentru comparație în anul 2009 valoarea ratei lichidității bursiere la nivel internațional a constituit cca. 173% (față de 1,3% în Moldova), iar ponderea tranzacțiilor în PIB la nivel mondial a constituit 134% (față de 1,03% în Moldova).

După cum am menționat și anterior, lipsa plasărilor publice de valori mobiliare și tranzacționarea acelor existente în special în vederea consolidării controlului duce la diminuarea numărului de valori mobiliare aflate în circulație liberă. Astfel, la cea mai mare parte din companii sunt concentrate între 10 și 40 la sută din acțiuni, la un sfert din companii gradul de concentrare fiind sub 10% (diagrama 10, Gruparea companiilor după cota free-float, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”).

4. Participanții profesioniști ai pieței de capital

Participanți profesioniști ai pieței de capital din Moldova pot fi doar societăți pe acțiuni care au obținut licența pentru unul din genurile de activitate profesionista pe piața de capital. Pentru a obține licența, participanții profesioniști urmează să întrunească un șir de cerințe referitoare la mărimea capitalului propriu, mărimea fondului de garanție, numărul de persoane calificate cu funcții de răspundere și angajate, elaborarea unor reguli interne și, pentru unele genuri de activitate, cerințe cu privire la spații, soft și reguli de securitate antiincendiară și antifurt.

Tabelul 1.

Licența	Activitățile cumulate
Brokeraj	Consultingul investițional
Dealer	Brokeraj, underwriting, consulting investițional
Administrare fiduciară	Consultingul investițional
Ținerea registrului	Consulting
Depozitare	Consulting
Activitatea bursieră	Clearing și decontare, consulting
Depozitar central	Depozitare, clearing și decontare, ținerea registrului, consulting
Estimarea valorilor mobiliare	Consulting
Fonduri de investiții	
Consulting investițional	

De-a lungul timpului, în legătură cu modificarea prevederilor legislației cu privire la licențiere și în legătură cu modificarea cerințelor față de activitatea participanților profesioniști ai pieței de capital (în special în ceea ce ține de mărimea capitalului propriu), numărul participanților profesioniști ce activează pe piață a înregistrat modificări semnificative.

Tabelul 2.

Participanții profesioniști	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bursa de Valori a Moldovei	1	1	1	1	1	1	1	1
Depozitarul Național al Valorilor Mobiliare	1	1	1	1	1	1	1	1
Brokeri / Dealeri	30	30	23	23	25	22	21	22
Registratori independenți	19	18	14	14	13	13	10	10
Companii de estimare	6	6	5	5	4	4	4	4
Fonduri de investiții	14	8	6	6	6	0	0	0
Companii fiduciare	4	4	4	4	4	4	4	4
Depozitari	9	9	5	5	5	0	0	0
Companii de underwriting	1	1	1	1	0	0	0	0
Total	85	78	60	60	59	45	41	42

Numărul participanților profesioniști care activează pe piață s-a diminuat de la 85 în anul 2003 până la 42 în 2010. Astfel, activitățile de fond de investiții, depozitar și companie de underwriting nu mai

sunt practicate ca activități de bază de nici un participant al pieței de capital. Aceasta este urmare fie a lipsei condițiilor pe piață pentru desfășurarea unei astfel de activități, fie a lipsei cererii pentru astfel de servicii.

În prezent pe piața de capital în cadrul companiilor cu autorizații de participanți profesioniști activează cel puțin 170 de persoane cu certificate de calificare.

Pentru majoritatea genurilor de activitate, mărimea stabilită de legislație a capitalului propriu nu este exagerat de mare pentru a asigura, la dimensiunile pieței din Moldova, o rentabilitate rezonabilă a capitalului propriu.

Tabelul 3.

Tipul activității profesioniste	Normativul total pentru capitalul propriu	Capital propriu de facto	Venituri din vânzări	Profit net total	ROE după normativ	ROE de facto
Brokeraj	2,400,000	10,611,881	1,390,391	2,127,227	88.6%	20%
Dealer	3,200,000	9,467,868	1,911,977	711,796	22.2%	7.5%
Ținerea registrului	7,000,000	9,931,786	5,448,651	1,111,899	15.9%	11.2%
Depozitarul central	700,000	508,836	145,174	-572,854	-	-
Bursa de valori	1,000,000	2,419,295	810,792	-1,285,496	-	-
Estimarea valorilor mobiliare	800,000	1,710,222	804,731	350,098	43.8%	20.5%

5. Activitatea de reglementare și control a pieței financiare

Reglementarea și supravegherea pieței de capital din Moldova a fost efectuată de-a lungul timpului de mai multe organe. Astfel, în primii ani după declararea independenței Republicii Moldova, piața de capital era reglementată de o structură creată în cadrul Ministerului finanțelor.

La 30 octombrie 1993 a intrat în vigoare hotărârea Guvernului privind crearea Comisiei de Stat privind piața hârtiilor de valoare, un organ ce intra în structura executivului și avea în atribuțiile sale reglementarea pieței, licențierea participanților la piață, înregistrarea emisiunilor de valori mobiliare și controlul asupra respectării legislației în domeniu. Comisia avea câțiva membri permanenți și câțiva membri care reprezentau diverse instituții de Stat ce aveau tangențe cu funcționarea pieței de capital (Ministerul finanțelor, Banca Națională, Ministerul privatizării, etc.). Comisia avea și Direcție executivă, care urma să asigure controlul asupra implementării hotărârilor Comisiei.

Ținând cont de faptul că în perioada respectivă accentul principal al tuturor activităților pe piață era derularea procesului de privatizare, accentul regulator și de supraveghere era axat asupra privatizării, o parte importantă de funcții în domeniu fiind deținută de Ministerul privatizării și de Ministerul finanțelor. Odată cu finalizarea procesului de privatizare și creșterea mărimii pieței de capital, a crescut și importanța Comisiei ca impact asupra economiei și procesului investițional.

În această perioadă, cu suportul consultanților străini, au fost elaborată baza legislativă a funcționării pieței de capital, care este în vigoare și în prezent - legislația privind piața valorilor mobiliare, privind

societățile pe acțiuni și privind fondurile de investiții. De asemenea, în această perioadă au fost elaborată baza normativă care a stat la baza funcționării infrastructurii pieței de capital - cu privire la activitatea registratorilor independenți, a brokerilor, a bursei de valori, cu privire la plasarea valorilor mobiliare, etc. Perioada funcționării Comisiei de Stat pentru piața hârtiilor de valoare poate fi considerată perioadă tranzitorie a creării pieței.

La data de 4 aprilie 1999 a fost publicată Legea privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare. Ea prevedea crearea unui nou organ de reglementare al pieței, care a substituit organul de reglementare anterior. CNVM era un organ colegial, compus din 5 persoane, numite de Parlament pe termen de 7 ani. CNVM era un organ independent, subordonat doar legii, care prezenta anual dări de seamă Parlamentului, Președintelui și Guvernului.

În perioada inițială a funcționării CNVM a continuat consolidarea și dezvoltarea legislației în domeniul valorilor mobiliare. A fost revizuită baza normativă în domeniul pieței de capital, au fost aprobate unele acte normative care au ridicat piața de capital la un nivel calitativ nou (aprobarea noilor reguli ale Bursei de valori din Moldova, derularea majorității tranzacțiilor bursiere prin intermediul Depozitarului Național de valori mobiliare, etc.). În același timp, Comisia a început să promoveze o politică de reglementare tot mai severă a pieței, limitând libertatea efectuării tranzacțiilor pe piața secundară și impunând tot mai multe cerințe la efectuarea tranzacțiilor și derularea activităților pe piață.

Perioada 2003-2007 poate fi caracterizată printr-o stare de stagnare a pieței de capital, atât în ceea ce ține de aspectele sale legislative, cât și de funcționarea pieței propriu-zise. Au fost perfectate mai multe modificări la legislația în vigoare, au fost aduse unele ajustări și îmbunătățiri, însă majoritatea modificărilor au avut un caracter de soluționare a urmărilor unor probleme, și nu a cauzelor problemelor respective. De exemplu, în loc să fie investigate cazurile de efectuare a tranzacțiilor cu insider în lege a fost introdusă o listă extinsă de persoane care din start sunt considerate insideri și au restricții la efectuarea tranzacțiilor, ceea ce nu soluționa problema tranzacțiilor de insider. Sau situația când, pe fondul discuțiilor despre transparența redusă a tranzacțiilor extrabursiere, în loc să se întreprindă măsuri de creștere a transparenței, s-au interzis aproape în totalitate aceste tranzacții, investitorii fiind obligați să efectueze tranzacțiile numai prin intermediul bursei de valori. Acest stil de reglementare a dus la creșterea barierelor în calea efectuării tranzacțiilor și a plasărilor de valori mobiliare și a deteriorat semnificativ climatul investițional al Republicii Moldova.

La 6 iulie 2007 au intrat în vigoare modificările legislației care au stabilit crearea Comisiei Naționale a Pieței Financiare. Atribuțiile Comisiei au fost extinse și la alte segmente ale pieței financiare nebancale: sectorul asigurărilor și microfinanțarea. CNPF este condusă de Consiliul de administrație, format din cinci membri, care se alege de Parlament pe diferite durate de timp, de la patru la doi ani.

Ca urmare a unificării reglementării și controlului pieței financiare nebancale, urma să se obțină un efect sinergetic din omologarea bazei normative a segmentelor acestei piețe și din trecerea mai facilă a capitalului dintr-un segment al pieței în altul. Încă este dificil de apreciat eficiența acestor măsuri din cauza perioadei mici de timp scurse de la crearea Comisiei Naționale a Pieței Financiare.

În prezent CNPF lucrează la elaborarea unui set de modificări la legislație care are ca scop principal ajustarea legislației autohtone la cerințele legislației UE. Ca urmare a implementării acestor modificări, putem aștepta diversificarea instrumentelor care circulă pe piață, creșterea gradului de liberalizare a pieței, creșterea nivelului cerințelor față de participanții la piață și creșterea generală a protecției investitorilor și a publicului larg.

2. Operațiunile financiare pe piața de capital din Republica Moldova ale investitorilor din Uniunea Europeană

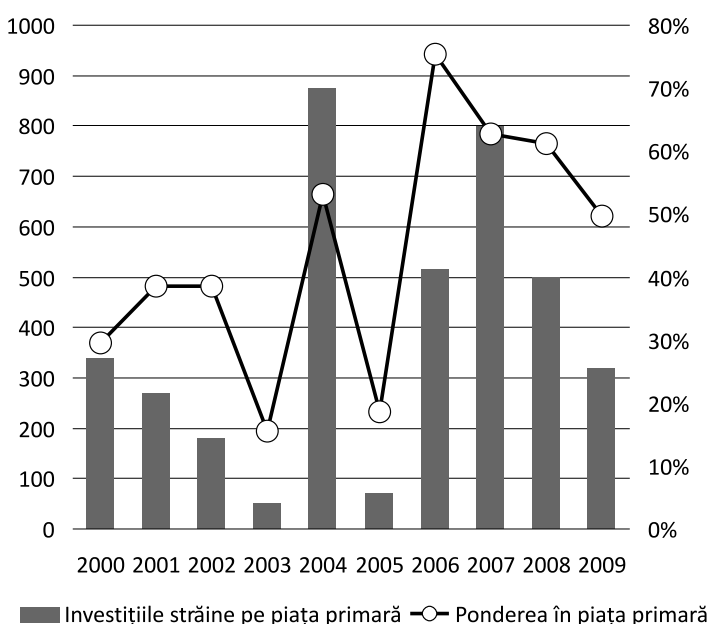
1. Activitatea investitorilor străini pe teritoriul republicii Moldova

Activitatea investitorilor străini pe piața de capital din Moldova în unele perioade este semnificativă, la fel ca și importanța lor pentru economia națională și piața autohtonă de capital.

Evoluția investițiilor pe piața primară a fost dictată, în mare măsură, de marile investiții în companiile cu capital străin.

Cele mai mari volume a investițiilor străine pe piața primară au fost efectuate în anii 2004 și 2007, iar cele mai mari ponderi în volumul total al investițiilor pe piața primară ele le-au avut în anii 2006, 2007 și 2008 (diagrama 11, Volumul și ponderea investițiilor străine pe piața primară, sursa CNPF). Acest

Diagrama 11. Volumul și ponderea investițiilor străine pe piața primară



avânt al investitorilor străini se datora atât evoluției ascendente a economiei Moldovei până în anul 2008, cât și aderării României la Uniunea Europeană, ceea ce a făcut Moldova țară vecină a UE și o posibilă piață pentru extinderea companiilor și investitorilor europeni.

