

**TITLUL: ANALIZA IMPACTULUI DE REGLEMENTARE  
EFECTUATĂ PENTRU PROIECTUL LEGII PRIVIND  
PIAȚA DE CAPITAL**

**AUTORITATEA ADMINISTRATIVĂ: COMISIA NAȚIONALĂ A PIEȚEI FINANCIARE**

**INTRODUCERE**

1. Analiza impactului de reglementare pentru proiectul de Lege privind piața de capital a fost elaborată în conformitate cu prevederile Legii nr. 235-XVI din 20.07.2006, cu privire la principiile de bază de reglementare a activității de întreprinzător și Metodologia de analiză a impactului de reglementare și de monitorizare a eficienței actului de reglementare, aprobată prin Hotărârea Guvernului nr. 1230 din 24.10.2006.
2. Elaborarea proiectului Legii privind piața de capital a fost prevăzută de:
  - a. Strategia națională de dezvoltare pe anii 2008-2011, aprobată prin Legea nr.295-XVI din 21 decembrie 2007;
  - b. Planul de acțiuni privind implementarea Strategiei naționale de dezvoltare pe anii 2008-2011, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr.191 din 25 februarie 2008;
  - c. Agenda de integrare europeană. Priorități pentru anul 2009.
3. Elaborarea și adoptarea Legii privind piața de capital are ca scop armonizarea cadrului național de reglementare în domeniul pieței de capital la Directivele Uniunii Europene. În acest sens, proiectul Legii transpune următoarele Directive ale UE:
  - a. 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;
  - b. 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;
  - c. 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;
  - d. 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;
  - e. 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 admiterea 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;
  - f. 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;
  - g. 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 (în continuare - *MiDIF*);
  - h. Directiva nr.2004/109/CE din 15.12.2004 a Parlamentului European și a Consiliului privind armonizarea obligațiilor de transparentă 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;
  - i. 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;
  - j. 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), publicată în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene nr. L 302 din 17.11.2009.
4. Proiectul Legii privind piața de capital stabilește bazele juridice de reglementare a relațiilor în domeniul pieței de capital. Normele legii reglementează activitatea societăților de investiții, valorile mobiliare, ofertele publice, ofertele de preluare, infrastructura pieței de capital, dezvăluirea informației și abuzurile pe piață. Legea prevede, de asemenea, condițiile reglementării prin licențiere a activităților pe piața de capital, de supraveghere și investigare a activităților pe piață.
5. Urmând modelul de reglementare creat de Directivele UE, proiectul Legii nu reglementează instrumentele financiare și procesul emisiunii acestora (cu anumite excepții care urmează). În contextul Directivelor UE, astfel de reglementări nu țin în mod direct de serviciile de investiții și de competența autorității de reglementare și supraveghere a pieței. În mod tradițional, astfel de reglementări urmează a fi incluse în actul legislativ care reglementează modul de organizare și funcționare a companiilor și/sau în cadrul unor coduri speciale (codul civil, codul comercial) și nu în cadrul unei legi care ține de servicii de investiții. În

aceiași timp, excluderea completă a unor astfel de norme ar fi creat un vid de reglementare, care ar putea duce la blocarea completă a pieței de capital. Din aceste considerente, deși contravine modelului de reglementare stabilit de Directivele UE, s-a ajuns la decizia de a include provizoriu (până la adoptarea unor legi privind organizarea și funcționarea companiilor, ajustate la Directivele UE) astfel de prevederi în cadrul proiectului Legii. Acest prevederi se referă la:

- a. emisiunea obligațiunilor și recipiselor depozitare moldovenești;
  - b. înregistrarea de stat a valorilor mobiliare.
6. Proiectul Legii determină autoritatea publică competentă (Comisia Națională a Pieței Financiare; în continuare – *CNPF*) de implementare a prevederilor legii, după intrarea în vigoare a acesteia. În acest scop, *CNPF* adoptă decizii cu caracter de reglementare și decizii individuale și emite note sau scrisori cu caracter explicativ și de recomandare.
7. Proiectul Legii se referă la o categorie de acte administrative – licențele pentru activitatea pe piața de capital – care sunt eliberate persoanelor juridice înregistrate în Republica Moldova. Licența constituie un act permisiv, care permite titularului acesteia să desfășoare activități și să ofere servicii de investiții, precum și alte activități de piața de capital (activitatea operatorului de piață și activitatea Depozitarului central).
8. Proiectul Legii prevede, de asemenea, abilitatea *CNPF* de a emite:
- a. decizii privind înregistrarea valorilor mobiliare și admiterea acestora spre tranzacționare pe piața reglementată sau MTF;
  - b. decizii privind înregistrarea ofertelor publice de valori mobiliare;
  - c. decizii privind refuzul proiectului de achiziție a unei cote în capitalul societăților de investiții.

La momentul actual, Legea cu privire la piața valorilor mobiliare permite *CNPF* aprobarea unor astfel de decizii.

9. Proiectul Legii prevede dreptul *CNPF* de a emite decizii privind aprobarea calității de persoană acceptată pentru persoanele juridice din țările membre ale Uniunii Europene, autorizate de a realiza activități și servicii de investiții și supraveghere de autoritățile competente ale statelor membre ale Uniunii Europene, în temeiul acordurilor încheiate între aceste autorități și *CNPF*. La momentul actual, legislația în vigoare nu conține astfel de reglementări.
10. O altă categorie de acte administrative stabilite de proiectul Legii este autorizația de piață reglementată și MTF, care permite titularului acesteia să creeze o piață reglementată în cadrul căreia vor fi tranzacționate instrumente financiare. La momentul actual, reglementări similare sunt incluse în Legea cu privire la piața valorilor mobiliare, care prevede eliberarea licenței de bursă de valori.

11. Proiectul Legii se conformează principiilor de bază de reglementare a activității de întreprinzător stabilite de Legea nr. 235-XVI din 20.07.2006 cu privire la principiile de bază de reglementare a activității de întreprinzător:

- a. *Previzibilitatea reglementării activității de întreprinzător*. Urmând abordarea MiFID, care aplică o reglementare bazată pe principii, proiectul Legii stabilește principiile și criteriile de bază în reglementarea pieței de capital. În același timp, principiile și criteriile de bază stabilite de proiectul Legii, urmează a fi, la necesitate, detaliate și dezvoltate de *CNPF*, avându-se în vedere funcția de reglementare a acesteia, realizată în temeiul Legii privind Comisia Națională a Pieței Financiare. Prin urmare, reglementarea activității pe piața de capital este efectuată la nivel de principii și reglementări de bază în cadrul legii, iar la nivel de aplicare și implementare a principiilor reglementărilor din lege – în cadrul actelor normative emise de *CNPF*.
- b. *Previzibilitatea cheltuielilor*. Proiectul Legii prevede expres cerințele de cost, implicit sunt stabilite expres cerințele către capitalul inițial al întreprinderilor care dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital și plățile pentru obținerea licențelor și autorizațiilor. Alte plăți aplicate pe piața de capital (plăți pentru înregistrarea emisiunilor și ofertelor de valori mobiliare, efectuarea tranzacțiilor etc.) sunt stabilite de Legea nr.192-XIV din 12.11.1998 privind Comisia Națională a Pieței Financiare.
- c. *Asigurarea transparenței la elaborare*. Proiectul Legii a fost elaborat în cadrul proiectului „Moldova-Dutch TA-TF Financial Sector Reform”. La etapa de elaborare a versiunii inițiale a proiectului, a fost efectuată o prezentare publică la care au participat reprezentanții participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare. Pentru a asigura transparența și implicarea tuturor factorilor interesați, proiectul Legii a fost plasat pe pagina web a *CNPF* și remis spre examinare tuturor părților interesate, inclusiv întreprinderilor sectorului privat care activează în prezent pe piața de capital.
- d. *Transparența actelor necesare inițierii și desfășurării afacerilor*. Proiectul Legii prevede expres actele necesare (licențe, autorizații, avize) pentru inițierea și desfășurarea activităților pe piața de capital și condițiile de obținere a acestora.
- e. *Analiza impactului de reglementare*. Proiectul Legii este însoțit de prezenta analiză a impactului de reglementare, care corespunde cerințelor Metodologiei de analiză a impactului de reglementare și de monitorizare a eficienței actului de reglementare, aprobată prin Hotărârea de Guvern nr. 1230 din 24.10.2006.
- f. *Reglementarea materială și procedurală a inițierii, desfășurării și lichidării afacerii prin acte legislative*. Proiectul Legii stabilește expres normele materiale și procedurale de obținere a licențelor, autorizațiilor și avizelor ce țin de activitatea pe piața de capital, precum și condițiile suspendării și retragerii licențelor și autorizațiilor eliberate. În egală măsură, proiectul Legii stabilește

normele primare de desfășurare a activității, în temeiul cărora CNPF urmează să elaboreze și să adopte actele normative necesare în vederea implementării Legii.

