

Administrarea corporativă – premisă a transparenței și prevenirii corupției



**TRANSPARENCY
INTERNATIONAL**

MOLDOVA

CZU 334.722.8: 343.352

P66

RECENZENT – Munteanu Stela, doctor în economie

Toate drepturile asupra acestei lucrări aparțin Transparency Internațional – Moldova.

Descrierea CIP a Camerei Naționale a Cărții

Pînzari Svetlana,

Administrarea corporativă – premisă a transparenței și
prevenirii corupției / Svetlana Pînzari, Ianina Spinei; – Ch.: Transpa-
rency International - Moldova, 2004 (Bons Offices). – 88 p.

Bibliogr.p.60-61 (46 tit)

ISBN 9975-9776-8-5

1000 ex.

334.722.8:343.352

© Transparency International - Moldova, 2004

Str. 31 August nr. 98, MD-2004, Chișinău,
Republica Moldova

Tel/Fax. (373-22) 237876

www.transparency.md

e-mail: office@transparency.md

ISBN 9975-9776-8-5

Administrarea corporativă – premisă a transparenței și prevenirii corupției

CUPRINS

Introducere	3
1. Administrarea corporativă: noțiuni generale și importanța acesteia	5
1.1 Noțiuni generale privind administrarea corporativă	5
1.2 Modele de administrare corporativă	7
1.3 Importanța administrării corporative (studii empirice)	8
2. Mecanismele de reglementare ale relațiilor corporative	10
2.1 Coduri de administrare corporativă	10
2.2 Principiile administrării corporative ale OCDE	15
2.3 Reglementarea relațiilor corporative în țările în tranziție – unele aspecte ale cadrului juridic	19
2.4 Particularitățile administrării corporative în Republica Moldova	25
3. Dezvăluirea informațiilor și transparența acestora	34
3.1 Dezvăluirea informațiilor corporative	34
3.2 Rapoarte financiare, control intern și sisteme de audit	39
4. Piețele de capital și rolul rol în administrare corporativă	45
4.1 Aspecte generale ale piețelor de capital din țările în tranziție	45
4.2 Piața de valori mobiliare corporative din Republica Moldova	46
5. Concluzii și recomandări	58
Bibliografie	60
Anexe	62

Introducere

Eșecurile marilor corporații (Enron, Arthur Andersen, Marconi, Parmalat) au accentuat importanța unei bune administrări corporative și au demonstrat că administrarea corporativă inadecvată, chiar și în condițiile unei economii de piață dezvoltate, poate afecta foarte serios atât acționariatul, persoanele

interesate (creditorii, statul, investitorii, furnizorii, consumătorii), cât și bunăstarea multor pături ale populației – angajații, depunătorii, pensionarii. Este de remarcat că problemele apărute ar fi avut mai puține consecințe negative, dacă ar fi existat metode mai eficiente de control și de monitorizare a responsabilității conducerii corporațiilor și a transparenței activității lor. Exemple de acest gen sunt numeroase și în Republica Moldova, dacă ne vom aminti de eșecurile de pe piața de capital.

Este oare importantă administrarea corporativă în țările în curs de dezvoltare? Trebuie ea luată în vizorul factorilor de decizie ale companiilor și guvernatorilor acestor țări?

Până nu demult puțini erau preocupați de problematica administrării corporative, ea fiind în general percepută ca un moment important doar pentru companiile listate la bursele de valori. Pe de altă parte, companiile mici care nu sunt listate la bursă și constituie o bună parte din totalul companiilor pun la îndoială necesitatea introducerii standardelor de administrare corporativă în activitatea lor, motivând că companiile mici conțin un număr redus de acționari și introducerea principiilor de administrare corporativă este costisitoare. Prin aceasta se explică faptul de ce în țările în curs de dezvoltare nu se acordă o atenție cuvenită problemelor legate de calitatea administrării corporative și implementarea principiilor respective se derulează anevoios.

Deși crizele financiare din anii 1997–2000 din Asia, Rusia și America Latină au dovedit în mod convingător necesitatea unei administrării corporative riguroase, în puține țări în curs de dezvoltare această problemă este în atenția factorilor de decizie. Este de menționat că procedurile ineficiente de administrare corporativă prezintă un mare pericol nu numai pentru corporații aparte, ci și pentru societate în întregime.

După cum este definit în Principiile administrării corporative ale Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE), administrarea corporativă reprezintă un set de relații între conducerea unei entități economice, căreia i se acordă încrederea de a governa zi de zi afacerile firmei, Consiliul de Administrație, acționarii și alte părți interesate. Administrarea corporativă asigură totodată structura organizatorică a organelor de conducere ale firmei, precum și stabilește mijloacele de realizare a obiectivelor și de monitorizare a performanțelor acesteia. Una din direcțiile de perfecționare a administrării corporative este dezvoltarea pieței valorilor mobiliare, aceasta devenind un sector important al economiei, deoarece anume aici se efectuează tranzacțiile de vânzare-cumpărare a acțiunilor și se atrag investiții pentru restructurarea și reutilizarea întreprinderilor.

Investitorii devin din ce în ce mai exigenți față de calitatea informațiilor corporative, modul de dezvoltare a acestora și implementarea standardelor de administrare corporativă la firmele în care ei intenționează să-și investească capitalul.

Promovarea unor măsuri eficiente de administrare corporativă, implementarea Principiilor Businessului, care au fost recent elaborate de către reprezentanții sectorului privat, organizațiilor ne-guvernamentale și uniunea comerțului, constituie măsuri eficiente de prevenire și combatere a actelor de corupție. Principiile Businessului sunt destinate pentru a ghida în practică întreprinderile mari, medii și mici în direcția combaterii corupției și mituirii, promovând avantajele unui business continuu.

În Republica Moldova există multe întreprinderi care au fost privatizate sau încă aparțin statului, unde controlul asupra managementului este lipsit de consistență sau aproape inexistent. În aceste condiții introducerea principiilor de administrare corporativă, Principiilor Businessului, implementarea unui sistem adecvat de control asupra managementului este de o stringentă necesitate. Pentru a încuraja investițiile străine, Republica Moldova trebuie să dezvolte un mediu de afaceri care ar asigura un nivel înalt de administrare corporativă.

Elaborarea codurilor de administrare corporativă sunt măsuri de prevenire a încălcărilor în domeniul administrării corporative. Obiectivele codurilor nu constau în a prescrie comportamentul corporativ în detalii, ci în a asigura dezvoltarea necesară astfel încât investitorii și alte persoane interesate să poată evalua performanțele companiilor și practicile de administrare corporativă.

Scopul prezentei lucrări constă în acumularea și prezentarea informațiilor privind practica

administrării corporative atât sub aspect internațional, cât și regional, în special, în elucidarea situației actuale în domeniul administrării corporative în Republica Moldova.

Prezenta lucrare a fost realizată în baza studiului sociologic "Problemele administrării corporative în Moldova" efectuat de Transparency International-Moldova în două direcții: chestionarea a 300 de acționari din municipiul Chișinău privind respectarea drepturilor lor și a 150 de manageri ai societăților pe acțiuni de tip deschis în problematica administrării corporative.

În capitolul I se prezintă conceptul de administrare corporativă, un scurt istoric de dezvoltare a acesteia, se examinează modelele de administrare corporativă și se analizează importanța administrării corporative pentru performanța companiilor.

Capitolul II prezintă o trecere în revistă a mecanismelor de reglementare a administrării corporative, în special, a codurilor de administrare corporativă, principiilor administrării corporative, care constituie premise de apărare a drepturilor acționarilor și de prevenire a corupției sub diferitele ei aspecte (abuzuri de serviciu, traficul de influență, „cumătrismul”, etc.). Acest capitol include de asemenea o analiză succintă a cadrului legal al administrării corporative în țările în tranziție, inclusiv în Republica Moldova, și conformitatea lui principiilor OCDE, precum și reflectă opiniile managerilor și acționarilor din municipiul Chișinău privind respectarea drepturilor acționarilor, tratarea echitabilă a tuturor acționarilor, responsabilitatea organelor de conducere ale companiilor ș.a.

În capitolul III se examinează problematica dezvăluirii informațiilor corporative și transparența acestora în Republica Moldova, în particular, prevederile cadrului legal și respectarea lui, metodele de dezvăluire a informațiilor, etc. De asemenea, în acest capitol se remarcă importanța și actualitatea implementării controlului intern adecvat, auditului intern și extern, raportării financiare, care reprezintă mecanisme extrem de importante de prevenire a fraudelor, delapidărilor, abuzurilor de serviciu și altor acte de corupere a conducerii companiilor.

În capitolul IV se face o trecere în revistă a situației pe piețele de capital în țările în tranziție din Sud-Estul Europei, se analizează caracteristicile de bază și tendințele de dezvoltare a pieței de valori din Republica Moldova, se invocă principalele impedimente de dezvoltare a acesteia.

În final se generalizează concluziile și se formulează recomandările privind redresarea situației în domeniul administrării corporative.

Capitolul I. Administrarea corporativă: noțiuni generale și importanță acesteia

1.1. Noțiuni generale privind administrarea corporativă

O companie modernă de afaceri constituie o entitate contradictorie, deoarece nu este definitivat cine trebuie să fie antrenat în administrarea corporativă și cum trebuie să fie direcționate recompensele și riscurile privind activitatea ei. Pe de o parte, compania este doar un ansamblu de active, valoarea justă a cărora poate fi evaluată prin intermediul fluxului de numerar, generat pentru acționari, iar introducerea unui control corporativ riguros se poate considera nu numai justificabil din punct de vedere al legislației, dar și sub aspect economic, ceea ce conduce la creșterea averii acționarilor și la reanierii de personal în cazul când activează manageri neperformanți. Pe de altă parte, compania constituie o componentă a unui întreg social, care se caracterizează prin intersecția intereselor nu numai a acționarilor și managerilor, ci și ale angajaților, băncilor, precum și ale întregii societăți civile¹.

În opinia lui Thompson și Driver (2002)², compania este nu numai o entitate pur comercială, ci și o instituție publică cu obligațiunile și responsabilitățile sale. Conform acestei opinii, beneficiul acționarilor care rezultă din modificările intervenite în domeniul managementului și controlului trebuie să fie estimat contra costuri care ar putea fi impuse altor constituenți.

Caracteristicile sistemului de administrare corporativă au fost argumentate și dezvăluite de William D. Schneper și Mauro F. Guillén (2002)³. Sistemul de administrare corporativă a oricărei țări rezultă din:

- normele și valorile fiecărui grup de acționari;
- asigurarea protecției drepturilor fiecărui grup de acționari;
- mediul în care grupurile de acționari se influențează reciproc.

O importanță deosebită au relațiile dintre acționari și managerii companiilor, deoarece de multe ori interesele lor pot fi diferite. Acționarii doresc profituri nete și dividende cât mai mari, un control riguros al deciziilor consiliului societății și managerilor, creșterea valorii acțiunilor de care dispun, în timp ce managerii doresc o putere de decizie și de negociere mai mare, salarii ridicate, premii și recompense, participații la capitalul companiei. Salariații, la rândul lor, doresc locuri de muncă sigure, remunerații stabile și ridicate. Rolul administrării corporative constă în echilibrarea acestor interese prin definirea clară a responsabilităților conducerii companiilor, introducerea codurilor de administrare corporativă, tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, indiferent de cota pe care o dețin, asigurarea transparenței tranzacțiilor de proporții și a conflictelor de interese în fața adunării generale a acționarilor.

Practica internațională a administrării corporative stabilește mai multe aspecte ale acestei noțiuni. Inițial administrarea corporativă încorporează relațiile dintre manageri și acționari. Pe parcurs s-au ivit și alte aspecte legate de administrarea corporativă – relațiile reciproce dintre companie și conducerea ei cu persoanele interesate: angajați, creditorii, furnizorii, societatea civilă. Mai jos sunt prezentate câteva definiții ale administrării corporative.

Tabelul 1. Administrarea corporativă

Definiții	Surse
Administrarea corporativă este modul în care o companie este condusă și controlată.	Comisia Cadbury, 1992,
Administrarea corporativă reglementează distribuția drepturilor și	OCDE, aprilie 1999

¹ Fligstein, 1990; Davis and Stout, 1992; O'Sullivan, 2000; Guillén, 2000; Aguilera and Jackson, 2003.

² Thompson, G. F. and Driver, C. Corporate Governance and Democracy. The Stakeholder Debate Revisited, Journal of Management and Governance, Vol.6, No.4, 2002.

³ William D. Schneper, Mauro F. Guillén. Stakeholders' rights and Corporate Governance: a cross-national study of hostile takeovers, 2002. <http://www.econ.upf.es/docs/seminars/guillen.pdf>

responsabilităților între diferite categorii de persoane implicate în companie, cum ar fi: consiliul societății, directorii, acționarii și alte categorii și stabilește regulile și procedurile de luare a deciziilor referitor la activitatea companiei. Acest sistem stabilește structura și organul de decizie al obiectivelor companiei, mijloacele pentru atingerea acestor obiective și sistemul de monitorizare a performanțelor.	
Administrarea corporativă implică un set de relații între conducerea unei unități, consiliu, acționari și alte părți asociate. Aceasta pune la dispoziție de asemenea structura prin care sunt stabilite obiectivele firmei, precum și mijloacele de atingere a obiectivelor respective și de monitorizare a performanțelor obținute. O bună administrare a corporațiilor ar trebui să ofere motivația pentru realizarea obiectivelor care sunt în interesul firmei și acționarilor, să faciliteze o monitorizare eficientă, încurajând astfel firmele să utilizeze resursele în mod eficient.	Cartea Albă, Principiile OCDE, Preambul, 1999
Administrarea corporativă include normele legale, actele normative și practica de activitate în sectorul privat, care permit corporațiilor să atragă resurse financiare și umane, să exercite cu eficacitate activitatea de antreprenariat și în final să asigure continuitatea funcționării lor, ridicând valoarea lor pe termen lung și respectând interesele acționarilor și ale societății în întregime.	Notes of Corporate Governance Manual http://www.ifc.org
Administrarea corporativă reprezintă relațiile dintre acționari, Consiliul de Administrație și managerii companiei stabilite de statutul companiei, politica de activitate a companiei și legislație.	Glossary of Corporate Governance Terms & Acronyms www.thecorporatelibrary.com
Administrarea corporativă este complexul de relații dintre proprietarii corporațiilor și managerii angajați, precum și alte persoane interesate – salariați, parteneri, creditori, autorități locale, în cadrul cărora, prin utilizarea unui anumit model de administrare corporativă stabilit prin legislație, se determină balanța lor de interese.	Concepția administrării corporative a întreprinderilor din economia națională a Republicii Moldova ⁴

Examinând definițiile de mai sus, putem conchide că noțiunea de administrare corporativă este privită prin prisma activității unei entități economice (companii), relațiilor dintre organele de conducere a acestora și diferitelor persoane interesate: acționari, angajați, creditori, furnizori, precum și autoritățile locale și societatea civilă. Noțiunea de administrare corporativă stipulată în *Concepția administrării corporative a întreprinderilor din economia națională* aprobată prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.22 din 16 ianuarie 2003 include o multitudine de relații între conducerea companiilor și persoanele interesate și determină balanța lor de interese.

Sub acest aspect este văzut și spectrul relațiilor corporative de managerii autohtoni, intervievați în cadrul sondajului sociologic realizat de Transparency International-Moldova în municipiul Chișinău.

Referindu-se la frecvența anumitor relații corporative, managerii respondenți au remarcat că în companii prevalează relațiile manager – angajați (82%), iar relațiile manager – furnizori constituie 55%.

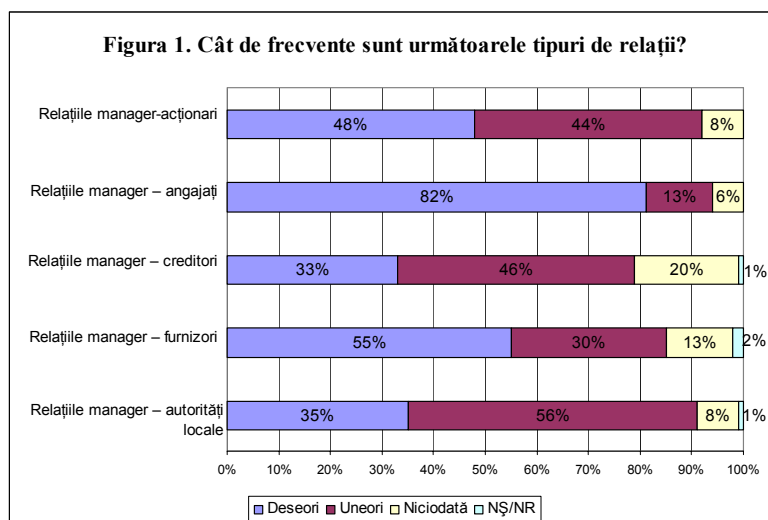
Relațiile manager–acționari, care sunt extrem de actuale în contextul administrării corporative, sunt plasate în agenda managerilor moldoveni pe locul trei (48%) (figura 1).

Comparativ cu cele expuse, un sondaj realizat de către Economist Intelligence Unit Limited, sponsorizat de KPMG International a evidențiat că 46% din managerii intervievați au plasat problemele privind administrarea corporativă în agendele sale printre primele trei priorități, iar 14% – chiar în fruntea agendei⁵.

⁴ Hotărârea Guvernului Republicii Moldova cu privire la adoptarea Concepției administrării corporative a întreprinderilor din economia națională nr.22 din 16 ianuarie 2003 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova* nr.3–5 din 21.01.2003).

⁵ The Economist Intelligence Unit Limited, 2002, www.eiu.com.

Faptul că aceste relații sunt considerate actuale de către managerii moldoveni nu înseamnă că ele se soluționează în practică. În Republica Moldova, atât în unele companii cu investitori locali sau străini, cât și în unele întreprinderi cu cota statului, controlul asupra managementului este lipsit de consistență sau aproape inexistent. În aceste condiții introducerea principiilor administrării corporative în scopul îmbunătățirii performanțelor economice ale companiilor și implementării unui sistem adecvat de control asupra managementului este de o stringentă necesitate.



1.2. Modele de administrare corporativă

Există următoarele modele de administrare corporativă:

- **american**, care se bazează pe dominația “outsiders”, adică persoane independente și acționari individuali care nu sunt legați cu corporația prin relații de afaceri. Capitalul social este dispersat la o mulțime de acționari care se interesează preponderent de dividende. Acționarii sunt “agresivi și revoluționari” în sensul accelerării implementării politicilor eficiente, fiind predispuși pentru reorganizarea rapidă a subdiviziunilor neprofitabile și finanțarea unor noi activități profitabile.

Elementul pozitiv al acestui model este asigurarea mobilității investițiilor și plasării lor din domeniile neeficiente și aflate în stagnare în cele care se dezvoltă eficient. O latură negativă a acestui model este focalizarea excesivă asupra profitabilității în detrimentul dezvoltării și implementării strategiilor de dezvoltare. Acest model predomină în SUA și Marea Britanie. După cum relatează Seely (1991), “companiile publice promovează businessul nu pentru a se răsplăti cu creditorii, a încuraja devotamentul lucrătorilor săi, a trezi interesul comunității unde ele operează sau a produce cele mai calitative produse. Totul are un singur scop – de a îmbogăți acționarii”⁶;

- **german**, care se bazează pe concentrarea înaltă a capitalului. Spre deosebire de structura americană, modelul german se manifestă prin faptul că acționarii majoritari sunt legați de corporație prin interese comune și iau parte la conducerea și controlul întreprinderii (“insiders”).

Avantajul acestui model constă în faptul că acționarii sunt orientați spre o strategie pe termen lung și stabilitate în business. Pe de altă parte, ei nu sunt flexibili la luarea unor decizii prompte legate de lichidarea sau comercializarea unor segmente ineficiente ale businessului;

- **japonez**, care se caracterizează prin coeziunea sau unirea la nivel de companii și la nivel de afaceri a unor grupuri industriale numite holdinguri.

Acest model de asemenea se manifestă prin rolul activ al statului care în decursul anilor a participat la planificarea strategică.

În Republica Moldova predomină modelul bazat pe concentrarea înaltă a capitalului. Conform datelor Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare la 30.04.2002, în fiecare din cele 1484 de societăți pe acțiuni din republică (în circa 50% din societăți evidența acțiunilor o țin registratorii) există câte un acționar care deține peste 50% din acțiunile societății și, în general, ține sub control activitatea acesteia. În 1223 de societăți pe acțiuni (circa 49%) există acționari care dețin de la 25% la 50% din pachetul

⁶ Seely, Michael A. Vision of Value-Based Governance, Directors and Boards, 1991.

de acțiuni într-o societate. Totodată, în fiecare societate pe acțiuni există un acționar, doi și mai mulți acționari care dețin de la 5% până la 25% din acțiuni⁷.

Structura organelor de conducere a companiilor de asemenea diferă de la o țară la alta. Unele țări, cum sunt Germania și Olanda, au dezvoltat o structură bicefală de conducere a firmelor. Există o deosebire clară între Consiliul de Administrație care este format din investitori, creditori, angajați și este responsabil de supravegherea activității companiei, și consiliul executiv sau managementul care este responsabil de activitatea operațională zilnică.

În alte țări dezvoltate, de exemplu, în Anglia și Canada, există un singur Consiliu de Administrație, în care membrii independenți (fără sarcini executive) dețin o pondere semnificativă. Cerințele de bază sunt neafilierea și neimplicarea lor în operațiunile zilnice ale companiei.

În Republica Moldova organele de conducere a unei societăți includ:

- adunarea generală a acționarilor;
- consiliul societății;
- organul executiv al societății.

În Titlul IV din *Legea privind societățile pe acțiuni* nr.1134-XIII din 02.04.97 sunt stipulate clar responsabilitățile și obligațiunile organelor de conducere, modalitatea convocării și alegerii acestor organe.

1.3. Importanța administrării corporative (studii empirice)

Promovarea principiilor de administrare corporativă, precum și a măsurilor eficiente de administrare corporativă a devenit o problemă de bază a reformelor și economiilor atât a țărilor cu economii dezvoltate, cât și a țărilor în curs de dezvoltare. Aceste aspecte sunt legate de asemenea de problemele anti-corupție pentru că sunt orientate spre structurile și domeniile unde poate apărea acest flagel – corupția.

Crizele financiare din Asia, Rusia, America Latină au evidențiat că procedurile de administrare corporativă neaplicabile în practică sau ineficiente prezintă un pericol colosal atât pentru firme, cât și pentru societate. Eșecurile administrării corporative pot fi la fel de distrugătoare ca orice alt șoc economic. După criza financiară din Asia fostul guvernator al Băncii Tailandei Chatu Mongol Sonakul a menționat: „Nu am nici un dubiu că pentru soluționarea crizei economice din Asia guvernul și sectorul corporativ trebuia să colaboreze mai bine. Nu vreau să spun că cauza recentei crize economice a fost colaborarea insuficientă dintre ei. Dimpotrivă, aceștia au colaborat prea bine și s-au înțeles între ei... Criza financiară din Asia a demonstrat că în cazul în care nu există un control transparent, nu se respectă drepturile acționarilor și consiliile de administrație nu sunt responsabile, economiile puternice se pot prăbuși destul de rapid atunci când dispare încrederea investitorilor”.

Țările în tranziție au început să-și orienteze interesul spre administrarea corporativă, deoarece multe companii mari au apărut în urma privatizării, iar unele din ele mai dețin cota statului. Asigurarea unor standarde corespunzătoare de administrare corporativă în aceste domenii sporește încrederea publicului în corectitudinea procesului de privatizare și contribuie la obținerea celui mai înalt randament al investițiilor la nivel național.

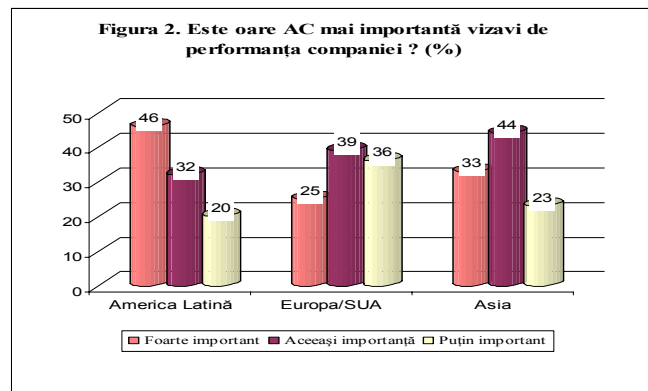
În sondajul realizat în anul 2000 privind percepțiile investitorilor, McKinsey⁸ a relatat că investitorii acordă o atenție prioritară și plătesc mai mult pentru companiile care sunt bine dirijate (cu o practică buna de administrare corporativă). Rezultatele acestui sondaj includ răspunsurile a peste 200 de investitori instituționali care împreună gestionează activele companiilor în valoare de aproximativ 3,25 trilioane dolari SUA.

De menționat că cele mai importante rezultate ale sondajului au fost următoarele:

⁷Hotărârea Guvernului Republicii Moldova cu privire la adoptarea Concepției administrării corporative a întreprinderilor din economia națională nr.22 din 16 ianuarie 2003 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova* nr.3–5 din 21.01.2003).

⁸ McKinsey. Investor Opinion Survey, June 2000.

- trei pătrimi din investitorii respondenți au afirmat că la evaluarea și selectarea companiilor eligibile pentru investiții experiența în domeniul administrării corporative a Consiliului de Administrație este pusă pe aceeași scală cu performanța financiară a companiei;
- în America Latină 46% din respondenți consideră că practica administrării corporative a consiliilor companiilor este mai importantă decât chestiunile financiare ale companiei;
- în cazul selectării unei companii eligibile pentru investiții cu performanțe financiare similare investitorii acordă prioritate companiei cu o bună practică de administrare corporativă (aproximativ 80 % din respondenți). Totuși situațiile diferă de la țară la țară. De exemplu, în Anglia investitorii respondenți cu 18 % mai mult sunt atrași de companiile cu o administrare corporativă adecvată în cazul când ambele companii au aceeași situație financiară. În Italia investitorii investesc cu 22% mai mult în acțiunile firmelor bine dirijate și cu 27% mai mult în Venezuela ori Indonezia;
- în Asia și America Latină investitorii nu au încredere în informațiile prezentate în rapoartele financiare, deoarece sunt limitate și nerelevante. Ei sunt predispuși să-și îndoiască investițiile sale companiilor cu o administrare corporativă adecvată care respectă drepturile acționarilor. Datorită faptului că în Europa și SUA cerințele față de standardele de contabilitate sunt mai înalte, dezvăluirea rapoartelor companiilor este mai profundă, informațiile sunt relevante și furnizate la timp, investitorii sunt mai puțini preocupați de problemele administrării corporative. Sondajul a arătat de asemenea că investitorii din Europa și SUA au acces la informațiile despre tranzacțiile de proporție, cu conflicte de interese pe care companiile le publică;
- în America Latină investitorii autohtoni sunt preocupați de transparența și dezvăluirea informației, iar investitorii străini – de protejarea drepturilor acționarilor. În Europa investitorii acordă atenție atât dezvăluirii informației privind politicile de administrare corporativă a societății și prezentării lor acționarilor, cât și necesității consolidării administrării corporative în cadrul Consiliului de Administrație.



Faptul că majoritatea investitorilor au răspuns că la luarea deciziilor privind plasarea investițiilor se ia în considerație calitatea administrării corporative este un argument forte în favoarea reformelor administrării corporative.

Raportul dintre administrarea corporativă și performanța companiei

În Cartea Albă a administrării corporațiilor în Sud-Estul Europei se menționează că sectorul privat trebuie să înțeleagă că o bună administrare a corporațiilor nu numai facilitează accesul la capital, ci poate fi, de asemenea, un instrument de îmbunătățire a performanțelor acestora. Acesta pune la dispoziție cercetări mai eficiente și balanțe de control al procesului de luare a deciziilor, sporind eficiența consiliilor de administrație și implicit îmbunătățind gândirea strategică. În cele din urmă acesta ridică încrederea investitorilor în societatea respectivă⁹.

Multe studii empirice au demonstrat existența unei corelații directe între cadrul administrării corporative și performanța companiei.

⁹ Cartea Albă a administrării corporațiilor în Sud-Estul Europei, Pactul de stabilitate, Acordul Europei de Sud-Est pentru reformă, investiții, integritate și creștere economică.

Lawrence D.Brawn și Marcus L.Caylor¹⁰, examinând corelația dintre administrarea corporativă și performanța companiei, au constatat că firmele cu o administrare corporativă slabă au o performanță economică joasă și se expun mai des riscurilor. Aceasta a fost confirmat prin următoarele argumente:

- în decurs de 5 ani rentabilitatea firmelor cu o administrare corporativă inadecvată era cu 3,95% mai joasă decât media pe industrie, iar în firmele situate pe poziții superioare la capitolul privind administrarea corporativă se observă o creștere a rentabilității cu 7,91% mai mult decât media pe industrie;
- profitabilitatea firmelor cu administrarea corporativă joasă este mai mică decât la cele cu o bună administrare corporativă. De asemenea, se observă un randament scăzut al activelor, capitalului propriu și investițiilor. Firmele cu o administrare corporativă joasă au un randament al capitalului propriu cu 4,86% mai jos decât cel mediu pe industrie, iar cele cu nivelul administrării corporative ridicat – cu 18,98% mai înalt decât cel mediu. În al doilea rând, este de menționat că randamentul scăzut al activelor la firmele cu administrarea corporativă joasă se datorește nivelului scăzut al marginului profitului net (MPN la aceste companii este cu 6,38% mai jos decât cel mediu pe industrie, iar la cele cu calitatea administrării corporative înaltă – cu 21,66% mai înalt decât cel mediu);
- riscurile firmelor cu administrarea corporativă înaltă sunt mai mici, acest fapt fiind demonstrat prin următoarele:
 - a) volatilitatea (instabilitatea) prețurilor acțiunilor companiilor cu administrarea corporativă joasă este cu 6,20% mai înaltă decât prețurile medii, iar a celor cu administrarea corporativă ridicată – cu 5,63% mai scăzută decât prețurile medii;
 - b) ”prețul sau valoarea reziduală (price – to book ratios)” a acțiunilor la firmele cu administrarea corporativă slabă este cu 0,55 puncte mai jos decât cel mediu pe industrie, iar la cele cu administrarea corporativă ridicată acest indice este cu 0,59 puncte mai înalt decât cel mediu;
 - c) firmele cu administrarea corporativă joasă au un nivel mai jos de acoperire a dobânzilor, iar fluxul mijloacelor operaționale în raport cu obligațiunile curente este mai mic.

Capitolul II. Mecanisme de reglementare a relațiilor corporative

2.1. Coduri de administrare corporativă

Scurt istoric. Necesitatea reglementării relațiilor corporative a apărut o dată cu marile corporații și primele conflicte de interese între proprietari și manageri, toată istoria administrării corporative fiind o cronică a confruntării intereselor acestor părți.

La finele secolului XIX – începutul secolului XX proprietarii companiilor din diverse țări (SUA, Franța, Marea Britanie, etc.) și-au extins și diversificat businessul, fiind nevoiți să transmită managerilor dreptul de a lua atât decizii curente, cât și strategice. Profitând de divergențele dintre diferiți acționari, managerii au preluat controlul asupra companiilor. Astfel, prima etapă a administrării corporative – concentrarea la aceleași persoane a dreptului de proprietate asupra întreprinderii și a dreptului de administrare a acestei proprietăți – s-a finalizat, cedând locul celei de-a doua etape – apariția unui sistem corporativ cu un management puternic și acționariat slab. Managerii au redus la minimum rolul proprietarilor și au devenit stăpâni reali ai întreprinderilor, realizându-și obiectivele de obținere a unui statut social stabil și a unor remunerații considerabile.