Operațiunile efectuate de nerezidenți pe piața secundară de asemenea constituie o formă a efectuării investițiilor de către străini prin intermediul pieței de capital, ceea ce dinamizează piața și crește lichiditatea ei (diagrama 12, Tranzacțiile investitorilor străini pe piața secundară, sursa CNPF).

În majoritatea anilor (cu excepția anului 2004), valoarea fluxului de capital prin intermediul pieței secundare depășea in-

fluxul de capital, alimentând piața valorilor mobiliare. Anii cu cele mai mari volume a investițiilor pe piața secundară sunt anul 2000 (315 milioane lei), anul 2007 (278 milioane lei) și anul 2008 (228 milioane lei).

Ținând cont de investițiile pe ambele segmente ale pieței (investițiile pe piața primară și investițiile nete pe piața secundară), cele mai mari investiții străine efectuate prin intermediul pieței de capital au avut loc în 2007 (1,1 miliarde lei), anul 2004 (867 milioane lei) și anul 2008 (726 milioane lei). (diagrama 13, Investițiile străine pe ambele segmente ale pieței, mil. lei, sursa CNPF)

Diagrama 12. Tranzacțiile investitorilor străini pe piața secundară

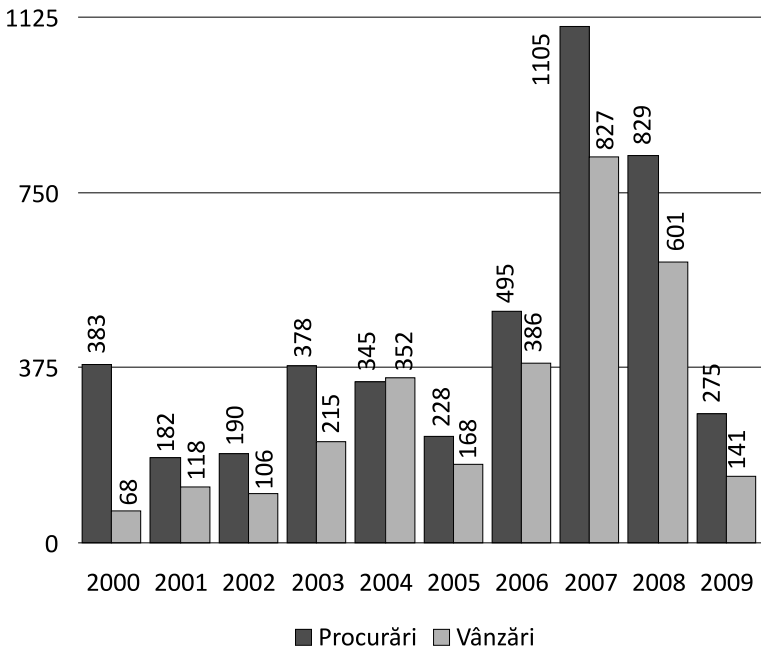
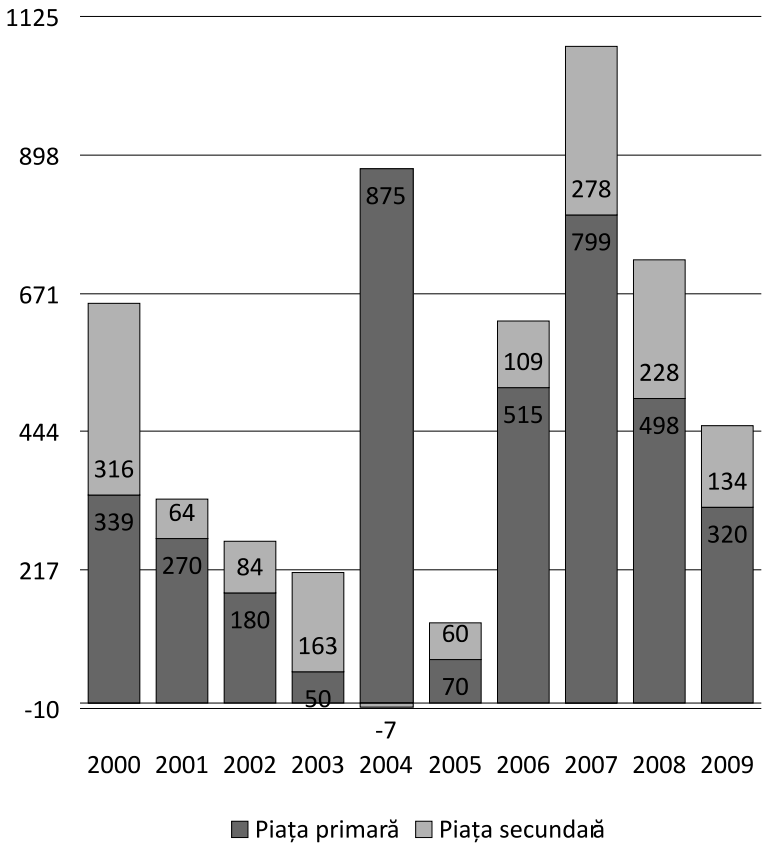


Diagrama 13. Investițiile străine pe ambele segmente ale pieței, mil. lei



2. Investițiile provenite din statele Uniunii Europene

Tabelul 4.

Țara	Fluxurile de capital
Franța	493.1
România	310.8
Slovenia	278.08
Austria	259.11
Italia	205.43
Olanda	164.64
Cipru	136.99
Luxemburg	80.6
Germania	24.26
Grecia	1.08
Polonia	-0.01
Irlanda	-0.08
Cehia	-4.53
Belgia	-16.93
Marea Britanie	-236.12

Diagrama 14. Procurările și vânzările pe piața secundară, mil. lei

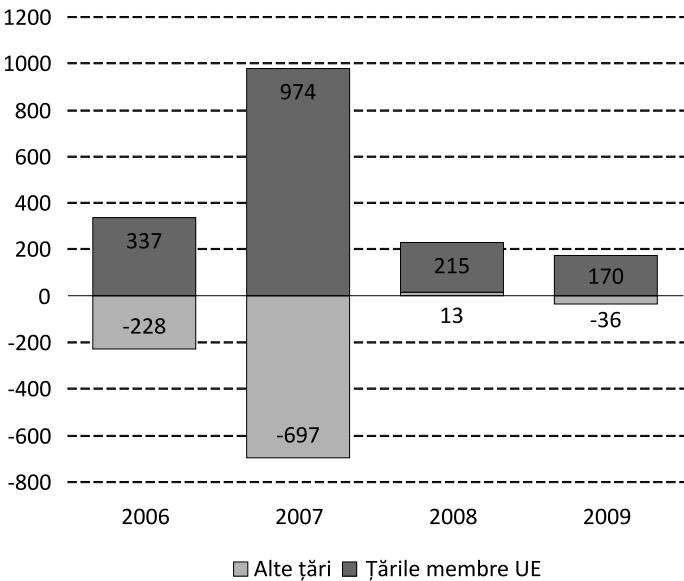
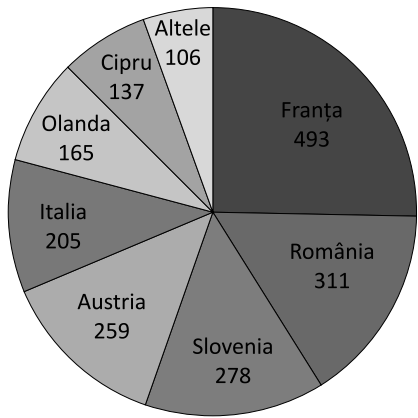


Diagrama 15. Volumul investițiilor pe piața secundară, mil. lei



Investitorii din statele membre ale Uniunii Europene s-au manifestat de-a lungul timpului ca participanți activi ai pieței de capital din Moldova. Astfel, pe piața secundară a valorilor mobiliare în perioada 2006 - 2009 Uniunea Europeană a apărut constant ca investitor, pe când restul lumii s-a redus permanent prezența pe piață (diagrama 14, Intrările și ieșirile pe piața secundară, mil. lei, sursa CNPF).

Printre statele care au investit cel mai mult în această perioadă pe piața secundară din Moldova, putem menționa Franța, România, Slovenia, Austria, Italia, Olanda. În același timp, trebuie menționate fluxurile negative de capital în ceea ce ține de investițiile din Marea Britanie, Belgia și Cehia (diagrama 15, Volumul investițiilor pe piața secundară, mil. lei, sursa CNPF).

3. Prezența companiilor de investiții străine pe piața de capital din Moldova

Companiile de investiții străine nu au manifestat până în prezent interes deosebit pentru participarea la operațiunile din Moldova ca participant profesionist sau pentru participarea la infrastructura pieței de capital. Unicii participanți profesioniști la piața valorilor mobiliare cu capital străin sunt băncile comerciale în care acționari sunt instituții financiare europene (ca de exemplu Mobiasbanca - Groupe Societe Generale). Oricum, este evident că rațiunea de bază la efectuarea investițiilor în instituțiile financiare autohtone nu a fost obținerea accesului la piața de capital din Moldova.

Nu există careva participanți profesioniști cu activitate exclusivă pe piața de capital care ar fi filială locală a unei companii de investiții sau operator de piață străin. Lipsa de interes a companiilor străine față de activitatea pe piața de capital autohtonă se explică prin volumul mic al pieței, capitalizarea sa foarte redusă, lipsa activelor profitabile și prezența pe piață a unui singur tip de instrumente financiare.

3. Cadrul general de reglementare a pieței de capital al Uniunii Europene

1. Lista actelor care formează corpul de reglementare a pieței de capital

Piața de capital a Uniunii Europene este reglementată în special de directivele aprobate de Parlamentul și Consiliul European. Acestea poartă, în mare parte, un caracter obligatoriu pentru statele membre, stabilind un cadru legal general comun. Excepțiile admise de la principiile generale fiind stipulate în directive. Totodată majoritatea directivelor stabilesc „standardele minime” pe care trebuie să le practice statele membre, fiecare stat având posibilitatea de a stabili prevederi mai aspre pe teritoriul său. Astfel scopul directivelor este de a omogeniza și crea anumite standarde comune, reglementând doar acele aspecte ale pieței de capital care țin de relațiile dintre diferite state. Marea parte a reglementărilor țin, în continuare, de legislația fiecărui stat membru dar care nu contravine cu legislația comunitară.

Principalele directive care și până la moment stabilesc principiile de funcționare a pieței sunt, după cum urmează în ordine cronologică:

Tabelul 5.

Directiva	Denumirea directivei
Directiva 85/611/CEE	de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind anumite organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM).
Directiva nr.1993/6/CEE	privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit
Directiva nr. 93/22/CEE	privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare
Directiva nr. 97/9/CEE	privind schemele de compensare a investitorilor
Directiva nr. 98/26/CEE	a Parlamentului European și a Consiliului privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a instrumentelor financiare
Directiva nr. 2001/34/CEE	privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și informațiile ce trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare
Directiva nr.2002/65/CEE	privind prestarea serviciilor financiare la distanță
Directiva nr. 2003/71/CEE	privind prospectele publicate atunci când valorile mobiliare sunt oferite publicului sau admise la tranzacționare
Directiva nr.2003/6/CEE	privind abuzul pe piață

Directiva	Denumirea directivei
Directiva 2004/25/CE	a parlamentului european și a consiliului din 21 aprilie 2004 privind ofertele publice de cumpărare
Directiva 2004/39/CE	a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind piețele instrumentelor financiare, de modificare a Directivelor 85/611/CEE și 93/6/CEE ale Consiliului și a Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului și de abrogare a Directivei 93/22/CEE a Consiliului.
Directiva 2004/109/CE	a Parlamentului European și a Consiliului din 15 decembrie 2004 privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și de modificare a Directivei 2001/34/CE
Directiva 2006/49/CE	a parlamentului european și a consiliului privind rata de adecvare a capitalului întreprinderilor de investiții și al instituțiilor de credit (reformare).
Directiva nr. 14/2007	de stabilire a normelor de aplicare a anumitor dispoziții ale Directivei 2004/109/CE privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată.
Directiva nr. 16/2007	privind punerea în aplicare a Directivei 85/611/CEE a Consiliului privind coordonarea actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind anumite organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), în ceea ce privește clarificarea anumitor definiții.
Directiva 2009/65/CE	a parlamentului european și a consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)

2. Arealul de aplicare a legislației, domeniile acoperite

Arealul de aplicare a legislației Europene în domeniul pieței de capital este unul destul de vast. Unele domenii sunt prevăzute mai general, lăsându-se libertate pentru statele membre de a reglementa anumite prevederi și noțiuni.