g. *Echitabilitatea (proporționalitatea) în raporturile dintre stat și întreprinzător.* Referitor la controlul asupra activității de întreprinzător, proiectul Legii identifică expres limitele investigațiilor care pot fi efectuate de către CNPF. În această privință, proiectul prevede, că CNPF este în drept să efectueze investigații privind:

- activitatea persoanelor licențiate, activităților și serviciilor acestora, sistemelor electronice utilizate și operațiunilor cu instrumente financiare efectuate de către aceștia;
- ofertanții, ofertele publice și ofertele de preluare de valori mobiliare, inclusiv cazurile în care o persoană era obligată, conform prevederilor legii, să efectueze astfel de oferte.

Referitor la suspendarea activității de întreprinzător, proiectul Legii prevede cazurile în care întreprinderilor ce activează pe piața de capital le pot fi suspendate și retrase licențele și autorizațiile.

## DEFINIREA PROBLEMEI

12. Piața de capital și industria serviciilor financiare este un domeniu nou pentru Republica Moldova, care își face apariția după declararea independenței Republicii Moldova. Primele reglementări în domeniul pieței de capital apar la începutul anilor '90, când Parlamentul RM adoptă Legea nr. 847-XII din 03.01.1992 cu privire la societățile pe acțiuni și Legea nr. 1427 din 18.05.1993 privind circulația hârtiilor de valoare și bursele de valori. Ambele acte legislative constituiau o componentă a procesului de privatizare în masă și aveau menirea primară de a susține și asista procesul de etatizării.
13. La o etapă ulterioară, Parlamentul RM adoptă o nouă Lege privind societățile pe acțiuni și o nouă Lege cu privire la piața valorilor mobiliare, care vin să înlocuiască actele legislative de la începutul anilor '90. Noile legi reflectă un pas calitativ în dezvoltarea reglementărilor pieței de capital, apropiind, în unele privințe, cadrul legislativ al Republicii Moldova de bunele practici internaționale.
14. De la adoptarea sa și până în anul 2008, Legea cu privire la piața valorilor mobiliare este supusă unor permanente amendamente, astfel încât pe parcursul anilor 2006-2007 Guvernul Republicii Moldova și Comisia Națională a Pieței Financiare își stabilește ca prioritate elaborarea unei noi legi a pieței de capital și face demersuri către diferite instituții internaționale de profil pentru a susține această inițiativă.
15. O analiză expresă a legislației naționale în domeniul pieței de capital și legislației similare a Uniunii Europene permite să constatăm un șir de diferențe de reglementare, ce țin de activitatea pe piață, condițiile desfășurării operațiunilor cu valori mobiliare, infrastructura pieței, realizarea ofertelor publice de valori mobiliare, etc.

16. În pofida numeroaselor măsuri de reglementare, realizate atât la nivelul actelor legislative, cât și la nivelul deciziilor CNPF, nivelul de dezvoltare a pieței de capital poate fi caracterizat prin lipsa emisiunilor publice și instrumentelor financiare lichide, absența investitorilor instituționali, aplicarea insuficientă a tehnologiilor informaționale performante, gradul redus de încredere în investirea în instrumente financiare și de dezvoltare a relațiilor corporative.

## Scopul acțiunilor statului

17. Proiectul Legii are drept scop asigurarea unei dezvoltări durabile a pieței de capital și transformarea acesteia într-un instrument eficient de atragere și redistribuire a investițiilor. Atingerea acestui scop este direct condiționată de transpunerea în legislația națională a Directivelor UE în domeniul pieței de capital și aplicarea principiilor IOSCO.
18. Transpunerea Directivelor UE este una din premisele care va permite evoluția pieței de capital din Republica Moldova și compatibilitatea modelului de reglementare național cu modelele de reglementare din statele membre ale UE.
19. Obiectivele fundamentale ale proiectului Legii derivă din obiectivele urmărite de principiile IOSCO și vizează:
  - a. protejarea investitorilor;
  - b. crearea și menținerea unor piețe echitabile, eficiente, și transparente;
  - c. reducerea riscurilor sistemice.
20. În același timp, elaborarea unei noi legi în domeniul pieței de capital este determinată de următoarele obiective:
  - a. extinderea gamei de instrumente financiare pasibile tranzacționării pe piața de capital;
  - b. dezvoltarea instituției ofertei publice de valori mobiliare;
  - c. racordarea categoriilor de activități pe piața de capital la standardele europene;
  - d. eficientizarea sistemelor organizate de tranzacționare a instrumentelor financiare;
  - e. asigurarea unei administrări și supravegheri prudentiale a activităților pe piața de capital;
  - f. constituirea Fondului de compensare a investitorilor;
  - g. aplicarea calităților de investitor calificat și client profesionist;
  - h. ridicarea nivelului de transparență a pieței;
  - i. prevenirea și combaterea abuzurilor pe piață și altor activități contrare legislației;

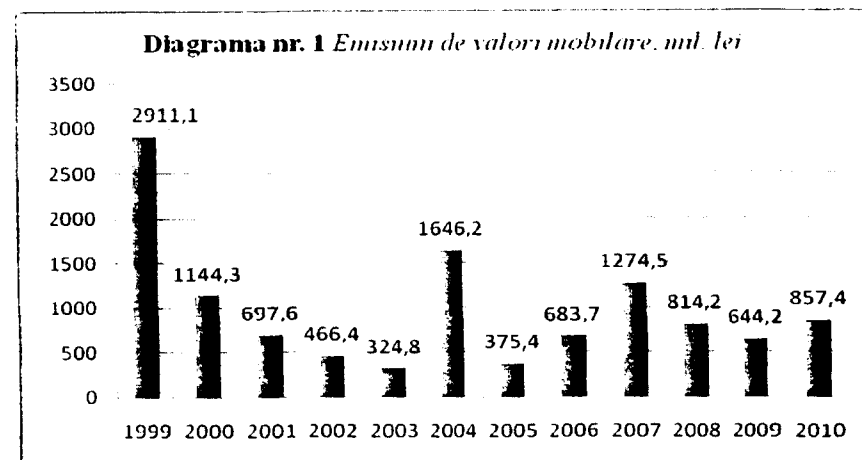
- j. atingerea unui nivel înalt de protecție a drepturilor investitorilor în instrumente financiare și a beneficiarilor de servicii financiare pe piața de capital;
- k. definirea competențelor și funcțiilor autorității de reglementare, supraveghere și control a pieței de capital.

