

**ANALIZA COMPARATIVĂ A
DEZVOLTĂRII PIEȚELOR DE
CAPITAL DIN ȚĂRILE
DEZVOLTATE ȘI ȚĂRILE ÎN
CURS DE DEZVOLTARE DIN UE
ȘI REPUBLICA MOLDOVA, PE
BAZA ABORDĂRII INDICATIV-
FUNCȚIONALE**

**Prof.univ., dr. hab. Rodica HÎNCU, ASEM
Lect. sup. dr. Svetlana BILOOCAIA, ASEM**

În baza unui studiu comparativ al caracteristicilor piețelor de capital din țările dezvoltate și cele în curs de dezvoltare din Uniunea Europeană și Republica Moldova, realizat din perspectiva abordării indicativ-funcționale, în articolul dat, se evidențiază principalele provocări pentru îmbunătățirea pieței de valori autohtone și se identifică principalele direcții de modernizare, pentru a asigura realizarea, de către piața respectivă, a funcțiilor sale specifice.

Cuvinte-cheie: funcțiile pieței valorilor mobiliare, analiză comparativă, creștere economică, dezvoltare instituțională, Directivele UE, direcții de dezvoltare a pieței de capital a Republicii Moldova.

JEL: O16

Piața valorilor mobiliare (PVM) ocupă un loc aparte în economie și îndeplinește un șir de funcții importante în sistemul de producție, reprezentând mecanismul prin intermediul căruia se realizează transferul de fonduri, contribuind, astfel, la finanțarea creșterii economice.

În statele europene, cota capitalului acționar în PIB constituie 47%, iar cota capitalului atras pe piețele obligațiunilor corporative – 25%. Piața de capital a Uniunii Europene (UE) contribuie la atragerea resurselor din partea unui spectru larg de investitori, fapt ce permite considerarea PVM ale acestor state drept mecanism-cheie de mobilizare a resurselor pentru necesitățile economiei.

În vederea realizării direcțiilor de dezvoltare a economiei, în *Strategia Națională de Dezvoltare a Republicii Moldova*, pentru piața financiară a Republicii Moldova, sunt stabilite sarcini de atragere a unor volume considerabile de resurse financiare. Totuși, cercetarea efectuată de autori a confirmat că cota pieței de capital în PIB-ul autohton reprezintă doar 9,8%, ceea ce demonstrează neîndeplinirea, de către piața de capital autohtonă, în deplină măsură, a sarcinii sale primordiale de mobilizare a economiilor în scopul asigurării creșterii economice. Scopul articolului dat constă în prezentarea, în baza analizei comparative, a evoluției PVM a statelor Uniunii Europene și a Republicii Moldova, precum și în determinarea problemelor de funcționare a PVM autohtone, existente la

**COMPARATIVE ANALYSIS OF
CAPITAL MARKETS
DEVELOPMENT IN DEVELOPED
AND DEVELOPING COUNTRIES
OF THE EU AND THE REPUBLIC
OF MOLDOVA, BASED ON
INDICATIVE AND FUNCTIONAL
APPROACH**

**Professor, Dr. Hab. Rodica HINCUI, ASEM
Senior lecturer Svetlana BILOOCAIA, ASEM**

Based on a comparative study of the capital markets' characteristics in developed and developing countries of the European Union and the Republic of Moldova, conducted from the perspective of indicative and functional approach, the present article highlights the main challenges to improve the local stock market and identifies the main directions of modernization, so as to ensure the fulfillment of its specific functions.

Key words: securities market functions, benchmarking, economic growth, institutional development, EU Directives, development directions of Moldova capital market.

JEL: O16

Securities market (SM) has a special place in a country's economy and fulfills a number of important functions in the production system, representing the mechanism of funds transfer, thus contributing to financing economic growth.

In European countries, equity share of GDP is 47% and the share of the capital raised by corporate bond markets – 25%. European Union capital market contributes to the attraction of resources from a wide range of investors, allowing SM to be considered as a key mechanism to mobilize resources for the needs of the state's economy.

In order to achieve the fulfilling the economic development directions, the *National Development Strategy of the Republic of Moldova*, has set tasks for attracting considerable volumes of financial resources for the Moldova financial market. However, the conducted research has confirmed that the market share of domestic capital in GDP is only 9.8%, which demonstrates the failure of the domestic capital market to fulfill its primary task of mobilizing savings so as to ensure economic growth. The purpose of the present article is to present the evolution of the SM in EU countries and Moldova, based on the comparative analysis, as well as determining the current problems of Moldova SM and propose recommendations on the main development directions so as to ensure the fulfillment of its characteristic features, especially in

moment, și propunerea direcțiilor principale de dezvoltare a acestora în vederea asigurării realizării, de către piață, a funcțiilor sale caracteristice, în special, în contextul integrării financiare europene. Pentru o analiză comparativă multilaterală, în articol, sunt reflectate rezultatele cercetării piețelor de capital din țările dezvoltate ale UE, care au o lungă istorie de dezvoltare și joacă un rol important în creșterea economică națională, precum și piețele de capital ale țărilor cu economii emergente, care, într-un timp scurt, au trecut de la economia planificată la economia de piață și au asigurat implementarea cerințelor UE față de piețele de capital autohtone.

