

**EVOLUȚIA PIEȚEI VALORILOR MOBILIARE ÎN REPUBLICA MOLDOVA****Angela ȘESTACOVSCAIA***Catedra Finanțe și Bănci*

The capital market represents the essential component of the restructuring process of the economic system. The further development of national economy depends in great extend on the expansion of the capital market. The paper reveals the activity of primary and secondary market securities.

Formarea și dezvoltarea pieței de capital în Republica Moldova și dezvoltarea bursei de valori reprezintă componentele esențiale ale procesului de restructurare a sistemului economic în Republica Moldova, de creare a mecanismului și instituțiilor specifice unei economii de piață.

Piața valorilor mobiliare din Republica Moldova este o piață relativ tânără. Chiar din momentul emiterii primelor valori mobiliare ea a fost puternic influențată de experiența tristă a împrumuturilor de stat ale fostei URSS, în urma căreia o mulțime de investitori și-au pierdut mijloacele bănești.

Formarea pieței valorilor mobiliare în țara noastră a început în anii 1992-1993, când au fost adoptate de către Parlamentul Republicii Moldova Legea privind societățile pe acțiuni și Legea privind circulația valorilor mobiliare și bursele de valori.

Piața valorilor mobiliare constituie nucleul economiei actuale, ceea ce înseamnă că dezvoltarea de mai departe a economiei naționale depinde în mare măsură de extinderea acestei ramuri.

Un alt factor important, care a determinat dezvoltarea și evoluția pieței valorilor mobiliare autohtone, a fost procesul de deschidere a Republicii Moldova pentru aflusul de capital străin, internaționalizarea economică și instituțională, care au determinat necesitatea adoptării unor reguli unice pentru investitorii pe piața valorilor mobiliare.

De asemenea, de evoluția pieței valorilor mobiliare se leagă încrederea acționarilor și a investitorilor [1]. Evolutiv, procesul de constituire a pieței de capital din țara noastră a fost reglementat prin Legea privind societățile pe acțiuni, nr.847–XII din 03.01.1992, prin Legea privind circulația hârtiilor de valoare și bursele de valori, nr.1427–XII din 18.05.1993, prin Decretele Președintelui Republicii Moldova din 18.05.1993 cu privire la proprietatea fiduciară (de trast) și din 18.02.1994 cu privire la formarea infrastructurii privatizării.

Anul 1995 – anul privatizării în masă – s-a remarcat prin apariția pieței valorilor mobiliare, prin constituirea unei noi ramuri a economiei naționale. Deja la finele anului 1997 volumul global al resurselor pe piața de capital a țării a constituit 6,8 mlrd. lei, iar cota valorilor mobiliare corporative – 6,5 mlrd. lei, dintre care 90% sunt acțiuni ale întreprinderilor privatizate emise sub formă dematerializată.

Încă în perioada derulării primului program de privatizare a apărut problema accelerării lui. În scopul deservirii procesului de privatizare contra bonuri patrimoniale și formării infrastructurii privatizării au fost create primele fonduri de investiții și companii de trust. Decretul Președintelui nr.50 din 18 februarie 1994, care a servit drept temelie juridică pentru crearea structurilor sus-menționate, a stabilit că „formarea fondurilor de investiții și a companiilor fiduciare se permit în scopul asigurării realizării programului de privatizare și al apărării intereselor cetățenilor Republicii Moldova”. Prin urmare, fondurile de investiții pentru privatizare și companiile fiduciare, create în anii 1994-1995, au devenit primii participanți profesioniști la piața valorilor mobiliare corporative abia apărută.

Pentru asigurarea unui mecanism eficient de tranzacționare a acțiunilor, determinarea obiectivă a prețului, precum și pentru asigurarea transparenței pieței, în decembrie 1994, în conformitate cu Legea privind circulația valorilor mobiliare și bursele de valori, a fost fondată Bursa de Valori a Moldovei.