#### Componenta juridică

21. Relațiile ce țin de activitatea pe piața de capital și operațiunile cu valori mobiliare sunt reglementate de Legea nr.199-XIV din 18.11.1998 cu privire la piața valorilor mobiliare. Unele aspecte referitoare la reglementarea, supravegherea, controlul pieței de capital sunt stabilite de Legea privind Comisia Națională a Pieței Financiare. Legea nr.1134-XIII din 02.04.1997 privind societățile pe acțiuni și Codul Civil al Republicii Moldova conțin un set de prevederi referitoare la emisiunea acțiunilor și obligațiunilor, precum și la dezvăluirea informațiilor de către societățile pe acțiuni. Relațiile ce țin de activitatea fondurilor de investiții sunt reglementate de Legea nr.1204-XIII din 05.06.1997 cu privire la fondurile de investiții.
22. În temeiul actelor legislative menționate, până în prezent, de către CNPF au fost adoptate un set de acte normative cu caracter de reglementare (regulamente și instrucțiuni) în domeniul pieței de capital.
23. Proiectul Legii va înlocui și va extinde domeniul de reglementare al actualei Legi cu privire la piața valorilor mobiliare și Legii cu privire la fondurile de investiții. La adoptarea și intrarea în vigoare a proiectului Legii, Legea cu privire la piața valorilor mobiliare și Legea cu privire la fondurile de investiții urmează a fi abrogate.
24. În conformitate cu Legea privind Comisia Națională a Pieței Financiare, CNPF este autoritatea administrației publice, care emite reglementări subordonate legilor în domeniul pieței de capital, supraveghează activitatea participanților la piața de capital și efectuează investigații ale participanților pieței și operațiunilor cu valori mobiliare. Proiectul Legii nu modifică și nu substituie competențele și atribuțiile CNPF de reglementare, supraveghere și control al pieței. În același timp, proiectul Legii ajustează competențele CNPF prevederilor ce țin de competența autorităților de reglementare din Directivele UE.

#### Elementul analitic

25. Nivelul actual de dezvoltare a pieței de capital este reprezentat de indicatorii principali ai pieței. Analizând evoluția pieței primare se constată că, în ultimii 12 ani, nu se conturează o tendință de creștere constantă a volumului emisiunilor (Diagrama nr.1).

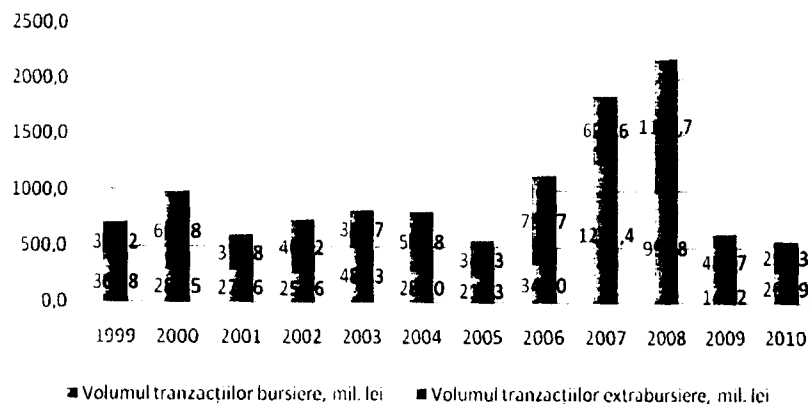


Pe parcursul anilor 1999 – 2010 au fost înregistrate 1601 emisiuni de valori mobiliare în volum de 11,8 miliarde lei. În anul 2010 volumul emisiunilor de valori mobiliare a constituit 857,4 mil. lei sau cu 33 % mai mult decât în anul precedent.

Creșterea volumului emisiunilor în anii 2004 și 2007 se datorează emisiunilor realizate de către instituțiile bancare și societățile din domeniul energetic, ceea ce nu este reprezentativ pentru aprecierea tendințelor de dezvoltare a pieței primare.

26. O evoluție neuniformă a cunoscut și piața secundară. Pe parcursul anilor 1999–2010 au fost tranzacționate valori mobiliare în volum de 11,6 miliarde lei. Majorarea volumului tranzacțiilor în anul 2008 până la 2193,5 mil. lei a fost condiționată de creșterea volumului tranzacțiilor de vânzare-cumpărare a pachetelor de acțiuni proprietate publică (Diagrama nr. 2).

**Diagrama nr. 2 Volumul tranzacțiilor cu valori mobiliare, mil. lei**



Volumul tranzacțiilor bursiere în perioada anilor 1999–2010 a constituit 5,1 miliarde lei sau 44% din totalul tranzacțiilor. Astfel, segmentul extrabursier prevalează asupra pieței bursiere, cu excepția anilor 2003 și 2007, când cota tranzacțiilor bursiere a constituit, respectiv, 58% și 66%, datorită înstrăinării pachetelor de acțiuni proprietate publică.

27. În opinia experților Fondului Monetar Internațional și ai Băncii Mondiale, piața de capital din Moldova reflectă procesele de privatizare, are un caracter fragmentar și se manifestă printr-o activitate limitată pe piața primară, precum și volume neînsemnate ale tranzacțiilor pe piața secundară.
28. Structura pieței de capital s-a format în urma privatizării masive a proprietății de stat, în rezultatul căreia s-a înregistrat un număr mare de acționari minoritari și un număr restrâns de acționari care dețin pachete de control în societățile pe acțiuni. Acțiunile și proprietarii acțiunilor au apărut ca rezultat al repartizării cotelor de proprietate din patrimoniul statului și nu al investiției veniturilor proprii pe piața de capital. Practic piața de capital nu dispune de operatori de forță, precum ar fi investitorii instituționali, administratorii eficienți ai investițiilor. Spectrul instrumentelor financiare tranzacționate pe piața de capital este îngust și cuprinde de fapt doar acțiunile.
29. Majoritatea subiectelor de reglementare actuale din Legea cu privire la piața valorilor mobiliare diferă cardinal de reglementările similare din Directivele UE, și anume:

Legislația actuală a Republicii Moldova	Directivele UE (norme transpuse în proiectul Legii)
Activitățile profesionale se răsfrâng asupra valorilor mobiliare	Activitățile și serviciile de investiții se răsfrâng asupra tuturor categoriilor de instrumente financiare
Toate tipurile de emisiuni de valori	Sunt reglementate și supravegheate doar

mobiliare sunt reglementate și supravegheate de Comisia Națională	ofertele publice de valori mobiliare
Aplică noțiuni și terminologie diferită de Directivele UE	-
Aplică un model impropriu de clasificare și reglementare a ofertelor pe piața de capital (oferte publice pe piața primară, oferte de vânzare pe piața secundară, oferte de cumpărare pe piața secundară, oferte de preluare)	Aplică un model care prevede două categorii de oferte: ofertele publice (distincte de ofertele și plasamentele private) și ofertele de preluare
Aplică un model bazat pe regula de concentrare	Tranzacționarea valorilor mobiliare este efectuată în temeiul principiului „executare în cele mai bune condiții”
Operează cu noțiuni depășite de divizare a piețelor – piață primară, piață secundară	Nu aplică astfel de clasificări și de reglementări
Genurile de activitate pe piață diferă ca noțiuni și, în unele cazuri, ca sens, de activitățile stabilite de Directivele UE	-
Condițiile de cumulare a activităților și serviciilor de investiții diferă de normele similare stabilite de Directivele UE	-
Activitatea participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare este reglementată de norme prescriptive	Activitatea societăților de investiții este subordonată unor reglementări bazate pe principii
Normele privind adecvarea capitalului, inclusiv mărimea capitalului inițial, diferă de Directivele UE. Normele de adecvare a capitalului nu sunt stabilite la nivel de lege	Normele privind adecvarea capitalului sunt stabilite la nivelul directivelor
Normele privind tranzacțiile cu informații privilegiate și manipulări diferă substanțial de Directivele UE: orice tranzacție efectuată de anumite categorii de persoane se consideră tranzacție efectuate cu aplicarea informației privilegiate	O tranzacție va cădea sub incidența normelor respective, doar dacă efectiv vor fi folosite informații privilegiate. Dacă o astfel de informație este făcută publică, atunci tranzacția nu va fi considerată ca tranzacție efectuată cu aplicarea informației privilegiate
Normele privind dezvăluirea informațiilor diferă substanțial de Directivele UE: informațiile sunt prezentate publicului anual și includ categoriile de informații stabilite de lege.	Informații sunt prezentate publicului anual, semestrial și trimestrial. Categoriile de informații și formele rapoartelor sunt stabilite la nivelul actelor subordonate Legii de lege.