Analiza comparativă a evoluției piețelor de capital ale statelor UE și Republicii Moldova, efectuată în baza abordării *indicativ-funcționale*, a demonstrat:

1. PVM autohtonă, spre deosebire de piețele statelor europene, îndeplinește *funcția de acumulare (investițională)* într-o măsură neînsemnată:

1.1. *Cota surselor, atrase pe piețele de acțiuni ale statelor UE în PIB, constituie 47%, în timp ce, în Republica Moldova, acest indicator nu reprezintă nici măcar 2%, iar rolul determinant în atragerea surselor în economie îi revine creditării bancare (vezi figura 1).*

the context of European financial integration. For a multilateral comparative analysis the present research presents the study results of the capital markets in the EU developed countries, which have a long history of development and play an important role in the national economic growth, as well as the capital markets of emerging economies, which, during a short period of time have merged from a planned economy to a market economy and ensured the implementation of the EU requirements to domestic capital markets.

The comparative analysis of the capital markets evolution of EU countries and the Republic of Moldova have been carried out based on an *indicative and functional approach*, that has proved the following:

1. The domestic SM, unlike the markets of EU countries, performs the function of *acquisition (investment)* to an insignificant extent:

1.1. *The share of resources attracted to the GDP of the EU countries securities markets is 47%, while in Moldova this indicator is not even 2% and the decisive role in attracting resources in the economy is given to the bank lending (figure 1).*

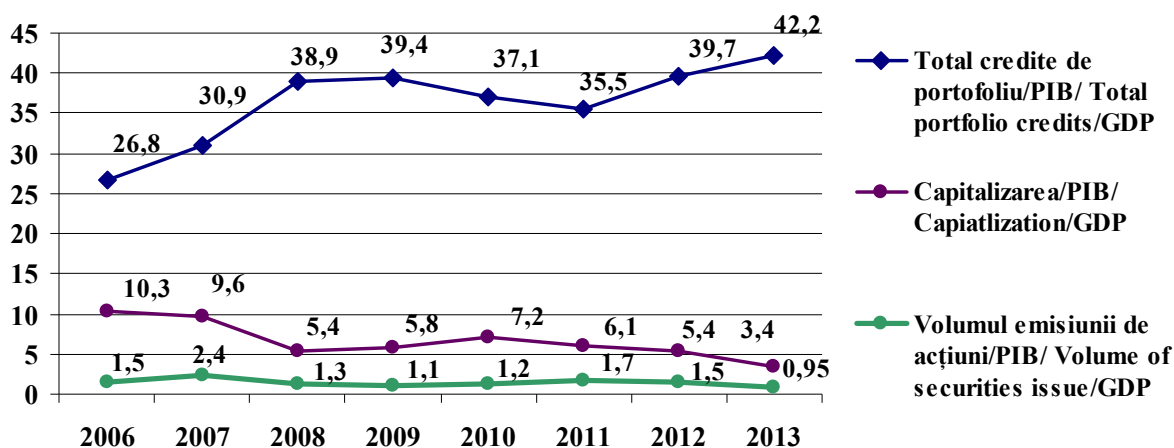


Figura 1. Contribuția PVM și sectorului bancar al Republicii Moldova în formarea PIB-ului național, % /

Figure 1. Securities market and banking contribution to the formation of GDP in Moldova

Sursa: elaborată de autori în baza www.cnpf.md, www.bnm.org

Source: developed by the authors on the basis of www.cnpf.md, www.bnm.org

1.2. *Cota pieței obligațiunilor corporative în PIB-ul statelor în curs de dezvoltare și celor dezvoltate din UE oscilează între 3% și 25%, iar în Republica Moldova această piață nu există.*

1.3. O parte semnificativă, pe piețele de capital ale țărilor UE, o reprezintă plasarea instrumentelor financiare de creanță (aproximativ 90%), reprezentate prin valorile mobiliare de stat (VMS), în timp ce, în Republica Moldova, VMS se plasează doar pe piața interbancară.

1.2. *Corporate bond market share in the GDP of developing states and the EU developed countries varies between 3% and 25%, but in Moldova this market does not exist;*

1.3. A significant part EU countries capital markets is represented by the debt financial instruments (approximately 90%), which appear as state securities (SS), while in Moldova, SS are placed only on the interbank market.

- 1.4. O mare parte a emisiunilor (10-30%) pe piețele de capital ale UE reprezintă oferte publice ale valorilor mobiliare (IPO), prin intermediul cărora, în 2013, au fost atrase peste 279 miliarde de euro. Spre deosebire de practica UE, în Republica Moldova, aproape toate emisiunile sunt închise.
2. PVM a Republicii Moldova, spre deosebire de cele din statele UE, îndeplinește funcția de redistribuire într-o măsură neînsemnată:
- 2.1. În pofida faptului că lichiditatea PVM autohtone, începând cu anul 2012, a demonstrat o creștere, fapt care a arătat că mărimea acestui indicator, în anii 2012-2013, este comparabilă cu indicatorii PVM ale Bulgariei și României, în același timp, lichiditatea PVM a Republicii Moldova este mult mai joasă decât în Cehia, Polonia, Ungaria și de 4-7 ori mai mică decât PVM din Germania, Spania, Marea Britanie (vezi tabelul 1).
- 1.4. A great part of emissions (10-30%) in the capital markets of the EU is public offerings of securities (POS), through which over Euro 279 billion were attracted in 2013. Unlike EU practice, in Moldova, almost all emissions are closed.
2. Moldova SM, unlike the EU, performs the redistribution function in an insignificant degree:
- 2.1. Although the domestic SM liquidity, starting with 2012 showed an increase, which showed that the size of this indicator in 2012-2013 is comparable with indicators of Bulgarian and Romanian SM, at the same time, the Moldova SM liquidity is much lower than in the one in the Czech Republic, Poland, Hungary, and 4-7 times smaller than in Germany, Spain, United Kingdom (table 1).