În a doua jumătate a secolului XX, o dată cu extinderea activității investiționale, a crescut ponderea investitorilor instituționali (fondurile de asigurare, de pensii) și colectivi (fondurile de investiții) în capitalul social al întreprinderilor, ritmurile de creștere a investițiilor de portofoliu depășindu-le pe

¹⁰ Lawrence D.Brawn, Marcus L.Caylor. The correlation between Corporate Governance and Company Performance, Institutional Shareholder Services.

cele ale investițiilor directe. Sporuri spectaculoase ale investițiilor de portofoliu în capitalul corporațiilor autohtone și de peste hotare s-au înregistrat atât în țările OCDE (anii 80), cât și în America Latină - Argentina, Brazilia, Bolivia, Mexic, Peru și Uruguay (anii 1990)¹¹. Investițiile de portofoliu ale companiilor din țările OCDE în economia țărilor în curs de dezvoltare în anul 2000 au atins cifra de 48 miliarde dolari SUA¹².

Interesul față de atragerea unor noi surse de capital pe piețele internaționale și preocuparea investitorilor de eficiența mijloacelor investite și evitarea eventualelor riscuri au fost și rămân o premisă obiectivă pentru elaborarea și aplicarea unor reguli și proceduri ale administrării corporative. Cele din urmă pot oferi potențialilor investitori un tablou complet și clar despre principiile de bază ale gestionării unei sau altei companii, despre proprietarii și eficacitatea activității acesteia. Investitorii sunt interesați:

- să compare standardele administrării corporative în diferite companii;
- să fie familiarizați cu modul în care companiile asigură interesele acționarilor, inclusiv ale celor minoritari;
- să-și poată evalua riscurile;
- să înțeleagă particularitățile funcționării companiilor și nivelul de transparență al acestora;
- să dispună de informații suplimentare la luarea deciziilor investiționale.

La sfârșitul secolului XX abordarea formalizată a aspectelor administrării corporative a căpătat o importanță deosebită. Conflictele de interese în activitatea unor companii notorii din SUA, Marea Britanie și Canada au impulsivat elaborarea și aplicarea *Codului de administrare (conduită) corporativă*.

Emitenții Codului de administrare corporativă diferă de la țară la țară. Printre ei se numără atât entitățile guvernamentale sau cvasi-guvernamentale, cât și comisiile valorilor mobiliare, bursele de valori mobiliare, asociațiile businessmanilor, asociațiile de protecție a drepturilor acționarilor, investitorii instituționali, etc. Primele coduri ale administrării corporative, cum sunt Cadbury Report în Marea Britanie¹³, General Motors Board of Directors Guidelines în SUA și Dey Report în Canada au servit drept model pentru alte companii, iar unele dintre ele au fost recomandate corporațiilor de către organele regulatorii în calitate de model.

În *Planul de acțiuni al Comisiei Europene* s-a menționat că în decursul ultimului deceniu țările Uniunii Europene au elaborat *Coduri de administrare corporativă* la nivel național și internațional cu scopul de a proteja interesele investitorilor și acționarilor. Obiectivele lor constau în asigurarea dezvoltării informațiilor necesare utilizatorilor în vederea evaluării juste a performanțelor și practicilor de administrare a companiilor și nu a prescrierii detaliate a unui comportament corporativ. Actualmente în țările membre ale Uniunii Europene sunt înregistrate 35 de coduri de administrare corporativă, majoritatea lor fiind emisă după anul 1997¹⁴. În tabelul 2 sunt specificate codurile în cauză, emitenții și obiectivele stabilite în ele.

¹¹Blommestein H. Institutional investors. Pension Reform and Emerging Securities Markets, Inter-American Development Bank Working Paper Series 329, Washington D.C., November 1997.

¹²Datele Băncii Mondiale.

¹³ Adrian Cadbury, președintele Consiliului de Administrație al companiei Cadbury a fost primul care a sintetizat aspectele administrării corporative și a pus bazele primului cod de administrare corporativă în Europa. Comisia Cadbury creată în 1991 în vederea dezvoltării standardelor administrării corporative și ridicării încrederii în rapoartele financiare și de audit a aprobat raportul cu același nume, care a servit drept model pentru elaborarea altor coduri de administrare corporativă.

¹⁴ Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, Final Report end Annexes I-III, Weil, GOTCHAL and MANGER in consultation with EASD and ECGN, 2002.

Tabelul 2. Coduri de administrare corporativă în țările Uniunii Europene

Organul emitent	Denumirea codului, anul emiterii	La ce companii se referă	Obiective
Organizațiile guvernamentale și cvasi-guvernamentale	Recomandările Comisiei de Finanțe și Bănci a Belgiei (1998)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării
	Recomandările Comisiei Pieței Valorilor Mobiliare a Portugaliei (1999)	Companiile listate Pot servi drept model și pentru alte companii	Creșterea performanțelor companiilor, competitivității și accesului la capital
	Ghidul Ministerului Industriei și Comerțului din Finlanda (2000)	Companiile listate	Creșterea performanțelor companiilor, competitivității și accesului la capital
Comisiile burselor de valori și asociațiile businessului	Raportul Cadbury (1992), (UK)	Companiile listate Poate servi drept model și pentru alte companii	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere, inclusiv prin stipularea unor cerințe riguroase față de informațiile supuse dezvăluirii
	Raportul Peters (1997), (Olanda)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere
	Raportul Hampel (1998), (UK)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor, inclusiv prin stipularea unor cerințe riguroase față de informațiile supuse dezvăluirii
Asociațiile businessului	Raportul Vienot (1999), (Franța)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere
	Federația industriei (2001), (Grecia)	Companiile listate Poate servi drept model și pentru alte companii	Ridicarea calității guvernării consiliilor, inclusiv prin stipularea unor cerințe riguroase față de informațiile supuse dezvăluirii
	Camera de Comerț, Confederația Industriei și a Patronatului (1997), (Finlanda)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere
	Raportul Greenbury (1995), (UK)	Companiile listate Poate servi drept model și pentru alte companii	Ridicarea calității guvernării consiliilor, inclusiv prin stipularea unor cerințe riguroase față de informațiile supuse dezvăluirii
	Codul de inițiativă din Berlin (2000)	Companiile listate Poate servi drept model și pentru alte companii	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere
	Regulamentele germane Panel (2000)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere și dezvăluirea informațiilor pentru acționari
	Codul Institutului Secretarilor și Administratorilor (1991), (UK)	Companiile listate Poate servi drept model și pentru alte companii	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere și dezvăluirea informațiilor pentru acționari
Asociațiile investitorilor	Comitetul Acționarilor Instituționali (1991), (UK)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere și dezvăluirea informațiilor pentru acționari
	Recomandările VEB (1997), (Olanda)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere și dezvăluirea informațiilor pentru acționari
	Ghidul Asociației Acționarilor (2000), (Danemarca)	Companiile listate	Ridicarea calității guvernării consiliilor de supraveghere și dezvăluirea informațiilor pentru acționari

Este de remarcat că printre subiectele recomandate de aceste coduri este crearea comitetelor de audit la nivelul firmelor (Hampel din Marea Britanie, codurile similare emise în Franța și Olanda). În acest context, comitetul de audit, format din directori independenți, este responsabil de raportarea financiară a firmei și monitorizează auditul intern și extern al acesteia. De altfel, comitetele de audit au devenit o trăsătură comună a firmelor europene, fapt care reflectă tendința de perfecționare a structurii de administrare a companiilor.

În unele țări ale UE o componentă a codului de administrare corporativă este codul etic, implementarea căruia se face în aceeași manieră ca și celelalte practici corporative. Un asemenea cod urmează să se axeze pe următoarele criterii: să fie adaptat normelor de conduită corporativă, acceptat unanim de Consiliul companiei și detaliat astfel încât să cuprindă reguli etice atât pentru membrii Consiliului și Executivului, cât și pentru acționarii și angajații societății.

Statutul juridic al codurilor de administrare corporativă diferă de la țară la țară. Astfel, în unele din țările avansate (Canada, Marea Britanie) existența codului este o cerință obligatorie a condițiilor pentru listarea bursieră, emitenții urmând să anunțe public cauzele nerespectării în practică a prevederilor codului. În alte țări codurile de administrare corporativă poartă în exclusivitate un caracter de recomandare și sunt aplicate în mod voluntar în mediul de afaceri. Totodată, este de remarcat că, deși în SUA codul poartă un caracter de recomandare, consolidarea pozițiilor investitorilor instituționali le permite să exercite o influență considerabilă asupra respectării de către companii a principiilor administrării corporative stabilite de cod.

În ce privește țările în curs de dezvoltare, inclusiv cele în tranziție (din Europa de Est și CSI) necesitatea elaborării și aplicării codurilor de administrare corporativă a fost conștientizată abia la finele secolului XX. Actualmente în marea majoritate a acestor țări asemenea coduri există sau se află în curs de elaborare. Codurile date atenuează în mare măsură golurile din legislație și acordă o atenție deosebită principiilor administrării corporative, inclusiv tratamentului echitabil al acționarilor, dezvăluirii informațiilor, în special, a datelor despre proprietarii companiilor, indicatorii economico-financiari, procedura de convocare a adunărilor generale ale acționarilor, remunerația managerilor, etc. (în țările economic avansate aceste aspecte sunt incluse, de regulă, în cadrul legal al pieței de valori).

Modalitatea de abordare a statutului acestui cod în țările în tranziție este și ea diferită. Astfel, în Mexic, Brazilia, India respectarea prevederilor codurilor este voluntară, iar în Malaezia, Hong-Kong, Republica Sud-Africană prevederile vizând dezvăluirea informațiilor despre activitatea companiilor poartă un caracter obligatoriu. Totodată, refuzul de a respecta prevederile normelor corporative în cazul aplicării benevole a codului poate prejudicia nu numai imaginea companiei, ci și situația financiară a acesteia. Spre exemplu, în Rusia companiile cotate la bursă trebuie să prezinte informații despre respectarea (nerespectarea) prevederilor Codului administrării (conduitei) corporative, în caz contrar ele sunt supuse delistării.

Situația din Republica Moldova. Până în prezent la noi în țară nu a fost elaborat un Cod de administrare (conduită) corporativă, deși despre necesitatea lui s-a reiterat de numeroase ori: în *Concepția administrării corporative a întreprinderilor din economia națională*, *Strategia de Creștere Economică și Reducere a Sărăciei (SCERS)*, etc.

Importanța elaborării și aplicării unui Cod de administrare corporativă în Republica Moldova este vădită, fiind condiționată de un șir de momente, inclusiv:

- integrarea țării în procesele de globalizare, care presupune necesitatea armonizării legislației autohtone cu standardele internaționale;
- posibilitatea prevenirii în baza Codului a eventualelor conflicte corporative, diminuării abuzurilor de serviciu și reducerii nivelului de corupere a persoanelor cu funcții de răspundere ale companiilor;
- posibilitatea aplicării practicii de soluționare a conflictelor corporative la nivel de întreprindere, până a se adresa în instanțele de judecată;
- posibilitatea promovării unei imagini benefice a întreprinderilor vizavi de investitori și parteneri;
- posibilitatea soluționării în baza Codului a unor chestiuni reglementate insuficient de cadrul legal existent, etc.

Cum abordează problema necesității elaborării și aplicării unui Cod de administrare corporativă managerii societăților pe acțiuni din Moldova? După cum relevă rezultatele studiului sociologic realizat de Transparency Internațional-Moldova (anexa 2, figura 5), majoritatea managerilor

intervievați (62%) consideră absolut necesară existența și utilizarea unui Cod de administrare corporativă în companiile sale. Totodată, o treime din respondenți au o părere contrară, care poate fi interpretată atât ca o reacție negativă la impunerea respectării unui act regulatoriu adițional, cât și ca o necunoaștere a avantajelor unui asemenea Cod. 3 % din chestionați care nu au o poziție certă vizavi de necesitatea unui asemenea document pot fi referiți la persoanele puțin familiarizate cu practica aplicării codurilor de conduită corporativă.

În ce privește eventualul statut juridic al acestui document părerile respondenților s-au divizat în modul următor (figura 3). Circa jumătate din respondenți (47%) consideră că Codul trebuie să aibă un caracter de recomandare, ce atestă bunul simț și prudența oamenilor de afaceri vizavi de eventuala existență a unui act legal obligatoriu.

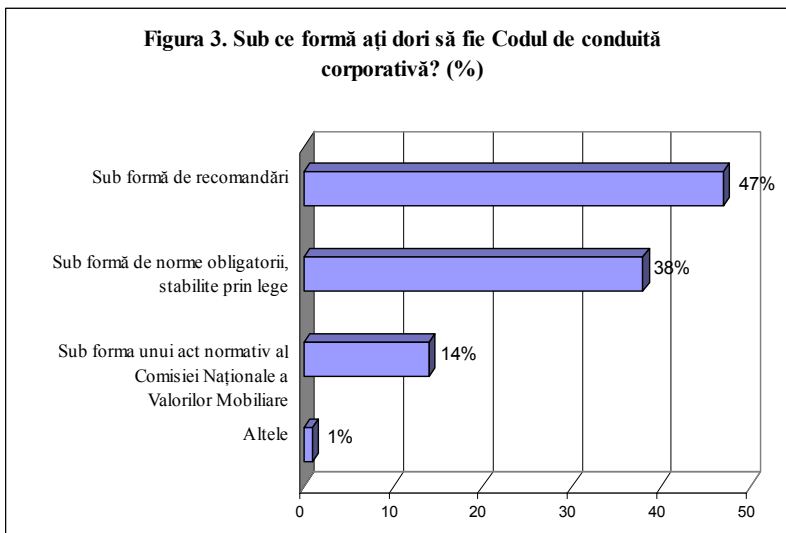
Cu toate acestea, 38 % din manageri consideră că Codul trebuie să poarte statut de lege, iar 14% estimează acest document în calitate de act normativ al CNVM. Faptul că 52% din chestionați consideră necesară atribuirea Codului unui caracter obligatoriu atestă că tendințele de autoreglementare în mediul de afaceri sunt slab dezvoltate. Chiar dacă oamenii de afaceri au o opinie critică privind cadrul legal existent, ei preferă, de obicei, ca „regulile de joc” să fie dictate de stat.

Această situație vorbește despre necesitatea dezvoltării principiilor de autoreglementare în mediul de afaceri din Moldova, elaborării de către reprezentanții businessului a principiilor și regulilor de conduită corporativă care paralel cu legislația vor putea reglementa activitatea companiilor.

Este de remarcat că *Concepția administrării corporative a întreprinderilor din economia națională* stabilește că codul conduitei corporative va purta un caracter de recomandare¹⁵, drept bază servind standardele internaționale, inclusiv Principiile administrării corporative ale OCDE, iar la elaborarea acestora se va ține cont de particularitățile administrării corporative din Republica Moldova. Din păcate, necesitatea unui Cod de administrare corporativă în Concepția nominalizată este abordată doar prin prisma îmbunătățirii imaginii corporațiilor și dezvoltării culturii corporative, fiind neglijată importanța lui din punct de vedere al prevenirii conflictelor corporative și coruperii persoanelor cu funcții de răspundere ale companiilor.

Totodată, una din variantele SCERS-lui prevedea că la elaborarea Codului vor fi atrași reprezentanți ai businessului, acționarilor, managerilor, investitorilor, experților străini și locali, statului și societății civile, iar coordonarea acestei activități va fi efectuată de Consiliul Național de Coordonare pentru Administrarea Corporativă.

La moment, însă, putem constata că pe parcursul unui an și jumătate de la aprobarea Concepției sus-menționate nu s-au întreprins măsuri reale pentru a realiza cele schițate. În particular, elaborarea Codului de administrare corporativă, inițiată de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM) este în stadiu incipient. La acest proces nu au fost atrași reprezentanții mediului de afaceri și societății civile, iar instruirea specialiștilor (managerilor, contabililor, auditorilor, etc.), studenților, precum și școlarizarea populației în domeniul administrării corporative rămâne a fi insuficientă. În acest context se prezintă oportună elaborarea unui program de ameliorare a administrării corporative, care va include măsuri și termene concrete de implementare a acestora, inclusiv elaborarea codului de



¹⁵ Hotărârea Guvernului Republicii Moldova cu privire la adoptarea Concepției administrării corporative a întreprinderilor din economia națională nr.22 din 16 ianuarie 2003 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova* nr.3-5 din 21.01.2003).

administrare corporativă, instruirea profesională, școlarizarea și informarea publicului în domeniul administrării corporative.

În afară de codurile naționale ale administrării corporative există un șir de inițiative internaționale în acest domeniu, cele mai semnificative fiind „Principiile administrării corporative ale OCDE”.

2.2. Principiile administrării corporative ale OCDE

În octombrie 1998 ministerele de finanțe ale țărilor membre ale Grupului celor 7 au lansat un apel privind transparența, calitatea, coerența și comparabilitatea informațiilor referitoare la piețele de capital. În particular, ele au făcut apel la OCDE ca, în colaborare cu Banca Mondială și organismele internaționale de reglementare, să finalizeze până în luna mai 1999 elaborarea unui cod de principii pentru o administrare sănătoasă a firmelor. În dorința de a introduce în afaceri “cea mai bună practică”, țările membre ale Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE) – state cu economii de piață puternic dezvoltate – au elaborat și implementat concepția de administrare corporativă a societăților pe acțiuni. Această concepție stabilește totalitatea principiilor, regulilor și normelor prin care se asigură administrarea și gestionarea de către manageri a companiilor în interesul investitorilor, respectiv al acționarilor firmei respective. Principiile OCDE sunt recunoscute de către Forumul pentru Stabilitate Financiară ca fiind unul din cele 12 standarde de bază pentru sisteme financiare solide. Ele reprezintă o componentă importantă a Colecției de Standarde și Coduri realizată de către Banca Mondială și Fondul Monetar Internațional. Aceste principii au fost adoptate de către Organizația Internațională a Comisiilor Valorilor Mobiliare, precum și de organismele sectorului privat, cum este, de exemplu, Rețeaua Internațională pentru Administrarea Corporațiilor. Principiile OCDE au servit de asemenea ca punct de referință la realizarea unui mare număr de coduri naționale privind administrarea corporațiilor¹⁶.

Principiile administrării corporative ale OCDE includ¹⁷:

1. Dreptul acționarilor. Administrarea corporativă trebuie să asigure cadrul pentru protecția drepturilor acționarilor prevăzute de lege și să verifice respectarea lor.

A. Drepturile fundamentale ale acționarilor includ: 1) metode sigure de înregistrare a dreptului de proprietate; 2) transferul sau înstrăinarea acțiunilor; 3) obținerea regulată a informațiilor relevante privind compania; 4) participarea și utilizarea dreptului de vot la adunările generale ale acționarilor; 5) alegerea membrilor consiliului societății; 6) obținerea unei cote-părți din profitul companiei.

B. Acționarii au dreptul să participe la luarea deciziilor și să fie suficient de bine informați asupra deciziilor privind schimbările fundamentale din cadrul companiei, cum sunt: 1) amendamentele la statut, contractul de societate sau documentele similare care administrează firma; 2) autorizarea acțiunilor suplimentare; 3) tranzacțiile extraordinare privind vânzarea firmei.

C. Acționarii trebuie să aibă posibilitate să participe efectiv la vot la adunarea generală a acționarilor și să fie informați despre regulamentele, inclusiv procedurile de votare, care administrează adunările acționarilor:

- 1) acționarii trebuie să dispună de informații suficiente și oportune privind data, locul și agenda adunărilor generale, precum și problemele asupra cărora urmează să fie luate decizii în cadrul adunării;
- 2) acționarii trebuie să aibă posibilitate să adreseze întrebări către consiliu și să introducă chestiuni în ordinea de zi a adunărilor generale, cu respectarea unor limitări rezonabile;

¹⁶ Cartea Albă a administrării corporațiilor în Sud-Estul Europei, Pactul de stabilitate, Acordul Europei de Sud-Est pentru reformă, investiții, integritate și creștere economică.

¹⁷ OECD, Principles of Corporate Governance, 1999.

- 3) acționarii trebuie să aibă posibilitate să voteze personal sau în absența lor cu efecte egale pentru ambele tipuri de vot.

D. Structurile de capital și aranjamentele, care permit ca unii deținători de acțiuni să obțină un control disproporțional asupra capitalului pe acțiuni, trebuie să fie dezvăluite.

E. Piețele pentru controlul corporativ trebuie să funcționeze într-o manieră eficientă și transparentă:

- 1) regulile și procedurile ce determină achiziționarea pachetului de control pe piața de capital și tranzacțiile extraordinare, cum sunt fuziunile și vânzarea unor cote substanțiale din acțiunile societății, trebuie să fie clare și transparente, astfel încât investitorii să-și înțeleagă drepturile și să poată face recurs. Tranzacțiile trebuie realizate la prețuri transparente și în condiții de concurență loială care protejează drepturile acționarilor, potrivit categoriei lor de încadrare;
- 2) nu vor fi utilizate mecanisme de blocare a înstrăinării (transferului) pentru a proteja managerii de răspundere.

F. Acționarii, inclusiv investitorii instituționali, trebuie să-și asume costurile și beneficiile rezultate din exercitarea drepturilor de vot.

2. Tratamentul echitabil al tuturor acționarilor. Cadrul administrării corporative trebuie să asigure tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, inclusiv al celor minoritari sau străini. Toți acționarii trebuie să aibă posibilitatea de a fi protejați efectiv în cazul nerespectării drepturilor lor.

A. Toți acționarii din aceeași categorie trebuie tratați în mod egal:

- 1) în cadrul fiecărei categorii toți acționarii trebuie să aibă aceleași drepturi de vot; toți investitorii trebuie să poată obține informații asupra drepturilor de vot convenite tuturor categoriilor de acțiuni, înainte de cumpărarea acestora. Orice modificare a drepturilor de vot trebuie să facă obiectul votului acționarilor;
- 2) dreptul de vot poate fi realizat prin procură generală sau nominală, în maniera convenită cu proprietarul acțiunilor care beneficiază de dreptul de vot;
- 3) procesele și procedurile pentru adunările generale ale acționarilor trebuie să permită tratamentul echitabil al tuturor acționarilor. Procedurile societății nu trebuie să facă dificilă sau costisitoare exercitarea dreptului de vot.

B. Operațiunile cu utilizarea informației interne și cele abuzive în interesele proprii ale persoanelor afiliate trebuie să fie interzise.

C. Membrii consiliului și directorii executivi (managerilor) trebuie să li se ceară să dezvăluie orice interese materiale privind tranzacțiile sau problematica ce afectează societatea.

3. Dezvăluirea și transparența informației și tranzacțiilor. Cadrul administrării corporative trebuie să asigure transparența, oportunitatea și acuratețea tuturor materialelor și documentelor relativ la situația societății, inclusiv situația financiară, performanțele, patrimoniul și conducerea societății.

A. Transparența trebuie să includă, dar să nu se limiteze la materialul de informare privind:

- 1) rezultatele activității societății, inclusiv cele financiare;
- 2) obiectivele activității societății;
- 3) acționarii majoritari și drepturile de vot;
- 4) membrii consiliului, funcțiile executive - cheie și remunerația acestora;
- 5) materiale privind factorii de risc previzibili;
- 6) materiale referitoare la problematica privind salariații și alți factori executivi;

7) structura și politicile de guvernare.

B. Informațiile trebuie pregătite, audiate și dezvăluite în conformitate cu cele mai avansate standarde de contabilitate, raportare financiară și nefinanciară și de audit.

C. Anual la companie trebuie să fie exercitat un audit de către un auditor independent, pentru a asigura o opinie obiectivă și neutră asupra conformării rapoartelor financiare prezentate de societate cu standardele internaționale .

D. Metodele utilizate de către companie pentru diseminarea informațiilor trebuie să asigure obținerea de către utilizatori a informațiilor corecte, relevante, oportune și eficiente.

4. Responsabilitatea consiliului societății. Cadrul administrării corporative trebuie să asigure orientarea strategică a societății, monitorizarea efectivă a managementului de către consiliul societății și răspunderea consiliului față de societate și acționari.

A. Membrii consiliului societății trebuie să acționeze pe bază de informații complete, credibile, cu diligența necesară și prudență în interesul societății și acționarilor.

B. În cazurile în care deciziile consiliului ar putea afecta diferit diverse grupe de acționari, consiliul trebuie să-i trateze corect pe toți acționarii.

C. Consiliul trebuie să asigure respectarea legii și aplicabilitatea ei și să ia în considerare interesele persoanelor cointeresate.

D. Consiliul societății trebuie să îndeplinească anumite funcții-cheie, incluzând:

- 1) analiza și orientarea strategiei societății, planurilor de acțiuni majore și politicile de risc; bugetele anuale și planurile de afaceri; stabilirea obiectivelor de performanță; aplicarea monitorizării și performanțele societății; previziunile privind cheltuielile majore de capital, achiziții și investiții;
- 2) selectarea, recompensarea, monitorizarea și supravegherea planificării succesiunii de personal;
- 3) analiza remunerației consiliului societății și a personalului executiv-cheie și asigurarea unui proces transparent, reglementat, de nominalizări pentru consiliul societății;
- 4) monitorizarea și controlul conflictelor de interese potențiale în cadrul managerilor, membrilor consiliului și acționarilor;
- 5) asigurarea integrității sistemelor de raportare financiară și contabilă a societății, incluzând auditul independent și sistemele adecvate de control, în mod special sistemele de monitorizare a riscului, controlul financiar;
- 6) monitorizarea eficacității practicilor de conducere în cadrul cărora se operează și efectuarea modificărilor necesare;
- 7) supravegherea procesului de dezvăluire a informațiilor și comunicării lor.

E. Consiliul trebuie să fie capabil să expună opinia obiectivă asupra afacerilor societății, independent de opinia managerilor:

- 1) consiliul trebuie să ia în considerare desemnarea unui număr suficient de membri independenți ai săi, capabili să exercite un raționament independent față de sarcinile la care există un potențial pentru conflictele de interese. Exemple de astfel de responsabilități-cheie sunt raportările financiare, nominalizarea personalului executiv și remunerarea membrilor consiliului;
- 2) membrii consiliului trebuie să acorde atenție responsabilităților ce le revin.

F. Pentru îndeplinirea responsabilităților membrii consiliului trebuie să aibă acces la informații relevante și prompte.

5. Rolul persoanelor interesate („Stakeholders”) – angajații, clienții, creditorii, guvernul, societatea civilă în administrarea corporativă

Administrarea corporativă trebuie să recunoască drepturile persoanelor interesate așa cum sunt reglementate prin lege și să încurajeze cooperarea activă dintre societăți și persoanele interesate pentru a crea bunăstare, locuri de muncă și a asigura stabilitatea financiară a întreprinderii.

A. Cadrul administrării corporative trebuie să asigure ca drepturile persoanelor interesate protejate prin lege să fie respectate.

B. Dacă interesele persoanelor interesate sunt protejate de lege, ele trebuie să aibă posibilitate reală de a primi un ajutor efectiv în cazul încălcării drepturilor lor.

C. Cadrul administrării corporative trebuie să admită mecanisme de ridicare a eficacității participării persoanelor cointeresate.

D. În cazul participării persoanelor interesate la procesul de administrare corporativă acestea trebuie să aibă acces la informații relevante.

Revizuirea principiilor administrării corporative ale țărilor OCDE. În urma recentelor eșecuri în promovarea unei administrării corporative adecvate (cazul Enron, Parmalat), în anul 2002, la adunarea Consiliului de Miniștri al țărilor OCDE, a fost luată o decizie privind reevaluarea Principiilor de administrare corporativă în contextul dezvoltării actuale.

Pe parcursul anului 2003 Comitetul de Conducere al țărilor OCDE în problemele administrării corporative¹⁹ a organizat numeroase consultații referitor la revederea principiilor administrării corporative existente, fiind implicați experți din mai multe țări ale OCDE, țările din componența Mesei rotunde și țările care nu sunt membre ale OCDE. Au participat și alte părți interesate (sectorul businessului, profesioniști de nivel național și internațional, uniunea comerțului, societatea civilă, organele de elaborare a standardelor).

Ca rezultat al acestor consultații, în ianuarie 2004 a fost emis un proiect de principii de administrare corporativă revizuit și publicat pentru comentarii. În conformitate cu afirmațiile OCDE, versiunea finală a principiilor administrării corporative a fost prezentată în luna mai 2004 la adunarea anuală a Consiliului de Miniștri.

Cele mai importante pot fi menționate următoarele:

- investitorii instituționali trebuie să sprijine o administrare corporativă adecvată. În conformitate cu noul proiect al principiilor administrării corporative, investitorii instituționali, care activează prin contract fiduciar, trebuie să dezvăluie informațiile despre administrarea corporativă și procedurile de votare în ceea ce privește investițiile sale. Anual această informație trebuie să fie difuzată pe piața valorilor mobiliare. Adicional, investitorii instituționali trebuie să dezvăluie procedurile și intențiile sale privind dirijarea conflictelor de interese materiale, care pot afecta drepturile deținătorilor majoritari și minoritari;
- necesitatea unui mecanism eficient și efectiv referitor la procedurile de faliment ale corporațiilor și respectiv aplicarea adecvată a drepturilor creditorilor;
- recomandările legate de cerințele față de audit și dezvăluirea informațiilor financiare, precum și responsabilitățile participanților trebuie să fie clar definite și descrise detaliat;
- pentru prima dată s-a acordat atenție obligațiilor participanților profesioniști pe piață (brokeri, agenții de rating, analiști), care joacă un rol important la luarea deciziilor de către investitori. În conformitate cu proiectul OCDE, toți acei care acordă servicii de analiză și de consulting și care prin aceste servicii prestate pot influența asupra deciziilor luate de către investitori, trebuie să dezvăluie conflictele de interese materiale, care pot să compromită integritatea analizei efectuate

¹⁹ Comitetul de Conducere în problemele de administrare corporativă include reprezentanți nu numai din țările OCDE, dar și de la Banca Mondială, Banca pentru Supraveghere Internațională și Fondul Monetar Internațional ca observatori la acest grup. Reprezentanții Forului de Stabilitate Financiară, Comitetului Bazel de Supraveghere Bancară și Organizației Internaționale a Comisiilor Valorilor Mobiliare au fost invitați ad-hoc ca observatori.

sau a consultației prestate. Ei trebuie să elaboreze și să dezvăluie procedurile de dirijare a acestor conflicte.

2.3. Reglementarea relațiilor corporative în țările în tranziție – unele aspecte ale cadrului juridic

Tendențele dezvoltării economiei de piață în țările Europei Centrale și de Est, aderarea recentă (mai 2004) a unora dintre ele la Uniunea Europeană plasează problemele administrării corporative pe prim plan în restabilirea și creșterea potențialului economic. Practica postsocialistă denotă că o dată cu progresul economiei de piață apare necesitatea unor mecanisme de administrare corporativă progresiste capabile să asigure interesele acționarilor, investitorilor, creditorilor și altor participanți la acest proces.

Se consideră că o administrare corporativă efectivă poate fi creată în baza unui cadru legislativ dezvoltat și a unei piețe de capital active, o altă variantă în acest sens fiind concentrarea proprietății²⁰. Studiile empirice desfășurate în țările cu un nivel înalt de protecție a drepturilor acționarilor, asigurat prin sporirea transparenței corporațiilor, atestă un nivel și un potențial mai înalt de dezvoltare economică, un acces mai larg la sursele de finanțare interne și externe.

Reformele din țările care au trecut prin privatizarea în masă au condiționat, în mare măsură, dispersarea proprietății întreprinderilor privatizate. Totodată, începând cu a doua jumătate a anilor 90, acestor țări le-a fost caracteristică o concentrare rapidă a proprietății: actualmente aproape jumătate din companiile a 12 state postsocialiste, care au efectuat privatizarea în masă și acțiunile cărora sunt cotate la bursele de valori, au un acționar majoritar care deține circa 50 la sută din acțiuni²¹. În condițiile concentrării proprietății și apariției acționarilor majoritari este necesară aplicarea unor mecanisme eficiente de administrare corporativă, în particular, respectarea de către manageri a cerințelor de transparență a informațiilor.