#### Estimarea posibilelor consecințe

30. Modelul de reglementare a pieței de capital este caracterizat de două elemente definitorii.

- a. În Republica Moldova, primele reglementări în domeniul pieței de capital au avut ca scop susținerea procesului de privatizare în masă. Acest fapt a influențat într-

un mod determinat modelul de reglementare a pieței de capital, astfel încât o parte semnificativă a reglementărilor în domeniu direct sau indirect sunt legate de procesul de privatizare și consecințele acestuia.

- b. În altă ordine de idei, legislația în domeniul pieței de capital aplică o reglementare bazată pe norme prescriptive. În contextul acestei abordări de reglementare, normele prescriu expres comportamentul persoanelor în tranzacțiile cu valorile mobiliare și condițiile desfășurării acestor tranzacții. Această abordare este contrară abordării de reglementare aplicată de MiFID, care presupune o reglementare bazată pe principii.
31. Modelul actual de reglementare, pe de o parte, este depășit și contravine Directivelor UE, în special, care aplică o reglementare bazată pe principii. Pe de altă parte, reglementările actuale nu și-au dovedit eficiența și nu creează premise pentru dezvoltarea pieței de capital. Putem considera că, evoluția indicatorilor pieței primare și secundare înregistrați și activitățile limitate pe piața de capital sunt o consecință a aplicării modelului actual de reglementare.
32. Putem estima, că menținerea modelului actual de reglementare și aplicarea în continuare a unor reglementări bazate pe norme imperative va avea următoarele consecințe majore:
- Va fi perpetuată o stare incertă în dezvoltarea pieței de capital: indicatorii pieței vor rămâne la un nivel insuficient; vor fi reduse perspectivele apariției investitorilor instituționali, ofertelor publice de valori mobiliare și noilor instrumente financiare.
  - Aplicarea unui model de reglementare diferit de modelul stabilit prin Directivele UE limitează posibilitatea apariției investitorilor străini și operatorilor de piață din statele membre ale UE și alte state avansate.
  - Piața de capital nu va reuși să devină o sursă eficientă de atragere a investițiilor și distribuire a acestora în cele mai atractive domenii investiționale. Capacitatea redusă a pieței de capital de a genera investiții se va păstra pe o perioadă nedeterminată. Mai mult, în timp acest indicator inevitabil va scădea dat fiind concurența și calitatea înaltă pe care le generează alte sectoare financiare (bancar, microcreditare, leasing).
  - Cerințele de adecvare a capitalului, de organizare și administrare internă stabilite de legislația actuală față de participanții profesioniști permit ca pe piață să apară operatori neînsemnați și cu un potențial redus.
33. La menținerea reglementărilor actuale, va fi menținut, de asemenea, un număr mai mare de autorizări (licențe, aprobări) de către CNPF în raport cu participanții pieței. Reglementările incluse în proiectul Legii reduc semnificativ cazurile și situațiile în care sunt necesare autorizările (licențierea) CNPF, și anume:

Prospectul ofertei publice se înregistrează de CNPF	Se păstrează
Se eliberează licențe pentru activitatea pe piața de capital	Se păstrează
Se emit autorizații de procurare a cotelor în capitalul participanților profesioniști (Bursa de valori)	Se păstrează
Se aprobă ofertele de preluare	Se păstrează
Se aprobă regulile bursei de valori	Se păstrează, cu unele modificări de formă (vor fi eliberate autorizații pentru piața reglementată)
Se aprobă ofertele publice de cumpărare pe piața secundară	Se exclude
Se aprobă ofertele publice de vânzare pe piața secundară	Se exclude

Astfel, din cele 7 categorii de autorizări emise de CNPF în contextul legislației actuale, prevederile proiectului noii Legi va permite excluderea a 2 categorii de autorizări.

34. În același timp, proiectul Legii prevede introducerea unei noi categorii de act permisiv eliberat de CNPF – autorizație pentru constituirea pieței reglementate și MTF. Necesitatea introducerii autorizației este condiționată de faptul că, Directivele UE permite crearea mai multor platforme organizate de tranzacționare de către o anumită persoană juridică. În temeiul acestor norme, o persoană juridică (operator de piață) este în drept să creeze mai multe piețe reglementate și/sau MTF. Acest fapt diferă de legislația actuală a Republicii Moldova, care prevede că o întreprindere devine ea însăși bursă de valori, ceea ce presupune că poate fi creată o singură platformă de tranzacționare.

#### Consultări

35. Pe parcursul perioadei februarie 2010 – iunie 2010 au fost efectuate consultări și discuții privind proiectul Legii cu factorii interesați, experți în domeniu, reprezentanții participanților profesioniști și ai mediului de afaceri, inclusiv reprezentanții Asociației Investitorilor Străini. Proiectul Legii a fost plasat pe pagina web a CNPF și a fost remis spre avizare Ministerului Economiei, Ministerului Finanțelor, Ministerului Justiției, Băncii Naționale a Moldovei, Centrului de Armonizare a Legislației, Agenției Naționale pentru Protecția Concurenței, Agenției Proprietății Publice, Asociația Băncilor din Moldova, Grupului de lucru pentru activitatea de întreprinzător în Republica Moldova, Centrului pentru Combaterea Crimelor Economice și Corupției, Consiliul de experți pe lângă C.N.P.F. și Asociației patronatelor.

Totodată, de către CNPF au fost organizate un șir de întreveneri cu reprezentanții autorităților publice, precum și cu societate civilă, după cum urmează:

- 12.02.2010 – cu reprezentanți ai participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare, ai Asociației Investitorilor Străini, ai băncilor comerciale și ai mediului de afaceri;  
07.05.2010 – cu reprezentanți ai Centrului pentru Combaterea Crimelor Economice și Corupției, Ministerului Finanțelor, Ministerului Economiei, Agenției Proprietății Publice, Agenției protecției concurenței, Asociației Investitorilor Străini, Asociației patronatelor;

Legislația actuală a Republicii Moldova

Directivele UE (norme transpuse în proiectul Legii)

17.05.2010 –cu reprezentanți ai Băncii Naționale a Moldovei;  
19.05.2010 – ședința Grupului de lucru pentru activitatea de întreprinzător;  
26.05.2010 și 03.06.2010 - cu Consiliul de experți pe lângă Comisia Națională a Pieței Financiare;  
25.05.2011 – cu reprezentanți ai Clubului Republican al Oamenilor de Afaceri “Timpul”, Ministerului Economiei, Ministerului Finanțelor, Ministerului Justiției și Bursei de Valori a Moldovei.

36. Concomitent, proiectul Legii a fost evaluat de un expert internațional pentru stabilirea gradului de compatibilitate cu Directivele UE. În cadrul acestei evaluări a fost elaborată tabela de concordanță dintre prevederile proiectului Legii și prevederile Directivelor UE.
37. În urma discuțiilor și coordonărilor efectuate cu persoanele și autoritățile implicate, a fost elaborată versiunea definitivă a proiectului Legii, avându-se în vedere propunerile și obiecțiile primite.

## IMPACTURILE POTENȚIALE

### Beneficii

38. Putem aprecia, că adoptarea proiectului Legii va avea următoarele beneficii:
- extinderea categoriilor de instrumente financiare pasibile tranzacționării pe piața de capital;
  - extinderea categoriilor de activități și servicii de investiții realizate pe piața de capital;
  - perfecționarea mecanismului ofertelor publice de valori mobiliare;
  - simplificarea procedurilor și cerințelor pentru anumite categorii de clienți și investitori (clienți profesioniști și investitori calificați);
  - trecerea de la modelul prescriptiv de comportament al participanților profesioniști la un model bazat pe administrare și supraveghere prudențială;
  - dezvoltarea piețelor organizate de tranzacționare;
  - apariția unor participanți profesioniști (societăți de investiții și alte întreprinderi ce dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital) puternici, integri și cu un potențial financiar ridicat;
  - crearea premiselor pentru apariția investitorilor instituționali;
  - ridicarea nivelului de transparență a pieței de capital;
  - îmbunătățirea mediului de afaceri pe piața de capital;

k. reducerea categoriilor de autorizări aplicate participanților pieței.