La baza activității Bursei de Valori se află principalul ei reprezentant – Societatea pe Acțiuni; ambele au apărut concomitent. Piața s-a completat imediat cu reprezentanți profesioniști ai pieței valorilor mobiliare, adică posesori de licențe, cu fonduri investiționale de privatizare, cu trusturi, cu registratori independenți și brokeri, precum și cu organizațiile publice respective: Asociația societăților pe acțiuni, Asociația reprezentanților profesioniști și, desigur, cu cea mai importantă structură oficială – Comisia de Stat pentru Piața Hârtiilor de Valoare (CSPHV), substituită ulterior prin Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM) și în 2007 prin Comisia Națională a Pieței Financiare (CNPF).

Constituirea cadrului legislativ al pieței valorilor mobiliare a fost finalizată cu intrarea în vigoare în anul 1999 a legilor privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare și privind piața valorilor mobiliare. Prin aceste legi Comisia Națională a Valorilor Mobiliare – succesorul de drept al Comisiei de Stat pentru Piața Hârtiilor de Valoare – a fost investită cu împuterniciri de a activa independent, operativ, fără presiuni din afară în procesul de adoptare a deciziilor de suspendare a oricărei activități nelegitime pe piața valorilor mobiliare.

Un rol deosebit în aranjamentul mecanismului de finanțare a pieței financiare îl are mecanismul bursier. Organizarea eficientă a Bursei de Valori a Moldovei devine un obiect de o importanță statală. Anume Bursei de Valori îi revine funcția de a realiza cadrul organizat al pieței valorilor mobiliare. În același rând, Comisia Națională a Pieței Financiare, prin intermediul acestei instituții financiare, a Bursei de Valori a Moldovei, poate realiza respectarea cadrului legislativ și, prin aceasta, asigură stabilitatea și siguranța pieței financiare.

La momentul actual, organizarea Bursei de Valori a Moldovei, privită sub aspect comparativ, este foarte apropiată de standardele internaționale, ceea ce ne face să fim optimiști vis-à-vis de rezultatele activității bursei naționale în viitorul apropiat.

În vara anului 1995 s-au desfășurat primele licitații la Bursa de Valori a Moldovei. Prima tranzacție în istoria Bursei de Valori a Moldovei a fost efectuată cu acțiunile Fabricii de Conserve Cupcini S.A., ale Băncii de Economii a Moldovei și ale Asociației pentru Producerea Mobilei „Stejaur”.

În mod deosebit este de menționat că în Republica Moldova, cu asistența tehnică a companiilor „Price Watherhouse LLP” și a companiei „PBN”, a devenit o realitate Bursa telematică, ceea ce dovedește apariția pieței de capital în Moldova în formă electronică, unde informația se transmite și se prelucrează prin utilizarea unor sisteme de calcul. Această bursă modernă are aceleași funcții tradiționale: de a concentra cererea și oferta de valori mobiliare și de a asigura realizarea de tranzacții în mod operativ, în condiții de corectitudine și transparență.

În Republica Moldova, în conformitate cu regulile generale, au fost create două segmente – segmentul bursier, reprezentat de către Bursa de Valori a Moldovei, și segmentul extrabursier neorganizat.

Mai târziu, în 1997, infrastructura pieței valorilor mobiliare a fost completată cu Depozitul Național al Valorilor Mobiliare, unde s-au desfășurat 226 de sesiuni comerciale. Volumul tranzacțiilor bursiere a constituit 294,6 mln. lei, sau de 10 ori mai mult comparativ cu perioada respectivă a anului precedent; 50% din toate tranzacțiile au fost efectuate pe piața extrabursieră.

Odată cu crearea infrastructurii pieței valorilor mobiliare și înregistrarea primelor emisiuni de acțiuni ale întreprinderilor supuse privatizării, a început să funcționeze piața primară și piața secundară a valorilor mobiliare.

Conform legislației Republicii Moldova, pe piața primară a valorilor mobiliare are loc emisiunea și plasamentul de titluri mobiliare, iar pe piața secundară a valorilor mobiliare se desfășoară circulația valorilor mobiliare [1].