3. Instrumentele reglementate

Instrumentele reglementate sunt practic orice instrumente financiare de circulație liberă pe piața de capital: valori mobiliare transferabile (acțiuni sau obligațiuni), unități la organisme de plasament colectiv, instrumente de pe piața monetară, contracte financiare la termen (futures), inclusiv instrumente echivalente regularizate în numerar, contracte la termen pe rata dobânzii (FRA), Contracte swap pe rata dobânzii, swap pe devize și swap pe acțiuni sau pe indici ai acțiunilor (equity swaps), opțiuni de a achiziționa sau de a vinde orice instrument enumerat anterior inclusiv instrumente echivalente regularizate în numerar.

4. Activitățile supuse reglementării

Particularitatea activităților supuse reglementării de către legislația europeană constă în lipsa fixării unei denumiri concrete pentru activitatea practică. Acestea mai curând sunt definite, iar fiecare stat membru este în drept de a numi aceste activități conform specificului intern al țării. Astfel principalele activități supuse reglementării sunt definite în felul următor:

- Primirea și transmiterea, în numele investitorilor, a ordinelor privind unul sau mai multe dintre instrumentele enumerate anterior;
- Executarea unor astfel de ordine în contul terților;
- Tranzacționarea oricăruia dintre instrumentele enumerate în cont propriu;
- Administrarea portofoliilor de investiții în conformitate cu mandatele atribuite de investitori, în mod discreționar, în funcție de client, dacă aceste portofolii includ unul sau mai multe dintre instrumentele prevăzute mai sus.
- Subscrierea la emisiuni de oricare dintre instrumentele și/sau plasamentul acestor emisiuni.
- Creator de piață.

5. Aspectele reglementate

Legislația Europeană în domeniu reglementează următoarele aspecte ale pieței de capital:

- Instrumentele supuse reglementării;
- Evidența drepturilor de proprietate;
- Piața primară a valorilor mobiliare. Ofertele publice pe piața primară;
- Piața secundară a valorilor mobiliare. Transmiterea drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare. Ofertele pe piața secundară;
- Activitatea profesionistă pe piața de capital;
- Dezvăluirea informației de către emitenți;
- Protejarea intereselor investitorilor. Tranzacțiile de insider. Manipularea pe piața de capital. Abuzul pe piață;
- Etica corporativă. Drepturile acționarilor. Tranzacțiile cu conflict de interese, tranzacțiile de proporții. Responsabilitatea organelor de conducere în societățile pe acțiuni.
- Prestarea serviciilor financiare la distanță

6. Reglementarea pieței primare

Piața europeană primară de capital este reglementată, în special, de 2 directive și anume: **Directiva nr. 2001/34/CEE** privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și informațiile ce trebuie

publicate cu privire la aceste valori mobiliare și **Directiva nr. 2003/71/CEE** privind prospectele publicate atunci când valorile mobiliare sunt oferite publicului sau admise la tranzacționare.

Directiva nr. 2001/34/CEE este una din cele mai ample directive ce vizează direct piața de capital:

- Dispoziții generale referitoare la cotarea oficială a valorilor mobiliare;
- Condiții speciale privind cotarea oficială a valorilor mobiliare;
- Obligații referitoare la valorile mobiliare admise la cota oficială;
- Publicarea și comunicarea informațiilor;
- Autoritățile competente și cooperarea dintre statele membre.

Directiva nr. 2003/71/CEE are ca obiect armonizarea prevederilor privind întocmirea, aprobarea și difuzarea prospectului care urmează să fie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționarea pe piața reglementată situată sau operând pe teritoriul unui stat membru. Importanța acestei directive constă în special în prevederea, reglementarea și definirea noțiunilor precum: valori mobiliare, titluri de capital, titluri altele decât cele de capital, ofertă publică de valori mobiliare, investitori calificați, emitent, program de ofertă, prospect și obligativitatea sau derogările publicării acestuia etc.

Una din cele mai importante prevederi a acestei directive este aspectul activării emitenților care au sediul social într-o țară terță (non-UE). Adică sunt reglementate atât relațiile ce pot interveni între rezidenții țărilor UE cât și rezidenții țărilor terțe care sunt interesați de a face Oferte Inițiale de Valori Mobiliare pe teritoriul UE și invers. Reglementarea efectuată de această directivă se referă la următoarele aspecte:

- Elaborarea, aprobarea și publicarea prospectului ofertei publice;
- Admiterea la tranzacționarea transfrontalieră. Domeniul de aplicare la nivel comunitar a aprobării unui prospect.
- Regimul lingvistic și emitenții cu sediul social într-o țară terță;
- Autoritățile competente desemnate pentru aplicarea acestui proces.

7. Reglementarea pieței secundare

Legislația Europeană, fiind una generală și având scopul de a crea un cadru legislativ comun și omogenizat, nu se referă în mod expres la piața secundară a valorilor mobiliare. Astfel, majoritatea directivelor se referă în mod tangențial la aceste aspecte (**Directiva 85/611/CEE, Directiva nr. 93/22/CEE, Directiva nr. 97/9/CEE, Directiva nr. 98/26/CEE, Directiva nr.2002/65/CEE, Directiva 2004/109/CE, Directiva nr. 16/2007**)

Majoritatea acestor directive stabilesc un aspect general al pieței secundare de capital, fără a oferi detalii specifice de derulare a diverselor proceduri cum ar fi înregistrarea drepturilor de proprietate, procedura de derulare a tranzacțiilor bursiere etc. Aceste detalii sunt lăsate la latitudinea fiecărui stat membru.

8. Reglementarea activităților profesioniste în domeniu

Anumite activități profesioniste sunt reglementate de către un șir de directive însă acestea nu se referă la întreg spectrul de participanți profesioniști și activități prestate de către aceștia. Directivele care reglementează activitățile profesioniste în domeniu:

Directiva 85/611/CEE de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind anumite organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM);

Directiva nr.1993/6/CEE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit;

Directiva nr. 93/22/CEE privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare;

Directiva nr.2002/65/CEE privind prestarea serviciilor financiare la distanță;

Directiva nr. 16/2007 privind punerea în aplicare a Directivei 85/611/CEE a Consiliului;

Reglementarea activităților profesioniste include:

- Cerințe generale și specifice pentru fiecare gen de activitate în parte;
- Condițiile de prestare a serviciilor în țări terțe sau în alte state membre;
- Cerințele referitoare la adecvarea capitalului

9. Protejarea investitorilor și evitarea încălcărilor pe piață

O atenție aparte în legislația comunitară este acordată acestui aspect al pieței de capital. Astfel protejarea investițiilor, investitorilor și evitarea încălcărilor pe piață sunt domenii ce alcătuiesc obiectul mai multor directive:

Directiva nr.1993/6/CEE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit.

Directiva nr. 97/9/CEE privind schemele de compensare a investitorilor.

Directiva nr. 2001/34/CEE privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și informațiile ce trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare

Directiva nr. 2003/71/CEE privind prospectele publicate atunci când valorile mobiliare sunt oferite publicului sau admise la tranzacționare

Directiva nr.2003/6/CEE privind abuzul pe piață.

Directiva 2004/109/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 decembrie 2004 privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și de modificare a Directivei 2001/34/CE.

Directiva nr. 14/2007 de stabilire a normelor de aplicare a anumitor dispoziții ale Directivei 2004/109/CE privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată.

Aspectele prevăzute în directivele menționate includ următoarele aspecte în materie de protejare a investițiilor și evitarea încălcărilor pe piață:

- Capitalul inițial minim în dependență de serviciile de investiții prestate, volumul fondurilor proprii în cazul întreprinderilor de investiții;
- Condițiile de dezvăluire a informației de către emitenți, participanții profesioniști și investitori;
- Înființarea și modul de funcționare a sistemelor de compensare a investițiilor;
- Reglementări cu privire la tranzacțiile de insider;
- Autoritățile competente în supravegherea și prevenirea încălcărilor și prerogativele acestora;
- Reglementări cu privire la manipularea pe piața de capital;
- Tranzacțiile între părțile afiliate și controlul asupra creatorilor de piață.

4. Analiza comparativă a piețelor de capital din Republica Moldova și statele Uniunii Europene

Analiza comparată a piețelor de capital din statele membre ale Uniunii Europene și a Republicii Moldova ne poate permite să stabilim atât magnitudinea relativă a piețelor de capital, cât și evoluția lor comparată în timp.

1. Evoluția capitalizării bursiere în statele UE și Moldova

Capitalizarea principalelor 20 burse europene este prezentată în tabel. Capitalizarea bursieră totală a acestor burse a crescut de la 6 137 837 mil. euro în anul 2008 la 8 179 081 mil. euro în anul 2009, înregistrând o creștere de 33 % (informația privind capitalizarea Bursei de valori din Moldova a fost preluată de la Agenția de rating și estimare „Estimator-VM” SA).

Tabelul 6.

BURSA	Capitalizare bursieră (mil. EUR), 2009	Evoluție capitalizare bursieră, 2009/2008	Capitalizare bursieră (mil. EUR), 2008	Evoluție capitalizare bursieră, 2008/2007
BVM (Moldova)	702	-33.43	1 055	32.15
Athens Exchange	78 505	20.3%	65 271	-64%
BME (Spanish Exchanges)	999 875	46.9%	680 632	-45%
Borsa Italiana	457 126	22.0%	374 702	-49%
Bratislava Stock Exchange	3 614	-7.5%	3 907	-14%
Bucharest Stock Exchange	19 053	63.8%	11 630	-53%
Bulgarian Stock Exchange	6 031	-5.3%	6 371	-57%
Budapest Stock Exchange	20 888	56.7%	13 326	-58%
Ljubljana Stock Exchange	8 462	-0.1%	8 468	-57%
Prague Stock Exchange	31 265	5.6%	29 615	-5%
CEESEG - Vienna	79 511	45.2%	54 752	-66%
Cyprus Stock Exchange	7 157	24.8%	5 733	-72%
Deutsche Börse	900 772	13.0%	797 063	-45%
Irish Stock Exchange	42 720	20.3%	35 519	-64%
London Stock Exchange	1 950 048	44.2%	1 352 327	-49%
Malta Stock Exchange	2 844	10.8%	2 567	-33%
NASDAQ OMX Nordic	569 604	40.9%	404 137	-52%
NYSE Euronext	1 999 967	32.6%	1 508 423	-48%
Oslo Børs	157 774	54.7%	101 982	-58%
SIX Swiss Exchange	738 707	19.9%	616 234	-29%
Warsaw Stock Exchange	105 157	61.3%	65 178	-55%

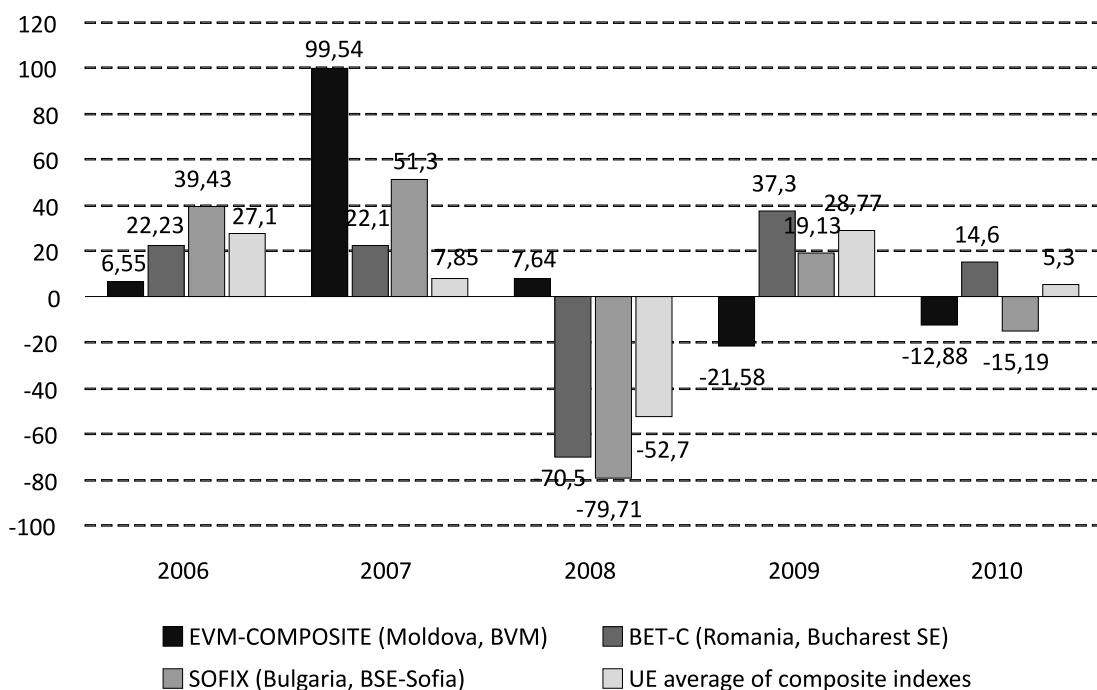
Scăderea generalizată a cotațiilor acțiunilor listate în anul 2008 a avut drept consecință scăderea capitalizării bursiere la nivelul tuturor piețelor europene. În mediu pe state capitalizările bursiere europene au scăzut în anul 2008 față de 2007 cu 49 la sută, iar în 2009 față de 2008 s-a marcat deja o creștere medie de 29%. Contrar acestei tendințe capitalizarea bursei din Moldova a crescut în 2008 cu 32%, iar în 2009 a scăzut deja cu 33%, în mare măsură datorită legăturii slabe cu piețele financiare internaționale și reacției întârziate la evenimentele de acolo.