În țările cu economie avansată continuă discuțiile privind necesitatea perfecționării administrării corporative. Țările membre ale OCDE și UE, precum și organismele internaționale profesionale au elaborat coduri obligatorii și voluntare ale celor mai bune practici de administrare corporativă, chemate să asigure funcționarea acestui sistem. Baza legislativă și angajamentele voluntare ale acestor țări ar putea fi un punct de pornire pentru țările în tranziție.

Pentru a aprecia trăsăturile specifice ale cadrului legal al administrării corporative în țările în tranziție, inclusiv în Republica Moldova, și conformitatea lui principiilor OCDE, vom recurge la o analiză succintă a legislației sub următoarele aspecte: respectarea drepturilor acționarilor, tratarea echitabilă a tuturor acționarilor, responsabilitatea organelor de conducere ale companiilor²².

Respectarea drepturilor acționarilor este un principiu fundamental pentru orice model de administrare corporativă. Delimitarea funcțiilor de proprietate și control al companiilor poate genera diverse conflicte între constituenții lor, plasând pe prim plan asigurarea dreptului decizional al acționarilor la adunările generale ordinare și extraordinare. În acest scop cadrul legal trebuie să prevadă procedurile de informare oportună a acționarilor despre convocarea adunărilor generale astfel încât acestea să poată participa la luarea deciziilor fără deficiențe de ordin organizațional și material. Mai mult decât atât, este extrem de important ca amplasarea în teritoriu a întreprinderilor să nu pună bariere în accesul acționarilor la adunările generale.

Asigurarea acestor drepturi este de neconceput fără ținerea registrului de către entitățile independente (registratorii independenți) și posibilitatea votării prin corespondență (prin poștă) și procură. Exigențele în cauză sunt parte integrantă a legislației țărilor membre ale OCDE, fiind totodată lipsă în multe dintre țările în tranziție (tabelul 3).

²⁰ Frydman, et al. 1993, Shleifer and Vishny 1997, La Porta, et al. 1998 și 1998.

²¹ Grosfel end Hashi 2003.

²² Drept bază a analizei a servit studiul Centrului de Cercetări Social-Economice (CASE) „Baza legislativă a administrării corporative eficiente: analiza comparativă a experienței țărilor postsocialiste”, Varșovia, 2004.

Tabelul 3. Legiferarea drepturilor acționarilor în procesul luării deciziilor

Țara	Ținerea registrului acționarilor de registratorii independenți	Votarea prin corespondență (prin poștă)	Votarea prin procură	Comunicatul despre convocarea adunării generale
Bulgaria	-	-	+	Comunicat în „Ziarul Național” ^a
Ungaria	- ^a	+ ^b	+ ^c	Comunicat în ziar
Letonia		+ ^b	+ ^b	Comunicat în mass-media sau scrisori acționarilor
Macedonia	-	-	+	Anunț public sau scrisori acționarilor
Polonia	+	-	+ ^d	Metoda comunicării nu este stabilită
Rusia	+	+	+	Scrisoare recomandată sau prezentarea avizului contrasemnat de persoanele care au dreptul să participe la adunare
România	+	-	+	Comunicat în „Ziarul Oficial” sau scrisori acționarilor
Slovenia	+	-	+	Comunicat în presa națională sau pe pagina web a companiei
Cehia	+	-	+	Comunicat într-un ziar național sau scrisori acționarilor
Republica Moldova	+	+ ^e	+ ^j	Comunicat în presă și aviz fiecărui acționar (reprezentant, deținător nominal)

^a – registrul acționarilor este ținut nemijlocit de companie.

^b – în cazul în care prevede statutul societății.

^c – este necesară procura oficială sau scrisoarea semnată de doi martori (o asemenea scrisoare poate fi obținută foarte ușor).

^d – numai pe segmentul de piață reglementat.

^e – adunarea generală anuală nu poate fi ținută prin corespondență.

^j – reprezentantul sau deținătorul nominal poate participa la adunarea generală a acționarilor numai în baza actului legislativ, mandatului, contractului sau actului administrativ.

Datele din tabelul 3 atestă tendința de armonizare a legislațiilor și practicilor naționale ale țărilor enumerate cu principiile OCDE. Astfel, în majoritatea țărilor există registratorii independenți, este posibilă votarea prin procură (cu unele particularități), precum și informarea acționarilor despre desfășurarea adunărilor. Este de remarcat că în Republica Moldova cerințele legislației privind informarea acționarilor despre convocarea adunărilor acționarilor sunt destul de rigide și presupun atât comunicarea în scris fiecărui acționar despre desfășurarea ei, cât și publicarea anunțului respectiv în organul de presă indicat în statut.

Totodată, în multe din țările în tranziție nu se admite votarea prin corespondență, iar votarea prin procură, deși este posibilă din punct de vedere tehnic, necesită perfectarea unui act administrativ oficial. Mai mult decât atât, în unele din țările analizate acțiunile urmează a fi transferate în depozit unor terți pe o anumită perioadă până la începutul adunării generale. Aceste restricții reduc posibilitățile participative ale acționarilor minoritari și generează temeieri pentru încălcarea drepturilor acestora de către deținătorii pachetelor de control.

Tratamentul echitabil al acționarilor. Principiile de administrare corporativă ale OCDE recomandă ca toți acționarii – minoritari și majoritari, autohtoni și străini să poată dispune de aceleași drepturi și posibilități, o importanță deosebită atribuindu-se principiului „o acțiune – un vot”. În practică acest moment nu are o abordare unică: în țările care aplică modelul anglo-saxon proprietarii de acțiuni pot influența luarea deciziilor în funcție de quantumul acțiunilor cu drept de vot pe care le dețin în baza principiului „o acțiune – un vot”, în alte țări (inclusiv în țările membre ale OCDE), paralel cu aceste acțiuni, se utilizează și acțiunile cu drept de vot „majorat”, acțiunile fără drept de vot, etc. Totodată, se aplică și restricții de vot pentru acționarii majoritari, ceea ce extinde posibilitățile participative ale acționarilor minoritari la luarea deciziilor. Principiile OCDE nu favorizează o practică anumită, însă Rețeaua Internațională a Administrării Corporative (ICGN 1999) consideră abaterile de la principiul „o acțiune – un vot” drept nedorite. În practica internațională se utilizează diverse metode de protejare a drepturilor acționarilor minoritari (*oppressed minority rule*)²³ realizate prin:

²³ Listă în cauză nu este completă, dar conține cele mai răspândite metode de protecție a drepturilor acționarilor minoritari.

- cvorumul la adunările generale ale acționarilor;
- dreptul de a înainta și alege candidați în Consiliul societății;
- dreptul preferențial (automat) de subscriere la acțiuni;
- dreptul de a acționa în judecată managerii întreprinderilor pentru nerespectarea principiilor prudenței.

Modalitățile de abordare a tratamentului echitabil al acționarilor în legislația țărilor în tranziție sunt reflectate în tabelul 4.

Tabelul 4. Reglementarea tratamentului echitabil al acționarilor

Țara	O acțiune cu drept de vot – un vot	Cvorumul la adunarea generală	Majoritatea calificată la luarea deciziilor importante ²⁴	Dreptul preferențial (automat) de subscriere la acțiuni	Dreptul de a acționa în judecată managementul	Dreptul acționarilor minoritari de a propune candidați în Consiliu
Bulgaria	+	Lipsește	67%	+	-	-
Ungaria	+	50%	75%	+	+	-
Letonia	+	50%	75% ^a	+	+	-
Macedonia	-	50%	75%	+	-	-
Polonia	+ ^b	Lipsește	67% ^c	- ^d	+	+
Rusia	+	>50%	75%	+	+	-
România	+	50%	75%	+ ^e	+	+ ^f
Slovenia	+	Lipsește	75%	+	+	-
Cehia	+ ^g	30	67% ^h	+	+	-
R.Moldova	+	> 50%	75% ⁱ	+ ^k	+	- ^l

^a – în cazul în care decizia adunării generale nu prevede altfel.

^b – deși această prevedere este o normă pentru întreprinderile cotate, există numeroase excepții.

^c – totodată, alte decizii importante necesită 75%, 80% și 90% din numărul de voturi.

^d – deși legislația nu prevede astfel de drepturi, acționarii utilizează în practică posibilitatea procurării preferențiale a acțiunilor din noile emisiuni.

^e – nu este prevăzut de lege, dar poate fi stabilit în statutul societății.

^f – este prevăzut de lege, dar în practică până la moment nu se utilizează.

^g – sunt posibile restricții la dreptul de vot al unor acționari aparte.

^h – pentru ieșirea de pe bursă sunt necesare 75 % din numărul de voturi.

ⁱ – hotărârile privind modificarea capitalului social al societății se adoptă cu cel puțin trei pătrimi din voturile reprezentate la adunare, alte decizii, cum ar fi cele ce țin de competența exclusivă a adunării generale, se iau cu 2/3 din voturile reprezentate la adunare, alegerea Consiliului – prin vot cumulativ.

^k – în funcție de cota acțiunilor deținute.

^l – dreptul de a propune candidați în membrii Consiliului îl au acționarii care dețin cel puțin 5 % din acțiunile cu drept de vot ale societății.

După cum rezultă din tabelul 4, situația din majoritatea țărilor în tranziție nu corespunde întrutotul recomandărilor OCDE. Cert este faptul că în aceste țări s-au întreprins măsuri în vederea creării și perfecționării cadrului legal destinat asigurării unui regim echitabil pentru toți acționarii. Astfel, principiul „o acțiune – un vot” este o normă obligatorie a legislației acestor state (excepție face Macedonia), există prevederi vizând cvorumul și majoritatea calificată, dreptul la procurarea preferențială a acțiunilor noilor emisii, precum și de a acționa în judecată managerii companiilor. Este de remarcat că doar în Polonia și România acționarii minoritari își pot delega candidatul lor în Consiliu, în România de facto acest drept nu este utilizat²⁵. Totodată, este de menționat că legislația țărilor care au aderat recent la UE este mai puțin rigidă decât a altor țări postsocialiste, inclusiv a Republicii Moldova.

Responsabilitatea Consiliului și Executivului, dezvăluirea informațiilor. Multiplele cercetări privind activitatea organelor de conducere ale corporațiilor efectuate în țările OCDE arată necesitatea introducerii în legislație a cerințelor referitoare la includerea în Consiliu a membrilor (directorilor)

²⁴ Se are în vedere numărul de voturi necesar la luarea deciziilor privind majorarea capitalului social al societății, lichidarea, fuziunea, etc. de către adunările generale ale acționarilor.

²⁵ Hashi I. Baza legislativă a administrării corporative eficiente: analiza comparativă a experienței țărilor postsocialiste, CASE, Varșovia, 2004.

independenți. Cei din urmă, nefiind reprezentanți ai acționarilor, managerilor sau colectivului de muncă, pot ocupa o poziție nepărtinitoare în cazul unor eventuale conflicte de interese. Codurile celor mai bune practici ale administrării corporative recomandă includerea în componența consiliilor a unui număr rezonabil de membri independenți, precum și crearea unor comisii speciale (de cenzori, remunerare, personal), formate integral sau în majoritate din directori independenți, care ar supraveghea numirea în funcție a managerilor și stabilirea remunerației lor, corectitudinea și oportunitatea întocmirii dărilor de seamă financiare, etc. Aceste măsuri, în opinia experților, ar putea reduce considerabil abuzurile de serviciu și coruperea managerilor companiilor.

O altă posibilitate de exercitare a controlului asupra activității managerilor ține de dezvăluirea informațiilor privind compania. Constituenții relațiilor corporative – acționarii, colectivele de muncă, creditorii, statul, etc. sunt interesați să obțină informații despre rezultatele activității companiilor, structura proprietății lor, interesele patrimoniale ale membrilor Consiliului și Executivului. Din aceste considerente legislația mai multor țări în tranziție prevede obligativitatea publicării de către societățile de tip deschis a rapoartelor financiare autentificate de auditorii independenți, dezvăluirii informațiilor despre insideri și acțiunile aflate în proprietatea lor, precum și a datelor referitoare la acționarii majoritari ș.a. În ce privește companiile cotate la bursă, acestea urmează să respecte cerințe mult mai riguroase vizând conținutul și periodicitatea prezentării și publicării rapoartelor financiare, specializate și altor informații.

Prevederile legale ale țărilor în tranziție privind existența membrilor (directorilor) independenți în componența Consiliului, obligativitatea auditării rapoartelor financiare, frecvența publicării rapoartelor financiare de către companiile cotate la bursă, precum și unele aspecte de dezvăluire a informațiilor corporative sunt expuse în tabelul de mai jos.

Tabelul 5. Consiliul, Executivul și dezvăluirea informațiilor de către societățile pe acțiuni

Țara	Membrii (directorii) independenți în Consiliu	Reprezentanții angajaților în Consiliu	Auditarea independentă a rapoartelor financiare	Frecvența publicării rapoartelor financiare de companiile listate la bursă	Pragul dezvăluirii informației despre proprietarii acțiunilor	Pragul ofertei tender ²⁶ obligatorii	Date despre acțiunile și remunerația managerilor	Durata mandatului directorului executiv, ani
Bulgaria	- ^a	-	+	Trimestrial	5%	50%	-	3
Ungaria	- ^b	+	+	Semestrial	25%	33 %	-	5
Letonia			+					4
Macedonia	-	-	+	Trimestrial	10%	45%	-	6
Polonia	- ^c	-	+	Trimestrial	5%	50%	+	5
Rusia	+ ^d	-	+	Trimestrial	5%	30%	+	nu s-a stabilit
România	-	-	+	Semestrial	5%	50,1% și 75%	-	4
Slovenia	-	+	+	Anual	5%		parțial	8
Cehia	-	+	+	Semestrial	5%	40% și 50%	parțial	5
R. Moldova	-	+	- ^e	Anual	5%	> 50% ⁱ	parțial	nu s-a stabilit

^a – cu excepția companiilor publice în care 1/3 din membrii Consiliului trebuie să fie independenți.

^b – în companiile care numără mai mult de 200 angajați 1/3 din Consiliu se alege de colectivul de muncă.

^c – deși Codul celor mai bune practici corporative recomandă ca cel puțin 50 % din componența Consiliului societăților să fie membri (directorii) independenți, legislația Poloniei prevede că ponderea directorilor independenți în Consiliul societăților cu capital integral de stat este de 3/5.

^d – deși legislația Rusiei nu stabilește cerințe obligatorii privind prezența directorilor independenți în Consiliu, în contextul tranzacțiilor cu prezența conflictelor de interese există noțiunea „director independent”. Codul administrării (conduitei) corporative a Rusiei recomandă ca ponderea directorilor independenți în Consiliu să constituie cel puțin ¼ (sau nu mai puțin de 3 directori).

^e – din anul 2002, o dată cu intrarea în vigoare a modificărilor și completărilor la *Legea privind societățile pe acțiuni*, obligativitatea efectuării de către societățile pe acțiuni de tip deschis a auditului extern a fost anulată, iar decizia despre necesitatea efectuării controlului de audit este luată de adunarea generală a acționarilor.

ⁱ – în alte cazuri obligatorii ale ofertei tender, în particular, la procurarea acțiunilor de către insideri, pragul ofertei tender constituie 5 %, iar la achiziționarea de către societate a acțiunilor sale plasate pragul ofertei tender nu este stabilit.

²⁶ Se are în vedere obligativitatea ofertei tender în cazul procurării unui pachet de control de acțiuni.

După cum se observă din tabelul 5, majoritatea țărilor nu au un concept al membrilor (directorilor) independenți ai Consiliului. Numai în Polonia și Rusia există recomandări privind includerea acestora în Consiliu. Sunt destul de rare și clauzele vizând posibilitatea prezenței în Consiliu a reprezentanților colectivului de lucru – ele se conțin în legislația Sloveniei, Cehiei, Moldovei și Ungariei (la întreprinderile mari).

Totodată, cerințele privind obligativitatea auditării independente și publicării rapoartelor financiare sunt valabile aproape în toate țările analizate (excepție face Republica Moldova, în care din anul 2002 decizia despre necesitatea efectuării controlului de audit rămâne la discreția adunării generale a acționarilor). Situația vizând dezvăluirea informațiilor despre proprietarii de acțiuni este similară: în marea majoritate a țărilor companiile urmează să dezvăluie informațiile despre deținătorii a 5 % și mai mult din acțiunile cu drept de vot.

În ce privește oferta tender obligatorie la procurarea pachetului de control de acțiuni pragul ei oscilează de la 30% (Rusia) până la 50,1/75% (România), în unele țări asemenea cerință nefiind în general prevăzută. De regulă, acest instrument le permite micilor acționari să evite riscul unor prejudicii financiare în cazul apariției proprietarilor dominanți. Totodată, în unele țări, spre exemplu, în Rusia eficacitatea acestui instrument se reduce din cauza că o mare parte din persoanele înregistrate în registru (de regulă, cu o cotă mai mare de 10 %) sunt firme offshore, adevărații proprietari ai cărora rămân necunoscuți. Mai mult decât atât, sunt cunoscute cazurile piramidelor holding, proprietății „încrucșate” care, de asemenea, disimulează proprietarii reali de acțiuni²⁷.

Managerii superiori ai companiilor din țările în tranziție au o putere considerabilă: perioada mandatului directorilor executivi este, de regulă, destul de îndelungată – de la 3 la 8 ani, ceea ce depășește practicile UE (comitetul Cadbury recomandă contracte cu o durată de 1–2 ani). În majoritatea acestor țări rămân parțial închise informațiile despre numărul acțiunilor deținute de manageri și remunerația acestora (în particular, se anunță doar suma totală a retribuțiilor și numărul total de acțiuni deținute).

Legislația țărilor în tranziție prevede diverse măsuri de combatere a abuzurilor persoanelor cu funcții de răspundere a companiilor, inclusiv ale managerilor: este prohibată manipularea cu valori mobiliare în vederea destabilizării cursului acestora, interzisă utilizarea informației insider în scopul obținerii de profituri, etc. În acest scop sunt prevăzute diferite instrumente de sancționare – de la amenzi până la privarea de libertate și interdicția de a ocupa anumite funcții sau de exercita o anumită activitate. În realitate, însă, aceste prevederi rămân neaplicabile: nici în una dintre țările analizate nu au avut loc procese judiciare de mare amploare și de mare succes în pofida multiplelor scandaluri și abuzuri de putere (spre exemplu, „tunelarea” - scoaterea fondurilor din întreprindere, care a adus la criza financiară din Cehia, piramidele financiare din Rusia, Albania, Republica Moldova, etc.). După cum atestă unele studii din domeniu²⁸, aplicabilitatea și eficacitatea redusă a reglementării financiare este una din principalele probleme ale țărilor în tranziție (tabelul 6).

²⁷ Berglof, E. and Pajuste (2003) *Emerging Owners, Eclipsing Markets*, in Cornelius, P.K. and Kogut, eds, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press.

²⁸ Kaufman et al. 2002; *Transition Reports - BERD*.

Tabelul 6. Aplicabilitatea și eficacitatea legislației ce reglementează sfera financiară

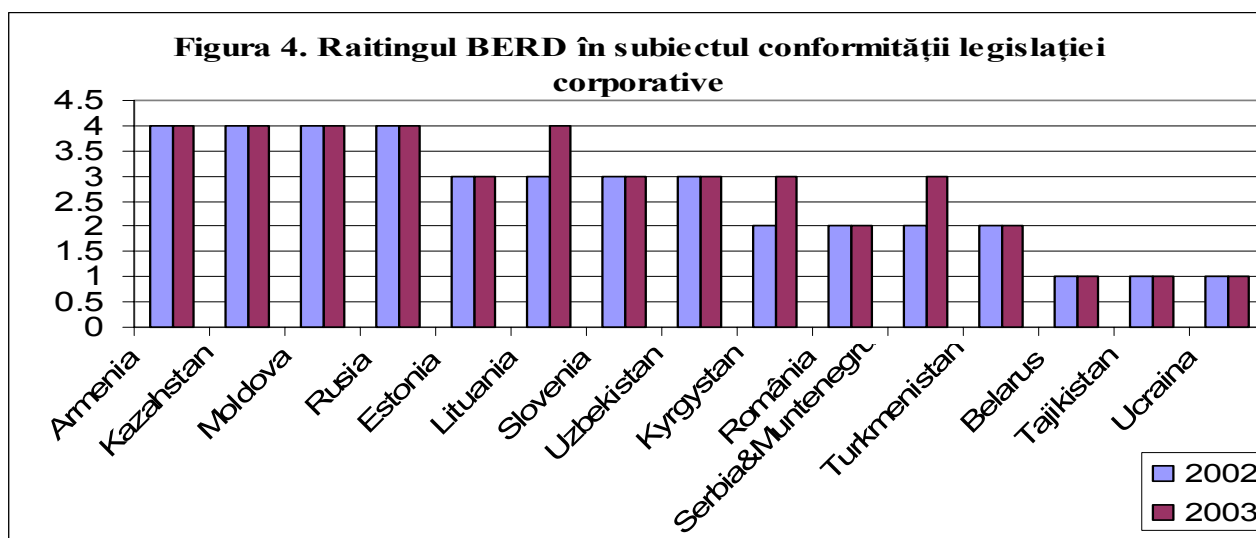
Denumirea țării	Aplicabilitatea legislației		Eficacitatea reglementării financiare*		
	1998/1997	2001/2000	1998	2001	2002
Bulgaria	-0,15	0,02	3	3	3
Ungaria	0,71	0,76	4	4-	4-
Letonia	0,18	0,29	2	4-	3
Macedonia	*	*	2	2	3-
Polonia	0,54	0,55	3	3	3+
Rusia	-0,72	-0,87	2	2+	3-
România	-0,09	-0,02	3-	3	3
Slovenia	0,83	0,89	3-	4-	3
Cehia	0,54	0,64	3-	3	3
R. Moldova	*	*	*	3	3-

* - datele lipsesc.

Notă: Indicele eficacității legislației financiare este calculat anual de BERD (Transition Reports) în baza unui șir de parametri și arată nivelul eficienței reglementărilor în sectorul financiar. Indicele se estimează la o scală de la 1 „nivel foarte jos de eficacitate” până la 4 „nivel foarte înalt de eficacitate”.

Astfel, deși cadrul legislativ al administrării corporative a țărilor în tranziție a avansat simțitor, aplicabilitatea lui rămâne a fi insuficientă. În ce privește eficacitatea reglementării sferei financiare în majoritatea țărilor situația s-a ameliorat, fiind interpretată ca o tendință pozitivă²⁹. Cu toate acestea, nici una din țările analizate nu a atins nivelul țărilor economic dezvoltate care constituie 4+.

Recentele studii ale BERD confirmă cele sus-menționate. Cercetările acestei instituții internaționale în subiectul conformității legislației corporative principiilor OCDE („extensiveness” of the law), realizate în țările membre ale acestei instituții³⁰, au permis întocmirea următorului raiting.



Notă: la realizarea acestui raiting a fost luat în considerație un șir de indicatori ai cadrului legal, evaluați anual de BERD. În procesul evaluării au fost stabilite următoarele nivele de conformitate a legislației din domeniul administrării corporative principiilor OCDE:

- nivelul „A” (în figură este indicat cu „5”) reprezintă un nivel foarte înalt de conformitate;
- nivelul „B” („4”) – un nivel înalt de conformitate;
- nivelul „C” („3”) – un nivel mediu de conformitate;
- nivelul „D” („2”) – un nivel jos de conformitate;
- nivelul „E” („1”) – un nivel foarte jos de conformitate.

În comentariile la raportul BERD despre rezultatele evaluării Administrării Corporative (2003) s-a remarcat că, deși Republica Moldova nu a înregistrat progrese deosebite în domeniile economic și social, totuși ea dispune de o legislație relativ bună în domeniul administrării corporative, fiind

²⁹ Indicele eficacității legislației financiare (BERD) atestă o ameliorare substanțială a situației în anul 2002 comparativ cu anii precedenți. Cu toate acestea, ameliorarea în cauză nu este confirmată de studiile altor cercetători, precum și de materialele precedente ale BERD, de aceea trebuie interpretată cu atenție.

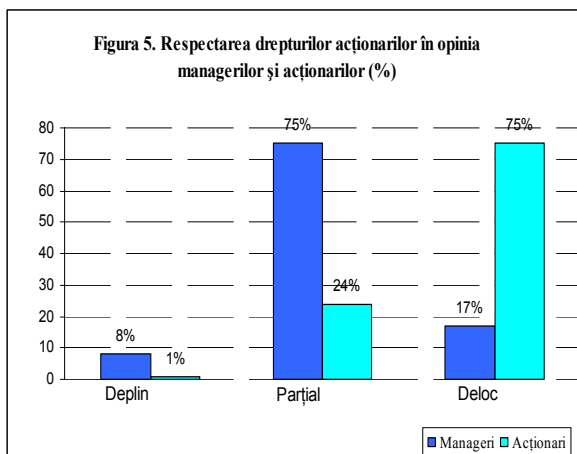
³⁰ BERD, Raportul privind rezultatele evaluării Administrării Corporative, 2003, 2004.

catalogată la nivelul „B” („4”), ce atestă o conformitate înaltă standardelor OCDE. Totodată, s-a menționat că Moldova se confruntă cu serioase probleme în aplicarea legislației corporative și legea nu a fost transformată într-un beneficiu economic real.

Analiza succintă a aspectelor legale ale administrării corporative în țările în tranziție permite să formulăm următoarele concluzii și recomandări:

- majoritatea țărilor au realizat progrese în crearea bazei legale a administrării corporative și sunt gata pentru implementarea principiilor OCDE (în calitate de recomandări sau sub formă de lege);
- aproape toate țările (cu mici excepții) aplică modelul german al administrării corporative reprezentat prin două nivele: *Consiliul*, responsabil de problemele strategice ale companiilor și supravegherea managementului, și *Executivul* care efectuează administrarea curentă. Posibilitățile acționarilor de a influența activitatea acestor organe sunt, în anumită măsură, reduse: votarea prin corespondență, de regulă, nu se aplică, iar votarea prin procură necesită mult timp;
- majoritatea țărilor nu au un concept al membrilor independenți ai Consiliului (excepție – codurile de conduită corporativă din Polonia, Rusia), care face necesară introducerea unor prevederi legale în conformitate cu standardele OCDE;
- cadrul legal nu conține prevederi despre drepturile altor constituenți ai companiilor (creditori, furnizori, stat, etc.) și antrenarea acestora în administrarea corporativă, inclusiv prin intermediul consultațiilor. Excepție fac angajații companiilor care pot avea reprezentanți în Consiliu. În acest context procedurile administrării corporative pot fi perfecționate fără careva consecințe negative asupra activității organelor de conducere;
- legislația țărilor în tranziție include un spectru larg de responsabilități și sancțiuni în domeniul administrării corporative, inclusiv pentru nerespectarea drepturilor acționarilor, tănuirea informațiilor corporative, utilizarea informației insider în scopuri personale etc. Aceste prevederi sunt foarte importante și necesare, dar insuficiente pentru combaterea abuzurilor de serviciu și escrocheriile persoanelor cu funcții de răspundere ale companiilor. Statul urmează să intervină cu măsuri concrete pentru a asigura supremația legii și aplicabilitatea ei.

2.4. Particularitățile administrării corporative în Republica Moldova



În capitolul 3 din *Legea privind societățile pe acțiuni* nr.1134-XIII din 02.04.97 sunt stipulate explicit drepturile generale și suplimentare ale acționarilor, precum și obligațiile acestora. Deși legislația autohtonă se caracterizează printr-un nivel înalt de conformitate cu standardele internaționale ale administrării corporative (vezi paragraful 2.3), există totuși o discrepanță între litera legii și situația efectivă. Rezultatele studiului sociologic efectuat de Transparency International-Moldova în municipiul Chișinău a arătat că aproape 47% din acționarii respondenți nu-și cunosc drepturile, 36% le cunosc parțial și doar 17% le cunosc pe deplin. O situație identică se observă și la capitolul privind cunoașterea

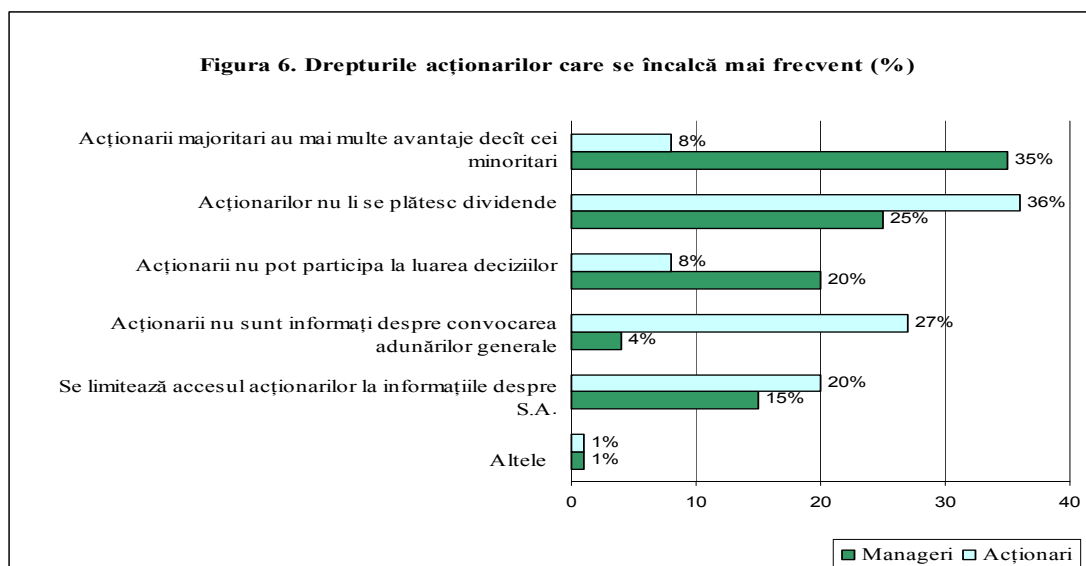
obligațiilor de către acționari: circa 59% din respondenți nu-și cunosc obligațiile deloc, iar 30% le cunosc parțial (anexa 1, figurile 2 și 13).

Acționarii care își cunosc drepturile au estimat în felul următor respectarea lor în practică. Majoritatea acționarilor, chestionați (75%) au indicat că drepturile lor nu se respectă deloc.

Absolut diferită este viziunea managerilor intervievați despre drepturile acționarilor. În opinia lor, drepturile acționarilor sunt respectate parțial (75%) și deloc (17%).

Cu părere de rău, în Republica Moldova participarea acționarilor minoritari la luarea deciziilor societăților pe acțiuni este destul de joasă ce se explică prin mai multe motive: necunoașterea drepturilor și obligațiilor acționarilor, nedorința conducerii companiilor de a conlucra cu acționarii, în special, cu cei minoritari. Deși la întrebarea „Cum este organizat lucrul cu acționarii?” 57% din managerii respondenți (anexa 2, figura 7) au răspuns că există o subdiviziune sau o persoană specială responsabilă de lucrul cu acționarii, realitatea arată că funcțiile acestor subdiviziuni se limitează doar la publicarea avizelor despre convocarea adunărilor acționarilor, pregătirea agendelor adunărilor generale și la monitorizarea procesului de distribuire și plată a dividendelor. 34% din managerii chestionați organizează lucrul cu acționarii prin linii telefonice directe, iar 23% totuși preferă întâlnirile și discuțiile directe cu acționarii.

Conducerea societăților trebuie să conștientizeze faptul că conlucrarea cu acționarii este o obligație absolut necesară, deoarece ține de respectarea drepturilor lor. Această conlucrare ar putea fi ameliorată prin crearea unor departamente specializate de relații cu acționarii chiar și în cazul când crearea acestor departamente nu este prevăzută de actele regulatorii.