Referitor la piața primară a valorilor mobiliare, de menționat că pe parcursul anului 2005 Comisia Națională a Pieței Financiare a realizat diverse măsuri care au ca scop optimizarea emisiunilor de valori mobiliare.

În acest sens, de către Comisia Națională a Pieței Financiare au fost elaborate un set de amendamente la Legea privind societățile pe acțiuni, aprobate prin Legea nr.20–XVI din 28.07.2005. În contextul acestor amendamente au fost înlăturate lacunele existente anterior în noțiunile și cadrul de reglementare a acțiunilor autorizate spre plasare și a procedurii de înregistrare a acestora (articolele 12 și 50 ale Legii privind societățile pe acțiuni).

În anul 2005 au fost efectuate 81 emisiuni de valori mobiliare în volum de 375,4 mln. lei. Cele mai mari volume ale emisiunilor efectuate pe parcursul anului 2005 au fost înregistrate în lunile septembrie și decembrie, valoarea emisiunilor în aceste luni însumând respectiv 60,1 mln. lei și 91,3 mln. lei.

De menționat că, comparativ cu anul 2004, când au fost efectuate doar emisiuni de acțiuni, în anul 2005 Comisia Națională a Pieței Financiare a înregistrat 4 oferte publice de obligațiuni. În aceeași perioadă au fost reabilitate 2 emisiuni de obligațiuni de către „MAIB - Leasing” SA (în valoare de 5,6 mln. lei) și ÎM „Elat” SA (în valoare de 12 mln. lei). Aceste evenimente pot fi calificate ca un început prielnic pentru demararea emisiunilor de obligațiuni.

Analizând evoluția pieței primare în perioada 1998-2007, observăm că în perioada 1999-2003 se atestă o diminuare a emisiunilor de valori mobiliare pe piața primară, cu excepția anului 1999. În anul 2005, comparativ cu anii precedenți, se atestă o diminuare semnificativă față de volumul emisiunilor înregistrate în anul 2004, dar cu o mică creștere față de anul 2003 (Fig.1).

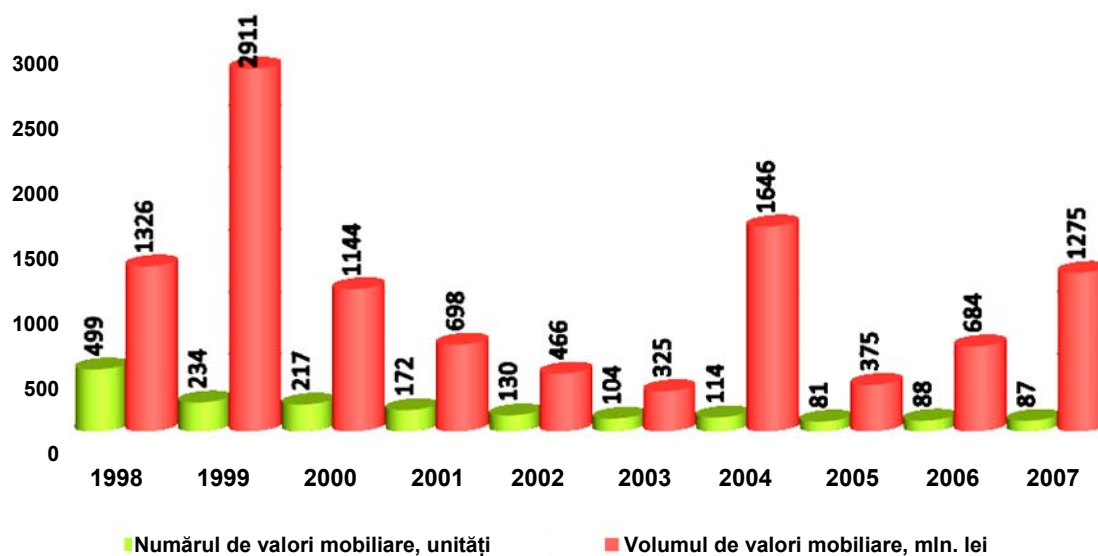


Fig.1. Numărul și valoarea emisiunilor de valori mobiliare (mln. lei).