Comparativ cu capitalizarea bursei din Europa, unele extrem de mari, capitalizarea bursieră din Moldova este cea mai mică, cele mai apropiate fiind bursele din Malta, Cipru și Slovacia.

2. Evoluția indicilor bursieri

Analiza factorului calitativ (preț) poate fi efectuată prin compararea evoluției indicilor bursieri de la diferite burse de valori (diagrama 16, Evoluția comparativă a indicilor bursieri, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”).

Diagrama 16. Evoluția comparativă a indicilor bursieri



Putem observa că nivelul prețurilor de la bursa de valori din Moldova are o evoluție întârziată față de evoluțiile prețurilor la bursele din regiune (București și Sofia) și față de evoluția generală a prețurilor la bursele din UE. Aceasta denotă o legătură pozitivă întârziată a pieței de capital din Moldova cu piețele de capital din regiune.

3. Evoluția rulajelor la bursele din UE și Moldova

Rulajele bursiere pe principalele piețe europene (20 burse de valori mobiliare) au scăzut foarte mult în anii 2008-2009. Cauza e evidentă – scăderea lichidităților investitorilor de portofoliul ca urmare a crizei financiare internaționale. Nici revenirea cotațiilor din anul 2009 nu a determinat o creștere a valorii tranzacțiilor la bursele europene. Valoarea totală a tranzacțiilor bursiere pe aceste piețe a scăzut de la 15 290 133 mil. euro în anul 2008 la 8 177 841 mil. euro în anul 2009, înregistrând o reducere cu 47 la sută. În mediu pe state valoarea tranzacțiilor bursiere pe principalele piețe europene au scăzut în anul 2008 față de 2007 cu 36 %, iar în 2009 față de 2008 cu 3 %.

Tabelul 7.

BURSA	Valoarea tranzacțiilor bursiere (mil. EUR)	Evoluția valorii tranzacțiilor 2009/2008 (%)	Valoarea tranzacțiilor bursiere (mil. EUR)	Evoluția valorii tranzacțiilor 2008/2007 (%)
BVM (Moldova)	9	-86%	65	-12%
Athens Exchange	50 701	-35%	78 013	-36%
BME (Spanish Exchanges)	1 149 145	-31%	1 654 558	-23%
Borsa Italiana	673 141	-35%	1 029 127	-39%
Bratislava Stock Exchange	122	713%	15	-29%
Bucharest Stock Exchange	1 340	-30%	1 906	-59%
Bulgarian Stock Exchange	358	-73%	1 321	-72%
CEESEG - Budapest	18 464	-12%	20 967	-39%
Ljubljana Stock Exchange	720	-55%	1 605	-53%
Prague Stock Exchange	17 565	-49%	34 179	-7%
CEESEG - Vienna	36 449	-49%	71 851	-24%
Cyprus Stock Exchange	1 288	-14%	1 501	-63%
Deutsche Börse	1 243 420	-53%	2 648 452	-16%
Irish Stock Exchange	26 555	-53%	56 036	-44%
London Stock Exchange	2 247 075	-48%	4 362 198	-42%
Malta Stock Exchange	25	-49%	49	-24%
NASDAQ OMX Nordic	542 369	-41%	918 438	-31%
NYSE Euronext	1 407 964	-53%	3 027 587	-26%
Oslo Børs	175 782	-43%	308 168	-23%
SIX Swiss Exchange	543 943	-47%	1 026 308	-44%
Warsaw Stock Exchange	41 415	-13%	47 854	-25%

Comparativ cu rulajele mari la bursele din Europa, valoarea anuală a tranzacțiilor bursiere din Moldova este extrem de mică. Ca excepție, rulajul la BVM din anul 2008 la depășit pe cel de la bursa din Slovacia și Malta, evoluția care s-a menținut și în anul 2009.

4. Evoluția comparată a gradului de lichiditate a pieței de capital din Moldova, România și Bulgaria

Pentru a se aprecia lichiditatea piețelor de capital și gradul de penetrare a economiei, s-a făcut analiza comparativă a ponderii capitalizării bursiere în PIB, a ponderii rulajelor bursiere și PIB și a ponderii ru-

lajelor bursiere în capitalizarea bursieră (informația privind capitalizarea Bursei de valori din Moldova a fost preluată de la Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”).

Deși la primul și al doilea indicatori Moldova înregistrează valori superioare statelor recent aderate la UE, trebuie ținut cont de faptul că valoarea produsului intern brut al Moldovei este relativ modestă (de exemplu, în termeni de PIB/cap de locuitor). Datorită mărimii sale relativ mici, capitalizarea bursieră și rulajele bursiere au o pondere mare, care se va diminua odată cu creșterea economiei naționale.

Tabelul 8.

Țara/Anii	2007	2008	2009	2010
Ponderea capitalizării bursiere în PIB (%)				
Moldova	24.86	24.71	20.48	18.62
România	26.5	11.2	18.8	-
Bulgaria	-	-	17.21	15.22
Ponderea rulajelor bursiere în PIB				
Moldova	3.49	3.49	1.03	0.81
România	4.23	1.36	1.15	-
Rata lichidității (rulajul bursier/capitalizare bursieră, %)				
Moldova	9.31	6.18	1.3	2.09
România	15.67	16.02	6.31	-
Bulgaria	4.59	6.23	5.8	6.35

5. Cadrul general de reglementare a pieței autohtone de capital și barierele în calea investitorilor străini

1. Lista actelor care formează corpul de reglementare a pieței de capital

Reglementarea pieței de capital în Republica Moldova este efectuată la diferite niveluri de reglementare. Astfel, reglementarea pieței este efectuată la nivel de Coduri și Legi, la nivel de Hotărâri de Guvern și la nivel de Hotărâri a Comisiei Naționale a Pieței Financiare și a altor organe de Stat, în domeniul lor de reglementare, acte ale organizațiilor de autoreglementare.

Urmează o enumerare a principalelor acte legislative și normative care reglementează piața autohtonă de capital.

Coduri și legi

Codul civil (aprobat la 06.06.2002)

Legea cu privire la piața valorilor mobiliare (aprobată la 18.11.1998)

Legea privind societățile pe acțiuni (aprobată la 02.04.1997)

Legea cu privire la fondurile de investiții (aprobată la 05.07.1997)

Legea privind Comisia Națională a Pieței Financiare (aprobată la 12.11.1998)

Hotărâri de Guvern

Hotărârea despre măsurile primordiale privind asigurarea transparenței informaționale a pieței valorilor mobiliare și protecției drepturilor acționarilor (aprobată la 25.07.1997)

Regulamentul provizoriu cu privire la holdinguri (aprobat la 26.07.1994)

Hotărâri ale Comisiei Naționale a Pieței Financiare

Instrucțiunea cu privire la modul de emisiune și înregistrare de stat a valorilor mobiliare (aprobată la 29.12.1997)

Instrucțiunea cu privire la emisia și înregistrarea de stat a obligațiunilor corporative (aprobată la 27.11.1997)

Instrucțiunea cu privire la oferta publică a valorilor mobiliare pe piața secundară (aprobată la 31.12.2008)

Regulamentul privind modul de acordare și retragere a licențelor pentru activitatea profesionistă pe piața valorilor mobiliare (aprobat la 31.10.2008)

Codul de guvernare corporativă (aprobat la 01.06.2007).

Hotărâri ale altor organe de Stat

Instrucțiunea privind particularitățile emisiunilor de acțiuni și obligațiuni ale băncilor și modul de autorizare a lor de către Banca Națională a Moldovei (aprobată de Banca Națională a Moldovei la 30.04.2010)

Instrucțiunea cu privire la plasarea, circulația și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscrisuri în conturi (aprobată de Banca Națională a Moldovei la 09.08.2007)

Acte ale organizațiilor de autoreglementare

Regulile Bursei de valori a Moldovei (aprobată la 26.12.2008)

2. Arealul de aplicare a legislației, domeniile acoperite

Arealul de aplicare a legislației privind piața de capital din Moldova poate fi clasificat după următoarele criterii:

Instrumentele reglementate

Instrumentele reglementate de legislația privind piața de capital din Moldova sunt, în special, acțiunile și obligațiunile corporative. De asemenea, sub incidența legislației privind piața de capital nimeresc obligațiunile de stat cu termen de circulație de mai mult de un an și obligațiunile emise de autoritățile administrației publice locale. Legislația menționează titlurile derivate ca fiind supuse reglementării, însă expres sunt indicate în textul ei numai recipisele depozitare moldovenești.

La moment nu există acte legislative și normative care ar prevedea procedura plasării și circulației titlurilor financiare derivate și a recipiselor depozitare moldovenești.

Activitățile supuse reglementării

Sunt reglementate următoarele activități profesionale pe piață:

- Broker, dealer, underwriter și administrator de investiții;
- Activitatea de ținere a registrului și activitatea de depozitar

- Activitatea de bursă de valori, depozitar central, de clearing;
- Activitatea de estimare a valorilor mobiliare;
- Activitatea de consultanță investițională;
- Activitatea fondurilor de investiții.

Aspectele reglementate

Legislația în domeniu reglementează următoarele aspecte ale pieței de capital:

- Instrumentele supuse reglementării;
- Evidența drepturilor de proprietate;
- Piața primară a valorilor mobiliare. Ofertele publice pe piața primară;
- Piața secundară a valorilor mobiliare. Transmiterea drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare. Ofertele pe piața secundară;
- Activitatea profesionistă pe piața de capital;
- Dezvăluirea informației;
- Protejarea intereselor investitorilor. Tranzacțiile de insider. Manipularea pe piața de capital;
- Etica corporativă. Drepturile acționarilor. Tranzacțiile cu conflict de interese, tranzacțiile de proporții. Responsabilitatea organelor de conducere în societățile pe acțiuni.

3. Reglementarea pieței primare

Reglementarea pieței primare a valorilor mobiliare este efectuată prin intermediul mai multor acte legislative și normative, printre care menționăm Legea cu privire la piața valorilor mobiliare, Legea privind societățile pe acțiuni, instrucțiunile Comisiei Naționale a Pieței Financiare.

Reglementarea pieței primare se referă la următoarele aspecte:

- Procedura de aprobare a deciziei de emisiune a valorilor mobiliare;
- Modul de subscriere și achitare a valorilor mobiliare;
- Modul de exercitare a drepturilor preferențiale;
- Modul de derulare a ofertelor publice și conținutul prospectului ofertei publice;
- Modul de formare a registrului deținătorilor de valori mobiliare.

În linii mari, prevederile legislației privind plasarea valorilor mobiliare sunt conforme standardelor internaționale. În actele normative nu sunt stabilite procedurile de emitere a titlurilor financiare derivate, ceea ce face imposibilă plasarea lor. Aceasta diminuează cu mult varietatea instrumentelor la care pot apela investitorii și companiile pe piața de capital autohtonă.