Tabelul 1/ Table 1

**Ponderea volumului tranzacțiilor bursiere în capitalizarea burselor statelor europene, % /
The share of securities transactions in capitalization of European stock markets,%**

Statul/State	Volumul tranzacțiilor bursiere cu acțiuni / capitalizare, % / Securities transactions/capitalization						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Germania/ Germany</i>	218,1	404,5	184,3	163,6	167,2	99,9	77,5
<i>Spania/ Spain</i>	175,5	243,0	114,8	143,1	138,4	107,3	107,7
<i>Marea Britanie/ United Kingdom</i>	286,3	318	148,9	98,9	109,9	106,1	na
<i>Republica Cehă / Czech Republic</i>	76,2	115,2	56	48,6	51,8	35,4	30,6
<i>Ungaria/ Hungary</i>	109,8	157,6	91,4	96,9	94,5	53,3	54,9
<i>Bulgaria / Bulgaria</i>	31,3	20,7	11,6	7,2	10,1	5,4	16,8
<i>Polonia/ Poland</i>	44,2	73,8	39,4	42,2	65,3	33,5	41,5
<i>România/ Romania</i>	9,3	15,4	7,4	7,3	21,7	8,3	10,1
<i>Slovacia/ Slovakia</i>	0,5	0,1	3,3	6,8	8,3	1,4	1,9
<i>Republica Moldova/ Republic of Moldova (listing)</i>	10,5	3,5	0,13	0,4	0,9	4,9	19,7

Sursa: elaborat de autori în baza <http://www.world-exchanges.org/>

Source: developed by the authors on the basis of http://www.world-exchanges.org, <http://www.cnpf.md>

- 2.2. Ponderea capitalizării în PIB-ul autohton, începând cu anul 2007, este în continuă descreștere. Spre sfârșitul anului 2013, acest indicator era de circa zece ori mai mic, decât în Spania, Marea Britanie și de 3-4 ori mai mic decât în Ungaria, Polonia, Cehia, și este comparabil cu valorile indicatorilor analogici pentru România, Bulgaria, Slovacia (vezi tabelul 2).
- 2.2. The share of capitalization in domestic GDP, since 2007 is steadily decreasing. Towards the end of 2013 this indicator was about ten times lower than in Spain, the UK and 3-4 times lower than in Hungary, Poland, Czech Republic being comparable to analogue indicator values for Romania, Bulgaria, Slovakia (table 2).

Tabelul 2 / Table 2

**Ponderea capitalizării în PIB-ul statelor europene, % /
Share of capitalization in GDP of EU states, %**

Statul/State	Ponderea capitalizării bursiere în PIB, % / Share of stock capitalization in GDP, %						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Germania/ Germany</i>	59,4	32,1	35,3	41,9	33,3	43,7	59,0
<i>Spania/ Spain</i>	117,2	62,2	89,1	62,3	69,1	73,8	74,9
<i>Marea Britanie/ United Kingdom</i>	130,2	73,9	82,7	119,9	135,1	137,8	na
<i>Bulgaria / Bulgaria</i>	51,2	18,8	16,6	14,9	15,7	12,7	6,1
<i>Republica Cehă / Czech Republic</i>	37,5	19,9	16,5	16,6	17,6	18,7	10,3
<i>Ungaria/ Hungary</i>	24,6	12,6	21,1	21,2	13,5	16,5	9,1
<i>Polonia/ Poland</i>	47,0	18	24,1	39,4	27,2	36,2	24,4
<i>România/ Romania</i>	17,4	6,8	7,2	7,9	7,4	9,3	8,3
<i>Slovacia/ Slovakia</i>	8,3	6,0	5,3	4,9	5,7	5,1	3,9
<i>Republica Moldova/ Republic of Moldova</i>	12,8	10,8	7,2	7,1	6,8	6,4	3,4

Sursa: elaborat de autori în baza <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

Source: developed by the authors on the basis of <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

- 2.3. Ponderea acțiunilor ce aparțin companiilor autohtone, care participă la operațiunile de tranzacționare bursieră, este mică, chiar și pentru societățile pe acțiuni incluse în listingul bursier, aceasta, de regulă, nu depășește 1% din acțiunile plasate.
- 2.4. Ponderea volumului tranzacțiilor bursiere în PIB-ul Republicii Moldova, în anul 2013, a crescut nesemnificativ, cu toate acestea, respectiva valoare este de circa 9 ori mai mică decât în Polonia și Ungaria, și de 80 de ori mai mică decât în Germania, Spania (vezi tabelul 3).
- 2.5. Piețele de capital ale țărilor UE prevăd transparența piețelor de capital reglementate: cotațiile hârtiilor de valoare listate la bursă sunt difuzate online pe site-urile acestora, dinamica indicilor bursieri, capitalizarea (inclusiv date din arhive), precum și diverse materiale analitice. Spre deosebire de practica UE, Bursa de Valori a Moldovei (BVM) a închis accesul la informațiile actuale și istorice cu privire la tranzacțiile efectuate de către aceasta, materialele analitice nu sunt publicate pe site-ul Bursei, capitalizarea și indicii BVM nu sunt calculați de bursă, ci de CNPF.
- 2.3. The percentage of shares of domestic companies participating in stock trading transactions is low. Even for listed JSC, it usually does not exceed 1% of the issued shares.
- 2.4. The share exchange transaction in Moldova's GDP in 2013 increased slightly, however, that value is approximately 9 times lower than in Poland and Hungary, and 80 times lower than in Germany, Spain (table 3).
- 2.5. Capital markets of EU countries provide regulated capital markets transparency: quotations of listed securities by the exchange are running their online sites, dynamics of stock indices, capitalization (including data from archives), and various analytical materials. Unlike the EU practice, Moldovan Stock Exchange (MSE) has closed the access to current and historical information about transactions, the analytical materials are not published on the website of the Stock Exchange, capitalization and MSE indices are not calculated by the MSE but by National Commission for Financial Markets (NCFM).