39. Este de așteptat, că noile reglementări vor influența benefic activitățile pe piață și vor asigura creșterea indicatorilor pieței de capital. În particular, se estimează:
- creșterea volumului investițiilor pe piața de capital realizate prin intermediul ofertelor publice;
  - creșterea numărului și volumului serviciilor financiare cu instrumente financiare;
  - efectuarea unor investiții străine importante în capitalul participanților profesioniști (societăți de investiții și alte întreprinderi ce dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital);
  - creșterea potențialului de atragere a investițiilor prin intermediul instrumentelor financiare.
40. Trecerea de la modelul de reglementare bazat pe norme prescriptive la modelul de reglementare bazat pe principii este o condiție care va ridica calitatea serviciilor de investiții și calitatea supravegherii realizate de CNPF. Trebuie de remarcat, că modelul de reglementare a pieței financiare, bazat pe principii, este aplicat în toate statele avansate. În Republica Moldova, acest model este pus la baza reglementării și supravegherii sectorului bancar și, în prezent, se planifică a fi aplicat în privința pieței asigurărilor. De asemenea, legislația contabilă prevede aplicarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară, care au la bază reglementarea bazată pe principii în privința raportărilor financiare.

### Beneficii ce țin de unele subiecte ale pieței de capital

41. Proiectul Legii implică un set de beneficii incontestabile în privința reglementării unor instituții juridice ale pieței de capital: pe de o parte, sunt anulate un șir de restricții depășite; pe de altă parte, sunt perfecționate mecanismele de reglementare și supraveghere. În acest sens, ne referim la următoarele subiecte:
- oferte publice de valori mobiliare;
  - operațiuni cu instrumente financiare;
  - piețe organizate de tranzacționare;
  - tranzacții cu implicarea insiderilor.
42. *Oferte publice de valori mobiliare.* În conformitate cu prevederile proiectului Legii, doar ofertele publice de valori mobiliare urmează a fi reglementate și supravegheate. Ofertele închise (private) de valori mobiliare nu cad sub incidența domeniului de supraveghere a CNPF și nu necesită a fi reglementate. În contextul acestor prevederi, doar valorile mobiliare emise în cadrul ofertelor publice vor fi supuse înregistrării de către CNPF. Astfel, va fi esențial simplificat procesul de emisiune a valorilor mobiliare. Acest model de reglementare a ofertelor de valori mobiliare este bazat pe considerentul, că intervenția statului se impune

doar în cazul în care valorile mobiliare sunt distribuite unui cerc larg de deținători, care au un nivel obișnuit de cunoaștere a pieței de capital și care necesită protecția statului. În aceeași ordine de idei, proiectul Legii introduce noțiunea de „investitor calificat” (în contrast cu noțiunea „investitor mic”) – categorie de persoane care posedă un nivel înalt de cunoaștere a instituțiilor pieței de capital, care sunt apți să ia decizii în mod individual în privința investițiilor în instrumentele financiare și care nu necesită din partea statului protecția acordată investitorilor mici.

43. *Operațiuni cu instrumente financiare.* Conform modelului existent de reglementare, orice operațiuni cu valori mobiliare cad sub incidența reglementărilor și supravegherii autorității publice competente. Conform noilor prevederi ale proiectului Legii, sunt reglementate și supravegheate operațiunile efectuate cu instrumente financiare admise pe piața reglementată sau MTF. Proiectul Legii introduce noțiunea de „client profesionist” (în contrast cu noțiunea „client obișnuit”) – persoană care posedă un nivel înalt de cunoaștere a instituțiilor pieței de capital, care sunt apți să ia decizii în mod individual în privința serviciilor oferite de societățile de investiții. În concordanță cu MiFID, scopul primordial al statului este de a asigura protecția intereselor și drepturilor clienților obișnuiți. În acest mod, este asigurată simplificarea procedurilor și cerințelor ce țin de operațiunile cu instrumente financiare.
44. *Piețe organizate de tranzacționare.* Conform proiectului Legii, piața organizată de tranzacționare include piețele reglementate și sistemele multilaterale de tranzacționare (MTF). Atât piața reglementată, cât și MTF sunt piețe care asigură în mod organizat confruntarea unor ordine multiple de vânzare-cumpărare a instrumentelor financiare primite de la persoane terțe. În spiritul MiFID și în conformitate cu normele acesteia, în privința tranzacționării instrumentelor financiare, proiectul Legii anulează regula concentrării și introduce regula „executare în cele mai bune condiții”. Acest fapt presupune, că o societate de investiții este obligată să execute un ordin de tranzacționare primit de la client în cele mai bune condiții pentru client.
45. Drept consecințe directe ale acestor reglementări, vor fi atinse următoarele beneficii:

- a. simplificarea procesului de emisiune a valorilor mobiliare;
- b. simplificarea procedurilor și cerințelor ce țin de operațiunile cu instrumente financiare;
- c. simplificarea procesului și cerințelor ce țin de tranzacționarea instrumentelor financiare;
- d. executarea ordinului clientului la cel mai bun preț.

#### Costuri

46. Adoptarea și implementarea proiectului Legii implică estimativ două categorii de costuri:

##### *Costuri suportate de autoritățile publice:*

- a. costuri ce țin de comunicare și informare;

- b. costuri ce țin de instruirea colaboratorilor autorităților publice, în primul rând CNPF, organelor judiciare și altor autorități publice;
- c. costuri ce țin de aplicarea unui model eficient de supraveghere și investigație aplicat de CNPF;
- d. costuri ce țin de elaborarea și implementarea unui cadru normativ subordonat noii Legi.

##### *Costuri suportate de participanții pieței:*

- a. costuri ce țin de instruirea colaboratorilor întreprinderilor ce vor deține licențe pentru activitate pe piața de capital;
  - b. costuri ce țin de aplicarea noilor cerințe privind organizarea internă și administrarea prudențială stabilită față de întreprinderile care dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital (reorganizarea internă, aprobarea și implementarea noilor politici și proceduri, managementul riscului, administrarea prudențială, audit și control intern, dezvoltarea unor produse, programe noi pentru desfășurarea activității, angajarea unui personal nou cu cunoștințe în domeniu, dezvoltarea infrastructurii informaționale și tehnologice interne etc.);
  - c. costuri ce țin de obținerea noilor licențe și autorizații pentru activitățile desfășurate pe piața de capital;
  - d. costuri ce țin de desființarea participanților profesioniști actuali, care nu vor obține licențe pentru activități pe piața de capital, conform prevederilor proiectului Legii;
  - e. costuri ce țin de majorarea capitalului inițial al întreprinderilor care dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital;
  - f. costuri ce țin de respectarea noilor cerințe privind dezvoltarea informațiilor (pentru societățile pe acțiuni care au efectuat oferte publice de valori mobiliare și/sau ale căror valori mobiliare sunt admise spre tranzacționare pe piața reglementată).
47. Conform proiectului Legii, taxa pentru obținerea licenței este 10 mii lei pentru întreprinderile ce desfășoară activități pe piață. Conform legislației actuale, taxa pentru obținerea licenței participantului profesionist este de 2,5 mii lei. Astfel, la prima vedere, condițiile de plată pentru obținerea licenței devin mai rigide (are loc o creștere de la 2,5 mii lei la 10 mii lei). În același timp, trebuie de remarcat, că legislația actuală prevede că licența participanților profesioniști are o valabilitate determinată de 5 ani, pe când conform proiectului Legii, licențele pentru activitate pe piața de capital vor fi eliberate pe o perioadă nedeterminată.
48. Proiectul noii Legi aplică, de asemenea, taxe pentru eliberarea autorizației pieței reglementate și autorizația MTF, taxe pentru eliberarea cărora constituie 20 mii lei și,

respectiv, 10 mii lei. Stabilirea acestor taxe este impusă din considerentul, că prevederile MiFID cer ca statul să ia măsurile de rigoare pentru a nu admite apariția unor piețe fictive, care ar distorsiona procesul normal de tranzacționare.