4. Reglementarea pieței secundare

Reglementarea pieței secundare a valorilor mobiliare este efectuată, în special, de Legea cu privire la piața valorilor mobiliare, Instrucțiunea cu privire la oferta publică a valorilor mobiliare pe piața secundară, Regulile bursei, Regulamentul cu privire la activitatea de brokeraj și de dealer pe piața valorilor mobiliare.

Reglementarea pieței secundare se referă la următoarele aspecte:

- Modul de înregistrare a transmiterii drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare;
- Stabilirea valorilor mobiliare ce urmează a fi înregistrate la bursă;
- Procedurile de efectuare a tranzacțiilor bursiere și extrabursiere;
- Procedura de derulare a ofertelor publice pe piața secundară.

În prezent toate societățile pe acțiuni (cu excepția societăților care inițial au fost de tip închis) urmează să se înregistreze la Bursa de valori și, cu mici excepții, toate tranzacțiile urmează a fi derulate la bursă. Legislația nu prevede funcționarea în cadrul burselor de valori a creatorilor de piață, nu sunt reglementate tranzacțiile în marjă, vânzările scurte de valori mobiliare, mecanismele de tranzacționare a instrumentelor derivate. Ca urmare, lichiditatea pieței și diversitatea operațiunilor pe piață sunt foarte reduse.

5. Reglementarea activităților profesionale în domeniu

Activitățile profesionale în domeniul pieței valorilor mobiliare sunt reglementate de Legea cu privire la piața valorilor mobiliare, Legea cu privire la fondurile de investiții, Regulamentele Comisiei Naționale a Pieței Financiare pentru fiecare gen profesionist de activitate în parte.

Reglementarea activităților profesionale pe piață include:

- Cerințele generale și specifice pentru fiecare gen de activitate în parte;
- Cerințele față de angajații participanților profesioniști la piața de capital;
- Condițiile de licențiere a participanților profesioniști;
- Condițiile de activitate pentru fiecare gen de activitate profesionistă în parte.

În majoritatea cazurilor, cerințele față de suficiența capitalului participanților profesioniști sunt sub nivelul cerințelor pentru genurile de activitate similare din UE.

6. Protejarea investitorilor și evitarea încălcărilor pe piață

Prevederile legislației privind protejarea investitorilor și evitarea încălcărilor pe piață sunt incluse în textul legilor cu privire la piața valorilor mobiliare și privind societățile pe acțiuni, și în acte normative ale Comisiei Naționale a Pieței Financiare.

Ele includ:

- Condițiile de dezvăluire a informației de către emitenți, participanții profesioniști și investitori;
- Reglementări cu privire la tranzacțiile de insider;
- Reglementări cu privire la manipularea pe piața de capital;
- Codul de etică corporativă.

În linii mari, gradul de protecție a investitorilor este scăzut, comparativ cu standardele internaționale. Dezvăluirea informației financiare este efectuată numai o dată pe an și are un format destul de restrâns. Stabilirea persoanelor care au statut de insideri se face în baza criteriilor de funcție deținută sau afiliere, și nu în baza deținerii propriu-zise a informațiilor confidențiale. De asemenea, tranzacțiile efectuate cu utilizarea informației confidențiale nu sunt interzise prin lege.

7. Barierele în fața investițiilor străine directe și a activării participanților profesioniști din afara RM la piața de capital autohtonă

În linii mari, accesul investițiilor străine și a operatorilor străini pe piața de capital al Republicii Moldova nu este limitat și nu presupune niște restricții mai mari decât față de acei locali. Legislația din start a fost elaborată presupunând condiții egale de intrare pe piață sau de efectuare a investițiilor pentru toți acei interesați, indiferent de țara de origine. Nu există careva distincții între investitorii locali și investitorii străini. În continuare vor fi enumerate cerințele de bază pentru participanții profesioniști ai pieței la obținerea licenței și derularea ulterioară a activității lor.

Condițiile generale de activitate

Există un șir de cerințe specifice față de activitatea participanților profesioniști la piața de capital din Moldova. Ele sunt următoarele:

1. Necesitatea înregistrării sub forma de societate pe acțiuni pe teritoriul Moldovei.

Această prevedere implică înregistrarea pe teritoriul Moldovei ca entitate juridică separată, cu respectarea tuturor procedurilor stabilite de legislație. Acțiunile emise de către participantul profesionist urmează a fi înregistrate la Bursa de valori a Moldovei și ulterior, cu excepțiile stabilite de legislație, să fie tranzacționate doar prin intermediul tranzacțiilor bursiere.

2. Suma tuturor cotelor deținute de către acționarii rezidenți ai țărilor/zonelor off-shore nu poate depăși 5% din capitalul social al participantului profesionist.
3. Brokerii și dealerii sunt obligați să devină membri ai bursei de valori, precum și participanți ai depozitarului central.

Cerințele specifice de activitate față de participanții profesioniști

Pe lângă cerințele generale, formulate față de participanții profesioniști la piața valorilor mobiliare, există și un șir de cerințe care sunt înaintate față de fiecare gen de activitate în parte.

Tabelul 9.

Tipul activității profesionale	Normativele de suficiență a capitalul propriu	Mărimea fondului de garanție	Alte cerințe
Brokeraj	400000	120000	Cerințe față de încăpere, evidența clienților deținătorului nominal, securitate, să devină membru al Bursei de valori și Depozitarului central
Dealer	800000	240000	Cerințe față de încăpere, securitate, să devină membru al Bursei de valori și Depozitarului central
Ținere a registrului	700000	210000	Cerințe față de încăpere, față de softurile utilizate, securitate
Depozitarul central de valori mobiliare	700000	Fondul de risc al participanților Depozitarului central	Cerințe față de încăpere, față de softurile utilizate, securitate
Depozitare	300000	90000	Cerințe față de încăpere, față de softurile utilizate, securitate
Bursieră	1000000	300000	Cerințe față de încăpere, față de softurile utilizate, securitate
Estimare a valorilor mobiliare și a activelor ce se referă la ele	200000	60000	
Consultingul investițional	100000	30000	
Fonduri de investiții mutuale și pe intervale	1000000	300000	
Administrarea fiduciară a investițiilor fondurilor	0,9% din active, dar nu mai puțin de 600000 lei, pentru administrarea activelor fondurilor de investiții; 0,5% din activele administrate, dar nu mai puțin de 200000 lei, pentru administrarea activelor altor clienți decât fondurile.	30% din valoarea normativelor minime a capitalului propriu	Cerințe față de încăpere, evidența clienților deținătorului nominal, securitate, să devină membru al Bursei de valori și Depozitarului central

Cerințele de activitate față de angajații participanților profesioniști

Legislația din Moldova prevede un șir de cerințe față de angajații participanților profesioniști ai pieței de capital. Printre ele, menționăm:

- Persoanele cu funcție de răspundere se bucură de o reputație bună, au studii superioare adecvate activităților licențiate și o experiență de muncă de cel puțin 2 ani pentru a garanta gestionarea și funcționarea corectă și prudentă a participantului profesionist la piața valorilor mobiliare;
- Cel puțin două persoane cu funcții de răspundere și doi specialiști cu certificate de calificare cu dreptul de a activa ca angajați ai participanților profesioniști ai pieței valorilor mobiliare;
- Persoanele cu funcție de răspundere ale participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare nu sunt în drept să dețină direct sau indirect, în nume propriu sau împreună cu soția/soțul, precum și cu rudele de gradul I, o cotă substanțială sau să dețină funcții de răspundere la un alt

participant profesionist la piața valorilor mobiliare, cu excepția funcției de membru al consiliului bursei de valori și al consiliului depozitarului central;

– Persoanele cu funcție de răspundere ale participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare, precum și angajații participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare, cu excepția personalului bursei de valori și al depozitarului central, nu pot fi salariații unui alt participant profesionist la piața valorilor mobiliare.

Persoanele care obțin certificate de calificare (inclusiv două persoane cu funcții de răspundere), urmează să întrunească următoarele condiții:

- Studii universitare și/sau postuniversitare financiar-economice și/sau juridice;
- Să confirme lipsa antecedentelor penale.

Cerințe de activitate pe parcursul funcționării participanților profesioniști

Pe parcursul funcționării participantului profesionist, urmează a se menține mărimea capitalului propriu minim, mărimea fondului de garanție, numărul persoanelor cu certificate de calificare din cadrul companiei și să se respecte cerințele specifice a legislației față de genul respectiv de activitate.

6. Estimarea plenară a impactului Acordului de asociere asupra pieței de capital

1. Modul de implementare a Acordului pe piața de capital

În prezent în baza Recomandărilor Comisiei Europene pentru instituirea Zonei de Liber Schimb Aprofundat și Cuprinzător dintre Republica Moldova și Uniunea Europeană, a fost elaborat un Plan de acțiuni al Republicii Moldova, în vederea implementării lor. Planul respectiv de acțiuni a fost aprobat prin Hotărârea Guvernului R. Moldova nr. 1125 din 14.12.2010 (Monitorul Oficial nr.252-253/1258 din 21.12.2010).

Referitor la piața financiară nebancaară, planul prevedea, ca prioritate de bază, elaborarea proiectului de lege privind piața de capital, ajustat la standardele internaționale și acquis-ul comunitar. La moment proiectul respectiv deja a fost elaborat și este în derulare procesul de aprobare a legii.

2. Actele ce au stat la baza proiectului de Lege

La elaborarea proiectului legii s-au transpus următoarele Directive:

- Directiva nr. 97/9/CE din 03.03.1997 a Parlamentului European și a Consiliului privind schemele de compensare pentru investitori, publicată în Jurnalul Oficial al Comunităților Europene nr. L 84 din 26.03.1997;
- Directiva nr. 98/26/CE din 19.05.1998 a Parlamentului European și a Consiliului privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare, publicată în Jurnalul Oficial al Comunităților Europene nr. L 166 din 11.06.1998;
- Directiva nr.2001/34/CE din 28.05.2001 a Parlamentului European și a Consiliului privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare, publicată în Jurnalul Oficial al Comunităților Europene nr. L 184 din 06.07.2001;
- Directiva nr.2003/6/CE din 28.01.2003 a Parlamentului European și a Consiliului privind utilizările abuzive ale informațiilor confidențiale și manipulările pieței (abuzul de piață), publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 96 din 12.04.2003;
- Directiva nr. 2003/71/CE din 04.11.2003 a Parlamentului European și a Consiliului privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admite-

rea valorilor mobiliare la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 345 din 31.12.2003;

- Directiva nr.2004/25/CE din 21.04.2004 a Parlamentului European și a Consiliului privind ofertele publice de cumpărare, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 142 din 30.04.2004;
- Directiva nr.2004/39/CE din 21.04.2004 a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare, de modificare a Directivelor 85/611/CEE și 93/6/CEE ale Consiliului și a Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului și de abrogare a Directivei 93/22/CEE a Consiliului, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 145 din 30.04.2004;
- Directiva nr.2004/109/CE din 15.12.2004 a Parlamentului European și a Consiliului privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și de modificare a Directivei 2001/34/CE, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 390 din 31.12.2004;
- Directiva 2006/49/CE din 14.06.2006 a Parlamentului European și a Consiliului privind rata de adecvare a capitalului întreprinderilor de investiții și al instituțiilor de credit, publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 177 din 30.06.2006;
- Directiva 2009/65/CE din 13.07.2009 a Parlamentului European și a Consiliului de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 302 din 17.11.2009.

3. Principalele prevederi ale legii

Legea prevede o schimbare radicală a situației pe piața de capital, atât în ceea ce ține de instrumentele aflate în circulație, cât și referitor la participanții pieței de capital. Principalele deosebiri sunt generalizate în următorul tabel:

Tabelul 10.