Tabelul 3 / Table 3

**Ponderea volumului tranzacțiilor bursiere cu acțiuni în PIB-ul statelor europene, % /
Share of exchange transactions with securities in GDP of the European countries, %**

Statul/State	Volumul tranzacțiilor bursiere cu acțiuni/ PIB, %/ The volume of stock transactions with securities/ GDP, %							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Austria/ Austria</i>	25,16	34,6	25,47	12,3	12,7	10,1	5,9	7,2
<i>Germania/ Germany</i>	93,2	129,7	128,2	64,5	32,7	55,76	43,1	45,8
<i>Spania/ Spain</i>	156,5	205,7	151	102,2	118,8	95,6	79,1	80,7
<i>Marea Britanie/ United Kingdom</i>	313,6	372,9	236,7	160,2	159,1	148,5	147,8	na
<i>Republica Cehă / Czech Republic</i>	26,3	28,6	23	11,9	10,5	9,15	6,6	3,2
<i>Ungaria/ Hungary</i>	27,4	34,1	20	18,3	19,9	12,8	8,7	5,1
<i>Bulgaria / Bulgaria</i>	5,5	15,6	3,8	2,8	1,1	1,6	1,5	1,1
<i>Polonia/ Poland</i>	15,8	20,9	13,2	12,5	16,7	17,7	13,3	10,1
<i>România/ Romania</i>	1,3	1,6	0,7	0,5	0,6	1,6	1,2	0,8
<i>Slovacia/ Slovakia</i>	0,2	0,04	0,03	0,2	0,3	0,5	0,2	0,8
<i>Republica Moldova/ Republic of Moldova</i>	-	2,3	1,6	0,2	0,4	0,8	0,7	0,8
<i>Republica Moldova/ Republic of Moldova (listing)</i>	-	1,3	0,4	0,01	0,03	0,06	0,3	0,7

Sursa: elaborat de autori în baza <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

Source: developed by the authors on the basis of <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

3. PVM autohtonă, în general, realizează cu succes funcția de privatizare, totuși, în comparație cu practicile UE, emisiuni publice de valori mobiliare nu au avut loc.
4. PVM autohtonă realizează insuficient funcția de economisire și nu oferă posibilități investitorilor de a efectua plasamente de resurse în acțiunile companiilor, creșterea prețului cărora anticipează inflația și/sau creșterea prețurilor de piață:
 - 4.1. Investițiile în VMS, care asigură venituri, sunt dificil de efectuat, ca urmare a circulației acestora pe piața interbancară, piața obligațiunilor municipale, practic, lipsește.
 - 4.2. Prețurile de piață ale acțiunilor nu s-au restabilit după criza din anul 2008 (vezi tabelul 4), ceea ce nu permite investitorilor să obțină venituri din diferența de preț.
 - 4.3. În anul 2012, doar 14% din S.A. autohtone au efectuat plata dividendelor (vezi figura 2).
3. Domestic SM, generally, fulfils the function of privatization, however, in comparison with EU practices, public issues have not yet occurred.
4. Local SM performs the function of saving, though insufficient and does not provide opportunities for investors to invest in companies' shares, the price increase of which anticipates inflation and / or increase of market prices:
 - 4.1. Investments in SS, which provides income, are difficult to perform due to their movements on the interbank market; municipal bond market is practically absent.
 - 4.2. The market prices of shares have not recovered from the crisis in 2008 (table 4), which does not allow investors to earn revenue from the price difference.
 - 4.3. In 2012, only 14% of the dividends of local JSC were paid (figure 2).

Tabelul 4 / Table 4

 Indicatorii ce caracterizează acțiunile unor companii autohtone /
 Indicators characterizing the actions of some local companies

Denumirea S.A./ Name of JSC	Prețul de piață al acțiunii, lei/ Market price of a share, MDL					P/E ratio Prețul de piață al acțiunii/ Venit net/Market price of a share/ Net profit				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
BC "Banca Socială" S.A.	272,8	302,9	304,1	295,4	132	5,6	5,4	7	4,9	5,7
BC "Banca de Economii"	174,9	77,5	32,7	35,5	35	42,7	258,3	26,8	-2,6	38,9
S.A. "IPTEH"	39	39	39	39	-	0,9	6,5	10,2	8,7	-
S.A. BC "Moldindconbank"	228,5	320,9	345,1	115	87	6,7	6,8	-	3,3	1,4
BC "Moldova- Agroindbank" S.A.	1425	1165	1174	1140	1000	13,3	4,4	4,1	3,7	3
"MOBIASBANCA- GSG" BC S.A.	150,9	138	136,6	125	30	107,8	47,6	35,8	23,6	4,3
BC Victoriabank" S.A.	199	178,9	72	44	27	9,7	9,3	14,5	5	3
S.A. "Floarea Soarelui"	223	50,9	175	50	-	7	1,4	14,6	-	-
BC "Unibank" S.A.	1660	1660	1660	330	-	-	53,2	7	13,5	-

