



## POLICY BRIEF

### IMPACTUL SEMNĂRII ACORDULUI DE ASOCIERE ÎNTRU REPUBLICA MOLDOVA ȘI UNIUNEA EUROPEANĂ ASUPRA PIEȚEI DE CAPITAL DIN MOLDOVA

*Autori: Natan Garștea, Alexandru Coica, Artur Gherman, Anatol Cobzari, Alina Cazachevici, Valeriu Covalenco, Viorel Chivriga*

#### Despre studiu

Compania „EVM Consulting”, la comanda Fundației Soros – Moldova, a efectuat un studiu privind impactul asupra pieței de capital din Republica Moldova a semnării acordului de asociere între Uniunea Europeană și Republica Moldova.

Scopul efectuării studiului a fost efectuarea unei analize a stării prezente a pieței de capital din Moldova și a evoluției sale, atât în timp, cât și prin prisma comparației cu piețele de capital a statelor-membre ale Uniunii Europene. Studiul a avut ca obiectiv, de asemenea, stabilirea principalelor schimbări care vor avea loc pe piața ca urmare a semnării acordului de asociere și impactul lor atât pentru piața de capital pe ansamblu, cât și pentru principalii participanți la piață.

În baza concluziilor privind impactul semnării Acordului de Asociere au putut fi formulate unele recomandări care vizează atât procesul de negociere a acordului, cât și unele aspecte ale implementării lui ulterioare.

#### Situația actuală pe piața de capital

Piața de capital din Moldova a apărut în cadrul procesului de privatizare în masă, și unele caracteristici ale sale sunt moștenite anume de la acest proces. Astfel, inițial majoritatea cetățenilor au devenit acționari la diverse societăți pe acțiuni direct sau prin intermediul fondurilor de investiții sau companiilor fiduciare. Aceasta a dus la apariția unui număr enorm de acționari care, însă, nu își cunoșteau drepturile și nu se implicau în administrarea societăților unde erau co-proprietari. Ca urmare, în multe societăți pe acțiuni, în lipsa unor proprietari eficienți, situația a degradat rapid.

Ulterior, au început procesele de consolidare a proprietății în cadrul societăților pe acțiuni, în urma cărora apărea un acționar sau un grup de acționari care posedau controlul asupra societății. Acest proces este foarte benefic pentru asigurarea eficienței funcționării societății pe acțiuni și pentru dezvoltarea acestora, în același timp el duce la diminuarea permanentă a numărului de acțiuni aflate în circulație liberă pe piața secundară.

Plasarea valorilor mobiliare poate fi făcut atât pe care publică, cât și prin emisiuni închise. Ofertele publice de valori mobiliare au o răspândire foarte redusă, până în prezent fiind efectuată doar o singură plasare publică de acțiuni. Au fost efectuate foarte puține plasări de obligațiuni, în prezent unicele valori mobiliare care circulă pe piață sunt acțiunile.

Piața secundară are segmentele bursier și extrabursier, tranzacțiile fiind direcționate prioritar spre piața bursieră. Astfel, pe piața extrabursieră tranzacțiile de vânzare-cumpărare pot fi efectuate numai cu valori mobiliare obținute în cadrul privatizării. Nu sunt permise tranzacțiile în marjă și vânzările scurte.

Odată cu derularea privatizării, a fost formată infrastructura pieței de capital. Ea constă din Bursa de valori cu Depozitarul central, registratorii independenți, brokeri și dealeri (nebankari și bancari), depozitari și estimatori de valori mobiliare. Inițial, imediat după formarea pieței numărul participanților profesioniști era mult mai mare, însă cu timpul s-a diminuat, atât din cauza cerințelor față de mărimea capitalului propriu, care au crescut în timp, cât și datorită mărimii relativ mici a pieței de capital și a concurenței semnificative.

Reglementarea și controlul pieței financiare nebankare este efectuată de către Comisia Națională a pieței financiare.

### **Măsurile ce vor fi întreprinse în contextul negocierii acordului de asociere**

Se preconizează a se întreprinde un șir de măsuri în cadrul pregătirii și executării condițiilor acordului de asociere ce vor viza piața de capital. Cea mai importantă dintre ele (și din care rezultă un șir de acțiuni subordonate) este aprobarea Legii cu privire la piața de capital, care va schimba radical baza legislativă și infrastructura pieței de capital.

Printre efectele aprobării noii legi, menționăm următoarele:

#### **Efecte pozitive:**

- Extinderea listei exprese a titlurilor financiare reglementate, reglementarea 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.
- 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 protecție a investitorilor și, în același timp, liberalizarea tranzacțiilor pentru persoanele care anterior intrau în categoria de insideri.

#### **Efecte negative:**

- Noile cerințe față de mărimea capitalului propriu al participanților pieței pot afecta semnificativ unele genuri de activitate profesionistă. Astfel, la mai multe genuri de activitate mărimea capitalului propriu va crește de mai multe ori față de mărimea sa actuală prevăzută de legislație. Deși termenul final de intrare în vigoare a acestor prevederi este de 7 ani, în cazul Bursei de valori și a Depozitarului Național existenți la momentul suplinirea capitalului din surse proprii (profit) nu este posibilă.
- Implementarea practicii persoanelor acceptate va permite accesul participanților profesioniști europeni pe piața de capital din Moldova, ceea ce va marginaliza sau elimina de pe piață participanții profesioniști autohtoni. Participanții profesioniști de pe piețele străine au o serie de avantaje față de companiile locale (acces la piețele financiare străine, diversitatea instrumentelor financiare operate, prestarea serviciilor cu valoare adăugată sporită, utilizarea tehnologiilor contemporane și efectul economiei de scară), care le vor asigura un avantaj competitiv net față de companiile existente în Moldova.
- Unele genuri de activitate profesionistă vor nimeri, al momentul aprobării legii, într-un vid legislativ, din cauza că legislația actuală care le reglementează va fi abrogată, și ele nu se regăsesc în noua lege. În special aceasta este important cu referire la registratorii independenți, care formează cea mai importantă componentă a infrastructurii pieței, care răspunde de evidența drepturilor de proprietate asupra valorilor mobiliare.

#### **Recomandări**

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 posibilitate 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 respective, 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 crearea 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.

*Acest studiu a fost elaborat la inițiativa și cu susținerea financiară a Fundației Soros-Moldova. Opiniile expuse în acest studiu aparțin în exclusivitate autorilor și nu reflectă neapărat poziția instituției finanțatoare.*