Aspectul reglementat	Legea cu privire la piața valorilor mobiliare	Legea privind piața de capital
Instrumentele reglementate	Valorile mobiliare	Valorile mobiliare, unitățile emise de organismele de plasament colectiv, instrumentele pieței monetare, orice titluri derivate și alte instrumente admise spre tranzacționare pe piețe reglementate sau sisteme multilaterale de tranzacționare
Reglementarea recipiselor depozitare moldovenești	Sunt doar menționate	Este reglementată procedura de plasare
Procedura de tranzacționare	Strict reglementată, urmărește direcționarea tranzacțiilor spre bursa de valori	În conformitate cu regulile sistemelor de clearing și decontare pentru valorile mobiliare înregistrate în cadrul lor, în condițiile generale ale Codului Civil pentru alte valori mobiliare

Aspectul reglementat	Legea cu privire la piața valorilor mobiliare	Legea privind piața de capital
Termenul de înregistrare a ofertelor publice	Cel mult 30 de zile	Cel mult 10 zile
Retragerea obligatorie	Nu este posibilă	Este posibilă în cazurile când ofertantul deține peste 90% din valorile mobiliare care constituie obiectul ofertei
Participanții pieței	Numiți participanți profesioniști, clasificați după genuri de activitate, 10 tipuri de activitate profesionistă de bază	Numiți societăți de investiții, clasificați după tipul serviciilor și activităților, 3 categorii de licențe
Existența fondului de compensare a investitorilor	Nu există	Există, format de către societățile de investiții
Participanții străini	Urmează a obține licența în condiții generale, prin intermediul entităților înregistrate local	Persoanele juridice străine autorizate de a realiza activități și servicii de investiții supravegheate de autoritățile competente ale statelor membre ale UE nu necesită licențiere în Moldova, activează prin intermediul filialelor înregistrate local
Evidența drepturilor de proprietate	Este prevăzută expres procedura și modul de funcționare a registratorilor independenți	Există doar prevederea generală
Infrastructura pieței secundare	Bursa de valori, Depozitarul central	Operatori de piață, piețe reglementate, MFT
Finalitatea decontărilor în sistemul de decontare	Decontările se consideră finalizate la înregistrarea transmiterii dreptului de proprietate	Decontările sunt irevocabile și produc efecte juridice din momentul introducerii în sistem al ordinului de transfer
Mărimea minimă a capitalului companiilor înscrise pe o piață organizată	Nu este prevăzut	Cel puțin 3,6 milioane lei
Organismele de plasament colectiv	Doar fonduri de investiții (mutuale și pe intervale)	Companii investiționale, fonduri de investiții, structuri de tip Master-feeder
Dezvăluirea informației de către emitenți	Rapoarte anuale și evenimente care afectează activitatea emitentului	Rapoarte anuale, semestriale, declarații intermediare și evenimente care afectează activitatea emitentului
Lista persoanelor care au acces la informația privilegiată	Legea prevede o listă expresă, care include mai multe categorii de persoane indiferent de aceea dacă ei au sau nu acces la informația privilegiată	Se referă explicit la persoanele care dețin informații privilegiate
Derularea tranzacțiilor cu utilizarea informației privilegiate	Nu este interzisă	Este interzisă

4. Aprecierea impactului implementării proiectului de lege privind piața de capital asupra diferitelor aspecte ale funcționării pieței

Modificările propuse de proiectul de lege pot fi împărțite în trei mari categorii: cu impact pozitiv asupra pieței, cu impact neutru și cu impact negativ.

Printre modificările cu impact pozitiv, menționăm următoarele:

- Extinderea listei exprese a titlurilor financiare reglementate, reglementarea expresă a procedurii de plasare a unor titluri financiare (recipise depozitare moldovenești). Aceasta face mai clar și transparent procesul de plasare a diferitelor categorii de valori mobiliare, ceea ce poate duce la diversificarea instrumentelor financiare prezente pe piață.
- Liberalizarea tranzacționării valorilor mobiliare va avea un impact pozitiv enorm asupra atractivității pieței de capital ca mecanism de investire și redistribuire a proprietății. De asemenea, liberalizarea mecanismelor de tranzacționare va permite finalizarea proceselor de consolidare a proprietății asupra companiilor. În același timp, excluderea prevederilor legislației care direcționau majoritatea tranzacțiilor la bursa de valori va diminua drastic volumul tranzacțiilor bursiere și, respectiv, veniturile bursei de valori și a depozitarului central.
- Diminuarea termenului de înregistrare a ofertelor publice de la 30 de zile la 10 zile va mări atractivitatea ofertelor publice ca mecanism de atragere a investițiilor.
- Introducerea posibilității retragerii obligatorii a valorilor mobiliare de către posesoriul a mai mult de 90% din valorile mobiliare de clasa dată va permite finalizarea procesului de consolidare a proprietății la multe societăți pe acțiuni, crescând atractivitatea investițiilor semnificative prin intermediul societăților pe acțiuni, comparativ cu investițiile în alte forme organizatorico-juridice. În același timp, punerea în aplicare a acestor prevederi a legii va avea un impact social semnificativ.
- Simplificarea sistemului de autorizații pentru activitatea pe piața de capital (3 tipuri de autorizații în loc de 10 tipuri de activitate) va face mai facilă atât procedura de obținere a licențelor, cât și transparența activităților profesioniste pentru publicul larg și clienți.
- Crearea fondului de compensare a investitorilor va mări cu mult atractivitatea valorilor mobiliare ca instrumente investiționale. În același timp, aceasta va crește costurile de tranzacționare pe piață.
- Irevocabilitatea tranzacțiilor în sistemele de decontare în momentul introducerii ordinului de transfer crește cu mult atractivitatea acestor sisteme pentru investitori.
- Extinderea tipurilor și reglementarea în conformitate cu legislația europeană a organizațiilor de plasament colectiv în valori mobiliare va permite relansarea în Moldova a acestui tip de instituții.
- Introducerea raportării semestriale va crește cu mult gradul de transparență a pieței și va asigura investitorilor mai multe informații privind valorile mobiliare, ceea ce va duce la eficientizarea pieței.
- Clarificarea noțiunii de insider și interzicerea tranzacțiilor cu utilizarea informațiilor privilegiate va asigura o mai bună protejare a investitorilor și, în același timp, liberalizarea tranzacțiilor pentru persoanele care anterior intrau în categoria de insideri.

O serie din modificările propuse fie nu schimbă semnificativ condițiile de funcționare a pieței, fie schimbările aduse nu vor avea un impact sesizabil în viitorul apropiat. De exemplu, reglementarea obligațiunilor propusă în proiectul de lege este identic cu reglementările actuale a legislației cu privire la modul de plasare a obligațiunilor. Ținând cont de faptul că în prezent emitenții de valori mobiliare

evită plasarea obligațiunilor, considerăm că aprobarea legii noi nu va aduce careva îmbunătățiri la acest capitol. Pentru o schimbare a situației în domeniul plasării obligațiunilor, sunt necesare atât măsuri de simplificare a cerințelor legislației, cât și de mediatizare a acestor instrumente în rândul emitenților și investitorilor.

Ținând cont de dimensiunile foarte mici ale pieței de capital din Moldova și de numărul mic de participanți ai pieței, este puțin probabil în viitorul apropiat să înceapă funcționarea unor sisteme multilaterale de tranzacționare sau mai multe piețe reglementate. Însă această prevedere va permite pe viitor ajustarea infrastructurii la necesitățile pieței, în cazul creșterii acesteia.

Unele reglementări propuse în noua lege vor avea un impact negativ puternic asupra infrastructurii existente a pieței de capital și vor fi examinate separat.

5. Aprecierea impactului de către actorii implicați în reglementarea și funcționarea pieței de capital

În cadrul pregătirii studiului, au fost efectuate interviuri cu reprezentanți ai Ministerului Economiei și Comerțului, ai Comisiei Naționale a Pieței Financiare, Asociației investitorilor străini, ai mai multor participanți profesioniști ai pieței valorilor mobiliare.

Ținând cont de genul de activitate al diferitor categorii de intervievați, am constatat că în mare parte opiniile sunt similare la aceleași grupuri de persoane intervievate.

Reprezentanții organelor de Stat s-au pronunțat pozitiv asupra ajustării legislației la standardele europene. Aspectele principale asupra cărora s-au oprit ei sunt:

- Îmbunătățirea generală a cadrului legislativ ca urmare a armonizării legislației;
- Natura obligatorie a aprobării modificărilor respective în procesul semnării acordului de asociere.

Reprezentanții Asociației investitorilor străini din Moldova au o atitudine pozitivă asupra modificărilor promovate. Unele aspecte menționate:

- Posibilitatea retragerii obligatorii a acțiunilor de către acționarul majoritar. În prezent aceasta este principală problemă la majoritatea companiilor mari, numărul mare de acționari creând probleme în administrarea corporativă a societății.
- Investitorii se vor afla într-un regim legal similar cu acel din țările de origine, ceea ce le va asigura o mai mare libertate și flexibilitate.

Bursa de valori și Depozitarul Național de valori mobiliare s-au expus foarte vehement contra modificărilor propuse. Printre obiecțiile formulate Consiliul Bursei de Valori, menționăm următoarele:

- Directivele UE reglementează doar unele aspecte a legislației privind valorile mobiliare (instrumentele financiare, manipularea, ofertele publice, admiterea valorilor mobiliare la cota bursei, etc.), dar nu reglementează toate aspectele funcționării piețelor financiare, restul fiind reglementat în baza legislației naționale a statelor membre și a actelor normative a instituțiilor de reglementare a domeniului respectiv. În cazul Moldovei, se face substituirea legislației de bază cu o lege elaborată în baza directivelor, care nu asigură acoperire legislativă tuturor aspectelor funcționării pieței de capital;

- Scopul legii a fost nu soluționarea problemelor existente ale pieței de capital, ci doar transpunerea directivelor UE, fără ajustarea lor la nivelul de evoluție a pieței și la infrastructura deja existentă pe piață;
- Proiectul legii este foarte general, lăsând loc pentru foarte multe interpretări. Aceasta este bine-venit în cazul directivelor europene, care urmează a fi aplicate în câmpuri legislative diferite, dar nu este normal pentru legislația unui stat, care trebuie să fie concretă și exhaustivă.
- Aprobarea legii va duce la distrugerea infrastructurii existente a pieței de capital și în același timp legea nu prevede careva mecanisme de substituie cu elementele noii infrastructuri.
- Legea prevede creșterea rolului băncilor comerciale atât ca urmare a prevederilor propriu-zise a legii, cât și datorită impunerii unor normative față de suficiența capitalului participanților pieței care vor permite să funcționeze doar băncilor comerciale.
- Legea pune accentul pe titlurile financiare derivate, care au un înalt grad de risc. În același timp, legea nu reglementează exhaustiv acest tip de titluri.
- Stabilirea mărimii capitalului normativ la nivelele propuse în proiectul de lege va duce la imposibilitatea funcționării unor segmente a infrastructurii pieței de capital.

Bursa de valori și Depozitarul Național propun implementarea prevederilor legislației europene în domeniul pieței de capital nu la nivel de lege, ci de acte normative ale Comisiei Naționale a Pieței Financiare.

Registratorii independenți s-au expus foarte vehement contra modificărilor propuse. Printre obiecțiile pe care le-au formulat registratorii independenți, menționăm următoarele:

- Legea va duce la o schimbare radicală a infrastructurii pieței de capital, ceea ce va destabiliza funcționarea pieței de capital.
- Legea nu stabilește expres modul de ținere a evidenței drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare nominative, ceea ce va crea un vid legislativ în acest domeniu, ceea ce creează un risc structural foarte mare pentru funcționarea pieței.
- Nu este clară soarta ulterioară a activității de ținere a registrului. La moment se examinează câteva posibilități, printre care transmiterea ținării tuturor registrelor către depozitari sau transmiterea tuturor registrelor unui organ de Stat care ar asigura ținerea lor centralizată. Printre riscurile acestor măsuri registratorii au indicat:
- Reducerea concurenței în domeniu, ceea ce va duce la diminuarea calității serviciilor prestate și creșterea tarifelor la serviciile prestate. Monopolizarea acestui segment de servicii de către o instituție privată va duce la situația când, în cazul unor încălcări sau neconcordanțe cu prevederile legislației, activitatea entității respective nu poate fi sistată din cauza că ar crea deficiențe în funcționarea pieței de capital;
- Birocratizarea tuturor procedurilor legate de operațiunile cu valori mobiliare, inclusiv obținerea extraselor din registru, înregistrarea tranzacțiilor sau obținerea unor consultații.
- Volumul foarte mare de lucru cu care se va confrunta noua organizație, care va solicita crearea unei structuri complexe și costisitoare în schimbul infrastructurii deja existente și funcționale.

Brokerii nebancari au o atitudine neutră privind modificările legislației.