Sursa: elaborat de autori în baza <http://www.cnpf.md>

Source: developed by the authors on the basis of <http://www.cnpf.md>

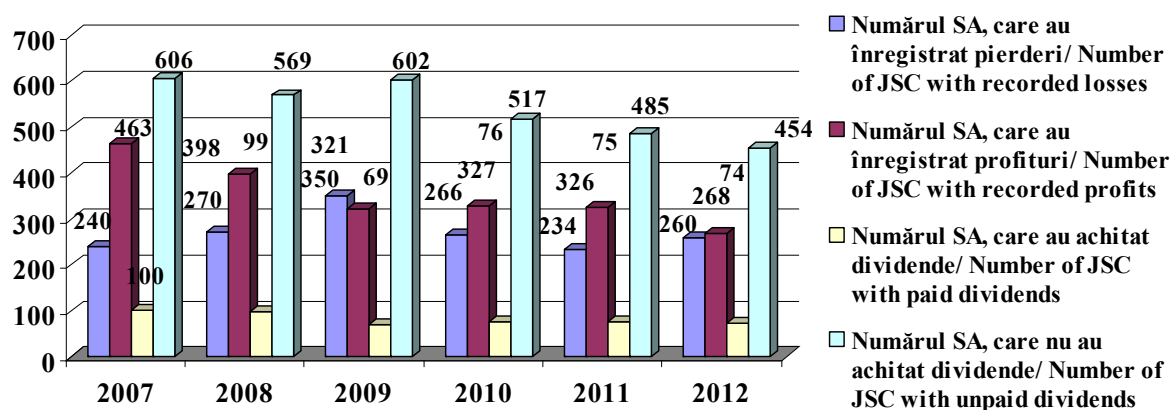


Figura 2. Dinamica numărului de S.A. din Republica Moldova care au anunțat plăți ale dividendelor, unit./

Figure 2. Dynamics of Moldovan JSC that announced payment of dividends

Sursa: elaborat de autori în baza <http://www.cnpf.md>

Source: developed by the authors on the basis of <http://www.cnpf.md>

4.4. Plata dividendelor, spre deosebire de depozitele bancare, se impozitează, din care cauză investitorii preferă plasarea resurselor disponibile în depozite bancare. Drept urmare a reintroducerii impozitului

4.4. Payment of dividends, unlike bank deposits is taxed and, therefore, investors prefer placing the available resources in bank deposits. As a result of the income tax

- pe venit, pe PVM autohtonă, a apărut *problema dublei impozitări*.
5. Spre deosebire de piața UE, PVM autohtonă nu îndeplinește, în măsura cuvenită, *funcția socială*, precum și *funcția de perfecționare a guvernării corporative* și *de protecție a intereselor investitorilor*, deoarece:
 - 5.1. Spre deosebire de majoritatea burselor din UE, care solicită, în conformitate cu Directiva 2004/39/CE, pentru includerea valorilor mobiliare ale companiei în listing, respectarea Principiilor de guvernare corporativă, elaborate de OCDE (în conformitate cu regula „respectă sau explică”), în Republica Moldova, respectarea Codului de Guvernare corporativă nu este o condiție obligatorie pentru admiterea acțiunilor la tranzacționare pe BVM, Codul fiind aprobat doar de 30 de societăți pe acțiuni, inclusiv, la cererea BNM, de către toate cele 14 bănci comerciale care activează în Republica Moldova.
 - 5.2. Pe PVM autohtonă, o cotă considerabilă o dețin companiile cu acționari majoritari, acționarii minoritari fiind, deseori, lezați în drepturi: criteriile de includere în lista de emitenți, obligați să dezvăluie public informația, ordinea de dezvăluire a acesteia, accesul la informațiile privind tranzacțiile nu corespund practicilor UE; informația analitică despre dinamica PVM autohtone nu este accesibilă.
 - 5.3. Sistemul autohton de asigurare a protecției investitorilor este unul imperfect, care admite tranzacții derutante, neloiale, abuzive, precum și cu utilizarea informației privilegiate (de insider); au avut loc mai multe tentative de atacuri raider, realizate prin intermediul tranzacțiilor pe PVM; prevederile legislației UE cu privire la preluările ostile nu sunt implementate.
 - 5.4. Spre deosebire de practica europeană, în Republica Moldova, lipsește instituția de reglementare prejudiciară a litigiilor cu privire la investițiile în diverse instrumente ale pieței financiare.
 - 5.5. Emisiunile publice (Initial Public Offering – IPO), inclusiv „IPO populare”, prin intermediul cărora, în cadrul privatizării în masă, în statele Europei de Est și, în special, în Polonia, milioane de investitori particulari au devenit acționari ai companiilor de succes, nu a avut loc în Republica Moldova, mecanismul „IPO populare” nu este prevăzut de către legislația autohtonă.
 5. Unlike the EU market, domestic PVM does not meet the proper extent, the *social function* and *the function of improving corporate governance and protection of interests of investors*, because:
 - 5.1. According to the Directive 2004/39/EC, most stock exchanges in the EU require compliance with corporate governance principles, developed by the OECD (in accordance with the “comply or explain”) in order to include the company’s securities in the listing, while for Moldova, compliance with the Code of Corporate Governance is not a prerequisite for admitting the trading of shares on the MSE, the Code being approved only by 30 joint stock companies and by all 14 commercial banks of Moldova following the BNM’s requirements.
 - 5.2. The local SM has a great share of companies with majority shareholders, minority shareholders being quite often violated in their rights: criteria for inclusion in the list of issuers, obliged to publicly disclose the information; the order of disclosure, access to transaction information do not correspond to EU practices; analytical information about the dynamics of domestic SM is not accessible.
 - 5.3. The domestic investor protection system from misleading trading practices, scams and insiders is imperfect; there have been taken several attempts of raider attacks made through transactions on the SM; the EU legislation on hostile takeovers is not implemented.
 - 5.4. Unlike European practice, Moldova lacks a regulatory pre-trial institution of litigations on investments instruments of financial market.
 - 5.5. Public issues (IPO), including “popular IPO”, whereby in mass privatization in Eastern European countries and especially in Poland, millions of private investors have become shareholders of successful companies, this has not happen in Moldova, since the mechanism of “popular IPO” is not required by local legislation.