\*Sursa: [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md)

Rezultatele privind emisiunile de valori mobiliare în anul 2005 sunt comparabile cu cele obținute în anul 2003. Astfel, în raport cu anul 2003 emisiunile de valori mobiliare din anul 2005 au crescut cu 50,7 mln. lei, sau cu 15,6%.

Pe parcursul anilor 2006 și 2007, comparativ cu anul 2005, se atestă o majorare semnificativă a emisiunilor cu valori mobiliare pe segmentul primar al pieței valorilor mobiliare naționale.

După cum am menționat, în afară de piața primară, pe piața valorilor mobiliare națională mai funcționează și piața secundară.

Conform datelor Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, în anul 1995 volumul total al tranzacțiilor pe piața secundară a alcătuit 5,7 mln. lei, inclusiv 2,2 mln. lei prin bursă și 3,5 mln. lei prin piața extrabursieră. Așadar, cota pieței extrabursiere este preponderentă și constituie 61%. Dezvoltarea ulterioară a pieței secundare o putem judeca după datele din Figura 2.

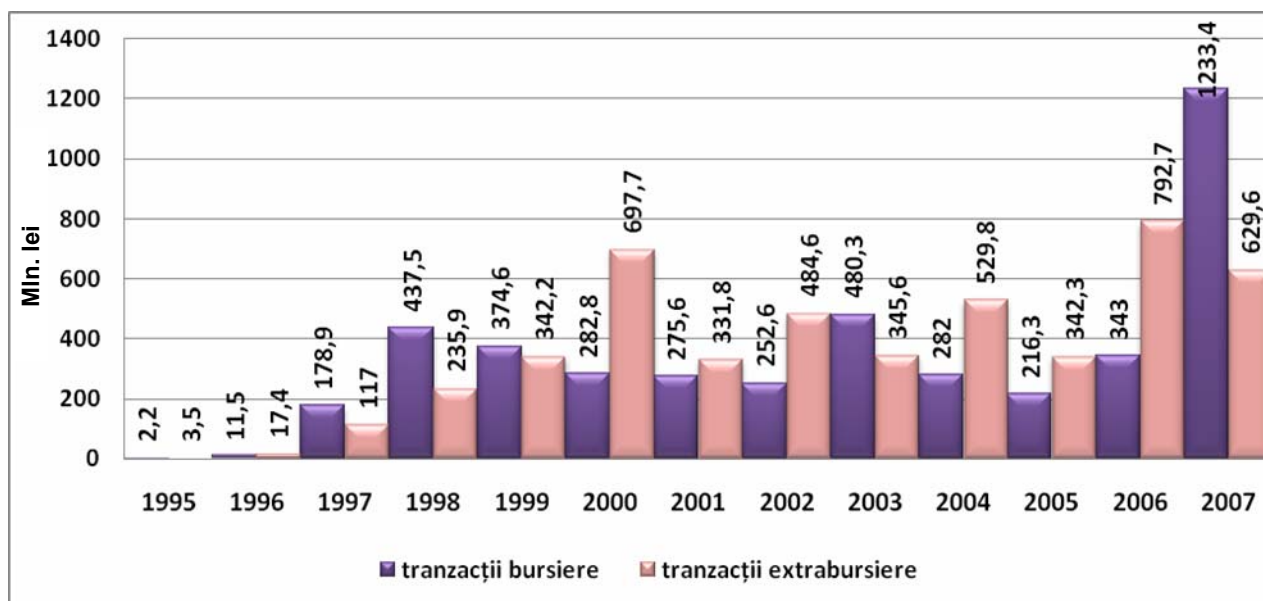


Fig.2. Volumul tranzacțiilor cu valorile mobiliare corporative din Republica Moldova pentru anii 1995-2007.