Principalele observații ale brokerilor nebancari s-au referit la următoarele:

- Piața de capital din Moldova încă nu era suficient de matură pentru modificările propuse. Ca urmare a implementării lor, infrastructura existentă a pieței va fi distrusă complet, crearea pieței urmând a fi începută de la zero.
- Mărimea capitalului propriu impusă de lege va duce la dispariția dealerilor nebancari de pe piața de capital, ceea ce va diminua diversitatea și lichiditatea ei.

Brokerii bancari au o atitudine pozitivă față de modificările legislației.

6. Impactul aprobării legii asupra participanților pieței de capital

Impactul implementării cerințelor de suficiență a capitalului propriu

Tipurile de activități profesionale ce vor putea fi derulate pe piață pot fi grupate după cum urmează:

Tabelul 11.

Descrierea	Categoria licenței	Echivalentul actual
Primirea și transmiterea ordinelor privind unul sau mai multe instrumente financiare	Categoria A, B și C	Brokeraj
Executarea ordinelor privind instrumentele financiare în numele clienților	Categoria A, B și C	Brokeraj
Tranzacționarea în cont propriu	Categoria C	Dealer
Managementul portofoliului	Categoria A, B și C	Administrare fiduciară a investițiilor
Consultanța de investiții	Categoria C	Consultingul investițional
Subscrierea instrumentelor financiare și/sau plasamentul instrumentelor financiare în baza unui angajament ferm	Categoria C	Underwriting
Plasamentul instrumentelor financiare fără angajament ferm	Categoria B și C	Underwriting
Exploatarea unui MTF	Categoria C	Nu există
Custodia și administrarea instrumentelor financiare în contul clienților	Categoria B și C	Brokeraj, Administrarea fiduciară a investițiilor, Depozitar
Acordarea de credit sau împrumut unui client pentru ai permite efectuarea unei tranzacții cu unul sau mai multe instrumente financiare, în care este implicată societatea de investiții care acordă creditul sau împrumutul	Categoria C	Brokeraj
Consultanță acordată societăților pe acțiuni privind structura capitalului, strategia industrială și aspectele conexe și servicii referitoare la fuziuni și achiziții de societăți	Categoria A, B și C	Consultanță
Operațiuni de schimb valutar, în cazul în care aceste operațiuni sunt direct legate de prestarea serviciilor de investiții	Categoria B și C	Nu există
Cercetări în domeniul piețelor de capital și analiză financiară	Categoria A, B și C	Consultanță
Servicii conexe subscrierii instrumentelor financiare	Categoria C	Consultanță

Pe lângă licențele pentru societățile de investiții, se mai licențiază activitatea operatorilor de piață, care creează infrastructura pieței secundare - piețele reglementate, Bursele de valori și sistemele multilaterale de tranzacționare. Clearingul și decontările pentru tranzacțiile încheiate pe piețele reglementate și SMT vor fi efectuate prin intermediul Depozitarului central. Pentru crearea organismelor de plasament colectiv este nevoie de avizul prealabil de la Comisia Națională a Pieței Financiare.

Unele genuri de activitate reglementate în prezent de legislația cu privire la piața valorilor mobiliare (registratorii independenți, evaluatorii de valori mobiliare) nu mai sunt reglementate de noua lege. Registratorii independenți nu sunt menționați în textul legii, deși se prevede necesitatea menținerii registrului deținătorilor de valori mobiliare nominative. Activitatea profesionistă de estimare a valorilor mobiliare și a activelor ce se referă la ele nu este deloc menționată în textul legii și nu este atribuită nici la unul din genurile de activitate ce vor putea fi desfășurate pe piață după punerea în aplicare a legii.

Legea prevede un șir de cerințe față de capitalul propriu al societăților de investiții și operatorilor de piață. Cerințele față de mărimea capitalului propriu vor fi în creștere pe parcursul următorilor 7 ani după intrarea în vigoare a legii.

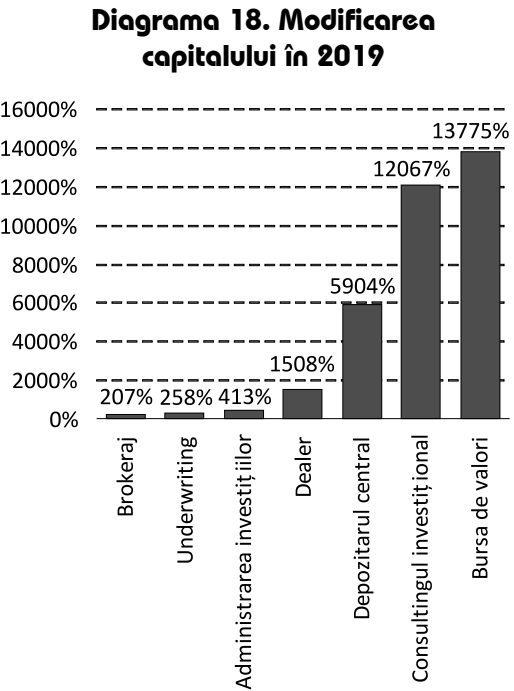
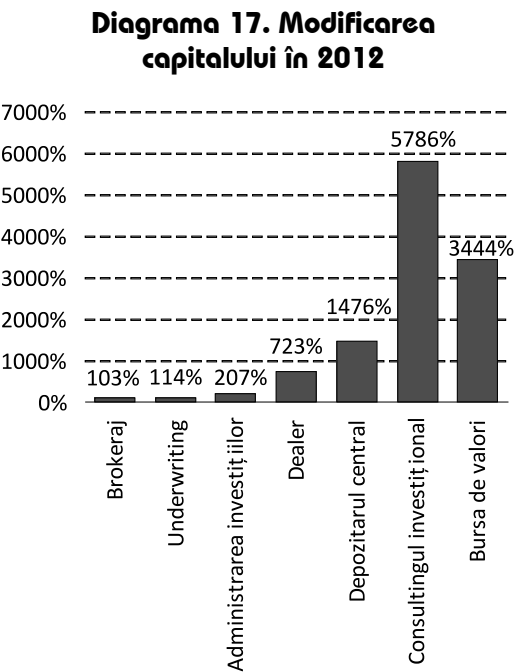
Tabelul 12.

Genul de activitate	Mărimea capitalului în primul an	Mărimea capitalului în anul 7	Mărimea actuală a capitalului
Brokeraj	25000 euro, 413250 lei	50000 euro, 826500 lei	400000 lei
Dealer	350000 euro, 5785500 lei	730000 euro, 12066900 lei	800000 lei
Underwriting	55000 euro, 909150 lei	125000 euro, 2066250 lei	800000 lei
Bursa de valori	625000 euro, 10331250 lei	2500000 euro, 41325000 lei	500000 lei
Depozitarul central	625000 euro, 10331250 lei	2500000 euro, 41325000 lei	700000 lei
Administrarea fiduciară a investițiilor	25000 euro, 413250 lei	50000 euro, 826500 lei	200000 lei
Consultingul investițional	350000 euro, 5785500 lei	730000 euro, 12066900 lei	100000 lei
Ținerea registrului			700000 lei
Activitatea de depozitare	55000 euro, 909150 lei	125000 euro, 2066250 lei	700000 lei
Fonduri de investiții			1000000 lei
Estimarea valorilor mobiliare			200000 lei

Dacă presupunem că legea cu privire la piața de capital va fi aprobată în 2011, atunci noile cerințe față de mărimea capitalului propriu al societăților investiționale și a operatorilor de piață vor intra în vigoare din 2012 și vor atinge valoarea lor maximă peste 7 ani, în 2019.

Tabelul 13.

Tipul de activitate	Modificare 2012	Modificare 2019
Brokeraj	103%	207%
Underwriting	114%	258%
Administrarea investițiilor	207%	413%
Dealer	723%	1508%
Depozitarul central	1476%	5904%
Consultingul investițional	5786%	12067%
Bursa de valori	3444%	13775%



În primul an după intrarea în vigoare a noii legi, valoarea capitalului normativ pentru unele genuri de activitate (brokeraj și underwriting) nu va diferi semnificativ față de situația actuală - de la 3% până la 14% (diagrama 17, Modificarea capitalului în 2012, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”). În schimb pentru restul activităților profesionale, situația este mult mai dramatică. Astfel, cerințele față de capitalul companiilor de administrare a investițiilor cresc de două ori față de cele actuale, a dealerilor - de 7 ori, față de depozitarul central cresc de 14 ori, față de burse - 34 ori și față de consultanții de investiții - 58 ori.

Ulterior, odată cu creșterea normativelor, față de capitalul propriu, această diferență se accentuează și mai mult (diagrama 18, Modificarea capitalului în 2019, sursa Agenția de rating și estimare „Estimator-VM”). Astfel, dacă cerințele față de capitalul brokerilor, underwriterilor, administratorilor fiduciari a investițiilor și dealerilor se modifică relativ puțin (de 2-15 ori), atunci la alte genuri de activitate modificările sunt foarte mari - depozitarul central urmează să-și majoreze capitalul de 59 de ori, consultanții investiționali - de 121 de ori și bursele de valori - de 138 de ori.

Reieșind din situația actuală a participanților la piață, introducerea noilor prevederi referitor la mărimea capitalului propriu va avea un impact negativ asupra unor genuri de activitate.

Tabelul 14.

Valoarea actuală	Numărul participanților	Capitalul actual, mil. lei	Capitalul necesar în 2012, mil. lei	Capitalul necesar în 2019, mil. lei
Administrarea fiduciară	4	2.51	1.7	3.3
Brokeri	7	15.4	2.9	5.8
Dealeri	3	6.6	17.4	36.2
Bursa	1	2.4	10.3	41.3
Depozitarul central	1	0.51	10.3	41.3

Astfel, pentru brokeri și pentru companiile de administrare fiduciară mărimea actuală a capitalului propriu este suficientă pentru a obține autorizația de categoria care le-ar permite să continue același tip de activitate. În cazul dealerilor nebancari, diferența între capitalul actual și capitalul necesar este prea mare pentru a fi acoperită din activitatea curentă a companiilor.

Situația este critică pentru Bursa de valori și pentru Depozitarul Național de valori mobiliare. Astfel, în primul an după punerea în aplicare a legii Bursa va urma să majoreze capitalul propriu cu 8 milioane lei, iar în următorii 7 ani - cu 39 milioane lei. Aceasta ar însemna o creștere anuală cu 5,6 milioane lei, pe când profiturile medii ale Bursei în ultimii 5 ani au constituit cca. 610 mii lei.

La fel, Depozitarul central urmează să dețină în 2012 un capital propriu cu 9,8 milioane de lei mai mare decât capitalul deținut de el în prezent, și cu 41 milioane lei mai mare în anul 2019. Menționăm că venitul mediu al Depozitarului Național de valori mobiliare în ultimii 4 ani a fost de cca. 160 mii lei.

Ținând cont de faptul că atât Bursa, cât și Depozitarul Național nu au posibilități reale să acumuleze resursele necesare din activitatea proprie, soluția pentru ele în cazul aprobării legii ar fi creșterea cotelor de participare a acționarilor săi sau atragerea unor investitori noi. Ambele aceste soluții au un grad mare de incertitudine, ceea ce pune sub semnul întrebării funcționarea lor în condițiile noii legi.

Impactul implementării practicii persoanelor acceptate

De asemenea, una din prevederile legii care poate avea un impact negativ asupra infrastructurii existente a pieței este posibilitatea admiterii pe piață a participanților profesioniști străini ca persoane acceptate, în baza autorizărilor deținute în țara de origine. Deși aceasta va avea un impact pozitiv asupra dinamicii pieței de capital, a nivelului costurilor și a calității și diversității serviciilor prestate, putem aprecia eliminarea de pe piață a majorității societăților de investiții autohtone.

Ținând cont de gradul de maturitate comparativă a pieței autohtone și a piețelor altor state din UE, societățile investiționale străine sunt evident avantajate comparativ cu acele locale. Avantajele respective se manifestă în mai multe aspecte, inclusiv:

- Accesul la piețele financiare străine. Companiile investiționale de peste hotare au acces nelimitat la piețele financiare din statele lor de origine și pe piețele internaționale. Ca urmare, ele au un grad sporit de libertate în alegerea piețelor cu costuri mai competitive și cu condiții de finanțare mai adecvate necesităților clienților. În aceste condiții, este evident că companiile locale nu vor putea fi competitive.
- Instrumentele financiare operate. La moment pe piața de capital din Moldova circulă doar acțiuni și, pe piața monetară, obligațiuni de stat. Companiile investiționale străine pot opera cu

valori mobiliare de bază (acțiuni și obligațiuni), valori mobiliare derivate (opțiuni, warranturi, contracte swap, recipise depozitare, titluri derivate pe mărfuri) și titluri ale pieței monetare (cambii, titluri de stat). Posibilitatea utilizării unei game atât de largi de instrumente financiare permite o flexibilitate sporită în selectarea instrumentelor optime atât pentru atragerea, cât și pentru plasarea investițiilor.