5.6. Spre deosebire de piețele financiare ale UE, în cadrul cărora cota capitalului acționar, ce revine instituțiilor de investiții colective, constituie 22%, iar suma activelor nete ale fondurilor de investiții de tip Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) per capita constituie 16000 euro, în Republica Moldova, *lipsește un sistem de investiții colective*. Dezvoltarea sistemului de asigurări prin intermediul fondurilor nestatale de pensii, pe lângă toate, este împiedicată și de impozitarea plăților fondurilor de pensii.

5.7. *Fondul de compensare a investitorilor*, în conformitate cu Legea privind piața de capital (art.130), nu este creat, normativile de asigurare prevăzute (6000 lei) nu corespund normelor minimale ale UE, stabilite prin Directiva 97/9/UE, în mărime de 20000 de euro.

6. Piața VMS autohtonă, în linii mari, realizează *funcția de influențare a circulației monetare*.

7. Spre deosebire de piețele de capital din UE, PVM a Republicii Moldova nu-și îndeplinește *funcția de asigurare*, ceea ce reprezintă o consecință a lipsei instrumentelor derivate pe piață.

8. PVM autohtonă, spre deosebire de piața UE, practic, nu îndeplinește *funcția de accelerare a circulației capitalului*: sistemul electronic de efectuare a tranzacțiilor pe BVM este imperfect; Depozitarul Național nu realizează, la nivelul solicitat, funcția Depozitarului Central; infrastructura pieței nu este dezvoltată.

9. Pe PVM autohtonă, lipsesc, în pofida recomandărilor BIS și IOSCO, mecanismele de asigurare a stabilității, bazate pe principiile gestiunii riscurilor.

În baza rezultatelor analizei comparative a tendințelor de dezvoltare a PVM ale statelor UE și a Republicii Moldova, putem evidenția următoarele *probleme esențiale, ce împiedică piața să-și realizeze funcțiile*. Printre aceste probleme mai stringente, din punctul nostru de vedere, se includ:

- necoresponderea sistemului autohton practicilor UE în ceea ce privește reglementarea și supravegherea;
- nivelul slab de dezvoltare instituțională și protecție a drepturilor investitorilor (inclusiv de retail);
- numărul limitat al participanților profesioniști și spectrul îngust de servicii prestate;
- nivelul scăzut de lichiditate al pieței și profunzimea nesemnificativă a acesteia;
- lipsa sistemului de investire colectivă;
- infrastructura care necesită modernizare;
- lipsa unei serii de instrumente financiare;
- accesul dificil la investirea în VMS;
- lipsa pe PVM a controlului bazat pe gestiunea

5.6. Unlike EU financial markets, where equity share belongs to collective investment institutions and constitutes 22%, while the sum of net assets of investment funds (UCITS) per capita is Euro 16,000, in Moldova we do *not have a system of collective investment*. The development of insurance system through non-state pension funds, in addition to all, is hampered by the taxation of payments to pension funds.

5.7. *Investor Compensation Fund*, in accordance with the Law on Capital Market (Article 130) is not created, the provided insurance regulations (MDL 6000) do not meet EU minimum standards established by Directive 97/9/EU, which amounts Euro 20000.

6. SS domestic market, broadly, performs the *function of influencing the monetary flow*.

7. Unlike the capital markets in the EU, Moldovan SM does not meet the *insurance function*, which is a consequence of lack of derivatives market.

8. Local SM, unlike the EU market practically does not fulfil the *function of capital flow acceleration*: electronic system for conducting transactions on the MSE is imperfect; National Depository does not fulfil the function of Central Depository; market infrastructure is not developed.

9. Local SM, despite the BIS and IOSCO recommendations, lacks the mechanisms for ensuring stability based on the principles of risk management.