## Riscuri

49. Adoptarea și implementarea proiectului Legii implică estimativ următoarele riscuri:
- înțelegerea incorectă a prevederilor legii și conformarea scăzută cu noile prevederi ale legii;
  - neaplicarea sau aplicarea cu întârziere a noului model de reglementare la nivelul actelor normative subordonate legilor;
  - capacitatea redusă a unor participanți profesioniști de a se conforma noilor cerințe;
  - resursele reduse ale autorităților publice responsabile de a implementa prevederile noii legi;
  - simularea unor situații nefavorabile de către persoanele cointeresate, cu scopul de a compromite prevederile noii legi.
50. Este important ca toate riscurile enumerate să fie luate în considerație și să fie întreprinse măsurile necesare pentru excluderea acestora sau diminuarea posibilelor efecte negative. În caz contrar, prevederile proiectului Legii vor fi compromise și nu vor fi implementate la modul cuvenit.
51. O măsură eficientă de diminuare a acestor riscuri, se referă la faptul, că noile prevederi ale legii să fie bine comunicate și explicate, pentru a se asigura înțelegerea lor corectă de către întreprinderile care dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital și de potențialii investitori, inclusiv investitorii mici.

## Impactul asupra întreprinderilor mici și mijlocii

52. Prevederile proiectului Legii au un impact direct asupra a două categorii de întreprinderi mici și mijlocii:
- participanții profesioniști la piața valorilor mobiliare care se încadrează în categoria întreprinderilor mici și mijlocii;
  - societățile pe acțiuni care au efectuat oferte publice și/sau ale căror valori mobiliare sunt admise spre tranzacționare la piața reglementată și/sau MTF, și care se încadrează în categoria întreprinderilor mici și mijlocii.

## A. Impactul asupra participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare care se încadrează în categoria întreprinderilor mici și mijlocii

53. Noile reglementări stabilite de proiectul Legii, vor impune participanții profesioniști care se încadrează în categoria întreprinderilor mici și mijlocii să identifice resurse suplimentare necesare pentru respectarea cerințelor de ajustare a capitalului. Aceste cerințe, de asemenea, pot influența fuzionarea unor participanți profesioniști existenți sau, în cazul în care nu se vor conforma noilor cerințe, dizolvarea acestora.
54. Cerințele actuale privind capitalul participanților profesioniști sunt stabilite de Regulamentul privind modul de acordare și retragere a licențelor pentru activitate profesionistă pe piața valorilor mobiliare, adoptat prin Hotărârea CNPF nr.53/12 din 31.10.2008). Conform Regulamentului, cerințele către capitalul propriu al participanților profesioniști este de la 100 mii lei până la 800 mii lei, în dependență de activitățile desfășurate, și de 1 milion lei pentru bursele de valori. La nivelul UE, cerințele către capitalul societăților de investiții sunt stabilite de 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. Este evident că prevederile Directivei menționate stabilesc cerințe înalte față de capitalul societăților de investiții. Pentru a diminua efectul negativ asupra participanților profesioniști existenți și în același timp, pentru a asigura ajustarea la prevederile Directivei, proiectul Legii propune trecerea etapizată la noi cerințe către capital. Noile cerințe către capital sunt următoarele:
- pentru deținerea licenței de categoria A: echivalentul în lei a 8 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la un an de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 18 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la trei ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 25 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la cinci ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 38 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la șapte ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 50 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la zece ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi;
  - pentru deținerea licenței de categoria B: echivalentul în lei a 19 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la un an de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 44 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la trei ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 63 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la cinci ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 94 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la șapte ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 125 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la zece ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi;
  - pentru deținerea licenței de categoria C: echivalentul în lei a 110 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la un an de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 256 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la trei ani de la data intrării în vigoare a prezentei

legii, echivalentul în lei a 365 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la cinci ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 548 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la șapte ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, echivalentul în lei a 730 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la zece ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi.

Astfel, la un an de la intrarea în vigoare a legii, capitalul minim al unei societăți de investiții care va avea dreptul să presteze toate serviciile pe piața de capital, inclusiv crearea unui MTF, trebuie să fie de cel puțin 8 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei, acesta urmând a fi majorat până la 730 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la zece ani de la data intrării în vigoare a legii.

55. În privința piețelor reglementate, se propune stabilirea unor cerințe față de capital acestora în mărime de cel puțin 375 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la un an de la data intrării în vigoare a prezentei legi, 875 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la trei ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, 1 250 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la cinci ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, 1 875 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la șapte ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi, 2 500 000 euro calculat la cursul oficial al Băncii Naționale a Moldovei la zece ani de la data intrării în vigoare a prezentei legi. De remarcat, că Directivele UE nu stabilesc expres cerințe față de capitalul piețelor reglementate. În același timp, cerințele incluse în proiectul Legii iau în considerație cele mai bune practici și normele similare din statele membre ale UE (spre exemplu, capitalul minim stabilit pentru piețele reglementate în România constituie 5 milioane EURO).

56. Trebuie de menționat, că stabilirea unor cerințe noi pentru capitalul întreprinderilor care prestează servicii pe piața de capital este o condiție esențială, dat fiind că va asigura existența pe piață a unor companii cu potențial înalt, apte să respecte cerințele stabilite de legislație și să asigure protejarea drepturilor investitorilor și clienților.

*B. Impactul asupra societăților pe acțiuni care au efectuat oferte publice și/sau ale căror valori mobiliare sunt admise spre tranzacționare la piața reglementată și/sau MTF, și care se încadrează în categoria întreprinderilor mici și mijlocii*

57. Proiectul Legii stabilește noi cerințe privind dezvăluirea informației de către unele societăți pe acțiuni. Astfel, dacă până în prezent legislația impune prezentarea dărilor de seamă periodice anuale, atunci noile prevederi ale proiectului Legii obligă prezentarea rapoartelor periodice anuale, semestriale și trimestriale. În aceste condiții, este posibil ca unele societăți pe acțiuni să suporte cheltuieli mai înalte pentru dezvăluirea informațiilor.

58. Trebuie însă de remarcat că prevederile în cauză se vor răsfrânge asupra unui număr relativ redus de societăți pe acțiuni. Acest fapt se datorează următoarelor considerente:

- în prezent, obligația de a prezenta rapoarte anuale se referă la toate societățile pe acțiuni care cad sub incidența art.2 alin.(2) din Legea nr.1134-XIII din 02.04.1997 privind societățile pe acțiuni;
- conform prevederilor proiectului Legii, această obligație va reveni doar societăților care au efectuat oferte publice și/sau ale căror valori mobiliare sunt admise spre tranzacționare la piața reglementată și/sau MTF;
- conform dispozițiilor tranzitorii la data intrării în vigoare a legii vor fi selectate societățile pe acțiuni la care valorile mobiliare vor fi admise pe o piață reglementată sau MTF conform criteriilor stabilite în Lege din cele care astăzi cad sub incidența art.2 alin.(2) din Legea nr.1134-XIII din 02.04.1997 privind societățile pe acțiuni.

Aceste măsuri constituie motivul din care doar un număr neînsemnat de societăți pe acțiuni vor suporta cheltuieli suplimentare pentru dezvăluirea informațiilor, conform noilor cerințe ale proiectului Legii.

#### OPȚIUNILE ALTERNATIVE

59. Avându-se în vedere situația curentă pe piața de capital, legislația existentă și Directivele UE, au fost examinate următoarele opțiuni alternative:

- a. Opțiunea 1 – „a nu face nimic”;
- b. Opțiunea 2 – menținerea în vigoare a Legii privind piața valorilor mobiliare și operare cauzală a unor modificări și completări;
- c. Opțiunea 3 – păstrarea modelului existent de reglementare, bazat pe norme prescriptive;
- d. Opțiunea 4 – aprobarea unui model nou de reglementare a pieței de capital, bazat pe principii și ajustat la Directivele UE.