La întrebarea „Care sunt cele mai frecvente încălcări ale drepturilor lor?” 36% din acționarii respondenți au indicat neplata dividendelor, 27% – neinformarea despre convocarea adunărilor generale, 20% – lipsa accesului la informațiile despre societate și câte 8% – neparticiparea la procesul de luare a deciziilor și dezavantajele pe care le au acționarii minoritari vizavi de cei majoritari.

Totodată, în contextul informării acționarilor este alarmant faptul că doar 5 la sută din acționarii respondenți se consideră informați suficient despre activitatea companiei unde sunt acționari, iar 95 % din acționarii intervievați – neinformați deloc și informați insuficient (anexa 1, figura 11).

Opinia managerilor intervievați diferă întrucâtva de cea a acționarilor. Circa 35% sunt de părerea că acționarii majoritari au mai multe avantaje decât cei minoritari, 25% consideră că neplata dividendelor este o încălcare flagrantă a drepturilor acționarilor, 20% consideră că nerespectarea drepturilor acționarilor se manifestă prin neparticiparea acționarilor la luarea deciziilor. Este de remarcat că 15% din manageri, de asemenea, recunosc limitarea accesului la informație, iar 4% au menționat neinformarea acționarilor despre convocarea adunărilor generale.

Necunoașterea de către acționari a drepturilor și obligațiilor sale este invocată de către manageri ca principala cauză a lezării drepturilor acestora.

Printre alte motive s-a indicat că pedepsele pentru încălcarea drepturilor acționarilor nu sunt prea aspre, precum și că Judecătoria Economică nu are experiență suficientă la examinarea litigiilor companiilor cu acționarii și cu persoanele interesate.

Tabelul 7. Care sunt cauzele nerespectării drepturilor acționarilor?

Cauzele	Ponderea (%)
1. Pedepsele pentru încălcarea drepturilor acționarilor nu sunt destul de aspre	14
2. Acționarii nu-și cunosc suficient drepturile și nu pot să le apere	59
3. Judecătoria Economică nu are destulă experiență în administrarea corporativă	14
4. Persoanele cu funcții de răspundere sunt corupte	8
5. Altele	5

Lipsa judecătorilor și avocaților specializați și experimentați în dreptul comercial este o parte a problemei. În acest context, instanțele judiciare ar trebui să întreprindă un șir de măsuri (eventual de comun cu CVNM) pentru a ridica nivelul profesionist în domeniul soluționării conflictelor corporative prin instruirea sistematică a judecătorilor. Pe de altă parte, companiile private, mai ales cele mici, nu au resurse care să le permită să lupte o perioadă îndelungată în instanțele judecătorești, iar procedurile

lungi, complicate, costisitoare de examinare a litigiilor determină părțile interesate să recurgă la aranjamente de culise, creând astfel un mediu propice corupției. Deși doar 8 la sută din managerii respondenți au invocat în calitate de cauză a încălcării drepturilor acționarilor corupția persoanelor cu funcții de răspundere, aceasta trezește îngrijorare.

Dezvăluirea cazurilor și deciziilor judiciare în domeniul administrării corporative ar putea contribui la conștientizarea problematicii administrării corporative în mediul de afaceri.

Participarea acționarilor la adunările generale ar trebui încurajată de companie. Doar 4% din managerii intervievați au mărturisit că dreptul acționarilor se încalcă prin neavizarea lor despre convocarea adunărilor generale (anexa 2, figura 9).

78% din acționarii respondenții au afirmat că nu au participat niciodată la adunările generale ale societății. În municipiul Chișinău se observă că acționarii, în special acționarii fondurilor de investiții, nu au fost informați despre convocarea adunărilor generale. Una din probleme este existența unui număr considerabil de deținători de acțiuni care nu pot fi localizați. Majoritatea sunt persoane fizice care au primit acțiuni în perioada privatizării în masă, dar au plecat peste hotare, au schimbat adresa sau au decedat. 62 la sută din acționarii intervievați au argumentat neparticiparea lor la adunările generale prin lipsa informației despre convocarea acestora, iar 25% nu au avut posibilitatea de a participa din diferite motive (anexa 1, figura 6).

În decursul anului 2003 CNVM a examinat un număr impunător de plângeri care au avut drept subiect lezarea drepturilor acționarilor în cadrul administrării corporative. În acest context, CNVM a participat ca parte terță în mai multe procese judiciare. Au fost examinate un șir de situații de conflict apărute ca rezultat al încălcării legislației privind procedura convocării și modalitatea desfășurării adunărilor generale ale acționarilor. După cum s-a menționat în raportul anual al Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare pe anul 2003, în urma verificării corectitudinii dezvăluirii informației privind convocarea adunărilor generale ale acționarilor de către societățile pe acțiuni, au fost avertizate (126 de avertizări) persoanele cu funcții de răspundere despre nerespectarea legislației în cadrul publicării anunțurilor de convocare a adunărilor generale ale acționarilor³¹.

Este de menționat caracterul instabil al legislației referitor la cvorumul necesar pentru desfășurarea adunărilor generale și cvorumul la luarea deciziilor (vezi modificările la *Legea nr.1134-XIII din 02.04.1997; Legea nr.1401-XIV din 07.12.2000; Legea nr. 997-XV din 18.04.2002; Legea nr.802-XV din 05.02.2002*).

Procedurile de convocare a adunărilor generale trebuie să fie mai riguroase, oferind tuturor acționarilor informații relevante și oportune privind problemele înscrise în agendă.

Societățile ar trebui să conștientizeze faptul că adunările generale ale acționarilor reprezintă un instrument esențial pentru formarea încrederii acționarilor în privința unor chestiuni de o importanță fundamentală

³¹ Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, Raport Anual, 2003.

pentru societate. Chiar dacă acționarii aflați într-o poziție de control pot fi în cele din urmă în poziția de a decide asupra tuturor problemelor din agendă, adunările generale ale acționarilor constituie o experiență utilă pentru conducere și membrii Consiliului de Administrație. Adunările generale ale acționarilor pot contribui la reducerea abuzurilor asupra acționarilor minoritari, având în vedere că directorii și membrii Consiliului de Administrație trebuie să prezinte informații despre performanțele societății, strategia și politicile acesteia.

Sursă: Cartea Albă a administrării corporațiilor din Europa de Sud-Est.

Cadrul administrării corporative trebuie să asigure dreptul acționarilor de a avea acces deplin la informațiile privind activitatea companiilor în care investesc. Printre acționarii chestionați doar 35 % s-au adresat după informație la societatea unde sunt acționari, iar 17 % (anexa 1, figura 8) au avut intenții să o facă, dar nu cunosc adresa companiei. Este îngrijorător faptul că 48 % din acționarii intervievați nu s-au adresat după informații la companiile, acțiunile cărora le dețin. Comportamentul pasiv al acționarilor poate fi explicat prin familiarizarea suficientă a lor cu situația companiilor (prin participarea la adunările generale, publicarea rapoartelor financiare și a altor informații despre companie) sau prin interesul lor doar față de plata dividendelor.

Doar 14% din acționarii care au solicitat informația au obținut-o pe deplin, iar 86 % au avut acces parțial și deloc (figura 7).

Birocratismul administrației (57%) a fost indicat de către acționari ca una din cele mai principale cauze ale accesului limitat la informația despre întreprindere (anexa 1, figura 10). Incompetența, nedorința de a dezvălui informațiile privind tranzacțiile de proporție și a celor cu conflicte de interese fac ca acționarii (cel mai des cei minoritari) să se confrunte cu situații dintre cele mai absurde. Aceste atitudini pot fi calificate ca rămășițe ale trecutului și pot fi depășite prin ridicarea culturii și conduitei corporative.

Respectul pentru procedurile de notificare și calitatea informației oferită acționarilor înainte de adunarea generală a acționarilor ar trebui să fie considerat un lucru extrem de serios.

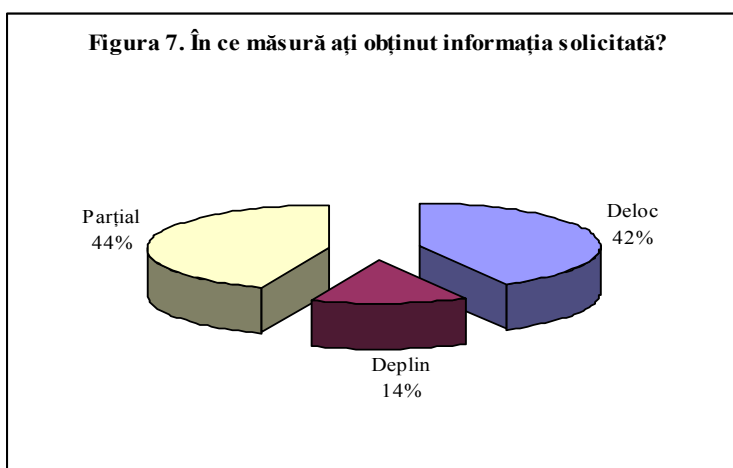
Se observă că managerii mai des utilizează adunările generale (89%) și publicarea informațiilor în presă (71%) ca cele mai indicate metode de dezvăluire a informațiilor către acționari. Totodată, opiniile managerilor despre încrederea în sursele de informații variază mult (vezi capitolul III).

Abuzurile săvârșite în privința drepturilor acționarilor minoritari rămâne unul dintre cele mai grave puncte slabe din cadrul practicilor de administrare corporativă din Europa de Sud-Est. Reformele de reglementare împreună cu eforturile de punere a lor în aplicare ar trebui de asemenea să se concentreze asupra unor măsuri și remedii care să protejeze acționarii minoritari de acest abuz.

Sursa: Cartea Albă a administrării corporațiilor în țările din Europa de Sud-Est.

După părerea autorilor A. Shleifer și R. Vishny³², în companiile cu concentrarea înaltă a capitalului se observă probleme legate de administrarea corporativă neadecvată, în special, lezarea drepturilor acționarilor minoritari. Adesea, acționarii majoritari, bazându-se anume pe concentrarea proprietății, nu au nevoie de acordul acționarilor minoritari pentru a aproba anumite decizii.

În Moldova s-au înregistrat anumite cazuri când societățile i-au împiedicat pe acționari să voteze prin folosirea anumitor manevre abuzive de procedură, de exemplu, cerința privind prezența fizică a acționarilor respectivi, cerința de a prezenta documente, obținerea cărora este dificilă și costisitoare. Circa 1/3 din managerii intervievați în municipiul Chișinău consideră că acționarii majoritari au mai multe avantaje și



³² Shleifer A. Vishny R. A Survey of Corporate Governance, the Journal of Finance, June 1997.

aceasta lezează drepturile acționarilor minoritari. CNVM ar putea supraveghea mai riguros societățile cu un număr mare de acționari. De exemplu, adunările acționarilor în societățile cu un număr de acționari mai mare de 5 mii este necesar să se desfășoare sub supravegherea Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare.

În cazul când acționarii nu sunt de acord cu deciziile societății sau nu li s-a permis să participe la adunarea generală, ei pot cere ca societatea să procure acțiunile lor pe parcursul următoarelor două luni³³. Răscumpărarea acțiunilor se efectuează la prețul de piață sau în alt mod prevăzut de statutul societății. Totodată, acționarii nu au dreptul să ceară răscumpărarea acțiunilor, dacă acțiunile companiei sunt incluse în listingul bursier. Această clauză poate fi utilizată de către companii pentru a priva acționarii de dreptul de a cere răscumpărarea acțiunilor lor. În scopul asigurării normelor legii destinate să apere drepturile acționarilor, în special ale celor minoritari, este necesar de introdus modificări în *Legea privind societățile pe acțiuni* referitor la asigurarea răscumpărării acțiunilor în cazul când acționarii minoritari nu susțin hotărârile adoptate de acționarii majoritari.

Dezvăluirea informației reprezintă o modalitate extrem de importantă de a proteja drepturile acționarilor minoritari în cadrul tranzacțiilor majore.

Studiul sociologic efectuat în municipiul Chișinău a arătat că efectele dezvăluirii informațiilor apreciate pozitiv de către managerii chestionați prevalează cu 19% asupra efectelor nedorite menționate în chestionar. 32 % din managerii intervievați consideră că dezvăluirea informațiilor va contribui la îmbunătățirea imaginii despre companie și va ridica prin aceasta atractivitatea față de investitori, iar 15 % sunt de părerea că va spori efectiv controlul asupra managementului. Totodată, 40% din respondenți au apreciat negativ necesitatea dezvăluirii informațiilor și consideră că aceasta este utilizată pentru neutralizarea concurenților și de asemenea sporește cheltuielile întreprinderii (anexa 2, figura 12).

Delimitarea clară a împuternicirilor adunării generale a acționarilor, consiliului societății, organului executiv, comisiei de cenzori constituie un pilon important al unei bune administrări corporative.

În companiile din Moldova persistă părerea că funcția primordială a membrilor și președintelui consiliului societății este în primul rând de a consulta managerii în afaceri și de a-și promova afacerile sale proprii prin intermediul companiei în care activează ca membru sau ca președinte al Consiliului de Administrație (cele mai ilustrative exemple pot fi experiențele băncilor comerciale care au falimentat: Bancosind, Guinea, Întreprizbank, Oguzbank).

Conform art. 65 din *Legea privind societățile pe acțiuni* consiliul societății reprezintă interesele acționarilor în perioada dintre adunările generale și, în limitele atribuțiilor sale, efectuează conducerea generală și controlul asupra activității societății. Așadar, funcțiile prioritare ale Consiliului de Administrație sunt determinarea strategiei companiei și supravegherea eficacității managementului.

Lipsa unei delimitări clare a funcțiilor consiliilor societății și a organului executiv caracterizează etapa incipientă de formare a societăților pe acțiuni în Moldova. De aceea, adesea consiliile de administrație nu au jucat și în unele cazuri încă nu joacă un rol strategic pentru companie, deoarece membrii acestora sunt lipsiți de independență din cauza acționarilor majoritari sau a managementului. Aceste neajunsuri au avut consecințe importante în privința abuzurilor comise asupra drepturilor acționarilor minoritari și persoanelor interesate.

Consiliile societăților ar trebui să fie sprijinite pentru a-și putea juca cât mai bine rolul important pe care îl au în stabilirea strategiei societății, controlul conducerii, monitorizarea conflictului de interese și, în general, protejarea drepturilor acționarilor. Acestea ar trebui de asemenea să-și respecte responsabilitățile în ceea ce privește dezvăluirea de informații. În acest scop, membrii consiliului ar trebui să înțeleagă mai bine funcțiile și obligațiile sale. Regulamentele și statutele societăților ar trebui să prevadă și să precizeze funcția consiliului de a acționa în interesul companiei și de a trata toți acționarii într-o manieră onestă și echitabilă.

Sursa: Cartea Albă a administrării corporațiilor în țările din Europa de Sud-Est.

³³ Articolul 79 din *Legea privind societățile pe acțiuni* nr.1134 – XIII din 02.04.1997 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova* nr. 38–39 din 12.06.1997).

Potrivit art.66 din *Legea privind societățile pe acțiuni* acționarii societății trebuie să constituie majoritatea în consiliul societății în cazul când statutul nu prevede altceva.

Datorită concentrării capitalului societății și legăturii strânse cu acționarii majoritari, membrii consiliilor reprezintă de fapt interesele anumitor acționari sau chiar sunt plătiți direct de acești acționari.

Este necesar ca membrii consiliilor să-și prezinte loialitatea față de toți acționarii. Membrii consiliilor nu trebuie să reprezinte anumiți acționari în cadrul consiliului. Indiferent de faptul cine i-a propus, i-a ales sau a influențat alegerea lor, membrii consiliului au datoria să reprezinte interesele tuturor acționarilor în grup.

Este necesar de specificat clar în *Legea privind societățile pe acțiuni* sau în alte acte normative că consiliile au datoria să-și îndeplinească obligațiile cu cinste față de companie și toți acționarii. Structura consiliilor ar trebui să fie modificată prin existența membrilor independenți în consiliile societăților și crearea comitetelor specializate care să ajute consiliile respective să-și îndeplinească funcțiile principale. Consiliile ar trebui să aibă la dispoziție mijloacele și resursele necesare pentru îndeplinirea acestor funcții în ceea ce privește accesul la informații, remunerația și instruirea necesară.

Există cazuri când la alegerea membrilor consiliilor societăților se fac abuzuri. Se poate de menționat ca procesele de alegere a membrilor consiliilor sunt uneori corupte de către manageri prin acordarea diferitelor facilități pentru promovarea deciziilor dictate de organul executiv.

Problema ademenirii membrilor Consiliului de Administrație de către manageri persistă și este de remarcat necesitatea independenței membrilor consiliilor societății la luarea deciziilor și hotărârilor aprobate. Acest scop poate fi atins numai prin numirea unor persoane oneste, cu cunoștințe profunde în afaceri în care acționarii au încredere deplină. Experiența de lucru și independența membrilor consiliului are un impact vădit asupra calității lucrului și deciziilor consiliului. În tabelul de mai jos sunt relatate cerințele față de membrii consiliului în diferite țări.

1. ***Membrii independenți din componența Consiliului de Administrație trebuie să constituie nu mai puțin de 1/3 (Comitetul de administrare corporativă din Singapore).***
2. ***Majoritatea membrilor Consiliului de Administrație trebuie să fie independenți (Codul de administrare corporativă al Institutului de Administrare Corporativă din Brazilia).***
3. ***Nici un Consiliu de Administrație al corporațiilor nu poate avea în componența sa mai puțin de doi membri independenți.... (Raportul King, IOAP).***
4. ***Se recomandă ca membrii independenți în Consiliul de Administrație să constituie nu mai puțin de 20% din numărul total al membrilor Consiliului de Administrație (Codul de administrare corporativă din Mexic).***
5. ***În consiliul societății acționarii societății trebuie să constituie majoritatea, dacă statutul nu prevede altfel. Membrii organului executiv și alți angajați ai societății pot fi aleși în consiliul societății, dar nu pot constitui în el majoritatea (art.66 Legea Republicii Moldova privind societățile pe acțiuni nr.1134-XIII din 02.04.97).***

Cerințele față de membrii consiliului sunt detaliate în mod diferit în codurile de administrare corporativă, dar toate evidențiază astfel de calități cum sunt: experiența, competența, calitățile personale (inclusiv independența). Conform art.66 din *Legea privind societățile pe acțiuni* membrii consiliului nu pot fi persoane declarate incapabile sau persoane condamnate pentru escrocherie, sustragere de bunuri din avutul proprietarului prin însușire, delapidare sau abuz de serviciu, înșelăciune sau abuz de încredere, fals, depozitie mincinoasă, dare sau luare de mită, precum și pentru alte infracțiuni prevăzute de legislație, dar care nu și-au ispășit definitiv pedeapsa.

Nu există o opinie unică privind noțiunea de membru independent al consiliului societății. De exemplu, în conformitate cu noțiunea prezentată de Institutul de Administrare Corporativă din Brazilia, membrul este independent, în cazul când “ nu are relații cu compania, altele decât ca membru al consiliului și deține acțiuni ale societății; nu este remunerat altfel decât ca membru al consiliului și prin distribuirea dividendelor; nu a funcționat ca colaborator al companiei sau altei entități afiliate; nu a activat ca furnizor al companiei; nu are legături de rudenie cu persoanele cu funcții de răspundere ale societății, managerii sau organele de control”. Pentru comparație, Raportul Cadbury prezintă o definiție mai simplă a membrilor independenți. Acest Raport argumentează că membrii independenți

sunt remunerați ca membrii consiliului societății și primesc dividende; sunt independenți de management și de orice relații sau afaceri care ar putea influența viziunea lor independentă.

Membrii independenți joacă un rol important la luarea deciziilor în domeniile în care există divergențe între interesele managerilor și acționarilor, cum sunt: remunerarea managerilor, deciziile de selectare a companiei de audit, controlul intern. Adicional ei pot să-și expună o viziune mai obiectivă asupra evaluării performanțelor și calității managementului. Este important ca membrii consiliului să dispună de o instruire adecvată în sensul ca să fie familiarizați cu afacerile companiei și cu practicile de guvernare. Este la fel de important instructajul ulterior, pe parcursul desfășurării activității sale ca membri, în special, noile legi aprobate, regulamentele, modificările ale riscurilor.

Un compartiment special, asupra căruia este necesar ca companiile din Moldova să-și focalizeze eforturile pentru a facilita transparența și responsabilitatea, este dezvăluirea informațiilor despre remunerarea membrilor consiliului societăților și managerilor.

Organizația Internațională a Reglementatorilor de Valori Mobiliare (IOSCO) încurajează riguros companiile să dezvăluie informația despre remunerarea muncii fiecărui membru al Consiliului de Administrație și a managerilor. În SUA și Australia cerințele de dezvăluire a informațiilor privind remunerațiile se referă doar la managerii de talie superioară și membrii consiliului. În Singapore este stipulată dezvăluirea informației despre remunerația primilor cinci manageri superiori ai companiei, considerându-se că aceasta prezintă o imagine clară investitorilor despre distribuția remunerației managerilor superiori. De asemenea, ghidurile și codurile de administrare corporativă încurajează corporațiile să utilizeze scheme de cointerese a managerilor în viitorul companiei, cum sunt: participarea la capitalul entității, opțiunile cu acțiuni, dar în același timp cere ca acționarii să fie anunțați adecvat despre schemele de remunerare utilizate de către manageri. În codurile de administrare corporativă se menționează că nivelul remunerației membrilor Consiliului de Administrație și managerilor trebuie să fie suficient de înalt pentru a atrage specialiști calificați și a ridica responsabilitatea lor, dar în același timp trebuie să corespundă cu rezultatele activității întreprinderii.

În Republica Moldova remunerația prin acțiuni a angajaților, managerilor, membrilor consiliilor este practică mai mult de către băncile comerciale. Neutilizarea pe o scară largă a acestui mecanism de remunerare se poate de explicat prin lichiditatea inferioară a pieței acțiunilor celorlalte societăți pe acțiuni și prin faptul că prețurile acțiunilor companiilor în Moldova nu sunt prompt receptive la modificările situațiilor financiare ale companiilor. În calitate de criterii pentru remunerarea managerilor, membrilor consiliului se pot folosi dependența de volumul profitului companiei; de creșterea capitalizării pieței valorilor mobiliare și de sporirea creșterea volumului de vânzări.

Însă aceste criterii, după care pot fi remunerați managerii și membrii consiliilor, necesită dezvoltarea ulterioară și balansarea lor cu indicatori mai actuali.

Cum trebuie să fie tratată poziția angajaților? Angajații trebuie tratați nu doar ca un grup ordinar de acționari ai căror drepturi legale trebuie să fie respectate. Ei trebuie să fie considerați participanți la companie ca acționari în sensul că împărtășesc riscul companiei. De aceea participarea lor atât la dirijarea companiei, cât și la sistemul de raportare a întreprinderii este foarte importantă. În acest context, experiența diverselor țări este diferită:

- în *Austria, Danemarca, Germania, Luxemburg și Suedia* angajații companiilor, indiferent de mărimea și modelul firmei, au dreptul să aleagă membrii consiliului societății;
- în *Franța*, dacă angajații dețin 3% din toate acțiunile companiei, ei au dreptul să nominalizeze unul sau mai mulți membri ai consiliului;
- în *Olanda*, angajații au dreptul să participe fără drept de vot la adunările consiliului;
- în *Republica Moldova*, membrii organului executiv și alți angajați ai societății pot fi aleși în consiliul societății, dar nu pot constitui în el majoritatea.

OCDE îndeamnă spre determinarea unui explicit standard de recunoaștere a angajaților ca un grup al acționarilor, care prin reprezentanții lor prezenți în cadrul administrării corporative trebuie să se manifeste în toate procesele de gestionare a companiei.

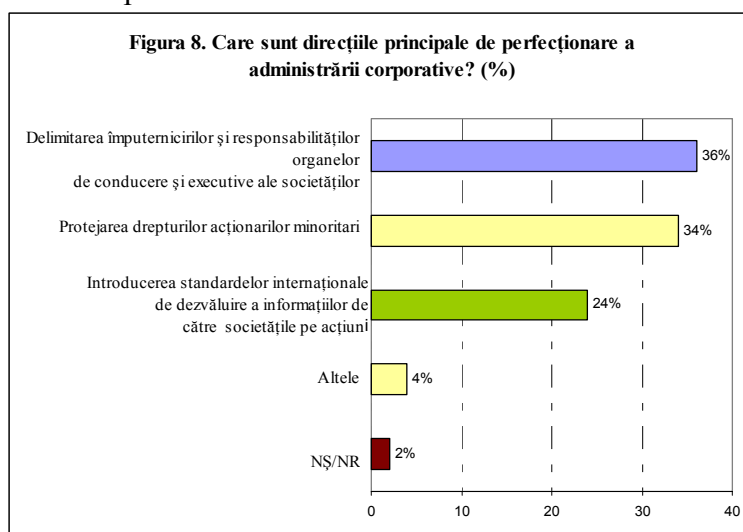
În cadrul administrării corporative trebuie să fie elaborat un mecanism care să prevadă modul de participare a reprezentanților angajaților la aceste procese.

Participarea reprezentanților angajaților în consiliul societății este necesară, deoarece contribuie la îmbunătățirea activității manageriale a companiei și la ridicarea cunoștințelor angajaților în domeniul administrării corporative. Reprezentanții angajaților trebuie să fie capabili să-și îndeplinească funcțiile abilitate de a analiza informațiile primite și să-și formeze o imagine clară despre situația companiei, focalizându-se, în particular, la activitățile care pot afecta interesele lor.

În Republica Moldova implementarea acestui mecanism poate fi dificilă din cauza ponderii înalte a economiei tenebre. Unele întreprinderi, companii, societăți pe acțiuni, societăți cu răspundere limitată nu perfectează contracte individuale de angajare la muncă, practică contabilități duble și nu înregistrează toate lucrările executate. Astfel, personalul nu figurează în registrul de evidență, nu se efectuează transferurile respective în bugetul consolidat al statului și la Fondul Social, iar salariile sunt achitate prin intermediul contabilității duble, adică o sumă mică a salariului se indică în registru, iar restul salariului se pune în plic³⁴. Este greu de imaginat ca în astfel de condiții să existe o implicare amplă a angajaților la procesul de administrare a companiei.

Direcțiile principale de perfecționare a administrării corporative. Studiul sociologic efectuat în municipiul Chișinău a evidențiat principalele direcții care, în opinia managerilor chestionați, trebuie perfecționate în primul rând.

Pe prim plan a fost indicată delimitarea strictă a împuternicirilor și responsabilităților organelor de conducere (36%). Cu o diferență neînsemnată pe planul doi a fost plasată necesitatea perfecționării domeniului protejării drepturilor acționarilor minoritari (34%). De asemenea managerii au remarcat ca prioritare problemele legate de perfecționarea și introducerea standardelor internaționale de raportare financiară (24%). Experiențele ultimului deceniu au demonstrat că lipsa unei administrări corporative încorporată ca parte integrantă în reformele economice pune serios în pericol întreaga agendă a reformei. Este necesar să se acorde multa atenție atât instituțiilor-cheie din societate, cât și procesului prin care se iau hotărâri la nivel guvernamental.



Construirea administrării corporative și economiei de piață trebuie să înceapă cu asigurarea unor reglementări ale sistemului care să fie deschise și corecte pentru toți.

Crearea unor mecanisme ale administrării corporative eficiente în țările în curs de dezvoltare este o sarcină dificilă. Guvernele diferitelor țări încearcă să promoveze principiile de transparență și responsabilitate.

Sursa: Cartea Albă a administrării corporațiilor în țările din Europa de Sud-Est.

Guvernul Republicii Moldova a aprobat prin *Hotărârea nr.22 din 16 ianuarie 2003 Concepția administrării corporative a întreprinderilor din economia națională*. Obiectivul acestei concepții constă în perfecționarea sistemului de administrare corporativă existent, orientându-l spre principiile și

³⁴ Acești agenți economici încalcă Legea privind salarizarea și Normele de protecție a muncii. Pe parcursul anilor 2002-2003 Inspekția Muncii a depistat încălcări flagrante ale legislației muncii și a prezentat instanțelor judecătorești peste 8 mii de procese - verbale. După părerea O.Budza, prim-vicepreședinte al Confederației Sindicatelor Libere din Moldova „Solidaritate”, numai 40% din aceste dosare au fost examinate. Chiar și în cazul examinării prompte efectul este nul, deoarece sancțiunile administrative sunt simbolice – 18–36 lei, iar în Bulgaria și România – 3 mii dolari, iar dacă nu se corectează, amenziile pot fi repetate în fiecare zi. În Belgia salariul tarifar este obligatoriu pentru toți agenții economici (Ziarul „Moldova Suverană” nr.30 din 25 februarie 2004. Articolul „Cât de disciplinați vom fi, atât de bine vom trăi”).

cerințele internaționale ce și-au confirmat eficiența în multe state cu economii de piață dezvoltate și în țările ce constituie fundamentul relațiilor de piață.

Realizarea acestei concepții:

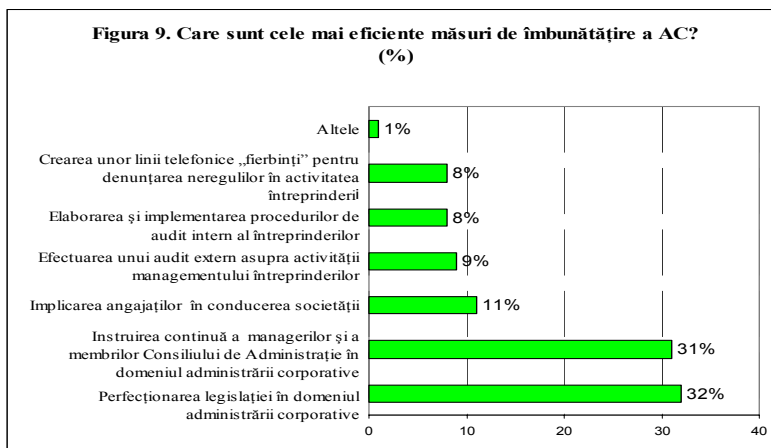
- va ridica protejarea drepturilor tuturor acționarilor (inclusiv a celor străini) prin asigurarea accesului la informație și transparența acesteia;
- va facilita procesele de îmbunătățire a indicatorilor economico-financiari ai corporațiilor, sporind volumul profiturilor și exportului;
- va crește credibilitatea corporațiilor în fața investitorilor străini care va stimula aflulxul resurselor financiare în economia națională;
- va ridica calificarea și profesionalismul angajaților corporațiilor;
- va cultiva cultura și etica administrării corporative.

Pentru implementarea cu succes a concepției ar fi necesar de elaborat și un plan de acțiuni menit să detalieze termenele de executare și responsabilii de implementarea direcțiilor principale de perfecționare a administrării corporative în Republica Moldova. Este de menționat că la elaborarea concepției nu au fost atrase sectorul privat, organizațiile non-guvernamentale și societatea civilă, nu au fost discutate pe larg direcțiile principale de ameliorare a administrării corporative.

Managerii moldoveni, fiind intervievați pentru a-și expune opinia despre cele mai eficiente și aplicabile măsuri privind consolidarea și promovarea unei bune practici de administrare corporativă, au indicat pe prim plan perfecționarea legislației în acest domeniu. A doua măsură după importanță a fost indicată instruirea continuă a managerilor și consiliului societății, conștientizându-se de fapt că aceasta este o metodă eficientă a implementării administrării corporative adecvate.

Este necesar de menționat că companiile din Republica Moldova trebuie să facă un efort substanțial pentru a instrui tot personalul-cheie în domeniul administrării corporative (contabilii, auditorii, juriștii, membrii consiliului societății și directorii executivi). Instruirea ar facilita o înțelegere mai profundă a bunelor practici de administrare corporativă și ar fi de ajutor pentru a fi în aceeași linie cu modificările din cadrul administrării corporative și ar adăuga noi experiențe la punerea în aplicare a legilor și actelor normative. De asemenea, aceasta ar urgenta elaborarea și implementarea standardelor internaționale.