Based on the comparative analysis of SM development trends of EU states and of the Republic of Moldova, we can highlight the following *key issues that impede market to perform its functions*. Among the most pressing problems, we consider the following:

- non-conformance of the national system with EU practices regarding regulation and supervision;
- low level of institutional development and protection investors rights (including retail);
- limited number of professional participants and narrow spectrum of provided services;
- low level of market liquidity and insignificant depth;
- lack of collective investment mechanism;
- infrastructure that requires modernization;
- lack of a series of financial instruments;
- burdened access to investment on SS;
- lack of control on the SM based on risk

- risc-managementului;
- politica fiscală, ce nu stimulează plasarea capitalului pe PVM;
- lipsa, pe PVM autohtonă, a emisiunilor publice (IPO);
- neîncrederea populației în investițiile pe PVM în condițiile rentabilității scăzute ș.a.

Rezultatele cercetărilor efectuate cu privire la evoluția piețelor de capital din țările UE și din Republica Moldova, ne-au permis să formulăm recomandări privind dezvoltarea PVM autohtone și transformarea acesteia într-un mecanism eficient de realizare a funcțiilor atribuite. Cele mai **relevante**, din punctul nostru de vedere, sunt următoarele recomandări:

1. Perfecționarea bazei legislative a pieței de capital a Republicii Moldova, în conformitate cu cadrul legal al UE, cu principiile și recomandările organizațiilor internaționale de profil.
2. Sporirea transparenței PVM autohtone, pentru care se recomandă să oblige BVM să ofere investitorilor dreptul, în regim de timp real, de a urmări volumul și prețurile tranzacțiilor efectuate și de a asigura accesul la informația arhivată cu privire la toate emisiunile și tranzacțiile, efectuate de S.A., admise la tranzacționare.
3. Asigurarea protecției plasamentelor investitorilor pe piața de capital autohtonă, pentru care propunem:
 - crearea instituției autorizate (*ombudsman*) pentru apărarea drepturilor consumatorilor de servicii prestate de organizațiile financiare și asigurarea hotărârii preliminare a instanței de judecată, gratuită, eficientă și independentă cu privire la soluționarea conflictelor dintre consumatorii de servicii financiare și prestatorii acestora;
 - mărirea, din contul formării, de către participanții PVM, a schemelor de garantare, gajare și asigurare, a compensației din Fondul de compensare a investitorilor până la 50000 lei ș.a.
4. Oferirea către investitori a posibilității de a efectua plasamente în instrumente financiare atractive, din punct de vedere al venitului și siguranței, pentru care propunem:
 - implementarea pe PVM autohtonă a unei instituții de plasare publică a valorilor mobiliare și, în conformitate cu experiența statelor din Europa de Est, Kazahstanului ș.a., organizarea plasării acțiunilor companiilor de stat prin intermediul mecanismului „IPO populare”;
 - lărgirea spectrului de instrumente financiare, accesibile pentru investiții, prin: efectuarea listingului VMS pe BVM; a propune, în conformitate cu practica europeană, spre plasare VMS cu un termen de 5 ani și mai mare; a propune investitorilor spre

management;

- fiscal policy does not stimulate capital placing on the SM;
- lack of public issues (IPO) on local SM;
- population distrust towards investments on SM under low profitability conditions, etc.

The results of the conducted research on the development of capital markets in the EU countries and Moldova, allowed us to formulate recommendations on the development of the local SM and transforming it into an effective mechanism for achieving the assigned functions. The most **relevant**, in our view, are the following recommendations:

1. Improving the legislative basis of the capital market of the Republic of Moldova in accordance with the EU legal framework, with the principles and recommendations of international organizations in the field.
2. Increasing transparency of the local SM, it is recommended to oblige MSE to give investors the right, in real time, to track the volume and prices of transactions and to ensure access to archived information on all issues and transactions conducted by JSC admitted to trading.
3. Protectis the investments on the domestic capital market of investors, we propose:
 - to create an authorized institution (*ombudsman*) to protect the rights of consumers of the services of financial organizations and ensure preliminary decision of the court, free, efficient and independent on the settlement of disputes between consumers and financial services providers;
 - to increase the compensation to the SM participants up to MDL 50,000 from the Investor Compensation Fund by creating at their expense guarantee schemes, mortgage and insurance, etc;
4. Offering investors the opportunity to make attractive investments in financial instruments in terms of income and security, for which we propose:
 - implementing on the local SM a public institution of securities placement and, in accordance with the experience of countries in Eastern Europe, Kazakhstan etc., to organize placement of SS through the mechanism of “popular IPO”;
 - broadening the range of financial instruments available for investment by: carrying SS listing on MSE; proposing, in accordance with European practice, the placement of SS with a term of 5 years and more; suggesting investors to purchase municipal bonds; proposing to