#### Opțiunea 1 – „a nu face nimic”

60. Opțiunea dată presupune menținerea cadrului legislativ actual în domeniul pieței valorilor mobiliare. Opțiunea în cauză se bazează pe precondiția, că situația pe piața de capital este una optimală, piața parcurge o cale sigură de dezvoltare și indicatorii pieței evoluează constant. Avându-se în vedere situația reală pe piața de capital (a se vedea capitolul „Definirea problemelor”), opțiunea „a nu face nimic” este inacceptabilă.

61. *Beneficiile opțiunii 1.* Această opțiune nu aduce beneficii.

62. *Costurile opțiunii 1.* Această opțiune nu implică costuri directe, în același timp ea presupune costuri indirecte importante, dat fiind că limitează dezvoltarea industriei financiare și diminuează semnificativ potențialul investițional al țării. Valoarea acestor costuri nu poate fi estimată, însă este substanțială.

63. *Riscurile opțiunii 1.* Opțiunea 1 implică următoarele riscuri:

- a. excluderea premiselor pentru dezvoltarea pieței de capital;
- b. menținerea unor indicatori scăzuți ai pieței.

**Opțiunea 2 – menținerea în vigoare a Legii privind piața valorilor mobiliare și operarea cazuală a unor modificări și completări**

64. Opțiunea dată presupune păstrarea în vigoare a Legii cu privire la piața valorilor mobiliare și adoptarea unor modificări și completări cazuale la diferite instituții juridice reglementate de lege. Opțiunea în cauză se bazează pe condiția, că reglementările în domeniul pieței de capital sunt în mare parte ajustate Directivelor EU, iar modificările ulterioare vor asigura ajustarea completă. Având în vedere această condiție, evoluția pieței de capital de la adoptarea legii, opțiunea 2 este inacceptabilă, dat fiind că Legea cu privire la piața valorilor mobiliare conține diferențe de principiu în raport cu Directivele UE, și nu poate fi considerată ca „ajustată în mare parte”.

65. Implementarea unor noi reglementări în domeniul pieței de capital necesită un set de măsuri complexe, bazate pe o abordare de sistemă. Operarea modificărilor cauzale nu asigură această abordare și va avea un efect incert asupra dezvoltării ulterioare pe piața de capital. În același timp, modificările permanente de lungă durată, chiar dacă admitem că astfel de modificări sunt necesare, creează impedimente majore în funcționarea participanților pieței (necesitatea de a modifica actele normative și actele interne ale participanților profesioniști, modificarea permanentă a „regulilor de joc”, lipsa unor tradiții în aplicarea noilor norme, neînțelegerea corectă a noilor norme, confuziile și neclaritățile cauzate de implementarea noilor norme, etc.).

66. *Beneficiile opțiunii 2.* Această opțiune aduce beneficii limitate și incerte.

67. *Costurile opțiunii 2.* Această opțiune implică costuri adiacente, necesare pentru implementarea unor amendamente cauzale la lege. Valoarea acestor costuri nu poate fi estimată, dat fiind că depinde de posibilele modificări și completări.

68. *Riscurile opțiunii 2.* Opțiunea 2 implică următoarele riscuri:

- a. limitarea premiselor pentru dezvoltarea pieței de capital și menținerea unei situații incerte pe piața de capital;
- b. evoluția indicatorilor pieței în limite neînsemnate pe o perioadă nedefinită (până la operarea tuturor amendamentelor necesare pentru ajustarea completă la Directivele UE).

**Opțiunea 3 – păstrarea modelului existent de reglementare, bazat pe norme prescriptive**

69. Opțiunea dată este o îmbinare a opțiunilor anterioare. Această opțiune presupune menținerea abordării de reglementare a pieței de capital bazate pe norme prescriptive. Opțiunea nu poate fi acceptată din următoarele considerente:

- a. normele prescriptive creează premise pentru aplicarea formală a acestora, fără a se atinge obiectivele puse în fața acestor norme;
- b. reglementarea prin intermediul normelor prescriptive este un model depășit, incompatibil cu modelul de reglementare care derivă din MiFID și alte directive referitoare la serviciile financiare;
- c. reglementarea prin intermediul normelor prescriptive exclude administrarea și supravegherea prudențială a activităților pe piața de capital, care constituie elemente definitorii ale MiFID;
- d. reglementarea prin intermediul normelor prescriptive limitează funcțiile de supraveghere și reglementare ale CNPF.

70. *Beneficiile opțiunii 3.* Această opțiune aduce beneficii limitate și reprobabile.

71. *Costurile opțiunii 3.* Această opțiune nu implică costuri directe, în același timp ea presupune costuri indirecte importante, dat fiind că limitează dezvoltarea industriei financiare și diminuează semnificativ potențialul investițional al țării. Valoarea acestor costuri nu poate fi estimată, însă este substanțială.

72. *Riscurile opțiunii 3.* Opțiunea 3 implică următoarele riscuri:

- a. excluderea premiselor pentru dezvoltarea pieței de capital;
- b. menținerea unor indicatori scăzuți ai pieței.

**Opțiunea 4 – aprobarea unui model nou de reglementare a pieței de capital, bazat pe principii și ajustat la Directivele UE**

73. Opțiunea 4 este pusă la baza proiectului Legii. Opțiunea în cauză se bazează pe condiția că, cadrul de reglementare național urmează a fi ajustat Directivelor UE, pentru că situația pe piața de capital să devină favorabilă cu indicatori constanți de dezvoltare. Aceste condiții reflectă situația actuală din Republica Moldova, din aceste considerente, opțiunea 4 urmează a fi acceptată și urmată.

74. *Beneficiile opțiunii 4.* Se prognozează că această opțiune va permite atingerea obiectivelor și beneficiilor stabilite în pct.20, 38,39:

75. *Costurile opțiunii 4.* Această opțiune va implica categoriile de costuri stabilite în pct.46.

76. *Riscurile opțiunii 4.* Opțiunea 4 implică riscurile specificate în pct.49.

**IMPLEMENTAREA**

77. Rezultatele, consecințele și efectele adoptării Legii vor depinde în mare parte de calitatea măsurilor realizate pentru implementarea Legii. Majoritatea acestor măsuri urmează a fi realizate sau, cel puțin, conștientizate și planificate până la intrarea în vigoare a Legii.

78. În această privință, trebuie să se facă distincție între două categorii de măsuri:

- a. măsuri de implementare la nivelul autorităților publice;
- b. măsuri de implementare la nivelul participanților pieței.

79. *Măsurile de implementare la nivelul autorităților publice* vor include măsurile realizate de Comisia Națională, care se referă la:

- a. planificarea măsurilor necesare de realizat în vederea executării și implementării Legii, făcându-se distincție între măsurile pe termen scurt și mediu;
- b. identificarea actelor normative cu caracter de reglementare care urmează să fie elaborate și adoptate până la intrarea în vigoare a Legii;
- c. identificarea actelor normative cu caracter de reglementare care urmează să fie elaborate și adoptate după intrarea în vigoare a Legii;
- d. emiterea de scrisori și note cu caracter explicativ și de recomandare, în vederea tălmăcirii și exemplificării definițiilor stabilite de prezenta lege;
- e. organizarea cursurilor de instruire pentru alte autorități competente de aplicare a Legii (organe judiciare și de drept);
- f. oferirea suportului necesar participanților pieței pentru înțelegerea corectă și implementarea prevederilor noii Legi;
- g. asigurarea măsurilor de supraveghere necesare în procesul trecerii de la prevederile legislației actuale la prevederile noii Legi.

80. *Măsurile de implementare la nivelul participanților pieței* vor include următoarele măsuri:

- a. asigurarea unui volum al capitalului inițial în mărirea stabilită de Lege;
- b. elaborarea și adoptarea politicilor și procedurile interne;
- c. organizarea structurilor de administrare și funcționare internă;
- d. asigurarea respectării cerințelor către deținătorii de cote în capitalul social al întreprinderilor care dețin licențe pentru activitate pe piața de capital;
- e. obținerea licențelor pentru activitate pe piața de capital;
- f. reorganizarea funcțiilor interne în conformitate cu noile cerințe stabilite de Lege.