36% din managerii respondenți și-au divizat aproape uniform, în patru categorii răspunsurile sale privind cele mai eficiente măsuri de consolidare a administrării corporative și anume: 1) implicarea angajaților în conducerea societății – 11%; 2) efectuarea unui audit extern corespunzător privind activitatea managementului – 9%; 3) elaborarea și implementarea procedurilor de audit intern al întreprinderilor – 8%; 4) crearea unor linii telefonice „fierbinți” pentru denunțarea neregulilor la întreprinderi – 8%. Cât de bine nu s-ar cunoaște problematica administrării corporative, totuși permanent apar întrebări care necesită o soluționare promptă și corectă.



Administrarea corporativă este adecvată atunci când:

- piața de capital este bine dezvoltată și reglementată;
- cadrul legislativ prevede drepturile acționarilor la proprietate, tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, procedurile de fuziune și achiziții;
- se aplică metodologii și mecanisme de punere în aplicare a legislației privind protejarea drepturilor acționarilor;

- legile care protejează interesele investitorilor împotriva fraudelor există, funcționează și sancționează faptele de corupție și de luare de mită;
- sunt constituite și funcționează organismele de autoreglementare și de supraveghere a pieței de capital;
- există instrucțiuni privind furnizarea informației pe piață și accesul la informație;
- sunt create și funcționează asociații ale investitorilor și managerilor;
- firmele de audit și contabilii sunt profesioniști, onești și independenți;
- judecătorii economici și avocații în dreptul comercial sunt bine instruiți.

Capitolul III. Dezvăluirea informațiilor și transparența acestora

3.1. Dezvăluirea informațiilor corporative

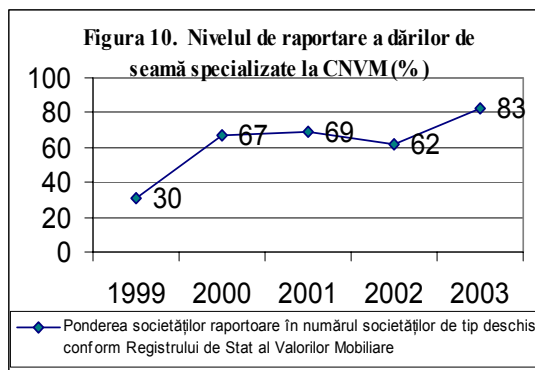
Având în vedere că dezvăluirea informațiilor și transparența activității companiilor este unul din principalele imperative ale administrării corporative, chemat să contribuie la exercitarea unui control efectiv asupra managementului și protejarea intereselor acționarilor, vom încerca să evaluăm starea de lucruri privind dezvăluirea informațiilor corporative în Moldova, perceperea necesității dezvăluirii informațiilor de către oamenii de afaceri, precum și sursele de informații corporative considerate drept cele mai credibile la noi în țară.

Prevederile cadrului legal și respectarea lui. Legislația Republicii Moldova stabilește cerințele obligatorii de dezvăluire a informației de către societățile pe acțiuni de tip deschis, acestea urmând să prezinte acționarilor, creditorilor și altor persoane interesate, precum și să raporteze instituțiilor publice un spectru larg de date. Sinteza cadrului legal existent (*prevederile Codului civil, legilor privind societățile pe acțiuni, pieței valorilor mobiliare, hotărârii CNVM cu privire la aprobarea actelor normative ale CNVM referitoare la prezentarea dărilor de seamă specializate ale emitenților valorilor mobiliare, etc.*) în contextul dezvăluirii informațiilor corporative, căilor și modului de accesare a acestora este expusă în anexa 3.

Suplimentar la prevederile generale privind dezvăluirea informațiilor de către emitenți notificate mai sus, sunt stabilite cerințe speciale de raportare și dezvăluire a informațiilor nemijlocit față de participanții profesioniști la piața de valori, în special, față de fondurile de investiții (*Regulile privind modul de dezvăluire a informației de către fondurile de investiții, aprobate prin Hotărârea CNVM nr. 14/1 din 26.11.99, Dările de seamă specializate ale participanților profesioniști, aprobate prin Hotărârea CNVM nr.4/5 din 06.02.2003, etc.*).

Deși cadrul legal privind dezvăluirea informațiilor se prezintă destul de complet, fiind în mare măsură ajustat la standardele internaționale (actele legislative și normative corespunzătoare au fost revizuite în ultimii 10 ani cel puțin de trei ori), precum și stabilește anumite măsuri de sancționare a persoanelor cu funcții de răspundere ale emitenților și participanților profesioniști la piața de valori, practica dezvăluirii informațiilor denotă numeroase încălcări ale legislației.

Astfel, dacă la capitolul ce vizează raportarea se observă o îmbunătățire a nivelului de prezentare de către emitenții de tip deschis a dărilor de seamă specializate și financiare la CNVM³⁵ (figura 10), nivelul de publicare a dărilor de seamă rezumative rămâne totuși nesatisfăcător. De regulă, ele sunt publicate în presă doar de circa 30% din emitenții care au prezentat dările de seamă la CNVM (în anul 2001 – 20%, 2002 – 28%, 2003 – 26%).



³⁵ În calculul efectuat în baza informațiilor din rapoartele anuale ale CNVM pe anii 2000-2003 și a *Concepției administrării corporative a întreprinderilor din economia națională* (Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.22 din 16 ianuarie 2003) nu sunt luați participanții profesioniști constituiți sub formă de societăți pe acțiuni.

Totodată, dările de seamă rezumative inserate în presă sunt în mare măsură incomplete - nu conțin date privind rezultatele financiare, informații despre persoanele care dețin 5% și mai mult din acțiunile cu drept de vot ale emitentului, date despre auditorul, registratorul societății, etc. sau conțin erori la întocmirea acestora. Aceste abateri nu sunt doar o consecință a incompetenței persoanelor responsabile, ele se admit intenționat din nedorința managerilor și a acționarilor majoritari, interesele cărora le reprezintă, de regulă, managerii de a dezvălui informațiile în cauză. Având în vedere că persoanele insistente pot obține aceste informații în mod legal de la companie, inclusiv în baza unei cereri la sediul acesteia sau prin poștă, în asemenea mod se limitează posibilitățile de informatizare a utilizatorilor presei scrise.

O dată cu încălcările nominalizate mai sus, emitenții admit și alte nereguli în dezvăluirea informațiilor: nu prezintă la cererea acționarilor și creditorilor informațiile despre companie (contractul de societate, statutul, regulamentele societății, rapoartele comisiei de cenzori ș.a.), tănuiesc tranzacțiile de proporții, nu anunță sau anunță neconform acționarii despre convocarea adunărilor generale etc.

Cu toate că CNVM remarcă diminuarea numărului acestor încălcări³⁶, prezența lor vorbește totuși despre un nivel scăzut de respectare a principiului transparenței, care periclitează interesele acționarilor, diminuează accesul la informații și creează premise pentru coruperea persoanelor cu funcții de răspundere ale emitenților.

Sanțiunile aplicate pentru încălcarea legislației în domeniu, în special, a prevederilor *Codului cu privire la contravențiile administrative* (CCA) nu își ating întotdeauna rezultatul scontat. Astfel, CNVM sancționează în fiecare an persoanele cu funcții de răspundere ale emitenților, aplicându-le amenzi atât pentru „nerespectarea formelor de dare de seama și termenelor de publicare a acestora în mijloacele de informare în masă” (art.162/6 din CCA), cât și pentru „neprezentarea sau prezentarea cu întârziere CNVM a dărilor de seama, stabilite de legislație” (art. 199/4 din CCA). Totodată, sumele amenzilor aplicate de CNVM sunt destul de modeste. În anul 2003 ele au alcătuit în medie 150 lei, plafoanele sancțiunilor pentru încălcările nominalizate mai sus fiind respectiv de șaizeci și cincizeci de salarii minime (1080 și 900 lei). Blocarea de către CNVM a conturilor emitenților ca una dintre măsurile de ridicare a disciplinei de raportare și dezvăluire a informațiilor (unul din drepturile CNVM stipulat de art.9 alin. (1) lit. c) din *Legea privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare*) constituie o măsură mai puțin rezonabilă, mai mult ca atât, ea ar putea agrava activitatea de bază a emitenților (conturile unora dintre ei rămân blocate o perioadă îndelungată – până la câteva luni) și afecta interesele acționarilor.

Metode de dezvăluire a informațiilor. Practica mondială arată că informațiile corporative trebuie canalizate în două direcții: pentru acționarii companiilor și alte persoane cointeresate informatizarea fiecărui grup țintă fiind abordată în mod diferit. Informația destinată acționarilor poate fi oferită pe diferite căi: la cererea acționarilor, în procesul convocării adunărilor generale, prin publicațiile în presă, prin poștă, etc. În ce privește dezvăluirea informațiilor pentru alți utilizatori spectrul acestor informații și procedurile în cauză nu trebuie să fie o povară excesivă pentru companii și să pericliteze pozițiile lor vis-a-vis de concurenți.

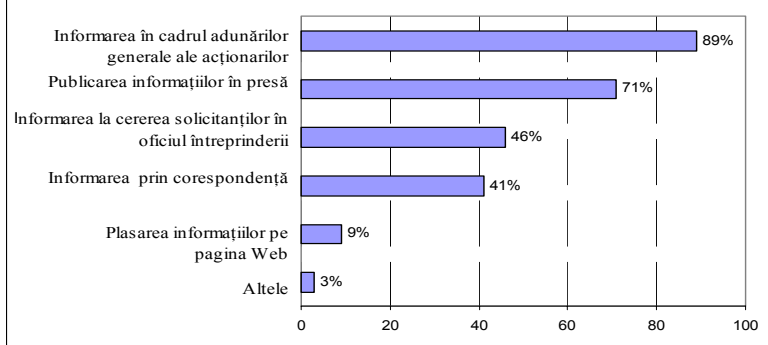
În cadrul studiului realizat de Transparency International - Moldova managerii societăților pe acțiuni din Chișinău au remarcat cele mai utilizabile metode de deschidere a informațiilor pentru acționari (figura 11)³⁷. Astfel, prima în top este informarea acționarilor în cadrul adunărilor generale (89%) – una dintre cele mai eficiente metode de informare, având în vedere numărul mare de acționari care pot primi într-o perioadă redusă de timp un spectru larg de informații.

Una dintre cele mai preferate metode este publicarea informațiilor în presă (71 %), deși acest lucru poate fi pus la îndoială, ținând cont de datele CNVM privind publicarea dărilor de seamă rezumative de către emitenți.

³⁶ Hotărârea CNVM cu privire la rezultatele monitorizării dărilor de seamă anuale asupra valorilor mobiliare ale societăților pe acțiuni deschise pentru anul 2003 nr.27/5 din 30.06.2004 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.119 –122 din 23.07.2004*).

³⁷ Suma răspunsurilor depășește 100%, deoarece respondenții au avut posibilitatea să aleagă mai multe variante de răspuns.

Figura 11. Care sunt cele mai utilizabile metode de deschidere a informațiilor către acționari? (%)



de către acționari și alte persoane interesate a politicii corporative, a structurii proprietății și a rezultatelor activității companiilor, înlesnește controlul asupra managementului și sporește atractivitatea investițională a companiilor.

Părerile managerilor autohtoni vizavi de eventualele efecte ale dezvăluirii informațiilor s-au divizat în modul următor: 59 % din respondenți au invocat efectele pozitive ale acestui proces, în particular, 32% – formarea unei imagini benefice a companiei, 15 % – sporirea controlului asupra managementului și 12% – prevenirea conflictelor de interese la efectuarea tranzacțiilor. Totodată, 40 % din cei chestionați consideră că dezvăluirea informațiilor generează efecte negative, în special, sporește cheltuielile întreprinderii (21%) și pune în pericol situația întreprinderii față de concurenți (19%).

Este de remarcat faptul că perceperea dezvăluirii informațiilor, în special, în contextul unei imagini benefice a companiilor confirmă totodată nedorința managerilor de a vedea importanța dezvăluirii sub aspectul exercitării controlului asupra managementului din partea acționarilor, creditorilor și altor constituenți ai administrării corporative.

Calitatea surselor de informare despre activitatea societăților pe acțiuni. Potrivit celor mai bune practici ale administrării corporative, căile de diseminare a informațiilor trebuie să corespundă următoarelor criterii de calitate: să asigure un acces *deplin, oportun, echitabil și necostisitor al utilizatorilor* la informațiile complete și veridice despre activitatea companiilor.

Pornind de la criteriile nominalizate, managerii societăților pe acțiuni și-au expus următoarea viziune vizavi de încrederea lor în diferite surse de informații corporative³⁸.

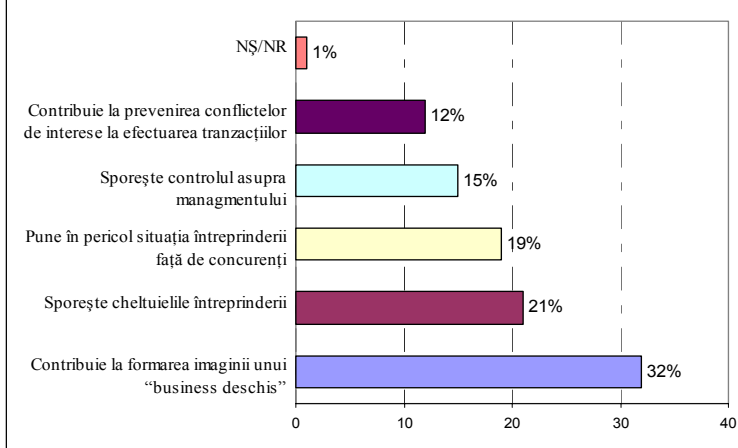
Cele mai credibile sunt considerate **edițiile economice specializate** – 96% din manageri au încredere deplină și parțială în ele. Edițiile specializate se caracterizează printr-un nivel înalt de profesionalism în problemele abordate, sunt orientate spre un public relativ îngust și bine informat, greu de indus în eroare, comparativ cu publicul larg. Din aceste considerente sursa în cauză este mai puțin angajată în realizarea campaniilor publicitare ale diferitelor întreprinderi, ce sporește încrederea față de ea. În

Printre alte metode utilizate destul de des sunt nominalizate informarea la cererea solicitantului în oficiul companiei (46 %) și prin corespondență (41 %). Și, în final, doar 9 % din respondenți au indicat metoda plasării informațiilor pe pagina web a companiilor.

Efectele dezvăluirii informațiilor.

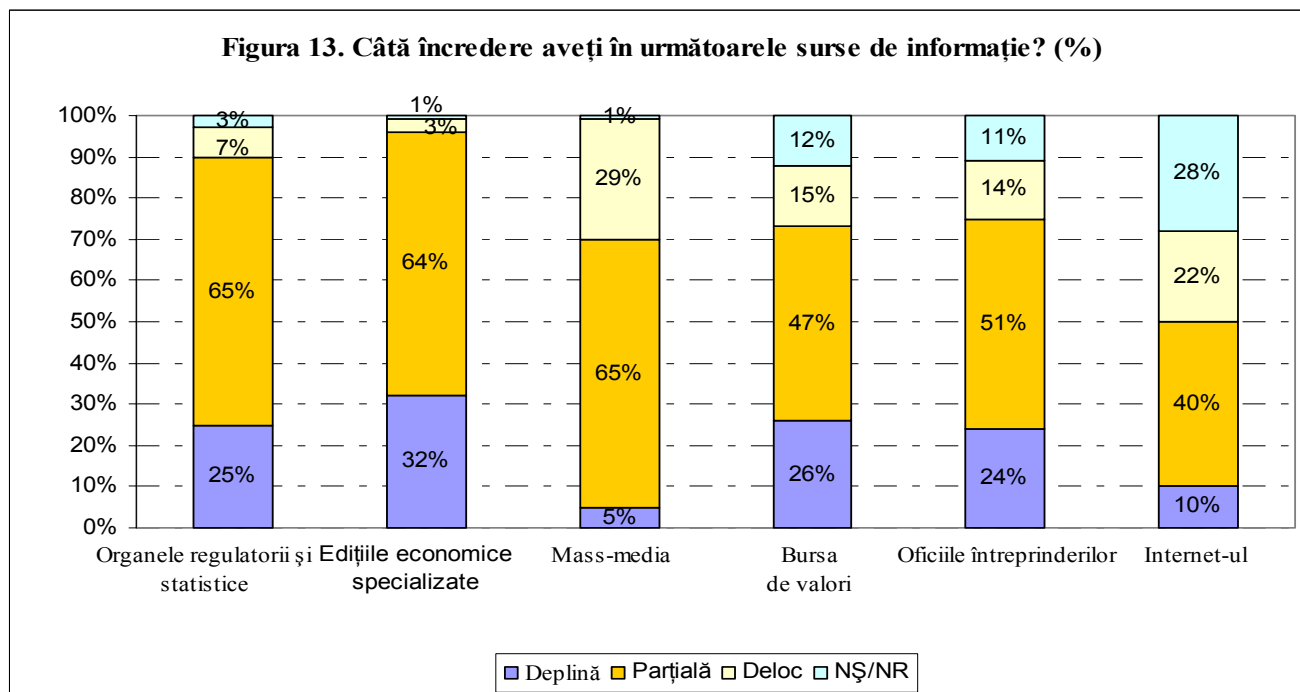
După cum atestă cercetările din domeniu, dezvăluirea adecvată a informațiilor corporative are o multitudine de efecte pozitive și anume aceasta facilitează perceperea

Figura 12. Care pot fi eventualele efecte ale deschiderii informațiilor? (%)



³⁸ Suma răspunsurilor depășește 100%, deoarece respondenții au avut posibilitate să aleagă mai multe variante de răspuns.

același timp, fiind reduse la număr³⁹ și având o specializare destul de îngustă, edițiile economice specializate nu pot să asigure un acces echitabil al tuturor utilizatorilor de informații.



Organele de stat regulatorii și statistice sunt catalogate pe locul doi după nivelul de credibilitate, însumând 90% din respondenți care le consideră pe deplin sau parțial credibile. Este de remarcat totuși că informațiile oferite de organele de stat regulatorii și statistice nu corespund tuturor criteriilor calității. Astfel, deși aceste surse (spre exemplu, CNVM sau Departamentul Statistică și Sociologie) pot oferi informații corporative *complete*, de facto ele nu sunt nici *oportune* (termenele de prelucrare a informațiilor inițiale și de perfectare a rapoartelor sunt destul de extinse și informația își pierde actualitatea), nici *obiective* (drept sursă servesc rapoartele financiare, contabile, specializate etc., datele cărora nu exclud erori și denaturări), nici *echitabile* (costurile sunt ridicate, iar publicul este informat insuficient despre posibilitatea obținerii unor asemenea servicii).

Oficiile principale ale companiilor sunt considerate drept o sursă demnă de încredere de 75 % din respondenți, care o califică pe deplin sau parțial credibilă. Totodată, trebuie să fim destul de precauți privind calitatea informațiilor oferite de această sursă, deoarece ele nu pot fi considerate totalmente obiective, mai mult decât atât, accesul la ele nu este echitabil – există proceduri destul de complicate de obținere a informațiilor, administrația tergiversează examinarea cererilor sau chiar le refuză solicitanților pe motiv că ele sunt de uz intern, etc. Cu toate acestea, în perspectivă companiile pot deveni una dintre cele mai eficiente surse de informare a acționarilor, în cazul în care conducerea se va conforma întru totul principiilor transparenței și tratamentului echitabil al acționarilor.

În informațiile oferite de **Bursa de Valori a Moldovei** au încredere 73 % din respondenți. Este de remarcat că, deși informațiile bursiere sunt mai mult sau mai puțin operative, totuși ele sunt puțin eficiente pentru potențialii utilizatori, deoarece sunt sau *incomplete* (inclusiv un spectru îngust de date: volumul tranzacțiilor, cotările, etc.), sau *mai complete, dar mai puțin accesibile* (informațiile detaliate, cum ar fi structura proprietății companiilor, componența organelor de conducere, rapoartele financiare sunt practic închise).

Mass-media în general este considerată drept sursă de informare cu un nivel mai redus de credibilitate: 70% din respondenți au încredere în ea, inclusiv 5 % – încredere deplină și 65% – încredere parțială. Acest fapt este lesne de înțeles, având în vedere profesionalismul scăzut în

³⁹ În Moldova sunt doar câteva publicații de acest gen, printre care „Экономическое обозрение”, „Contabilitate și audit”, „Profit”, „Bănci și Finanțe”, „Бухгалтерские и налоговые консультации”, etc., tirajul lunar variind de la 5 000 până la circa 39 000 de exemplare.

domeniul businessului, angajarea în campaniile publicitare ale întreprinderilor și imposibilitatea verificării corectitudinii datelor difuzate. Cu toate acestea, grație accesibilității mass-media poate fi estimată drept sursă suplimentară de informații pentru toate categoriile de utilizatori.

În final, cel mai scăzut nivel de încredere ca sursă de informații corporative îl are **Internet-ul** – 50 % din cei chestionați au încredere în el, din care 10% au încredere deplină și 40% – parțială, 22 % nu au deloc încredere, iar 28 % nu și-au expus în general părerea vizavi de sursa citată. Această situație este explicabilă: accesul la Internet al populației este redus, un număr mic de societăți pe acțiuni dispun de pagini web (doar 9% din societățile chestionate⁴⁰); practic nu se face publicitatea paginilor web; paginile web ale organelor regulatorii sunt incomplete și rar actualizate, informațiile solicitate fiind oferite contra plată, etc.

După cum s-a menționat, respectarea principiului transparenței este o componentă a succesului corporațiilor - cu cât mai înalt este nivelul ei, cu atât mai prosperă este compania, cu atât are mai multe șanse de a atrage noi investitori. Situația în domeniul transparenței și dezvoltării informațiilor corporative din Moldova atestă numeroase încălcări ale legislației, ceea ce este un viciu al administrării corporative autohtone, periclitează drepturile acționarilor și diminuează interesele investitorilor. Care ar fi eventualele măsuri de ameliorare a situației? În acest context este rațională îmbinarea mai multor măsuri, începând cu cele de ordin educațional: conștientizarea efectelor benefice ale dezvoltării informațiilor și respectării principiului transparenței în mediul de afaceri; ridicarea nivelului de cunoaștere a procedurilor de dezvoltare a informațiilor și a responsabilității pentru nerespectarea lor în rândurile populației, inclusiv acționarilor, precum și înăsprirea sancțiunilor pentru nerespectarea cerințelor de dezvoltare a informațiilor. Printre principalele activități care vor contribui la realizarea acestor măsuri pot fi remarcate:

- perfecționarea cadrului legal în contextul includerii prevederilor despre crearea unor comitete speciale pe lângă consiliile societăților pe acțiuni, responsabile pentru elaborarea și aplicarea regulamentelor privind politica de dezvoltare a informațiilor;
- crearea unor centre informaționale publice pentru acționari cu susținerea organelor regulatorii, participanților la piața de valori, societății civile, donatorilor externi, etc.;
- extinderea și sporirea gradului de actualizare a bazei informaționale a CNVM despre activitatea societăților pe acțiuni, căutarea posibilității unui acces gratuit la aceasta a tuturor solicitanților;
- organizarea seminarelor, trainingurilor cu emitenții, acționarii, reprezentanții societății civile, etc. în subiectul transparenței și dezvoltării informațiilor cu precădere în teritoriu;
- conceperea și editarea materialelor informaționale (pliantelor, lefletelor ș.a) în contextul drepturilor și obligațiilor acționarilor în vederea abordării profesionale de către populație a problemelor din domeniu.

Problemele privind componența informațiilor ce urmează a fi dezvoltate, comparabilitatea acestora cu informațiile similare ale altor companii au legătură directă cu aplicarea standardelor internaționale de dezvoltare a informațiilor, inclusiv a standardelor de contabilitate și audit.

3.2. Rapoarte financiare, control intern și sisteme de audit

Rapoartele financiare și evidența contabilă. În ultimii ani, instituțiile financiare internaționale și de reglementare s-au orientat spre administrarea corporativă, transparență, dezvoltarea informațiilor, responsabilitățile și implementarea standardelor internaționale de raportare financiară. Este de menționat importanța unui sistem de evidență contabilă propriu în conformitate cu cerințele internaționale. În Republica Moldova procesul de trecere la politicile de contabilitate moderne s-a început o dată cu adoptarea în anul 1995 a *Legii contabilității*, apoi au urmat procese de pregătire și de dezvoltare a standardelor naționale de contabilitate, implementarea cărora s-a început în anul 1999. În decursul anilor 1998 – 2004 au fost elaborate 29 de Standarde Naționale de Contabilitate (SNC) și

⁴⁰ Pagini web au toate instituțiile bancare, unele fonduri de investiții și întreprinderi cu capital străin.

alte 16 SNC sunt în curs de elaborare. Este de menționat că unele din SNC care au fost implementate necesită modificări pentru a corespunde actelor și normativelor internaționale⁴¹ și ale UE. Multe din prevederile Standardelor Internaționale de Contabilitate (SIC) nu au fost luate în considerație la elaborarea standardelor naționale și creează dificultăți la interpretarea rapoartelor, ridică costurile prin dublarea evidenței contabile în ambele standarde. De exemplu, în funcție de divergențele care există între SNC și SIC, băncile comerciale întocmesc și prezintă la BNM rapoartele financiare conform ambelor standarde, ce implică o dublă evidență în ambele standarde.

În opinia experților Băncii Mondiale, pentru atingerea scopului de armonizare cu standardele UE ar fi necesar de cerut companiilor listate la Bursa de Valori, cât și întreprinderilor de interes public să întocmească rapoartele financiare consolidate în conformitate cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară (SIRF), iar rapoartele financiare ale întreprinderilor micului bussines să fie simplificate și aduse în concordanță cu directivele și regulamentele UE⁴².

Operarea unui sistem de contabilitate și informațional solid este elementul-cheie al unui control intern efectiv.

Prin control intern se subînțeleg metodele și procedurile aplicate pentru supravegherea activelor și altor resurse și asigurarea ca aceste active să fie utilizate în conformitate cu direcțiile trasate de către manageri și în conformitate cu legislația în vigoare. Sistemele de control ajută managerii companiilor să identifice riscurile pe care le întâlnesc companiile în activitatea sa și să asigure un cadru de monitorizare a acestora. De asemenea, sistemele de control intern sunt destinate pentru prevenirea și minimizarea expunerii la risc, care poate apărea ca rezultat al unor acțiuni neautorizate sau improprii, fraudelor, furturilor, erorilor, actelor de corupție.

Este important a distinge controlul intern de auditul intern.

Controlul intern se referă la niște mecanisme permanente de control al activității companiei atât la nivelul organelor centrale, cât și la nivelul departamentelor/diviziunilor. Aceste mecanisme sunt dirijate de către manageri cu scopul controlului intern este de a asigura ca obiectivele firmei să fie realizate. Controlul intern estimează conformarea cu legislația în vigoare, executarea regulamentelor, politicilor interne și a instrucțiunilor. Este de menționat că un control intern adecvat ridică aptitudinile firmelor și companiilor de a pregăti un raport financiar just și solid.

Auditul intern este procesul care controlează cum se efectuează controlul intern prin revederea permanentă a operațiunilor de control și de raportare către manageri asupra eficienței sistemului de control intern. Auditul intern se subordonează consiliului societății și adunării generale a acționarilor.

Obiectivele auditului intern sunt:

- *autorizația* – auditul intern trebuie să controleze dacă toate tranzacțiile sunt aprobate de persoanele responsabile înainte de a fi înregistrate în registru;
- *integritatea operațiunilor* – auditul intern controlează dacă tranzacțiile nevalabile au fost excluse din registrele contabile;
- *acuratețea* este un obiectiv destinat pentru a asigura ca toate tranzacțiile valabile să fie exacte și precise, consistente cu datele originale ale tranzacțiilor și înregistrate la timp;
- *validitatea* este un obiectiv care asigură că toate tranzacțiile înregistrate reprezintă just evenimentele economice apărute, sunt legale și executate în conformitate cu autorizația managerilor;
- *securitatea și salvagardarea fizică a activelor* este obiectivul care asigură că accesul la activele fizice și sistemele informaționale ale întreprinderii sunt controlate strict de către personalul autorizat;
- *manipularea erorilor*. Acest obiectiv asigură că erorile depistate la diferite etape ale procesării au fost prompt raportate managerilor și corectate;

⁴¹ SNC 5 nu a fost modificat pentru a reflecta modificările introduse în SIC 1” Prezentarea rapoartelor financiare”.

⁴² Report No. 27425 Moldova Country Financial Accountability Assessment, September 12, 2003.

- *segregarea funcțiilor personalului.* Acest obiectiv asigură că funcțiile sunt atribuite într-o manieră care nu permite ca o persoană să opereze și să controleze ambele procese – de înregistrare și de procesare a tranzacțiilor.

Este necesar ca raportul anual al auditului intern și raportul auditului extern să fie incluse anual în agenda adunării generale a acționarilor.

Misiunea auditorilor interni este de a comunica consiliului societății și acționarilor despre acțiunile improprii, neautorizate și despre iregularitățile comise de manageri și angajați. Este clar că auditorii nu pot fi subordonați directorilor-executivi ai societății, responsabilitatea finală a întocmirii situațiilor financiare, precum și menținerea unui sistem adecvat de control intern pentru depistarea fraudelor și neregulilor revenind în întregime managerilor. În unele țări auditorii raportează despre modul de respectare a principiilor de conduită în administrarea corporativă și această informație se include în raportul anual al societății.

Sisteme de control intern

Sistemele de control intern cuprind planurile, măsurile, metodele adoptate de companie pentru a supraveghea activele, a controla exactitatea datelor contabile, a promova eficiența operațională și a încuraja aderența la politicile standard manageriale și pentru a ajuta conducerea companiei în atingerea obiectivelor, asigurând și controlând dacă:

- afacerile sunt conduse corect și eficiente;
- activele sunt supravegheate;
- fraudele și erorile se previn și se depistează la timp;
- politicile managerilor sunt conforme cu legislația în vigoare;
- registrele contabile sunt completate cu acuratețe;
- informațiile financiare se înregistrează la timp.

Controlul intern poate fi:

- detectiv (prevede depistarea erorilor și iregularităților);
- corectiv (prevede corectarea erorilor și iregularităților depistate);
- preventiv (care este prevăzut pentru prevenirea erorilor și a iregularităților).

Controlul intern consistă din cinci componente: mediul controlului, evaluarea riscurilor, activitatea de control, informația și comunicarea, monitorizarea. Aceste componente fac parte integrantă a procesului de management și se includ în procedurile controlului intern.

Care sunt posibilitățile sistemului de control intern?

Sistemele de control intern pot ajuta compania să atingă obiectivele sale și să evite primejdiile și eșecurile prin aceea că asistă compania să opereze cu rapoarte financiare juste, să se conformeze cu legislația în vigoare. Însă controlul intern nicidecum nu poate asigura succese în aceste domenii, luând în considerație că este dirijat de către manageri, erorile umane sau alți factori externi care nu pot fi preveniți integral de către sistemele de control intern. Sistemele de control intern adecvate constituie niște asigurări rezonabile în atingerea obiectivelor, dar nu sunt garanții.

Cine este responsabil pentru implementarea unui control intern adecvat și eficient?

Există o opinie greșită că responsabilitatea pentru implementarea și administrarea sistemului de control intern revine în mare măsură doar directorilor financiari ai companiilor, auditorilor interni sau managerilor. Pentru un control intern efectiv este necesară implicarea tuturor colaboratorilor. Toți angajații sunt responsabili de a comunica problemele operaționale identificate, devierile de la standardele stabilite, încălcarea politicilor companiei sau a legilor.

Care sunt constrângerile ce pot exista în cadrul unui control intern?