\*Sursa: Elaborat de autor în baza rapoartelor anuale ale CNVM pentru anii 1995-2007

În anii 1995-1998 volumul anual al tranzacțiilor, efectuate pe piața secundară, a crescut. Începând cu cifra de 5,7 mln. lei în 1995, numai în 1996 acest indice s-a majorat la 28,9 mln. lei. Nivelul volumului licitațiilor în 1997 a fost foarte înalt – 295,9 mln. lei, sau de 10 ori mai mare decât cel al anului precedent. Creșterea volumului tranzacțiilor bursiere a continuat și în următorii ani, atingând valoarea de 980,5 mln. lei în anul 2000, fiind de 172 ori mai mare decât în anul 1995 și de 1,36 ori mai mare ca în anul 1999. În anul următor, 2001, s-a manifestat o micșorare considerabilă a volumului circulației secundare. Astfel, în 2001 volumul tranzacțiilor s-a redus cu 373,1 mln. lei față de anul precedent. În anii 2002 și 2003 volumul total al tranzacțiilor a crescut cu 129,8 mln. lei și 825,9 mln. lei, respectiv, dar această majorare nu a acoperit scăderea din anul 2001. În anul 2004 se observă o micșorare a volumului total al tranzacțiilor pe piața secundară – cu 14,1 mln. lei față de anul precedent.

În perioada anului 2005 pe piața secundară a valorilor mobiliare corporative, reprezentată de segmentul bursier și extrabursier, au fost înregistrate 31801 tranzacții cu valori mobiliare în valoare totală de 558,7 mln. lei. Numărul tranzacțiilor s-a majorat aproximativ cu 23,7% față de anul 2004 (25703 tranzacții), odată cu creșterea numărului de tranzacții cu valori mobiliare ale FINN „Daac-Hermes” SA. În același timp, valoarea tranzacțiilor din anul 2005 s-a diminuat cu 31,2% comparativ cu valoarea tranzacțiilor efectuate în anul 2004, cu 32,4% comparativ cu anul 2003 și cu 24,4% comparativ cu anul 2002.

Cauza principală care a dus la micșorarea valorii tranzacțiilor pe piața secundară în anul 2005 ține de participarea tot mai pasivă a fondurilor de investiții la tranzacțiile cu valori mobiliare, condiționată de inițierea procedurii de reorganizare și lichidare a acestor instituții. Fondurile de investiții reprezentau cea mai importantă și mai activă categorie de participanți ai tranzacțiilor pe piața secundară. Odată cu aprobarea modificărilor și completărilor la Legea cu privire la fondurile de investiții, în contextul cărora fondurile de investiții urmează să se reorganizeze, acestea și-au limitat participarea la tranzacțiile cu valori mobiliare.

Dacă în anii 2002 și 2003 ponderea tranzacțiilor efectuate de către fondurile de investiții era, respectiv, de 30,4% și 35,4% în valoarea totală a tranzacțiilor, atunci în anii 2004 și 2005 acest indicator a scăzut până la 13,3% și, respectiv, 4,8%.

Un alt motiv al diminuării valorii tranzacțiilor ține de lichiditatea scăzută a pieței, în circulație fiind pus un volum limitat de valori mobiliare atractive pentru investitori.

În anul 2006 se observă o tendință constantă de revenire a pieței mondiale de capital după stagnările din 200; principalele burse au înregistrat rezultate performante, care depășesc rezultatele din ultimii zece ani. Anul 2006 este considerat an de excepție în evoluția pieței mondiale de capital.

Referitor la Republica Moldova, putem spune că piața de capital a înregistrat pe parcursul acestui an tendințe pozitive. Valoarea totală a tranzacțiilor în 2006 a atins cel mai înalt nivel înregistrat pe piața de capital autohtonă. De remarcă că valoarea totală a tranzacțiilor este în creștere cu 577,1 mln. lei față de indicatorul similar din anul 2005.

În pofida faptului că, începând cu a doua jumătate a anului 1995, prin lege a fost stimulată dezvoltarea segmentului bursier, în anii 1995-1996 în structura pieței secundare a Republicii Moldova au predominat tranzacțiile încheiate pe piața extrabursieră. Situația s-a schimbat radical începând cu anul 1997, când volumul tranzacțiilor bursiere a început radical să predomine. Dominanța tranzacțiilor bursiere a continuat până în anul 1999, după care a început să scadă. În 2000-2002, poziția de lider a ocupat-o segmentul extrabursier. Situația s-a schimbat în anul 2003, numărul tranzacțiilor pe piața bursieră fiind mai înalt decât cel pe piața extrabursieră.