81. Prevederile noii Legi sunt astfel stabilite, încât implementarea Legii trebuie să implice o abordare de sistemă. Este o abordare care derivă din modelul de reglementare stabilit de Directivele UE. Normele noii Legii urmează a fi realizate integral și în mod complex, fără a se admite derogări sau transferul termenilor de implementare, pentru unele

compartimente ale Legii, pe alte perioade. Orice astfel de derogări sau transferuri ale termenilor de implementare, vor afecta calitatea implementării Legii și ar putea duce la degradarea situației pe piața de capital.

82. Capacitatea de implementare constituie unul din riscurile cele mai importante ce țin de proiectul Legii. Posibilele rezultate scăzute după anumite perioade de la intrarea în vigoare a Legii vor fi o consecință directă a unor măsuri insuficiente aplicate pentru implementarea Legii. În această privință, este imperativ necesară instruirea atât a colaboratorilor autorităților publice implicate (CNPFF, organele judiciare și de drept), cât și a colaboratorilor întreprinderilor care dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital privind condițiile executării și implementării Legii.

83. Un alt risc major aferent implementării Legii ține de nedorința unor participanți ai pieței de a se conforma noilor cerințe ale Legii. Prevederile noii Legi anulează unele norme preferențiale în favoarea unor anumiți participanți actuali ai pieței. În aceste condiții, sunt posibile diverse acțiuni din partea acestor participanți, care vor avea ca scop defăimarea prevederilor noii Legi. Spre exemplu, vor fi efectuate tranzacții fictive în condiții demonstrativ contrare legii, vor fi realizate operațiuni la prețuri demonstrativ mici pentru a contesta noile norme privind efectuarea operațiunilor cu instrumente financiare, vor fi reflectate tranzacții efectuate pe persoane care dețin sau pot deține informații privilegiate, se va încerca distribuirea publică a informației privind efectele negative ale Legii etc. Obiectivul acestor acțiuni va constitui încercarea de a arăta că noul cadru de reglementare nu este potrivit și nu asigură funcționarea pieței de capital. Pentru a stopa astfel de activități, va fi necesar de realizat următoarele măsuri: 1. supravegherea continuă și eficientă a pieței de capital și a participanților acestora, în vederea depistării operative a unor astfel de activități; 2. informarea corectă și obiectivă a publicului larg privind scopurile Legii, beneficiile și riscurile pe care le implică.

#### Capacitățile actuale ale CNPFF

84. La momentul actual, atribuțiile, drepturile și obiectivele de activitate ale CNPFF sunt stabilite de Legea privind Comisia Națională a Pieței Financiare. Legea menționată conține, în mare parte, prevederile necesare pentru a asigura implementarea și executarea ulterioară a noii Legi privind piața de capital. Capacitatea CNPFF de a implementa și executa noua Lege derivă din următoarele atribuții fundamentale, prevăzute de Legea privind Comisia Națională a Pieței Financiare:

- a. CNPFF este organ de reglementare a pieței de capital – această atribuție pune în sarcina CNPFF să emită decizii necesare pentru aplicarea prevederilor actelor legislative și asigurării funcționării pieței; în virtutea acestei atribuții CNPFF este aptă să elaboreze și să adopte acte normative cu caracter de reglementare;
- b. CNPFF este organ de supraveghere a pieței de capital – această calitate obligă monitorizarea permanentă a pieței și a participanților pieței, în vederea depistării în termen util și preîntâmpinării activităților ilegale pe piață;

c. CNPF este organ de control al pieței de capital – această atribuție permite efectuarea de investigație a participanților pieței și a operațiunilor realizate de către aceștia cu instrumente financiare.

85. În conformitate cu cele mai bune practici internaționale și în concordanță cu Directivele UE, autoritatea de reglementare, supraveghere și control a pieței de capital trebuie să fie autonomă în realizarea funcțiilor sale. Această condiție, de asemenea, este prevăzută de legislația în vigoare a Republicii Moldova: Legea privind Comisia Națională a Pieței Financiare conține prevederi care permit CNPF realizarea funcțiilor sale în mod autonom. În acest sens, legea prevede, că CNPF este o autoritate publică autonomă, care nu se subordonează altor autorități publice. Autonomia CNPF este garantată, de asemenea, de existența unui buget separat față de autoritățile publice, care ar putea influența autonomia CNPF în luarea deciziilor.

86. Cele menționate asigură CNPF capacitățile și drepturile necesare pentru implementarea și executarea noii Legi.

87. În același timp, pentru a garanta compatibilitatea deplină cu Directivele aplicabile ale UE, în cadrul proiectului Legii au fost stabilite un set de drepturi/atribuții suplimentare<sup>1</sup> în raport cu autoritatea centrală de reglementare a pieței de capital. Aceste drepturi și atribuții nu substituie și nu modifică atribuțiile și obiectivele principale ale CNPF, ci doar le ajustează la modelul european.

#### INDICATORII PERFORMANȚEI

88. În prezent, pentru evaluarea situației pe piața de capital sunt aplicați un șir de indicatori care evaluează și reflectă global sau pe anumite segmente situația pe piața de capital. Acești indicatori ar putea fi utilizați în egală măsură ca indicatori de performanță în implementarea noii Legi. Acești indicatori se referă la:

- a. numărul și volumul ofertelor publice de valori mobiliare;
- b. numărul și volumul tranzacțiilor cu instrumente financiare pe piețe reglementate;
- c. numărul și volumul serviciilor oferite de societățile de investiții;
- d. ponderea în PIB a indicatorilor nominalizați.

89. Este imposibil de stabilit valoarea cantitativă a indicatorilor enumerați. Drept indicator de performanță va servi, în primul rând, trendul ascendent al acestor indicatori. În al doilea rând, pentru evaluarea performanței pe piața de capital, vor fi utilizați diferiți indicatori la nivel internațional, care țin de unele sectoare sau domenii ale pieței de capital (Doing Business – referitor la relațiile corporative, precum și un șir de indicatori referitor la situația investițională din țară).

<sup>1</sup> Anumite drepturi ce țin de supravegherea ofertelor publice, efectuarea investigațiilor, publicarea deciziilor privind rezultatele investigațiilor, etc.

#### DATA INTRĂRII ÎN VIGOARE ȘI TERMENUL DE ACȚIUNE

90. Aprobarea și implementarea noii Legi este un proces complex și multidimensional, care va viza în egală măsură autoritățile publice, emitenții de instrumente financiare, investitorii, participanții profesioniști și alți actori ai pieței. Este dificil să presupunem că implementarea noii Legi și trecerea completă la un nou cadru de reglementare va fi o acțiune unică, realizată chiar la intrarea în vigoare a Legii. Inevitabil, noua Lege va presupune o perioadă de tranziție de la cadrul de reglementare anterior la normele noii Legi.

91. În acest sens, noua Lege urmează să intre în vigoare după șase luni de la publicare în Monitorul Oficial.

92. Datorită unui potențial redus al pieței de capital la etapa actuală, unele norme ale Directivelor UE nu pot fi transpuse imediat. În special, este cazul normelor care stabilesc cerințele față de capitalul entităților care dețin licențe pentru activitatea pe piața de capital. Pentru a administra efectul și riscurile ce țin de participanții profesioniști actuali, dar și pentru a asigura transpunerea Directivelor, se propune implementarea etapizată a cerințelor referitoare la capitalul întreprinderilor care dețin licențe. În acest sens, proiectul Legii prevede creșterea graduală a capitalului la perioade de 1, 3, 5, 7, 10 ani de la intrarea în vigoare a Legii.

93. Legea urmează a fi adoptată pe un termen nedefinit și va fi în vigoare până la abordarea acesteia sau modificarea unor prevederi sau compartimente ale acesteia.