Există câteva constrângeri la implementarea unui sistem de control adecvat:

- *Factorul uman.* Eficacitatea sistemului de control intern poate fi limitată din cauza deciziilor luate de manageri bazate pe date care uneori pot fi eronate.
- *Scindarea sistemului controlului intern.* Chiar dacă sistemul de control funcționează normal, el poate fi dezintegrat. Angajații în unele cazuri pot să comită greșeli din cauza neînțelegerii procedurilor și instrucțiunilor. Erorile pot apărea ca rezultat al implementării noilor tehnologii informaționale și a dificultății acestor sisteme noi.
- *Încălcări ale managerilor.* Uneori personalul de talie superioară în scopuri personale nu respectă procedurile și regulile existente.
- *Complotul angajaților.* Sistemul de control poate fi influențat de către o coaliție a angajaților. Este destul de dificil pentru controlul intern în cazul când există un complot al angajaților care activează în acest domeniu să identifice modificarea datelor și erorile din informațiile prezentate.

La determinarea și stabilirea unui control intern adecvat trebuie să fie luate în considerație costurile necesare pentru stabilirea acestui sistem de control. Controlul excesiv este costisitor și neproductiv. Prea puțin control prezintă deja un risc. Trebuie să fie conștientizate toate avantajele și dezavantajele pentru a ajunge la un echilibru.

Ce se poate întâmpla în cazul când controlul intern este slab sau nu există?

Deseori factorii de decizie argumentează că pentru implementarea recomandărilor privind controlul intern și auditul intern nu există suficient personal, este foarte costisitor sau că managerii au încredere în personalul său instruit și tehnologiile informaționale implementate și acest control nu este necesar. Dar aceste argumente sunt ca o „capcană” pentru managerii profund încrezuți în capacitățile sale de a dirija și a controla toate procesele în activitatea companiei. Fiecare din argumentele enumerate necesită soluționare. Cât privește costul implementării unui control adecvat, acesta trebuie să fie raportat la costul fraudelor și delapidărilor care pot fi comise în lipsa unui control.

Analizând întrebarea legată de încrederea în personal, este de menționat că majoritatea angajaților au încredere reciprocă și acest factor este important pentru lucrul în echipă. Însă experiența arată că foarte frecvent anume angajații în care managerii au mai multă încredere sunt implicați în acțiuni frauduloase.

O stare de lucruri îngrijorătoare în ce privește controlul intern slab se înregistrează în întreprinderile în care există cota statului. Practica arată că în unele din ele sistemele de control intern și de audit intern sunt absolut nefuncționabile, deoarece aceleași încălcări se repetă din an în an, indiferent dacă au fost alese sau numite alte persoane cu funcții de răspundere.

Rapoartele publicate ale Curții de Conturi evidențiază că cele mai frecvente încălcări ale *Legii contabilității* nr.426-XII din 04.04.1995 care au fost depistate de organele de control sunt:

- diminuarea venitului impozabil de către întreprinderi;
- nu se efectuează inventarierea bunurilor materiale sau nu este asigurată evidența contabilă (lipsesc politica de contabilitate, evidența sintetică și Cartea mare);
- nu se efectuează la începutul anului confruntarea sumelor datoriilor creditoare din registrul de evidență analitică și documentele contabile primare cu cele din darea de seamă anuală;
- casarea bunurilor materiale cu încălcarea Regulamentului privind casarea bunurilor uzate.

Curtea de Conturi, analizând gestionarea patrimoniului de stat, denotă factorii care au influențat negativ asupra situației economico-financiare a întreprinderilor de stat⁴³:

⁴³Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.3 – 5 din 21.01.2003

Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.159 – 160 din 29.11.2002

Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.170 – 172 din 13.12.2002

Monitorul official al Republicii Moldova nr.190 – 197 din 31.12.2002

- imobilizarea mijloacelor circulante, inclusiv prin menținerea creanțelor;
- micșorarea valorii activelor nete ale întreprinderilor supuse privatizării din momentul acționării până la privatizare⁴⁴;
- nerespectarea Regulamentului cu privire la Registrul patrimoniului public, lipsa evidenței patrimoniului public predat în chirie și în administrare fiduciară;
- utilizarea neeficientă a mijloacelor financiare la reconstrucția, reparația capitală și curentă a fondurilor fixe ale întreprinderilor;
- în unele contracte încheiate nu se indică obiectele care urmează să fie supuse lucrărilor de reparații, cerințele față de calitatea lucrărilor, încălcându-se astfel prevederile art. 9 din *Legea nr.134 din 03.06.1994 și Hotărârea Guvernului nr.798 din 27.12.1993*;
- există cazuri când costul lucrărilor a fost avansat sută la sută;
- selectarea antreprenorilor pentru executarea lucrărilor de reparație și construcție nu se efectuează transparent, prin tendere și concursuri, ci în baza deciziei conducerii întreprinderii;
- în multe cazuri, documentele de recepție a lucrărilor efectuate nu sunt semnate de comisiile respective, ci de conducerea companiei;
- sunt încălcări de legislație la calcularea salariilor personalului și managerilor;
- cheltuielile legate de recepția delegațiilor nu sunt confirmate de documentele necesare (lipsește ordinea conducătorului, darea de seamă asupra cheltuielilor etc.).

Este cert faptul că cu cât mai rapid vor fi implementate mecanismele de control intern și de audit intern în sectoarele privat și public, cu atât mai bine vor fi dirijate și supravegheate resursele statului, companiilor și firmelor individuale.

Controlul intern deseori este confundat cu sistemul de gestionare a riscurilor

Managementul riscurilor include analiza, evaluarea, gestionarea și monitorizarea riscurilor, iar controlul intern adecvat asigură implementarea procedurilor de minimizare a riscurilor și evitarea lor.

Situația din Republica Moldova. Auditul intern în sectoarele public și privat este nedezvoltat. După cum s-a remarcat în raportul Băncii Mondiale privind evaluarea responsabilității financiare a țării, efectuat în anul 2003 „...auditul intern existent trebuie să treacă de la controlul după efectuarea tranzacțiilor (ex-post) și de la activitățile de inspecție la un model de audit care va susține o îmbunătățire a mediului general de control. După consultările corespunzătoare cu ministerele de ramură și alte subdiviziuni din sectorul public, Ministerul Finanțelor trebuie să stabilească un cadru pentru auditul intern în sectorul public⁴⁵”. Situația la acest capitol nu este mai agreabilă în sectorul privat.

Legea privind societățile pe acțiuni nu prevede stipulări clare despre necesitatea auditului intern în companii. Practica internațională arată importanța auditului intern și contribuția lui la eficientizarea sistemului de control intern, la depistarea și prevenirea iregularităților. Prin urmare, este necesar de revizuit și de armonizat *Legea privind societățile pe acțiuni* cu cerințele internaționale și ale UE la acest capitol.

La întrebarea „Cine este responsabil de auditul intern?” 55% din managerii intervievați au răspuns că la întreprinderea lor există subdiviziuni sau persoane aparte responsabile de auditul intern, 19% au indicat că funcțiile auditului intern le îndeplinește comisia de cenzori, 16% – comitetul de audit, 7% – firma de audit (anexa 2, figura 16).

În unele țări codurile de administrare corporativă includ recomandări pentru înființarea comitetelor de audit la nivelul firmelor. Comitetul de audit, format din membri independenți, trebuie să preia răspunderea față de aspectele majore legate de raportarea financiară a firmei și să țină legătura cu auditul intern și extern al acesteia. De altfel, comitetele de audit au devenit o trăsătură comună a firmelor europene. Aceasta evoluție reflectă tendința comunității internaționale de afaceri în direcția

Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.87 – 89 din 28.05.2004.

⁴⁴Raportul Curții de Conturi asupra administrării resurselor financiare publice (1999, 2000, 2001, 2002, 2003).

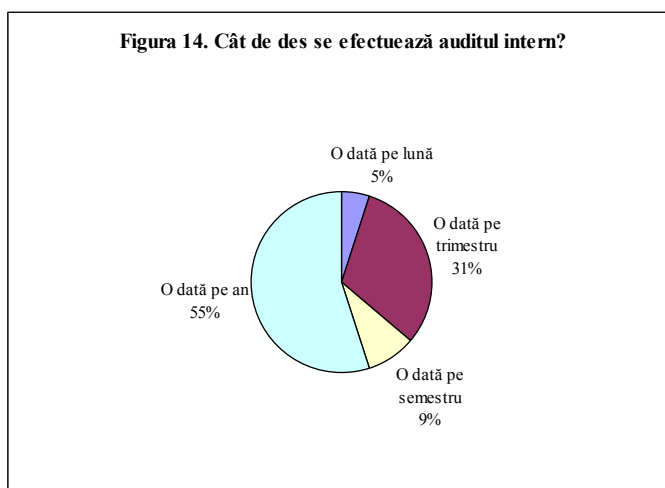
⁴⁵ Report No. 27425 Moldova Country Financial Accountability Assessment, September 12, 2003.

perfecționării structurilor de gestionare a firmelor. Actualmente popularitatea comitetelor de audit a luat amploare și în alte părți ale lumii. De exemplu, regulile stabilite de organismele de reglementare a burselor de pe piețele din Singapore, Thailand cuprind clauze specifice legate de existența unor comitete de audit.

Există unele păreri că la firmele din Republica Moldova nu este necesară crearea acestui comitet de audit care are funcții aproape analogice cu comisia de cenzori. Legislația Republicii Moldova stipulează clar funcțiile comisiei de cenzori și exigențele față de membrii acesteia. Diferența dintre ele însă este că cerințele față de toți membrii comitetului de audit includ independența lor totală, iar *art. 71 din Legea privind societățile pe acțiuni* prevede că cenzorii trebuie să fie acționari, cu excepția contabililor experți. *Legea privind societățile pe acțiuni* nu prevede în activitatea comisiei de cenzori responsabilitatea cenzorilor de a monitoriza și de a efectua legătura dintre auditul intern și extern al societății. Este de menționat că în practică, în companiile din Moldova comisiile de cenzori sunt alese de către acționarii majoritari și nu joacă un rol independent în protejarea acționarilor minoritari, iar adunarea generală a acționarilor poate delega împuternicirile comisiei de cenzori unei organizații de audit. Există experiențe (de exemplu, în România) unde comisiile de cenzori au fost anulate. Luându-se în considerație cele relatate mai sus, este necesar ca legislația în vigoare să fie revizuită și armonizată cu cerințele UE.

Despre situația în domeniul auditului intern relatează rezultatele cercetării sociologice a managerilor intervievați din municipiul Chișinău. 69 la sută din managerii chestionați au răspuns pozitiv la întrebarea dacă auditul intern se efectuează în societatea în care funcționează. Periodicitatea efectuării controalelor de către auditorii interni diferă de la o întreprindere la alta.

Aproximativ 55% din respondenți au indicat că în societățile pe care ei le reprezintă auditul intern se efectuează o dată pe an, 31% – trimestrial, 9% – o dată pe semestru, iar 5% – o dată pe lună. Este de menționat că frecvența înaltă a controalelor auditului intern ridică probabilitatea depistării fraudelor, delapidărilor, actelor de corupție la etapele inițiale și previn companiile de la riscurile majore.



Auditul extern. Rolul auditorului extern este vital în procesul de administrare corporativă. Marile companii internaționale au apelat la serviciile profesionale ale auditorilor externi cu mult înainte ca aceasta să fie o cerință obligatorie, deoarece și-au dat seama că piețele financiare și de capital au mai mare încredere în situațiile financiare care au fost obiectul unei examinări și certificări independente.

Deși *Legea cu privire la audit* prevede metodologia de efectuare a auditului, iar standardele naționale de audit reprezintă o transpunere a standardelor internaționale, în acest domeniu mai există lacune⁴⁶ (în particular, obiectivele auditului nu sunt aduse în conformitate cu directivele 4 și 7 ale UE). Este de menționat că inițial *Legea privind societățile pe acțiuni* prevedea un audit anual extern obligatoriu pentru societățile pe acțiuni cu un număr mai mare de 50 de acționari. Modificările ulterioare ale legislației la acest capitol, fiind argumentate prin calitatea joasă a serviciilor de audit prestate de către companiile de audit locale au avut ca rezultat că art.89 din *Legea privind societățile pe acțiuni* prevede un audit extern opțional⁴⁷ pentru societățile pe acțiuni și stipulează că acest control de audit se efectuează la cererea acționarilor care dețin nu mai puțin de 10% din acțiunile cu drept de vot ale societății (serviciile de audit sunt plătite de acești acționari); la cererea CNVM; în temeiul încheierii instanței judecătorești. Pe piața moldovenească activează câteva companii internaționale de audit, care

⁴⁶ Report No. 27425 Moldova Country Financial Accountability Assessment, September 12, 2003.

⁴⁷ Băncile și companiile de asigurare sunt obligate prin lege să asigure auditul rapoartelor financiare.

sunt antrenate mai mult în exercitarea auditului extern la băncile comerciale și companiile cu investitori străini. Responsabilitatea auditorilor față de părțile terțe nu este clar stipulată în lege. Angajații firmelor de audit trebuie să fie independenți și să-și conducă activitatea sa fără să fie influențați de orice relații, beneficii sau alți factori care pot influența imparțialitatea auditorilor. Firma de audit trebuie să fie subiectul rotației. Conform noilor cerințe internaționale față de firmele de audit (această cerință trebuie luată în considerație și inclusă în legislația Republicii Moldova), acestora și angajaților săi nu li se permite să acorde servicii de consulting în companiile în care simultan se efectuează și auditul.

Auditul extern trebuie să se efectueze în conformitate cu Standardele Internaționale de Audit, care ghidează auditul extern în evaluarea calității activității auditului intern. Activitatea auditului extern se focalizează, în primul rând, asupra sistemului de contabilitate financiară, în special, dacă în baza documentelor prezentate, auditorii pot să-și exprime o opinie independentă și fidelă despre conformarea cu Standardele Naționale de Contabilitate (în cazul băncilor comerciale este necesară conformarea cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară).

Auditul extern trebuie să cuprindă examinarea pe bază de teste a documentelor primare conform cărora se întocmesc situațiile financiare și include evaluarea politicilor contabile folosite și estimările semnificative efectuate de către conducerea societății, precum și evaluarea prezentării în ansamblu a situațiilor financiare. La formarea opiniei sale auditul extern trebuie de asemenea să efectueze o evaluare a sistemului de control intern al companiei.

Este necesar ca statutul obligatoriu al auditului extern anual pentru societățile pe acțiuni, indiferent de mărimea lor, să fie reinstalat în legislația în vigoare a Republicii Moldova și armonizat cu cerințele UE. În Republica Moldova rolul auditului extern pentru sectorul public îi revine Curții de Conturi. În raportul Băncii Mondiale se menționează necesitatea îmbunătățirii controalelor efectuate de Curtea de Conturi, evidențiind că „Curtea de Conturi trebuie să-și orienteze adăitional activitățile sale de audit mai curând spre consultații privind îmbunătățirea sistemelor și măsuri de diminuare a riscurilor, decât spre determinarea greșelilor. Deși Curții de Conturi i-au fost încredințate puteri juridice și responsabilități extinse, oficiul se confruntă cu constrângeri considerabile în ceea ce privește capacitatea de a-și realiza împuternicirile și necesită o consolidare substanțială”⁴⁸.

Banca Națională a Moldovei a stabilit în *Regulamentul cu privire la modul de întocmire și prezentare a rezultatelor auditului* criteriile și cerințele față de companiile de audit care audiază băncile comerciale și a formulat cerințele față de rapoartele prezentate în urma efectuării auditului. La încheierea contractului cu o firmă de audit independentă se prezintă băncii licența despre desfășurarea activității de audit și certificatul de calitate a auditorului bancar emis de către comisia de atestare de pe lângă BNM. Un factor pozitiv este că exigențele față de modalitatea de executare a auditului includ cerințele ca auditul bancar să fie efectuat în conformitate cu Standardele Internaționale de Audit și Standardele Naționale de Contabilitate, iar scrisoarea pentru manageri, conform standardelor internaționale de contabilitate trebuie să includă auditul procedurilor controlului intern și „procedeele de lucru ale băncii care au fost examinate în decursul anului”.

Este necesar ca asemenea cerințe să fie elaborate de către organele abilitate de asemenea pentru celelalte entități și să fie revizuită metodologia de audit în conformitate cu standardele internaționale.

În final conchidem că problemele majore care influențează calitatea auditului efectuat la companiile din Republica Moldova și care necesită abordarea și soluționarea urgentă sunt următoarele:

- conformarea cadrului legislativ al Republicii Moldova cu privire la audit și standardele de contabilitate cu standardele internaționale și cu directivele UE;
- revizuirea *Legii privind societățile pe acțiuni* la capitolul privind necesitatea auditului intern și extern;
- elaborarea unor manuale privind procedurile controlului intern;

⁴⁸ Report No. 27425 Moldova Country Financial Accountability Assessment, September 12, 2003.

- implementarea unor mecanisme noi de monitorizare și licențiere a auditorilor la nivelul cerințelor internaționale de audit;
- instruirea permanentă a personalului, contabililor, auditorilor în domeniul controlului și auditului intern. Organizarea seminarelor, lecțiilor, meselor rotunde, conferințelor privind controlul intern, auditul intern și extern;
- implementarea unui proces transparent de testare a auditorilor;
- extinderea cerințelor de exercitare a auditului activităților companiilor asupra companiilor listate la bursă, întreprinderilor cu capital de stat;
- ridicarea nivelului de responsabilitate a contabililor și auditorilor pentru reflectarea incorectă, tănuirea informațiilor veridice.

Capitolul IV. Piețele de capital și rolul lor în administrarea corporativă

4.1. Aspecte generale privind piețele de capital din țările în tranziție⁴⁹

După cum s-a remarcat deja, studiile empirice confirmă existența unei legături directe între nivelul administrării corporative și performanțele companiilor. Mai mult ca atât, cercetările de acest gen efectuate în țările cu un nivel înalt al relațiilor corporative atestă un nivel și un potențial mai înalt de dezvoltare economică, un acces mai larg la sursele de finanțare interne și externe.

Se consideră că o administrare corporativă efectivă poate fi creată în baza unui cadru legislativ dezvoltat și a unei piețe de capital prospere. Având în vedere că cadrul legal al administrării corporative al unor țări în tranziție, inclusiv al Republicii Moldova, este considerat destul de înalt⁵⁰, ar fi utilă și o evaluare succintă a situației pe piețele de valori ale acestora.

La începutul tranziției spre economia de piață majoritatea țărilor ex-socialiste au creat piețe de valori asigurate cu o infrastructură tehnică și legală bună. Fiind concepute, în special, ca mecanisme de privatizare (tranzacțiile inițiale țineau de redistribuirea proprietății de stat), aceste piețe au devenit operaționale abia la finele anilor 90 ale secolului trecut.

Bursele de valori din țările în tranziție au actualmente două sau mai multe categorii de listare. Capitalizarea și volumul de tranzacții efectuate la aceste burse deriva din cele mai flexibile segmente ale pieței, iar condițiile de transparență, impuse de cadrul legal, permit unele interpretări și comparații ale indicatorilor statistici aferenți. Totodată, potrivit unor studii⁵¹, bursele de valori din aceste țări rămân subdezvoltate, cu o capitalizare slabă și lichiditate joasă, cu un număr sporit de tranzacții mici. Cu astfel de capacități viabilitatea tranzacțiilor pe piață este problematică, iar datele despre capitalizare pot induce în eroare. Mai mult decât atât, o bună parte din tranzacții se realizează în afara bursei, ceea ce creează probleme de transparență vizavi de prețul de piață al valorilor mobiliare tranzacționate.

Această subdezvoltare a piețelor de valori rezultă din mai multe probleme, prima fiind cea de aprovizionare. Bursele de valori duc lipsă de companii mari cu acțiuni substanțiale free-floating. Un număr excesiv de companii au fost create și listate în urma programelor de privatizare, deseori în mod forțat, fără ca listarea lor să le ofere careva avantaje. În anumite cazuri, valorile listate în cadrul programelor de privatizare la un preț redus reprezintă de fapt titluri guvernamentale reziduale ale unor companii neatractive. Cele mai mari și atractive companii fie că nu au fost încă privatizate, fie că au fost privatizate prin vânzări de numerar.

Există câteva motive pentru care companiile au reticențe privind listarea la bursă. În primul rând, condițiile de listare sunt deseori percepute ca inutile și costisitoare, companiile fiind îngrijorate de impedimentele de ordin birocratic care se rezumă la taxe mari și o perioadă îndelungată de procesare a documentelor. În al

⁴⁹ În acest context se au în vedere țările în tranziție din Sud-Estul Europei.

⁵⁰ În ratingul BERD în subiectul administrării corporative pentru anii 2002–2003 Republica Moldova este catalogată la nivelul „B” („4”) (vezi paragraful 2.3 din prezenta carte).

⁵¹ Cartea Albă a administrării corporative în Sud-Estul Europei. OCDE, 2002.

doilea rând, deoarece nu exista lichidități, costul capitalului este mai mare decât în cazul plasamentelor private. Mai mult decât atât, companiile nu vor să fie expuse riscului fluctuațiilor prețului valorilor mobiliare sau chiar manipulărilor cauzate de slaba dezvoltare a piețelor locale de capital. Suplimentar la aceasta, companiile au reticențe și la capitolul privind dezvoltarea informațiilor.

Aprovizionarea limitată a pieței bursiere cu titluri bune este aprofundată și de lipsa cererii. Există foarte puțini investitori noi pe aceste piețe, iar titlurile sunt tranzacționate, în principal, între participanții existenți. Bursele de valori sunt deseori descrise ca jocuri de interior ale brokerilor.

În afara unei încetiniri generale pe piețele internaționale, care accentuează problemele țărilor în tranziție, investitorii investesc în piețele lor de capital și din motivul lipsei unei protecții legale a acționarilor minoritari. Unii investitori străini au fost prejudiciați în acest sens și ei încearcă să părăsească aceste piețe.

În consecință, piețele de capital și, în speță, bursele de valori din țările în tranziție se confruntă cu greutatea la îndeplinirea rolului lor tradițional de a organiza și a disciplina activitatea participanților. Totodată, acestea nu servesc drept sursă de încredere privind calitatea informațiilor și evaluarea companiilor. Bursele de valori pot fi considerate ineficiente și în sensul că prețurile formate la ele sunt în mare măsură volatile, de obicei, cu mult sub valoarea netă calculată a activelor, și nu reflectă valoarea adevărată sau cel puțin rezonabilă a companiilor.

Pentru a redresa situația pe unele piețe de capital se întreprind măsuri de selectare și atragere a unor companii potrivite pentru listare, de introducere a unor noi instrumente bursiere, în particular, a derivatelor valorilor mobiliare, de extindere a cercului participanților, punând accentul pe fondurile de pensii. În vederea sporirii lichidităților se recurge și la cooperarea cu burse de valori mai dezvoltate, care ar putea contribui la armonizarea regulilor, creșterea posibilităților pentru o listare duală, la formarea unor legături directe între diferite burse de valori sau crearea unor platforme comune de negociere.

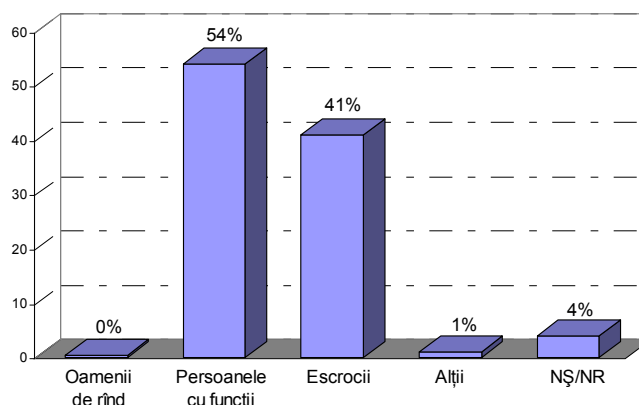
4.2. Piața de valori mobiliare corporative din Republica Moldova

Pe parcursul ultimilor ani problematica pieței de valori mobiliare autohtone, în special, aspectul ei social, este obiectul unei critici dure a funcționarilor publici, mass-media, participanților la această piață, precum și a oamenilor de rând. Este lesne de înțeles că privatizarea în masa, la care au participat direct sau prin intermediul fondurilor de investiții și companiilor fiduciare 3,1 milioane de cetățeni (89% din titularii bonurilor patrimoniale⁵²), s-a realizat în condițiile unei transparențe insuficiente și familiarizări joase a populației vizavi de procesul în cauză, iar rezultatele acesteia au diminuat, în mare măsură, încrederea în piața de valori.

Recentul studiu al Transparency Internațional - Moldova realizat în rândurile acționarilor din mun. Chișinău a arătat că doar 0,3% din respondenți consideră că în urma investiției bonurilor patrimoniale au avut de câștigat oamenii de rând, iar 53,8 % și 41,3% sunt de părerea că au câștigat respectiv persoanele cu funcții de răspundere și escrocii.

Actualmente se întreprind măsuri pentru a redresa situația pe piața de valori, ele fiind orientate, în special, spre reorganizarea fondurilor de investiții. Totodată, măsurile în cauză nu-și pot atinge scopul în condițiile în care nivelul de informare și pregătire a populației în acest domeniu rămâne nesatisfăcător. Au trecut 10 ani de la finalizarea privatizării în masă, iar marea majoritate a acționarilor nu-și cunosc drepturile, nu sunt familiarizați cu noțiunile de bază ale pieței de valori, nu știu unde să se adreseze în cazul încălcării drepturilor sale ș.a.

Figura 15. Cine a câștigat în urma investiției bonurilor patrimoniale?



⁵² Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr. 305 din 10.06.96 (*Monitorul Oficial al republicii Moldova*, 1996, nr.45).

Piața de valori⁵³ din Moldova este unul dintre cele mai noi și complexe segmente ale economiei naționale. Ca și în alte țări în tranziție, ea a fost concepută o dată cu inițierea procesului de privatizare în masă și a contribuit, inclusiv prin intermediul fondurilor de investiții și companiilor fiduciare la dețatizarea rapidă a economiei. La momentul actual piața de valori dispune de un cadru legal, infrastructură și sistem de reglementare a activităților din domeniu.

Cadrul legal al pieței valorilor mobiliare cuprinde *Codul civil, legile privind societățile pe acțiuni, piața valorilor mobiliare, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, fondurile de investiții, etc.* Suplimentar la aceasta, există numeroase acte normative, cu precădere ale CNVM, care reglementează diverse aspecte ale activității participanților profesioniști, dezvăluirea informațiilor, ținerea registrului deținătorilor valorilor mobiliare, procedurile emiterii valorilor mobiliare, procesarea ofertei tender, etc. Cadrul legal al pieței valorilor mobiliare are multiple tangențe cu cadrul regulatoriu al administrării corporative, care, paralel cu actele notificate mai sus, cuprinde *legile cu privire la antreprenoriat și întreprinderi, limitarea activității monopoliste și dezvoltarea concurenței, instituțiile financiare, grupele financiar-industriale, insolabilitate ș.a.*

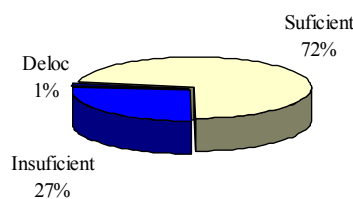
Potrivit sondajului sociologic al Transparency Internațional-Moldova, majoritatea managerilor societăților pe acțiuni (72%) se consideră familiarizați suficient cu cadrul legal al administrării corporative și pieței de valori. Totodată, 27% din respondenți își estimează cunoștințele lor ca insuficiente, iar 1 % nu cunosc cadrul legal în general (figura 16). Fiind întrebați în ce măsură legislația din Moldova reglementează administrarea corporativă, 84% din respondenți au indicat că acest domeniu este reglementat parțial, iar 4% din respondenți – că nu este reglementat deloc.

Situația în care marea majoritate a respondenților estimează astfel cadrul legal din domeniu atestă, pe de o parte, existența multiplelor lacune în legislația în vigoare, pe de altă parte, prezența problemelor în practica soluționării conflictelor corporative, în cazul când diferite instanțe judiciare emit pe baza aceleași cauze decizii opuse.

Totodată, în opinia unor experți, inclusiv manageri ai întreprinderilor din Moldova, cadrul legal al pieței de valori este reglementat excesiv, poartă, de regulă, un caracter restrictiv și de interdicție și nu favorizează activitățile în domeniu. Este vădit și nivelul scăzut al respectării legislației, confirmat de numeroase nereguli în activitatea participanților profesioniști la piața de valori și emitenților valorilor mobiliare.

Organul regulatoriu al pieței de valori este Comisia Națională a Valorilor Mobiliare. Fiind instituită în anul 1992, ea a activat până în 1994 pe lângă Guvernul Republicii Moldova, constituindu-se apoi într-un organ de stat aparte (Comisia de Stat a Hârtiilor de Valoare). Din anul 1999, o dată cu intrarea în vigoare a *Legii privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare*, statutul și atribuțiile acestui organ au fost modificate. CNVM a devenit o autoritate autonomă a administrației publice, care întrunește funcțiile de reglementare, supraveghere și control pe piața de valori, este investită cu putere de decizie, de dispensă, de interdicție, de intervenție, de control și de sancționare disciplinară și administrativă în condițiile legislației. Din anul 2000 funcționează rețeaua de agenții teritoriale ale CNVM destinată sporirii operativității controalelor emitenților și participanților profesioniști îndepărtați, monitorizării presei locale, lucrului cu acționarii în teritoriu.

Figura 16. În ce măsură sunteți familiarizați cu cadrul legal al administrării corporative?



⁵³ În general, *pieța de valori* este un sector al economiei, unde se efectuează emisiunea și cumpărarea-vânzarea valorilor mobiliare. Prin intermediul ei participanții profesioniști (bursele de valori, fondurile de investiții, brokerii, dealerii, etc.) atrag mijloacele bănești ale persoanelor fizice, juridice și ale statului, investindu-le în sferele economice producătoare și neproducătoare. Se distinge *pieța primară* a valorilor mobiliare, unde au loc emisiunile și plasarea primară a acestora, și *pieța secundară*, unde se tranzacționează valorile mobiliare emise și derivatele lor.

Este de remarcat că, în opinia unor experți din domeniu⁵⁴, cumularea de către o singură instituție publică a unor astfel de funcții cum sunt licențierea, controlul, sancționarea participanților la piața de valori, elaborarea proiectelor de acte legislative (mai cu seamă în condițiile când aceste proiecte nu sunt avizate de Ministerul Justiției) nu numai că diminuează eficacitatea activității ei, dar poate genera conflicte de interese și crea premise pentru coruperea funcționarilor acestei instituții. O eventuală soluționare a situației constă în reducerea funcțiilor CNVM la supravegherea și controlul respectării legislației pe piața de valori, funcțiile de licențiere fiind transmise Camerei de Licențiere, elaborarea proiectelor de acte legislative – Guvernului, sancționarea participanților la piață – instanțelor de judecată.

Infrastructura pieței de valori este reprezentată de următorii participanți profesioniști⁵⁵:

Participanții profesioniști	01.01.2001	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004
Fonduri de investiții	22	19	14	14
Companii fiduciare	6	6	6	6
Organizații de administrare a investițiilor	15	16	16	14
Brokerei	32	30	30	26
Dealeri	3	3	3	4
Registratori independenți	20	20	20	19
Companii de underwriting	-	-	-	1
Companii de estimare	4	6	6	6
Depozitari	9	8	9	9
Organizații de autoreglementare ⁵⁶	1	1	1	1
Companii de audit	7	7	7	7
Bursa de valori	1	1	1	1
Depozitarul Național	1	1	1	1
Total	121	118	114	109

După cum atestă datele de mai sus, numărul participanților profesioniști pe piața de valori este în ușoară scădere, fiind cauzată, în special, de reducerea numărului fondurilor de investiții.