- Soluțiile financiare complexe. Pe lângă serviciile de bază, existente pe piața noastră, companiile investiționale străine pot oferi soluții cu valoare adăugată semnificativă, care includ suportul informațional și consultațional, finanțarea parțială a operațiunilor și administrarea ulterioară a portofoliilor, ceea ce face serviciile lor mult mai atractive.
- Nivelul tehnologiilor utilizate și economiile de scară. Datorită amplitudinii activității companiilor investiționale internaționale, ele obțin un șir de avantaje ce țin de efectul economiilor de scară. De asemenea, astfel de companii își pot permite elaborarea și utilizarea celor mai performante soluții tehnologice și programatice în domeniu, ceea ce le asigură un avantaj semnificativ față de competitorii locali.

Pe fondul acestor avantaje a societăților investiționale străine, avantajele companiilor locale - flexibilitatea, cunoașterea pieței și baza de clienți existentă - sunt mai puțin impresionante și este puțin probabil să fie suficiente pentru a asigura competitivitatea lor pe aceeași piață cu companiile străine.

Rămânerea în urmă a participanților profesioniști autohtoni față de companiile străine nu poate fi pusă numai în vina participanților profesioniști. Unele cauze țin de gradul general de dezvoltare al pieței și de mărimea ei (participanții profesioniști autohtoni nu pot obține volume a tranzacțiilor și, respectiv, venituri comparabile cu colegii lor de pe piețele mai mari), sau de insuficiențele legislației în vigoare (imposibilitatea în prezent de a emite titluri derivate, obligațiuni municipale, de a efectua tranzacții în marjă sau vânzări scurte din cauza lipse prevederilor legislației care le-ar reglementa plasarea sau derularea).

Desigur, îmbunătățirea semnificativă a calității serviciilor prestate și a diversității instrumentelor accesibile va avea un impact pozitiv asupra volumelor tranzacțiilor pe piața de capital, asupra companiilor care vor dori să utilizeze piața de capital pentru atragerea resurselor și pentru investitori. Însă ca urmare vom asista la eliminarea sau marginalizarea participanților profesioniști autohtoni, ceea ce va avea un impact negativ asupra companiilor locale, asupra numărului de locuri de muncă în domeniu și va diminua controlul național asupra pieței de capital.

Reglementarea activității registratorilor independenți

În cadrul noii legi, nu este reglementată nici într-un fel activitatea de ținere a registrului deținătorilor de valori mobiliare. Acest gen de activitate este unul dintre cele mai importante pentru funcționarea pieței de capital, registratorii formând baza infrastructurii pieței. Activitatea lor constă în evidența drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare nominative, și o astfel de activitate solicită atât o reglementare riguroasă, cât și posibilitatea unui control sever.

Anterior, activitatea registratorilor independenți era cel mai strict reglementată din activitățile de pe piață. Oricum, chiar și în aceste condiții, au fost înregistrate cazuri de pierdere a registrelor deținătorilor de acțiuni. Ținând cont de faptul că asigurarea dreptului la proprietate este una din condițiile esențiale a funcționării nu numai a pieței de capital, ci și a economiei naționale pe ansamblu, este vital necesară

crearea unor astfel de condiții legislative și de activitate registratorilor independenți, care ar elimina orice posibilitate de alterare a informațiilor cu privire la proprietarii valorilor mobiliare.

În redacția actuală a proiectului legii privind piața de capital, activitatea registratorilor independenți este scoasă în afara câmpului de reglementare a acesteia. Anterior, activitatea lor era reglementată de Legea cu privire la piața valorilor mobiliare și actele elaborate în baza acestei legi. După aprobarea noii legi și abrogarea legii cu privire la piața de capital, modul de evidență a drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare nominative și ducerea registrelor deținătorilor de valori mobiliare vor nimeri într-un vid legislativ. Mai mult ca atât, în prevederile tranzitorii ale proiectului legii privind piața de capital nu există careva mențiuni privind aprobarea sau necesitatea aprobării unor acte legislative cu privire la registratorii independenți sau ținerea registrului deținătorilor de valori mobiliare.

Ținând cont de complexitatea procesului normativ, este necesară inițierea elaborării unor acte legislative noi sau a modificărilor în actele legislative existente în vederea creării unei acoperiri normative pentru evidența drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare nominative și menținerea în câmpul legal al activității registratorilor independenți.

Concluzii și recomandări

1. Prognoza impactului semnării Acordului de asociere asupra pieței de capital

Semnarea Acordului de asociere și modificările în legislație pe care el le presupune vor avea un impact major asupra pieței de capital autohtone. După importanța modificărilor, le putem compara chiar cu crearea pieței de capital în urma privatizării în masă.

Printre efectele acestor modificări, le menționăm pe cele mai importante:

- Schimbarea completă a câmpului normativ autohton în domeniul pieței de capital, atât în ceea ce ține de regulile de derulare a operațiunilor, cât și în ceea ce ține de infrastructura pieței. Aceasta va crea, desigur, o perioadă de tranziție, care va perturba temporar tranzacțiile pe piață. În același timp, se va schimba structura participanților profesioniști - majoritatea activităților pe piață vor fi derulate de către băncile comerciale sau participanți profesioniști străini, participanții profesioniști nebancari având un rol marginal pe piață.
- Crearea unui câmp legislativ coerent și adecvat standardelor europene contemporane. Anterior, datorită modificărilor repetate a legilor care reglementează activitatea în domeniu, ele și-au pierdut coerența și integritatea, aplicarea lor devenind destul de dificilă și neunivocă. Punerea în aplicare a legislației noi va simplifica activitatea în domeniu pentru emitenții de valori mobiliare, pentru investitori și pentru companiile investiționale. De asemenea, investitorii străini, atât din statele membre ale UE, cât și din alte țări, vor găsi mediul investițional din țară familiar și facil, ceea ce va duce la îmbunătățirea sa și la creșterea activității investitorilor străini.
- Liberalizarea completă a tranzacțiilor cu valori mobiliare. În prezent toate clasele de valori mobiliare emise de societățile pe acțiuni urmează a fi tranzacționate la bursa de valori, ceea ce reține mulți investitori de la derularea tranzacțiilor. Aceasta se referă în primul rând la companiile în care gradul de concentrare a capitalului a atins niște cote înalte și numărul de acțiuni în circulație liberă este limitat. Putem aprecia că la efectuarea acestor modificări va urma o creștere impresionantă a volumului tranzacțiilor efectuate pe piața secundară a valorilor mobiliare.
- Includerea prevederii despre retragerea obligatorie a valorilor mobiliare de către deținătorii pachetelor de peste 90% din valorile mobiliare de clasa dată va duce la o creștere de scurtă durată a volumelor tranzacțiilor. Astfel, împreună cu liberalizarea pieței, această măsură va duce, în următorii 3-4 ani după aprobarea sa, la dispariția aproape integrală a cotei de acțiuni aflate în circulație liberă (free-float), ceea ce constituie un potențial de tranzacționare de cca. 1,3 miliarde lei (în prețuri bursiere curente). După această perioadă, volumul pieței secundare se va diminua drastic.

- Impunerea standardelor de activitate din UE și a cerințelor față de capitalul propriu al companiilor investiționale și operatorilor de piață va asigura transformarea lor în participanți ai pieței cu un potențial financiar semnificativ, ceea ce va permite funcționarea lor ca underwriteri și creatori de piață, activități ce vor ridica piața de capital la un nivel calitativ nou. Brokerii și dealerii nebankari existenți nu vor fi în stare, din cauza cerințelor față de capitalul propriu, să deruleze alte activități decât intermedierea la efectuarea tranzacțiilor cu valori mobiliare (activitatea de brokeraj). Aceasta poate duce la diminuarea concurenței pe domeniul serviciilor de underwriting, crearea a pieței și consultanță în investiții. Trebuie menționat faptul că Bursa de valori și Depozitarul central în prezent nu corespund cerințelor față de capitalul propriu stabilite de proiectul legii, ceea ce pune sub semnul întrebării posibilitatea funcționării lor după aprobarea acesteia.
- Reglementarea conform standardelor internaționale a OPCVM va permite reapariția fondurilor de investiții și a altor organisme de plasament colectiv pe piața noastră. Funcționarea lor eficientă va permite atragerea surplusului de lichidități de la populație pe piața de capital cu un șir de urmări foarte importante pentru economia națională. Printre ele menționăm creșterea volumelor pieței primare și secundare de capital, creșterea fluxului de investiții de care vor putea beneficia companiile autohtone, reducerea consumului în favoarea investițiilor, și ca urmare reducerea presiunilor asupra prețurilor din partea consumului, reducerea importurilor și redresarea balanței comerciale, etc.
- Introducerea posibilității de acceptare a participanților profesioniști străini va duce la creșterea concurenței în domeniu. Ca urmare, vom asista la o creștere a calității serviciilor prestate, o diminuare a costurilor serviciilor și o diversificare a instrumentelor și serviciilor existente pe piață. În același timp, aceasta va prezenta un risc sporit pentru funcționarea ulterioară a participanților profesioniști autohtoni.

2. Recomandări privind implementarea Acordului de asociere în domeniul pieței de capital

În baza analizei efectuate, pot fi formulate un șir de recomandări, atât în ceea ce ține de procesul de negociere a Acordului de asociere, cât și la alte acțiuni ce urmează a fi întreprinse în legătură cu semnarea acordului.

- Găsirea unei soluții pentru Bursa de valori și Depozitarul central. Aceasta poate fi sau diminuarea cerințelor față de capitalul lor propriu, sau extinderea în timp a implementării normativelor noi. O altă soluție ar fi majorarea de către membrii bursei a mărimii aporturilor în capitalul acesteia, sau atragerea suplimentară a unor investitori (eventual, operatori de piață din UE sau alte state). Oricum, la moment nu există garanția găsirii unei soluții pe această cale, ceea ce constituie un factor important de risc pentru infrastructura pieței de capital.
- Admiterea pe piața de capital autohtonă a participanților străini doar pe măsura maturizării pieței noastre și creșterii capacității competitive a companiilor investiționale autohtone. Acceptarea participanților profesioniști dintr-un alt stat poate fi făcută doar după semnarea acordului bilateral în acest sens între Comisia Națională a Pieței Financiare și organele competente din statul respectiv. Recomandăm ca la determinarea priorităților la semnarea acordurilor respec-

tive, Comisia Națională să țină cont de gradul de dezvoltare comparativ al pieței de capital din Moldova și din statul cu care urmează a se semna acordul.

- Evitarea situației în care unele genuri de activitate esențiale pentru funcționarea pieței ar rămâne fără acoperire legislativă. În special aceasta se referă la activitatea de ținere a registrului deținătorilor de valori mobiliare. Este necesară până la punerea în aplicare a modificărilor la legislație elaborarea unui set de acte legislative și normative privind această activitate, sau stabilirea unor măsuri în acest sens pentru perioada tranzitorie.
- Ținând cont de faptul că după liberalizarea pieței majoritatea societăților pe acțiuni existente în prezent vor părăsi piața (ca urmare a consolidării finale a capitalului și diminuării cantității de valori mobiliare în circulație liberă), urmează a se întreprinde un șir de măsuri pentru promovarea pieței deschise. Aceasta înseamnă atât mediatizarea noțiunilor de bază a pieței de capital (în special privind ofertele publice, obligațiunile, cambiile, instrumentele derivate), cât și asigurarea creșterii calitative a serviciilor prestate pe piața de capital (prin dezvoltarea serviciilor de underwriting și creare a pieței, crearea OPCVM). Aceste măsuri, deși nu țin direct de procesul de negocieri, sunt vitale pentru relansarea pieței de capital după semnarea Acordului de asociere.

This image shows a single page of white paper with horizontal blue or grey ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There is no handwriting or other markings on the paper.