- achiziționare obligațiuni municipale; a propune să creeze instrumente de împrumut al capitalului cu scopul soluționării anumitor obiective, spre exemplu, de dezvoltare a infrastructurii ș.a.
5. Sporirea atractivității financiare a investițiilor pe PVM: stabilirea, în *Codul Fiscal* al Republicii Moldova, a faptului că plățile din partea fondurilor de pensii facultative sub forma pensiilor să nu fie incluse în venitul brut al beneficiarului și să nu impoziteze sau/și excludă din baza impozabilă resursele transferate către aceste fonduri; reducerea impozitului pe dividendele primite de către persoane fizice până la 3% și persoane juridice – până la 6%.
 6. Perfecționarea infrastructurii PVM autohtone: în cazul admiterii VMS la listing pe BVM, organizarea interacțiunii la distanță a Depozitarului Național cu sistemul electronic de evidență a tranzacțiilor cu VMS, administrată de BNM și, în perspectivă, crearea Depozitarului Central unic; modernizarea sistemului electronic de tranzacționare pe BVM prin utilizarea mijloacelor moderne de comunicare, tehnologiilor, programelor computerizate, precum și orientarea spre piețele virtuale și noile tehnologii.
 7. Asigurarea, cu scopul protecției intereselor acționarilor, a dezvoltării sistemului de control corporativ. În baza practicii UE, obligarea companiilor, admise spre tranzacționare pe BVM, să adopte *Codul de guvernare corporativă*, sau să argumenteze, în conformitate cu principiul „respectă sau explică”, imposibilitatea aprobării acestuia.
 8. Creșterea stabilității PVM a Republicii Moldova, în baza gestiunii riscurilor (în conformitate cu IOSCO și BIS), în care scop, să se elaboreze politica de prevenire sau minimizare a consecințelor eventualelor riscuri și să se asigure monitorizarea și estimarea acestora. Periodic, în baza modelării și/sau testării, cu implicarea participanților pe PVM, să se estimeze eficiența acestor măsuri.
 9. Elaborarea strategiei de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova, pe termen lung, și asigurarea planificării operative a modernizării pieței de capital autohtone, cu stabilirea indicatorilor-țintă și termenelor de îndeplinire a acestora. În Raportul anual al CNPF, pe lângă informația statistică, să fie publicate și materiale analitice.
 10. Bazându-se metodologic pe principiile *planificării programului-țintă indicativ*, în calitate de *indicatori-țintă*, pe termen scurt, recomandăm utilizarea indicatorilor *Bulgariei și României*, iar în cadrul formulării perspectivelor pe termen lung – alegerea indicatorilor *Republicii Cehe, Ungariei și Poloniei*, create debt capital instruments aimed at achieving certain objectives, for example, infrastructure development, etc.
 5. Increasing the financial attractiveness of investments on SM: to state in the *Tax Code* of the Republic of Moldova, that payments from voluntary pension funds in the form of pensions should not be included in the gross income of the recipient and not tax or / and exclude the transferred resources to these funds; to reduce the tax on received dividends by individuals up to 3% and legal entities – up to 6%.
 6. Improving the local infrastructure of SS: in case of admitting SS listing on the MSE, to ensure the distance interaction of the National Depository with the electronic records of SS transactions, administered by BNM and, in perspective, to create a unique Central Depository; modernization of the MSE electronic trading system by using modern means of communication, technology, computer programs and orientation towards virtual markets and technologies.
 7. Ensuring, in order to protect the interests of shareholders, *the development of corporate control*. Under EU practice, to oblige companies, admitted to trading on the MSE adopt *Corporate Governance Code*, or to argue, in accordance with the “*comply or explain*” the impossibility of approval.
 8. Increasing stability of Moldovan SM, based on risk management (according to BIS and IOSCO), by developing a policy to prevent or minimize the consequences of any risks and ensure their monitoring and assessment. Periodically, based on modelling and/or testing, involving participants of SM, to assess the effectiveness of these measures.
 9. Elaborating a long-term development strategy of the Moldovan SM and ensure operational planning of the domestic capital market modernization, establishing target indicators and terms of completion. The Annual Report of the NCFM, in addition to statistical information, should include also analytical materials.
 10. Based on the principles of *indicative target program planning*, as short-term target indicators, we recommend using indicators of *Bulgaria and Romania*, and in formulating long-term prospects – to choose the indicators of the *Czech Republic, Hungary and Poland*.
 11. Carrying out periodically a comparative analysis of the dynamics of the Moldovan

- | | |
|---|---|
| <p>11. Efectuarea periodică, cu utilizarea <i>abordării indicativ-funcționale</i>, a analizei comparative a dinamicii de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova și piețelor de capital ale statelor dezvoltate și în curs de dezvoltare din cadrul UE.</p> | <p>SM development and of the capital markets of the developed and developing countries of the EU, using an <i>indicative and functional approach</i>.</p> |
|---|---|

Bibliografie/Bibliography:

1. Hotărârea Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare privind aprobarea Codului de guvernare corporativă. Nr. 28/6 din 01.06.2007. In: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 86-89 din 22.06.2007.
2. Directive 2004/39/EC on markets on financial instruments (MiFID). Disponibil: http://www.esma.europa.eu/system/files/FIMD___official_Journal_version.pdf
3. Directive 97/9/EC on investor-compensation schemes. Disponibil: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:EN:HTML>
4. IOSCO, BIS (CPSS) Principles for financial market infrastructures. April 2012. Disponibil: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
5. Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) Principles of Corporate Governance, first released in May 1999 and revised in 2004. Disponibil: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
6. Закон о рынке капитала, № 171 от 11.07.2012. In: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 193-197/665 din 14.09.2012.
7. Капитал Маркет. Nr. 45(465) от 14.11.2012.
8. Налоговый кодекс. Закон N 1163-XIII от 24.04.97. In: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 62/522 din 18.09.1997.
9. <http://www.aima.org/en/education/research-into-capital-markets-and-economic-growth.cfm>
10. <http://www.cnpf.md/md/secmob>
11. <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Statistics.aspx>
12. <http://www.fese.eu/en/>
13. <http://www.moldse.md>
14. <http://www.world-exchanges.org/statistics>