Sinteza principalilor indicatori ai pieței de valori din Moldova. Starea pieței de valori reflectă, de regulă, situația economică a țării în ansamblu. Potrivit statisticilor oficiale, în ultimii ani Republica Moldova a înregistrat anumite progrese în dezvoltarea economică: în anii 2001 – 2003 ritmurile de creștere a PIB-ului au constituit respectiv 6,1%, 7,8% și 6,3% pe an, volumul producției industriale – 13,7%, 10,8% și 13,6%, investițiile în capitalul fix – 11%, 11%, 16%. Au fost în acsedență atât consumul intern (consumul final), importurile și exporturile, cât și rata inflației. Experții independenți rămân totuși destul de reținuți la comentarea rezultatelor pozitive obținute, considerând că creșterea în cauză nu este calitativă și se datorează, în mare măsură, unui consum sporit din partea populației.

Repetă oare piața de valori tendințele generale pe economie? Pentru a răspunde la această întrebare, vom prezenta succint evoluția principalilor indicatori ai acestei piețe.

Piața primară. Începând cu anul 1999, numărul total și valoarea totală a emisiunilor valorilor mobiliare ale emitenților sunt în continuă scădere (figura 17)⁵⁷.

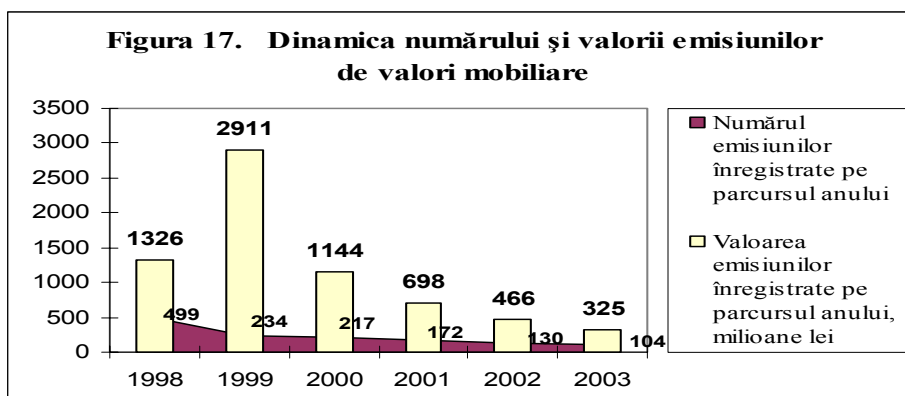
Tendința în cauză este generată de mai mulți factori: finalizarea concentrării pachetelor de control și dezinteresul proprietarilor majoritari ai societăților pe acțiuni de a modifica structura capitalului și coopta noi acționari; procedurile complicate și îndelungate ale emisiunii valorilor mobiliare și costurile adiționale ridicate; necesitatea întocmirii și prezentării multiplelor dări de seamă (inclusiv financiare și specializate), publicării acestora, prezentării unui spectru larg de informații către acționari, etc.

⁵⁴ «Что за комиссия создатель...», «Аргументы и факты», 2004, nr.24.

⁵⁵ Potrivit rapoartelor CNVM pentru anii 2001 – 2003.

⁵⁶ Asociația Națională a Organizațiilor de Administrare a Investițiilor.

⁵⁷ Datele au fost calculate în baza informațiilor din raportul CNVM pentru anul 2003 (diagramele 3 și 4, pag. 8).

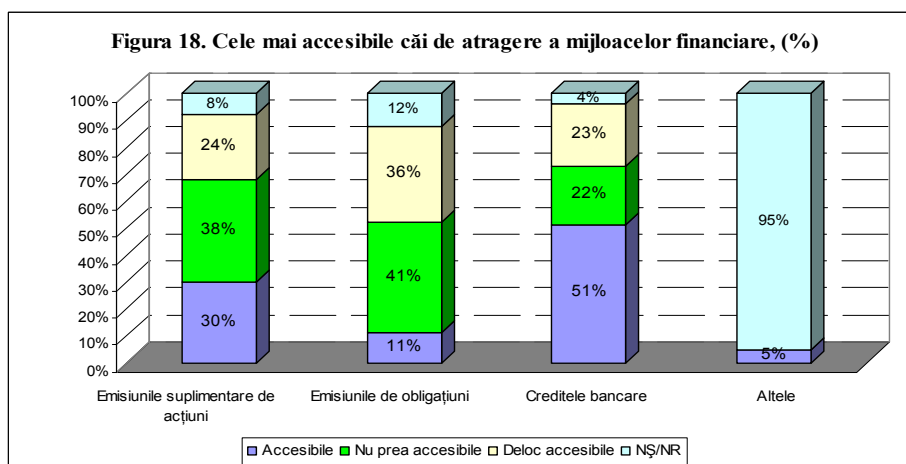


Prin intermediul emisiunilor de valori mobiliare corporative s-au plasat, cu precădere, acțiunile, din care marea majoritate sunt acțiuni ordinare nominative, acțiunile preferențiale fiind puțin numeroase: spre exemplu, în anul 2003 din cei 112 emitenți care au primit autorizația de plasare a valorilor mobiliare 106 au plasat acțiuni ordinare nominative și 6 – acțiuni preferențiale.

Majoritatea emisiunilor de valori mobiliare (atât sub aspect numeric, cât și valoric) sunt reprezentate de emisiunile suplimentare – ponderea lor în totalul emisiunilor depășește de 2 ori ponderea emisiunilor de constituire.

În ce privește plasarea altor valori mobiliare, pe parcursul anilor 1997 – 2004 au fost efectuate doar câteva emisiuni de obligațiuni, inclusiv ale S.A. „Elat”, patru întreprinderi ale grupului „DAAC-Hermes”, iar încercarea S.A. „Flautex” nu s-a încununat cu succes.

În acest context sunt semnificative părerile managerilor din mun. Chișinău vizavi de interesul lor de a atrage mijloace financiare suplimentare pentru dezvoltarea afacerilor. Majoritatea managerilor chestionați (60%) sunt interesați în atragerea mijloacelor financiare, 28% – nu sunt prea interesați și doar 11% – nu sunt deloc interesați în asemenea mijloace (anexa 2, figura 17). În ce privește accesibilitatea eventualelor căi de atragere a mijloacelor financiare, ea a fost evaluată în modul următor (figura 18).



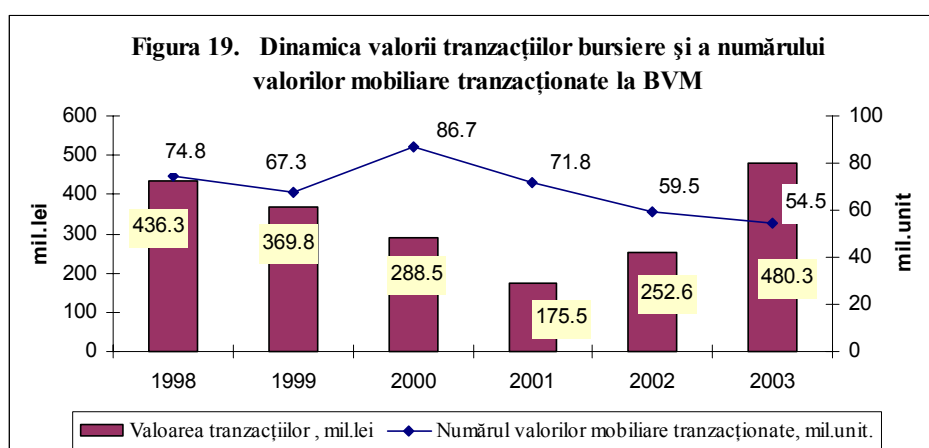
Primele în top sunt *creditele bancare* – 51% din respondenți le consideră drept cele mai accesibile. Este lesne de înțeles că businessmanii preferă procedurile simple, operative și transparente de obținere a creditelor bancare, chiar în cazul în care procesarea acestora poate fi relativ mai scumpă. Motivul unei atitudini mai reticente față de *emisiunile suplimentare de acțiuni* – 30% din respondenți le consideră drept accesibile, ține în realitate de intențiile acționarilor majoritari și a managerilor care îi reprezintă de a menține pozițiile de control și a evita riscurile difuzării proprietății și cooptării noilor proprietari. Este relevant și faptul că doar 11% din cei chestionați consideră drept accesibile *emisiunile de obligațiuni*. În defavoarea utilizării acestor titluri vorbesc mai multe argumente, cum sunt: procedurile complicate și îndelungate de emiteră a obligațiunilor și costurile ridicate ale procesării lor care, implicit, scad atractivitatea obligațiunilor.

Piața secundară. În țările economic avansate circuitul de capital pe piața secundară (valoarea totală anuală a tranzacțiilor cu valori mobiliare) este de 10–20 ori mai mare decât pe piața primară (valoarea totală anuală a emisiunilor de constituire și suplimentare). În Republica Moldova în perioada privatizării în masă volumul pieței primare depășea considerabil volumul pieței secundare. În ultimii ani coraportul dintre piața secundară și primară s-a modificat, înregistrând în 2003 proporția de 2,6 : 1, tendința în cauză fiind o consecință atât a diminuării valorii emisiunilor înregistrate, cât și a creșterii rulajelor tranzacțiilor cu valori mobiliare.

După cum s-a remarcat deja, piața secundară se divizează în piața bursieră și extrabursieră. Nucleul pieței bursiere este *Bursa de valori*, o instituție specializată care asigură locul de tranzacționare, oferă servicii de decontare și informare despre tranzacțiile cu valorile mobiliare, percepe comisioane pentru servicii și stabilește restricții la tranzacționarea valorilor mobiliare. Cu alte cuvinte, bursa reprezintă o piață organizată, unde se concentrează cererea și oferta la valorile mobiliare, se determină cursul acestora și se asigură transparența tranzacțiilor. *Bursa de valori a Moldovei (BVM)* a fost constituită ca societate pe acțiuni de tip închis la finele anului 1994, iar primele negocieri bursiere au avut loc în iunie 1995. În anul 1998 BVM a fondat *Depozitarul Național de Valori Mobiliare (DNVM)*, în deținerea nominală a căruia se află toate valorile mobiliare admise spre negocieri, cu excepția valorilor mobiliare ale fondurilor de investiții.

Actualmente la cota bursei sunt înscrise acțiunile a 25 societăți pe acțiuni (din care 8 sunt bănci comerciale), fiecărei fiindu-i atribuit un anumit nivel de listare („listing”) – I, II sau III. Emitenții acestor valori mobiliare se conformează anumitor condiții și cerințe stabilite de BVM, relațiile cu ea fiind legiferate printr-un contract cu privire la înscrierea și menținerea valorilor mobiliare la cota BVM. Totodată, la tranzacțiile bursiere sunt admise în condiții de „non-listing” și valorile mobiliare a circa 1000 emitenți care fie că nu corespund criteriilor de calificare stabilite pentru cele 3 nivele de cotare, fie că nu doresc să adere la condițiile stabilite pentru înscrierea și menținerea valorilor mobiliare la cota BVM.

După cum atestă statisticile tranzacțiilor bursiere, în anii 1998–2002 s-a profilat o tendință stabilă de diminuare a volumului acestora (figura 19)⁵⁸. Începând cu anul 2002, situația s-a schimbat, inclusiv datorită unor măsuri de reglementare (de facto – restrângere) a tranzacțiilor pe piața extrabursieră (*hotărârea CNVM nr.32/9 din 07.09.2000*). În anul 2003 volumul tranzacțiilor bursiere a atins o maximă de 480,3 mil. lei, din care 167,6 mil. lei reveneau tranzacției cu acțiunile S.A. „Vitanta Intravest” (actualmente Î.M. „Efes Vitanta Brewery”). Dacă nu vom lua în considerație tranzacția dată din cauza caracterului ei de unicitate (asemenea tranzacții au loc o dată în 10 ani), piața bursieră a înregistrat în anul 2003 un ritm de creștere de 123,8% comparativ cu anul precedent.



În ultima perioadă de timp s-a schimbat și structura tranzacțiilor bursiere (atât în ce privește numărul, cât și valoarea tranzacțiilor), cea mai mare pondere revenind tranzacțiilor de cumpărare-vânzare. Astfel, în anul

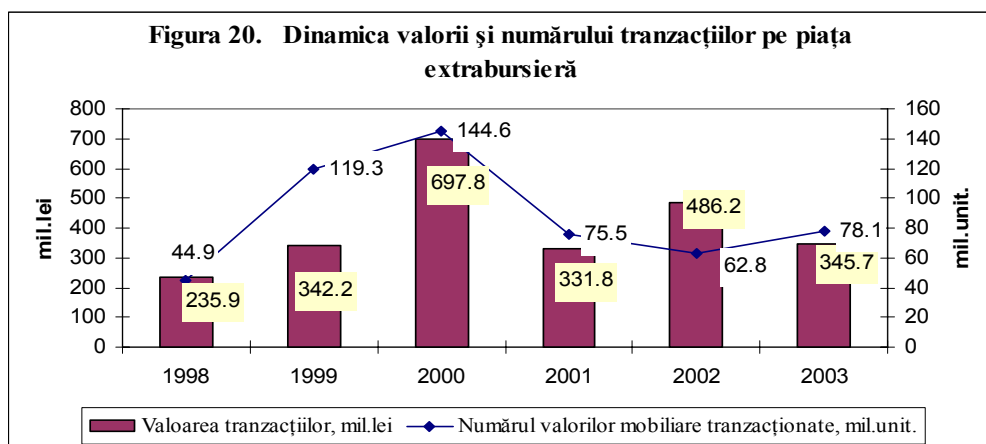
⁵⁸ Raportul CNVM pentru anul 2003, pag.14.

2003 cea mai mare pondere în numărul tranzacțiilor au avut-o tranzacțiile de cumpărare-vânzare pe piața interactivă – 76,3%, ele fiind urmate de tranzacțiile REPO (*vânzarea valorilor mobiliare cu răscumpărarea ulterioară a acestora, o modalitate de acordare de împrumuturi prin instrumentarul bursier*) – 16,3%, SWAP (*schimb*) – 2,8% și tranzacțiile în condițiile ofertei tender 2,6%. Din punct de vedere al valorii tranzacțiilor structura acestora în anul 2003 a fost următoarea: tranzacțiile de cumpărare-vânzare – 54,08%, tranzacțiile în condițiile ofertei tender – 35%, REPO și SWAP – respectiv 8,27% și 2,24%. Se poate constata că piața bursieră a depășit perioada de concentrare a pachetelor pe acțiuni, căreia îi erau specifice tranzacțiile de schimb, s-a început o nouă etapă de partajare a proprietății – trecerea ei de la participanții profesioniști la piață care au concentrat pachetele de acțiuni (fondurile de investiții, companiile fiduciare) la companiile specializate în producerea de mărfuri și prestări servicii. Specialiștii prognozează în continuare diminuarea numărului tranzacțiilor și creșterea ponderii tranzacțiilor mari, sporirea ofertelor tender și activizarea operațiunilor cu acțiunile bancare⁵⁹.

Indicele bursier CNVM-32. După cum se știe, indicii bursieri au ca scop facilitarea monitorizării prețurilor și asigurarea transparenței pieței bursiere. Indicele bursier autohton CNVM-32⁶⁰ este calculat în baza unui eșantion de valori mobiliare a 32 emitenți și arată modificarea medie a prețului lor (*indicele se calculează ca raportul, exprimat în puncte, dintre capitalizarea bursieră a 32 emitenți incluși în portofoliul indicelui la finele fiecărei săptămâni și capitalizarea bursieră a emitenților incluși în portofoliul indicelui în perioada de bază*). Emitenții, valorile mobiliare ale cărora sunt luate în calcul, sunt selectați după criteriile reprezentabilității din punct de vedere al ramurilor economiei naționale, lichidității, mărimii capitalului social și numărului total de valori mobiliare emise de o anumită clasă. În cazul când o valoare mobilă nu mai corespunde criteriilor de eligibilitate, ea este înlocuită cu alta similară. Valoarea inițială (de bază) a CNVM-32 este de 100 puncte și reprezintă indicele prețului mediu al valorilor mobiliare la 01.01.2000. Evoluția ascendentă a indicelui CNVM-32 pe parcursul anilor 2000–2003 de la 100 până la circa 300 puncte se datorează, în mare măsură, tendinței de concentrare a pachetelor de control la acțiuni. Totodată, specialiștii CNVM consideră că creșterea ulterioară a prețului mediu al valorilor mobiliare ale emitenților din portofoliul indicelui este puțin probabilă, dat fiind faptul că investitorii de portofoliu vor tinde să-și reinvestească veniturile obținute⁶¹.

Deși putem constata o anumită înviorare a pieței bursiere autohtone, nu este cazul să supraevaluăm evoluția, mai ales având în vedere că parametrii ei nu corespund legităților piețelor dezvoltate, în care ritmurile de creștere a piețelor bursiere devansează ritmurile de creștere pe ansamblul economiei de circa 7 ori.

Piața extrabursieră. Din anul 1998 până în 2000 tranzacțiilor extrabursiere le-a fost caracteristică o creștere stabilă (figura 20)⁶², sporul spectaculos din 2000 fiind datorat tranzacției de cumpărare a rețelelor electrice de compania „Union Fenosa” în valoare de 245 mil. lei. Începând cu 2001, dinamica tranzacțiilor extrabursiere reflectă consecințele măsurilor restrictive ale CNVM întreprinse în vederea civilizării și sporirii transparenței acestui sector.



⁵⁹ «Надо только выучиться ждать», «Экономическое обозрение» nr.11 din 16.01.2004.

⁶⁰ Hotărârea CNVM nr.14/1 din 27.04.2000 „Cu privire la aprobarea modului de calcul al indicelui bursier de preț CNVM-32” (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova* nr.75-76 din 29.06.2000).

⁶¹ Raportul CNVM pentru anul 2003, pag.18.

În structura tranzacțiilor pe această piață ponderea majoritară o constituie tranzacțiile de cumpărare-vânzare, totodată fiind prezente tranzacțiile de moștenire, REPO, donație, tranzacțiile cu participarea Departamentului Privatizării, etc.

Din cele remarcate mai sus putem constata o anumită înviore a pieței de valori autohtone, inclusiv a celei bursiere. Sursele oficiale invocă actualmente un șir de performanțe ale pieței de valori din Moldova, cum sunt: volumele înalte ale tranzacțiilor cu valori mobiliare, creșterea investițiilor străine pe piața secundară, dinamica ascendentă a ponderii capitalizării în PIB, etc.⁶³. Unele argumente privind progresele spectaculoase ale pieței de valori autohtone par a fi destul de confuze, având în vedere indicatorii destul de modești ai acesteia comparativ cu indicatorii piețelor de capital din România, Polonia, Cehia, Ungaria ș.a. În opinia noastră, la estimarea potențialului pieței de valori, în special, a celei bursiere, urmează a fi luat în vedere un spectru mult mai larg de indicatori, inclusiv operativitatea, profitabilitatea tranzacțiilor, sortimentul instrumentelor bursiere, etc. Din păcate, mulți din indicatorii statistici ai piețelor de valori nu sunt evaluați la noi în țară (iar eventualul lor calcul ar da dovadă de realizări foarte modeste), operativitatea tranzacțiilor rămâne sub orice critică, spectrul valorilor tranzacționate se limitează doar la acțiuni, persistă riscul suspendării tranzacțiilor de CNVM s.a.

Toate aceste momente se încadrează în concluziile Cărții Albe a administrării corporațiilor în Sud-Estul Europei privind nivelul subdezvoltat al piețelor de capital din regiune. De aceea unele succese ale pieței de valori din Moldova nu trebuie supraevaluate (mai ales având în vedere că parametrii ei nu corespund nici pe departe legităților piețelor dezvoltate, în care ritmurile de creștere a piețelor bursiere devansează ritmurile de creștere pe economie de circa 7 ori), ci înlăturate impedimentele și create premise reale pentru dezvoltarea ei.

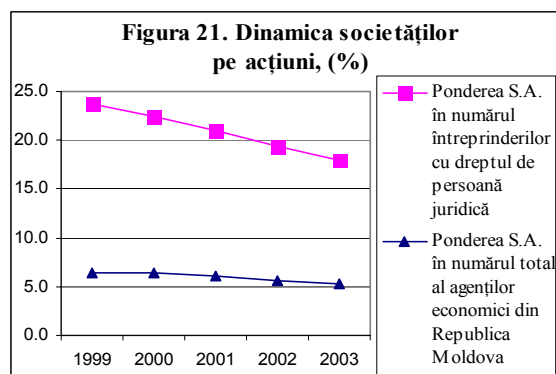
Vom examina în continuare unele aspecte ale activității participanților la piața de valori care au o rezonanță deosebită atât pentru acest sector, cât și pentru economia națională în ansamblu – societățile pe acțiuni⁶⁴ și fondurile de investiții.

Societățile pe acțiuni. Dinamica indicatorilor cantitativi și calitativi ai societăților pe acțiuni din Moldova determină, în mare măsură, capacitățile și perspectivele pieței de valori, precum și influențează unele aspecte ale realizării drepturilor acționarilor, printre care și dreptul la dividende.

Cei mai interesați în obținerea dividendelor sunt, de obicei, micii acționari. După cum atestă rezultatele sondajului privind respectarea drepturilor acționarilor (vezi capitolul privind principiile administrării corporative), o mare parte din acționarii intervievați consideră că neplata dividendelor este una din cele mai frecvente încălcări ale drepturilor lor. Însă, după cum se știe, doar societățile pe acțiuni profitabile pot plăti dividende și doar atunci când decizia în cauză este luată de organul abilitat (adunarea generală a acționarilor – la plata dividendelor anuale, Consiliul societății – la plata dividendelor intermediare).

Cum au evoluat pe parcursul ultimilor ani societățile pe acțiuni din Moldova și care sunt perspectivele plății dividendelor? Cât de întemeiate și eficiente sunt inițiativele legislative de a impune societățile pe acțiuni să plătească dividende acționarilor lor?

O mare parte din societățile pe acțiuni existente au fost create pe parcursul privatizării în masă, în special, în anii 1995–1997, atunci când majoritatea întreprinderilor de stat au fost transformate în societăți pe acțiuni. Începând cu anul 1998, ponderea societăților pe acțiuni în totalul agenților economici în Republica Moldova înregistrați în RENIM (*Registrul Interadministrativ al Agenților Economici din Republica Moldova*) este în continuă descreștere (figura 21)⁶⁵. Motivația acestei tendințe este destul de simplă – cât timp procedurile de



⁶² Raportul CNVM pentru anul 2003, pag.19.

⁶³ Raportul CNVM pentru anul 2003, pag.4.

⁶⁴ Se au în vedere societățile pe acțiuni de tip deschis care nu sunt participanți profesioniști la piața de valori, adică societățile care activează în sferele de producere, prestări servicii, comerț, etc.

⁶⁵ Moldova în cifre, Departamentul Statistică și Sociologie, 2003.

lucru pe piața de valori, inclusiv cele ale emisiunii valorilor mobiliare, vor fi complicate și greoaie, iar cheltuielile aferente destul de ridicate, potențialii antreprenori vor evita să-și organizeze businessul sub formă de societate pe acțiuni, iar emitenții existenți (de regulă, mici și mijlocii) vor tinde să se reorganizeze în întreprinderi cu altă formă juridică de organizare (în particular, în societăți cu răspundere limitată), aceste tendințe lăsându-și amprenta asupra potențialului pieței de valori în ansamblu.

Statistica rezultatelor activității societăților pe acțiuni pe parcursul ultimilor ani atestă o anumită ameliorare a situației economico-financiare a acestora⁶⁶.

Astfel, sunt în ascensiune activele de bilanț ale emitenților, valoarea cărora pe parcursul ultimilor doi ani (2002 și 2003) a înregistrat ritmuri de creștere respectiv de 116,6% și 132,4%. Este de remarcat și tendința de majorare a ponderii disponibilităților curente, care contribuie la sporirea lichidității întreprinderilor. Activele nete totale ale emitenților sunt și ele în ușoară creștere, ritmurile pentru ultimii doi ani constituind 105,5% și 121%, iar capitalul social ca parte componentă a activelor nete majorându-se respectiv cu 104,3% și 116,7%. Totodată, trezește îngrijorare prezența a circa 20 % din societățile pe acțiuni în care valoarea activelor nete este inferioară capitalului social (la unii emitenți abaterea în cauză se menține al doilea an consecutiv), fapt care ar putea prejudicia drepturile patrimoniale ale acționarilor în cazul lichidării societăților pe acțiuni.

În ansamblul societăților care au prezentat dările de seamă către CNVM se observă de asemenea trecerea de la înregistrarea unui rezultat financiar total negativ (pierderi) la unul pozitiv (profit). (tabelul 8).

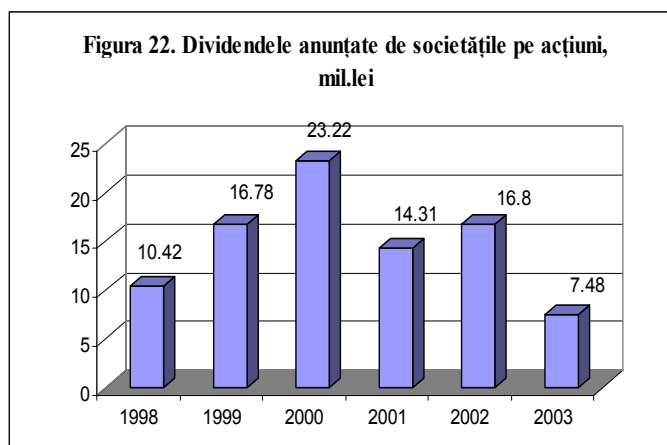
Tabelul 8. Rezultatele financiare ale activității societăților pe acțiuni, mil.lei

Indicatori	2001	2002	2003
Valoarea totală a profitului societăților pe acțiuni	364	720.6	1051,9
Valoarea totală a pierderilor societăților pe acțiuni	-536	-700.1	-360.9
Rezultatul financiar total al societăților pe acțiuni (profit+/pierdere-)	-172	20.5	691,0

* Circa 80 la sută din pierderi sunt generate de întreprinderile monopoliste "Moldova gaz", "Termocom", Rețelele electrice centrale și din Chișinău.

Creșterea rezultatului financiar total se datorează atât majorării profitului total al întreprinderilor rentabile, cât și diminuării valorii sumare a pierderilor înregistrate de societățile care le-au suportat. Totodată, potrivit informațiilor CNVM, la cumularea rezultatului financiar total al anului 2003 cu rezultatele anilor precedenți se obțin pierderi neacoperite în valoare de 2 196,7 mil.lei.

După cum atestă statisticile, nu există o dinamică bine pronunțată a dividendelor anunțate de societățile pe acțiuni rentabile. Valoarea acestora a oscilat neesențial în ultima perioadă, atingându-și maxima în anul 2000 (figura 22)⁶⁷. Totuși, dacă vom porni de la faptul că creșterea acestui indicator în 2002 se datorează unui caz unic – anunțării de S.A. "Efes Vitanta Moldova Brewery" a dividendelor în valoare de 10 mil.lei (de regulă, cele mai mari dividende anunțate constituie circa 1 mil.lei), începând cu anul 2000, putem constata o scădere lentă a ritmurilor dividendelor anunțate.



În ce privește valoarea medie a dividendelor ce revin la o acțiune, ea rămâne destul de joasă, limitele dividendelor oscilând de la câțiva bani până la 12 lei pentru acțiune. În același timp ea depășește valoarea dividendelor la o acțiune în fondurile de investiții⁶⁸.

⁶⁶ Raportul CNVM pentru anul 2003.

⁶⁷ Raportul CNVM pentru anul 2003, pag.37.

⁶⁸ „Dividendele rămân un vis”, „Profit”, 2004, nr.5.

Totodată, chiar dacă la capitolul privind profitabilitatea o parte din emitenți au realizat progrese, ar fi dificil să prognozăm pe viitor o creștere rapidă a dividendelor. Acest fapt se poate explica prin intenția multor emitenți de a-și menține sau extinde pozițiile pe piață, ce necesită direcționarea unei părți a profitului la renovarea și/sau achiziționarea tehnologiilor de producere, crearea rezervelor respective, etc.

În acest context eventuala soluționare a problemei plății dividendelor prin aprobarea inițiativei legislative de a direcționa în acest scop 30 % din profitul întreprinderilor se prezintă nu doar ca o constrângere a businessului, ci și ca o măsură populistă neeficientă, deoarece practica arată că sumele dividendelor sunt derizorii, iar cheltuielile pentru primirea acestora (transportul, comisioanele bancare) depășesc, de regulă, dividendele propriu-zise.

Fondurile de investiții⁶⁹ sunt obiectul unei critici dure atât din partea actualei guvernări, cât și a celor precedente, viziunea negativistă fiind motivată de impactul social al activității lor. Așteptările vizavi de performanțele fondurilor de investiții s-au dovedit a fi exagerate. Fondurilor li se impută gestionarea neeficientă a patrimoniului și randamentul scăzut, numeroase încălcări ale legislației, etc.

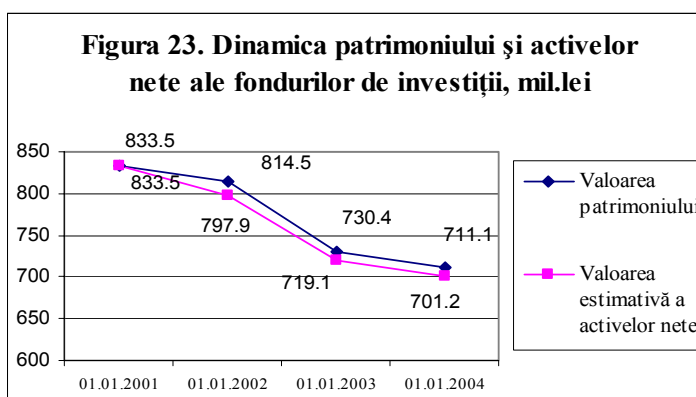
Este cert că în activitatea fondurilor de investiții s-au înregistrat atât momente pozitive (contribuția la efectuarea în ritmuri rapide a privatizării în masă, concentrarea pachetelor de acțiuni cu vânzarea lor ulterioară investitorilor strategici, educarea managerilor de tip nou, dezvoltarea culturii corporative etc.), cât și negative (neregulile la informarea acționarilor și convocarea adunărilor generale, încălcarea legislației la tranzacționarea valorilor mobiliare ș.a.).

Care este situația actuală a fondurilor de investiții și ce măsuri de remediere a activității lor se propun?

Potrivit situației din 01.01.2004, pe piața de valori din 43 de fonduri de investiții înregistrate în perioada privatizării activau 14. Numărul acționarilor acestor fonduri depășește 1,5 mil. persoane, lor le aparțin 544 mil. acțiuni (fondurile, la rândul lor, dețin acțiuni în 1200 de întreprinderi). Mărimea medie a pachetului de acțiuni al unui acționar este de 340 acțiuni și constituie conform valorii activelor 472 lei⁷⁰.

Valoarea totală a patrimoniului fondurilor de investiții pe parcursul ultimilor ani este în descreștere, ce se explică în mare măsură prin inițierea procedurii de lichidare a unor societăți pe acțiuni din portofoliile lor. Valoarea activelor nete s-a redus, mai mult ca atât, zece fonduri din cele 14 au înregistrat valori negative ale activelor nete. Diminuarea acestor indicatori a fost influențată și de procesul de lichidare a unor fonduri de investiții.