În anul 2004, volumul tranzacțiilor pe piața de capital din Republica Moldova este cu 1,7% mai redus decât în anul 2003. Conform datelor Comisiei Naționale a Pieței Financiare, cota-parte a pieței extrabursiere constituie 65,3% din tranzacții, cea a Bursei de Valori a Moldovei – 34,7% din tranzacții. Deci, numărul tranzacțiilor pe piața extrabursieră este de aproape 13 ori mai înalt decât numărul tranzacțiilor la Bursa de Valori a Moldovei.

În perioada anului 2005 la Bursa de Valori a Moldovei au fost înregistrate 11930 tranzacții, de 5 ori mai mult decât în anul precedent (1855 tranzacții). Referitor la volumul total al tranzacțiilor, se evidențiază o scădere a acestuia în anul 2005 în comparație cu anii precedenți.

Pe piața extrabursieră, în anul 2005 au fost înregistrate tranzacții în valoare totală de 342,3 mln. lei, comparativ cu anul 2004 valoarea lor micșorându-se cu 187,5 mln. lei. Conform acestor date, observăm că și în anul 2005 predomină volumul tranzacțiilor extrabursiere.

Astfel, luând în considerație rezultatele înregistrate pe ambele segmente ale pieței de capital (bursier și extrabursier), se constată că: dominanța tranzacțiilor bursiere a continuat până în anul 1999, după care a început să scadă. În anii 2000-2002, poziția de lider a ocupat-o segmentul extrabursier. Evoluția tranzacțiilor bursiere și extrabursiere în anii 2002-2005 demonstrează dominația valorii totale a tranzacțiilor extrabursiere în raport cu cele bursiere, cu excepția anului 2003, când tranzacțiile bursiere au depășit cu 134,7 mln. lei tranzacțiile extrabursiere, datorită tranzacției cu valorile mobiliare ale SA „Vitanta - Intravest” în volum de 167,6 mln. lei. În anul 2006 s-a păstrat tendința respectivă. Astfel, și în anul 2006 volumul tranzacțiilor extrabursiere a depășit pe cel bursier cu 449,7 mln. lei. În anul 2007 volumul tranzacțiilor bursiere a fost superior celor extrabursiere. Majorarea volumului tranzacțiilor bursiere a fost cauzată, în mare măsură, de tranzacțiile efectuate în secția tranzacțiilor directe a BVM (1025,4 mln. lei), care constituie 83,1% din volumul total al tranzacțiilor bursiere.

Din cele expuse reiese că din două segmente ale pieței secundare volumul maxim de tranzacții cu valori mobiliare corporative îi revine pieței extrabursiere, situația schimbându-se în 2007 (Fig.2).

**Referințe:**

1. Legea Republicii Moldova cu privire la piața valorilor mobiliare, nr.199-XIV din 18.11.98 // Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 1999, nr.27-28/123, art.3.

**Bibliografie:**

1. Legea Republicii Moldova „Cu privire la modificarea și completarea Legii nr.192-XIV din 12 noiembrie 1998 privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare”, nr.129-XVI din 7 iunie 2007 // Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2007, nr.94-97/416.
2. Anghelache G. Bursa și piața extrabursieră. - București: Editura Economică, 2003.
3. Anghelache G. Piața de capital și tranzacții bursiere. - București: Editura Didactică și Pedagogică, 2000.
4. Badea G. Dumitru. Piața de capital în restructurarea economică. - București: Editura Economică. 2000.
5. Grigoruț M. Piața de capital – mică enciclopedie. - București: Expert, 2001.
6. Negoescu G. Piețe de capital și burse de valori (note de curs). - Galați: Zigotto, 1995.
7. www.cnpf.md

*Prezentat la 07.05.2009*