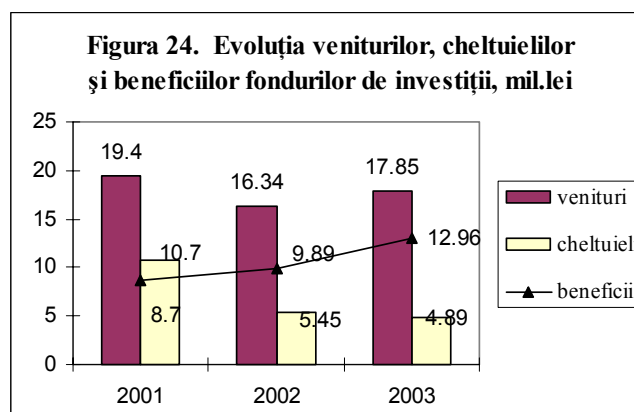
Este în permanentă scădere și valoarea de bilanț a investițiilor fondurilor de investiții, cauzată de faptul că vânzările de valori mobiliare depășesc achiziționările (ritmul mediu de descreștere a acestui indicator în ultimii patru ani este de circa 3% anual). Structura investițiilor fondurilor la 01.01.2004 denotă că cea mai mare pondere în portofoliul fondurilor de investiții o constituie valorile mobiliare corporative (94,2%), celelalte componente având o pondere nesemnificativă: cotele de participare la capitalul societăților cu răspundere limitată – 2,72%; valorile mobiliare de stat – 0,46%; depozitele bancare – 1,85%. Valoarea estimativă a investițiilor fondurilor de investiții este și ea în descreștere, fiind condiționată de modificarea prețurilor de piață ale valorilor mobiliare din portofoliile fondurilor de investiții.



⁶⁹ Potrivit Legii cu privire la fondurile de investiții nr.1204-XIII din 5 iunie 1997, fondurile de investiții sunt societăți pe acțiuni de tip deschis, participanți profesioniști la piața valorilor mobiliare, care atrag mijloace prin plasarea acțiunilor proprii și în care cota valorilor mobiliare ale altor emitenți în valoarea de bilanț a activelor constituie cel puțin 35 la sută.

⁷⁰ Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.1630 din 31.12.2003 „Despre Conceptul redresării pieței valorilor mobiliare”.

Dinamica veniturilor, cheltuielilor și, implicit, a beneficiilor fondurilor de investiții atestă o situație mai satisfăcătoare (figura 24). Este de remarcat că majoritatea veniturilor fondurilor de investiții provin din realizarea activelor: în anii 2001, 2002, 2003 ponderea lor a constituit respectiv 75,8%, 74,4% și 87,9%, cealaltă parte fiind reprezentată de veniturile rezultate din dividende, dobânzi, ș.a. În ce privește cheltuielile, ele se caracterizează printr-o tendință stabilă de descreștere, ponderea cheltuielilor de remunerare a managerului fondului diminuând pe parcursul anilor 2001–2003 de la 65,7% la 49,3%.



Având în vedere că începând cu anul 2000 legislația în vigoare⁷¹ obligă fondurile de investiții să repartizeze pentru plata dividendelor cel puțin 50 % din profitul net, cele din urmă au anunțat pe parcursul ultimilor ani dividende: în anul 2000 sumele dividendelor anunțate au constituit 2,1 mil. lei, în anul 2001 – 3,3 mil.lei, în anul 2002 – 5,9 mil.lei, în anul 2003 – 4,6 mil.lei. Totodată, această măsură de disciplinare nu și-a atins rezultatul scontat. Suma dividendelor calculată în medie pe un acționar este derizorie, constituind în anii 2002 și 2003 respectiv 4,2 și 3,3 lei. Dat fiind faptul că cheltuielile de obținere a dividendelor (transportul, transferurile bancare, etc.) depășesc dividendele propriu-zise, precum și că mulți acționari nu sunt familiarizați cu activitatea fondurilor prin care au investit bunurile patrimoniale (nu știu că s-au anunțat dividende, nu cunosc adresa fondului), decalajul dintre sumele dividendelor anunțate și achitate acționarilor este destul de mare. Astfel, la începutul anului 2003 fondurile de investiții au avut datorii față de acționari în sumă de 6,64 mil.lei. Luând în considerație suma dividendelor anunțate în anul 2003 (4,6 mil.lei) și achitate în acest an (2,63 mil.lei), soldul datoriilor față de acționari la 01.01.2004 a constituit 8,6 mil. lei.

Timp de mai mult de 6 ani continuă procedura de lichidare a unor fonduri de investiții, licențele cărora au fost retrase de CNVM. La data de 01.01.2004 se numără 18 fonduri, numărul acționarilor cărora este de 211 mii. Valoarea patrimoniului fondurilor în proces de lichidare este estimată la 80 mil.lei, valoarea activelor nete –circa 78 mln.lei, iar mijloacele financiare acumulate în urma înstrăinării acțiunilor și cotelor de participație – doar 8,4 mil.lei. Până în prezent nici unul dintre aceste fonduri nu a trecut integral procedura de lichidare, drepturile patrimoniale ale acționarilor nefiind realizate.

Este de remarcat că, potrivit adunărilor generale ale acționarilor fondurilor de investiții privind totalurile anului 2003, încă 5 din cele 14 fonduri existente au decis să se lichideze. Având în vedere „performanțele” practicii de lichidare, se poate presupune că procesul în cauză poate dura câțiva ani și doar cei mai rezistenți și mai bine informați acționari vor obține ceva în urma derulării acestuia.

Luând în considerație că problematica pieței de valori din Moldova este abordată astăzi sub aspectul activității fondurilor de investiții, ameliorarea situației în domeniu este văzută în reorganizarea acestora. Astfel, în *Conceptul redresării pieței valorilor mobiliare* aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.1630 din 31.12.2003 s-a constatat imposibilitatea activității eficiente a fondurilor de investiții în condițiile cadrului legal existent și s-a decis a redresa situația prin intermediul următoarelor măsuri: schimbul acțiunilor fondurilor pe acțiuni ale întreprinderilor din portofoliile proprii, răscumpărarea de către fondurile de investiții a acțiunilor deținute de acționari, dreptul acționarilor a rămâne în continuare acționari ai fondurilor de investiții.

Măsurile nominalizate constituie actualmente obiectul dezbaterilor parlamentare pe marginea proiectelor modificărilor operate în *Legea privind fondurile de investiții* (un proiect a fost propus de Guvern, altul alternativ – de un grup de deputați ai Parlamentului). Urmează să se decidă mai multe momente, inclusiv metodele de reorganizare, condițiile de răscumpărare a acțiunilor fondurilor de

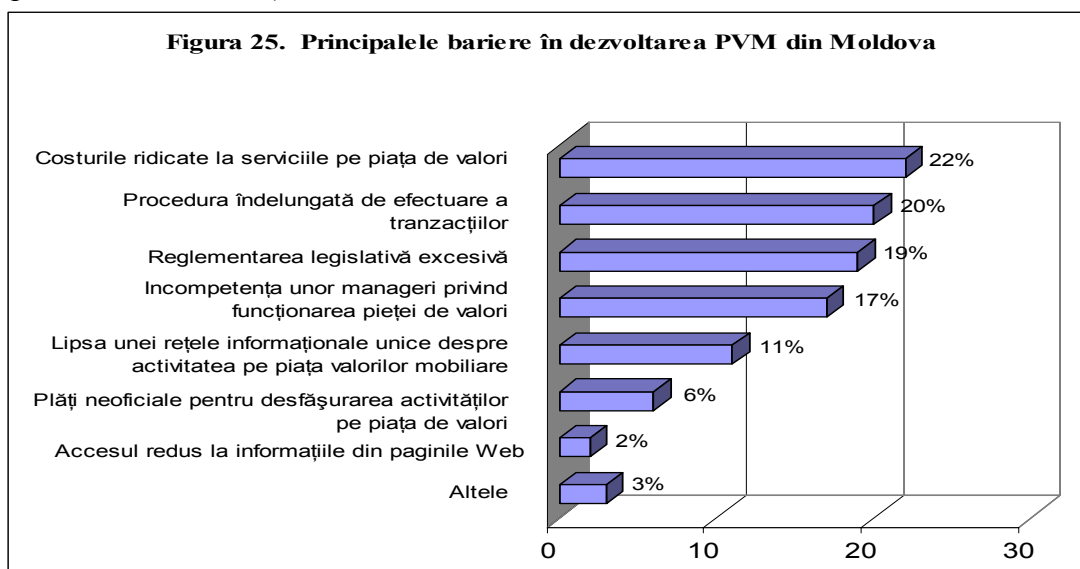
⁷¹ Articolul 7 alineatul (7) din *Legea cu privire la fondurile de investiții* nr. 1204-XIII din 05.06.1997.

investiții, în particular, prețul de răscumpărare (care este egal cu valoarea nominală a acțiunii, de regulă, 1 leu; 0,5 din valoarea nominală a acțiunii, etc.). Oricum, până la finele anului 2004 problema fondurilor de investiții își va găsi rezolvare în legislație, la realizarea ei practică fiind necesară respectarea principiilor transparenței și informării prompte a tuturor acționarilor.

Totodată, problematica pieței valorilor mobiliare nu trebuie limitată doar la aspecte sociale. Este cert că reorganizarea fondurilor de investiții și perspectivele acționarilor lor sunt un subiect foarte actual, mai ales, prin prisma viitoarelor alegeri parlamentare. Însă pieței de valori îi sunt proprii și alte probleme nu mai puțin importante.

Managerii societăților pe acțiuni de tip deschis din mun. Chișinău au estimat în modul următor principalele bariere în dezvoltarea pieței de valori din Republica Moldova.

Costurile ridicate la serviciile pe piață au fost remarcate drept unul din cele mai mari impedimente de 22% din respondenți. Acesta este un argument forte, deoarece din septembrie 2002 plățile oficiale pentru activitatea pe piața de valori au crescut considerabil (plata pentru înregistrarea emisiunilor noi de valori mobiliare – mai mult de 2 ori și constituie 0,5% din valoarea emisiunilor, plățile pentru efectuarea tranzacțiilor bursiere și extrabursiere – de 10 ori, constituind respectiv 0,1% și 0,5% din valoarea tranzacțiilor), rămân destul de ridicate și plățile pentru serviciile brokerilor, registratorilor și altor agenți ai pieței. Este regretabil faptul că o parte a veniturilor CNVM (în special, sub formă de procente din plățile pentru tranzacțiile bursiere) condiționează în mod direct creșterea cheltuielilor participanților la piață. Totodată, trezesc îngrijorare încercările de a introduce plăți suplimentare la bugetul CNVM, inclusiv de la emitenți (așa-numita taxă anuală propusă spre percepere la începutul anului o dată cu prezentarea dărilor de seamă specializate la CNVM).



O altă barieră importantă este *procedura îndelungată de efectuare a tranzacțiilor* – ea a însumat 20% din respondenți. Durata tranzacționării valorilor mobiliare la BVM durează de la o săptămână până la câteva luni, în timp ce peste hotare – câteva minute sau chiar secunde. Este clar că acest lucru nu favorizează creșterea rulajelor bursiere, ci stimulează tranzacțiile extrabursiere, care sunt mult mai rapide și ieftine, dar mai puțin transparente.

Reglementarea legislativă excesivă, în opinia a 19% din chestionați, este o barieră serioasă în dezvoltarea pieței de valori. Este de remarcat că cadrul regulatoriu din domeniu este destul de greoi, poartă cu precădere un caracter restrictiv, de interdicere, iar șansele de dezvoltare a pieței de valori sunt văzute de experți în actualizarea, simplificarea și liberalizarea lui.

Totodată, 17% din respondenți consideră că o parte din vină pentru situația creată o poartă și unii *manageri incompetenți* care administrează întreprinderile autohtone, cerințele față de profesionalismul și experiența acestora urmând a fi mult mai riguroase, iar procedurile de angajare, responsabilitățile și remunerația – mult mai transparente.

Lipsa unei rețele informaționale unice despre activitatea pe piața valorilor mobiliare este estimată ca o barieră în dezvoltarea pieței de 11% din chestionați. Bazele de date ale CNVM și BVM privind activitatea pe piața de valori furnizează anumite informații statistice și analitice, însă tot spectrul de informații solicitate nu poate fi oferit din motive obiective. Totodată, după cum s-a remarcat mai sus, aceste informații nu corespund tuturor exigențelor (nu sunt complete, se actualizează rar, unele se oferă contra plată). Actualii și potențialii investitori sunt interesați în obținerea promptă a unor informații de ultimă oră privind situațiile financiare ale emitenților, comunicatele despre evenimentele economice de anvergură, anunțurile privind neregulile depistate în activitatea participanților la piață, listele de prețuri pentru serviciile oferite de participanții profesioniști, etc.

Deși *plățile neoficiale pentru desfășurarea activităților pe piața de valori* sunt invocate în calitate de problemă doar de 6% din respondenți, prezența lor are un impact negativ asupra pieței de valori, deoarece condiționează scumpirea serviciilor pe piață și diminuează încrederea în organele regulatorii.

Multe din problemele nominalizate mai sus au fost indicate în concepțiile, conceptele și programele de redresare și dezvoltare a pieței de valori aprobate pe parcursul ultimilor ani. Un capitol aparte privind dezvoltarea pieței de valori a fost inclus și în concepția administrării corporative în Republica Moldova. Totodată, după cum atestă rezultatele studiului, majoritatea problemelor rămân a fi și astăzi la ordinea de zi, iar măsurile de soluționare a acestora se tergiversează. În final, proporțiile pieței de valori din Republica Moldova rămân destul de modeste, foarte multe instrumente și operațiuni absolut necesare lipsesc, piața de valori rămânând o necunoscută pentru majoritatea potențialilor investitori autohtoni și lipsind, în mare măsură, din vizorul investitorilor străini.

Concluzii și recomandări

Având în vedere că administrarea corporativă este reglementată de cadrul legal, precum și se promovează pe bază de voluntariat, Republica Moldova trebuie să acționeze în două direcții: perfecționarea legislației din domeniu și luarea unor măsuri de conștientizare a necesității aplicării celor mai bune practici de administrare corporativă. În vederea creării unui cadru propice de administrare corporativă în Moldova considerăm raționale următoarele poziții:

- **perfecționarea cadrului legal în domeniul administrării corporative** – introducerea modificărilor și completărilor în cadrul legal existent al administrării corporative, elaborarea actelor normative privind următoarele subiecte:
 - elaborarea de comun acord cu reprezentanții oamenilor de afaceri și societății civile a proiectului codului administrării corporative și mediatizarea acestui proces în mass-media,
 - elaborarea recomandărilor privind cele mai bune practici ale administrării corporative, inclusiv introducerea conceptului membrilor independenți și elaborarea mecanismului includerii acestora în Consiliu; elaborarea mecanismului de includere a angajaților în Consiliu și asigurarea participării lor la procesul de gestiune; crearea unor comitete speciale pe lângă Consiliu responsabile pentru elaborarea și aplicarea regulamentelor privind politica de dezvăluire a informațiilor, politica de contabilitate, de audit, etc.,
 - revizuirea dărilor de seamă specializate ale emitenților de tip deschis sub aspectul completării și ajustării acestora la standardele internaționale, în special, dezvăluirea informațiilor despre remunerația persoanelor cu funcții de răspundere, tranzacțiile cu valorile mobiliare ale emitentului, efectuate de ele, structura organelor de conducere,
 - înăsprirea responsabilității persoanelor cu funcții de răspundere ale participanților la piața de valori, în special, a emitenților de tip deschis, pentru nerespectarea cerințelor de dezvăluire a informațiilor,
 - conformarea cerințelor de auditare a societăților pe acțiuni cu standardele internaționale și directivele UE, în special, restabilirea prevederilor legale despre obligativitatea auditării externe a

- societăților pe acțiuni de tip deschis și introducerea clauzelor privind necesitatea efectuării auditului intern,
- armonizarea continuă a Standardelor Naționale de Contabilitate cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară și Standardele Uniunii Europene,
 - ridicarea responsabilității contabililor și auditorilor pentru reflectarea incorectă și tănuirea informațiilor despre activitatea companiilor,
 - liberalizarea cadrului legislativ al pieței de valori prin simplificarea procedurilor de tranzacționare a valorilor mobiliare pe piața bursieră și extrabursieră, cu revizuirea restricțiilor de circulație a valorilor mobiliare pe piața extrabursieră, stabilirea unor taxe rezonabile pentru serviciile prestate pe această piață, etc.,
 - elaborarea actelor normative privind metodologia de calcul a indicatorilor statistici ai pieței de valori mobiliare, formarea bazelor de date statistice privind activitatea participanților la piața de valori și editarea buletinelor statistice respective;
- ***instruirea și ridicarea nivelului cunoștințelor în domeniul administrării corporative*** - contribuirea la constientizarea de către managerii companiilor, angajații și acționarii acestora, alte persoane interesate a importanței administrării corporative; extinderea experienței instanțelor judiciare în problematica conflictelor corporative; atragerea societății civile la educarea populației în diversele aspecte ale administrării corporative prin intermediul următoarelor activități:
 - organizarea de seminare, traininguri pentru funcționarii publici, în special, a celor din instanțele judiciare, în vederea instruirii lor în domeniul administrării corporative,
 - organizarea cursurilor de instruire a managerilor, contabililor, auditorilor în diferite subiecte ale administrării corporative, inclusiv privind dezvoltarea și raportarea informațiilor financiare, efectuarea auditului intern, etc.,
 - elaborarea și predarea unor programe de studii în domeniul administrării corporative pentru studenții instituțiilor de învățământ superior,
 - realizarea unor programe de școlarizare a populației în diferite subiecte ale administrării corporative, inclusiv drepturile și obligațiile acționarilor, prin intermediul radioului și televiziunii,
 - organizarea emisiunilor televizate și radio, dezbaterilor publice în problematica administrării corporative, în special, a elaborării Codului de administrare corporativă, cu participarea reprezentanților statului, businessmanilor, societății civile,
 - conceperea și editarea materialelor informaționale (îndrumarelor, pliantelor, lefletelor ș.a) în contextul drepturilor și obligațiilor acționarilor în vederea abordării profesioniste de către populație a problematicii corporative;
 - ***sporirea transparenței și accesului la informațiile corporative*** – asigurarea respectării drepturilor persoanelor interesate și a publicului larg privind accesul la informațiile despre activitatea corporațiilor din Moldova, informarea populației despre conflictele corporative și alte evenimente care pot afecta interesele lor patrimoniale prin următoarele măsuri:
 - crearea unor centre informaționale publice pentru acționari cu susținerea organelor regulatorii, participanților la piața de valori, societății civile, donatorilor externi, etc.,
 - completarea și sporirea gradului de actualizare a bazelor informaționale existente ale CNVM și altor instituții privind activitatea pe piața de valori, efectuarea publicității acestor surse de informații,
 - perfectarea de către organele publice abilitate a informațiilor privind conflictele corporative și rezultatele soluționării lor cu publicarea acestora în presă și plasarea pe paginile web ale instituțiilor în cauză,
 - încurajarea societăților pe acțiuni în formarea și administrarea propriilor pagini web,

- publicarea informațiilor despre cazurile de nerespectare a legislației în domeniul administrării corporative, inclusiv cele care afectează interesele patrimoniale ale acționarilor,
- crearea liniilor telefonice „fierbinți” pentru anunțarea cazurilor de încălcare a drepturilor participanților la relațiile corporative.

Bibliografie

1. Legea contabilității nr.426-XIII din 04.04.1995 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.87–90 din 23.05.1995*).
2. Legea privind societățile pe acțiuni nr.1134-XIII din 02.04.1997 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr. 38–39 din 12.06.1997*).
3. Legea cu privire la fondurile de investiții nr. 1204-XIII din 05.06.1997 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.177–181 din 15.08.2003*).
4. Legea privind Comisia Națională a Valorilor Mobiliare nr.192-XIV din 12.11.1998 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.22–23 din 04.03.1999*).
5. Legea cu privire la piața valorilor mobiliare nr.199-XIV din 18.11.1998 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.27–28 din 23.03.1999*).
6. Hotărârea Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare cu privire la aprobarea modului de calculare al indicelui bursier de preț CNVM-32 nr.14/1 din 27.04.2000 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.75–76 din 29.06.2000*).
7. Hotărârea Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare cu privire la aprobarea Conceptului dezvoltării pieței valorilor mobiliare a Republicii Moldova pe anii 2000–2005 nr.12–10 din 30.03.2000 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.57–58 din 18.05.2000*).
8. Hotărârea CNVM cu privire la aprobarea actelor normative referitoare la prezentarea dărilor de seamă specializate ale societăților pe acțiuni de tip deschis nr.17/6 din 28.06.2001 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.4 din 05.01.2002*).
9. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova cu privire la adoptarea Concepției administrării corporative a întreprinderilor din economia națională nr.22 din 16.01.2003 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.3– 5 din 21.01.2003*).
10. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova despre Conceptul redresării pieței valorilor mobiliare nr.1630 din 31.12.2003 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.19–21 din 30.01.2004*).
11. Hotărârea CNVM cu privire la rezultatele monitorizării dărilor de seamă anuale asupra valorilor mobiliare ale societăților pe acțiuni deschise pentru anul 2003 nr.27/5 din 30.06.2004 (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.119– 122 din 23.07.2004*).
12. Regulamentul cu privire la modul de întocmire și prezentare a rezultatelor auditului (Hotărârea Consiliului de Administrație al Băncii Naționale a Moldovei nr.63 din 25.03.1999) (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.39– 41 din 22.04.1999*).
13. Raportul Curții de Conturi asupra administrării resurselor financiare publice, 1999– 2003.
14. Raportul anual al Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, 1999– 2003.
15. Regulamentul cu privire la dezvăluirea de către băncile comerciale din Republica Moldova a informației despre activitatea lor financiară (Hotărârea Consiliului de Administrație al BNM nr.4 din 05.01.2004) (*Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.163–165 din 29.12.2000*).
16. Moldova în cifre. Culegere succintă de informații statistice, 2003.
17. IOSCO, Report of the technical Committee, Risk Management and control guidance for securities firms and their supervisors, May 1998.
18. IOSCO, Report of Technical Committee, Investigating and prosecuting market manipulation, May 2000.
19. IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, February 2002.
20. IOSCO, Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence, October 2002.
21. OECD, Principles of Corporate Governance, 1999.
22. OECD revised Principles of Corporate Governance, 2003.
23. Raportul OECD privind Conducerea corporativă în România bazat pe studiul dl Dochia prezentat la Conferința OECD privind Conducerea Corporativă în România, București, 18– 21 septembrie 2001.

24. World Bank, Report No. 27425 Moldova Country Financial Accountability Assessment, September 12, 2003.
25. EBRD, Transition reports, 2001– 2003.
26. EBRD, Corporate Governance sector assessment project, 2003, 2004.
27. IFAC, Code of Ethics, November 2001.
28. Association of British Insurers, Disclosure Guidelines on Social Responsibility, 2001.
29. Manual of corporate governance, www.ifc.org.
30. Cartea Albă a administrării corporațiilor în Sud-Estul Europei, Pactul de stabilitate, Acordul Europei de Sud-Est pentru reformă, investiții, integritate și creștere economică, 2002.
31. Корпоративное управление: история и практика. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, 2000.
32. IFC, Практика корпоративного управления в регионах России, 2003.
33. Аналитический отчет по результатам исследования ассоциации менеджеров и Российского института директоров при участии ФКЦБ РФ «Исследование готовности российских предприятий к внедрению Кодекса корпоративного поведения», 2003 www.amr.ru.
34. The Economist Intelligence Unit Limited, Corporate governance, the new strategic imperative, 2002.
35. Blommestein H. Institutional investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets, Inter-American Development Bank Working Paper Series 329, Washington D.C., November 1997.
36. Brawn Lawrence D. și Caylor Marcus L. The correlation between Corporate Governance and Company Performance, Institutional Shareholder Services, August 31, 2004.
37. Cadbury Sir Adrian. Reports of the Committee of the financial Aspects of Corporate Governance, Gee & Company Limited, 1992.
38. Cadbury Sir Adrian. Corporate Governance and Chairmanship, a personal view, Oxford University Press, 2002.
39. Charles P. Oman. Corporate Governance and National Development, Technical Papers, nr.180, OECD Development centre, September 2001.
40. Cornelius P.K. and Kogut eds. Emerging Owners, Eclipsing Markets, Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy, Oxford University Press.
41. Hashi I. Baza legislativă a administrării corporative eficiente: analiza comparativă a experienței țărilor postsocialiste, Centrul de cercetări social-economice (CASE), Varșovia, 2004.
42. Iordache G. Guvernanța corporativă, Asociația Acționarilor din România, 2002.
43. McKinsey. Investor Opinion Survey, June 2000.
44. Seely, Michael. A Vision of Value-Based Governance. Directors and Boards, 1991.
45. Shleifer A. & Vishny R. A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, June 1997.
46. Schnepfer William D, Guillén Mauro F. Stakeholders' rights and corporate governance a cross-national study of hostile takeovers, 2002. <http://www.econ.upf.es/docs/seminars/guillen.pdf>.

TRANSPERENCY INTERNATIONAL – MOLDOVA

**RESPECTAREA DREPTURILOR ACȚIONARILOR
ÎN SOCIETĂȚILE PE ACȚIUNI**

(STUDIU SOCIOLOGIC EFECTUAT ÎN MUNICIPIUL CHIȘINĂU)

CHIȘINĂU, 2004

METODOLOGIA DE CERCETARE

- ◆ Volumul eșantionului: 300 acționari ai societăților pe acțiuni, fondurilor de investiții și companiilor fiduciare din municipiul Chișinău.
- ◆ Eșantion: probabilist, multistadial
- ◆ Stadii de randomizare:
 1. Strada: străzile (30) au fost selectate în mod aleator din toate cinci sectoare de pe harta municipiului Chișinău
 2. Imobilul: imobilul a fost determinat prin metoda rutei aleatoare, cu pasul statistic 3. În fiecare stradă erau selectate 10 imobile. Dacă strada nu avea suficiente numere pentru a realiza numărul necesar de interviuri, numărătoarea imobilelor continua cu prima stradă la dreapta de la sfârșitul străzii indicate.
 3. Apartamentul: în imobilele cu două etaje se începea de la apartamentul cu numărul 3, iar în imobilele cu 3 etaje și mai mult - de la apartamentul 5. În ambele cazuri pasul statistic era 3. În fiecare imobil se chestiona o singură persoană
 4. Persoana: persoana care urma să fie interviuată era stabilită prin metoda celei mai apropiate zile de naștere. Dacă persoana dată nu era deținătoare de acțiuni prin aceeași metodă se selecta următoarea persoană din familie. În cazul când în familie nu era nici o persoană deținătoare de acțiuni se trecea la apartamentul următor, conform pasului statistic stabilit.
- ◆ Interviuurile au fost realizate la domiciliul subiecților de către operatorii de interviu din rețeaua Centrului de Sociologie Urbană și Rurală (CURS)
- ◆ Perioada de culegere a datelor 25 iunie - 7 iulie 2004
- ◆ Ancheta de teren a fost efectuată în limbile română și rusă, în funcție de preferințele respondenților.

CHESTIONAR PENTRU ACȚIONARI

Transparency International - Moldova desfășoară acest sondaj sociologic pentru a studia practica respectării drepturilor acționarilor în societățile pe acțiuni din Republica Moldova și a elabora recomandări în vederea îmbunătățirii situației. Chestionarul este anonim. Răspunsurile Dvs. nu vor fi transmise altor persoane, de aceea vă rugăm sa fiți pe cât se poate de sincer.

Vă mulțumim anticipat pentru colaborare

1. Dumneavoastră unde ați investit bunurile patrimoniale?

- | | |
|---|------|
| 1. le-ați investit prin fondurile de investiții sau companiile fiduciare; | 47 % |
| 2. le-ați investit direct în societăți pe acțiuni; | 53 % |

2. În ce măsură credeți că Vă cunoașteți drepturile Dvs. de acționar?

- | | |
|------------|------|
| 1. deplin | 17 % |
| 2. parțial | 36 % |
| 3. deloc | 47 % |

3. În ce măsură considerați că sunt respectate drepturile Dvs. de acționar?

- | | |
|------------|------|
| 1. deplin | 1 % |
| 2. parțial | 24 % |
| 3. deloc | 75 % |

4. Dacă considerați că drepturile Dvs. de acționar nu se respectă pe deplin, atunci care dintre ele se încalcă mai frecvent? (până la 2 răspunsuri)

- | | |
|--|------|
| 1. n-ați avut acces la informațiile despre societate (statut, dări de seamă financiară și specializate, date despre tranzacțiile de proporții, conflictele de interese, etc.); | 20 % |
| 2. n-ați fost informat despre convocarea adunărilor generale; | 27 % |
| 3. n-ați putut participa la luarea deciziilor; | 8 % |
| 4. nu vi s-au plătit dividende; | 36 % |
| 5. acționari majoritari au mai multe avantaje decât cei minoritari; | 8 % |
| 6. altele, indicați _____ | 1 % |

5. Ați participat vreodată la adunările generale ale acționarilor?

- | | |
|-------|------|
| 1. da | 22 % |
| 2. nu | 78 % |

6. Dacă nu ați participat la adunările generale, care au fost cauzele?

1. n-ați știut despre convocarea adunărilor;	62 %
2. n-ați avut posibilitatea de a participa la adunări;	25 %
3. nu v-a interesat participarea;	8 %
4. altele, indicați _____	5 %

7. Societatea pe acțiuni v-a plătit vreo dată dividende?

1. da	37 %
2. nu	63 %

8. V-ați adresat vreo dată după informație la societatea unde sunteți acționar?

1. da, m-am adresat;	35 %
2. nu, nu m-am adresat;	48 %
3. am vrut să mă adresez, dar n-am găsit telefonul și sediul societății;	17 %

9. Dacă V-ați adresat, ați obținut informația solicitată?

1. deplin	14 %
2. parțial	44 %
3. nu, n-am obținut-o	42 %

10. Dacă n-ați obținut pe deplin informația solicitată, care au fost cauzele?

1. refuzul societății pe acțiuni din motiv că informația este de uz intern;	17 %
2. procedurile de obținere a informației sunt complicate;	16%
3. costurile mari pentru copiile de pe informații;	1%
4. birocrațismul administrației;	57 %
5. încetarea activității societății	3 %
6. lipsa informației despre adresa societății	2 %
7. altele, indicați _____	4 %

11. Cât de bine Vă considerați informat despre activitatea societății unde sunteți acționar?

1. suficient	5 %
2. insuficient	20 %
3. deloc	75 %

12. Dacă considerați că nu sunteți suficient informat, care sunt cauzele?

1. informația despre activitatea societății nu este completă;	10 %
2. informația nu este veridică;	6 %
3. societatea pe acțiuni nu publică informații despre activitatea sa;	69 %
4. nu vă interesează, ați pierdut încrederea	7%
5. nu cunoașteți adresa societății	3%
6. altele, indicați _____	5 %

13. În ce măsură Vă cunoașteți obligațiile Dvs. de acționar?

1. deplin	5 %
2. parțial	30 %
3. deloc	59 %
4. NS/NR	6 %

14. Ce aveți de gând să faceți cu acțiunile Dvs.?

1. doriți să le vindeți;	21 %
2. doriți să le lăsați în proprietate;	27 %
3. nu știți ce ați putea face cu ele;	48 %
4. altele, indicați _____	4 %

15. Cine, după părerea Dvs., a avut de câștigat mai mult în urma investirii bonurilor patrimoniale?

1. oamenii de rând;	0 %
2. persoane cu funcții;	54 %
3. escrocii (șarlatanii);	41 %
4. alții, indicați _____	1 %
5. NȘ/NR	4 %

Figura 1. Unde ați investit bunurile Dvs. patrimoniale?

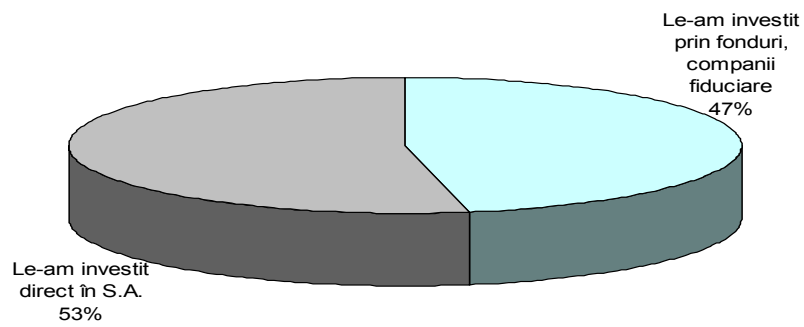


Figura 2. În ce măsură Vă cunoașteți drepturile Dvs. de acționar?

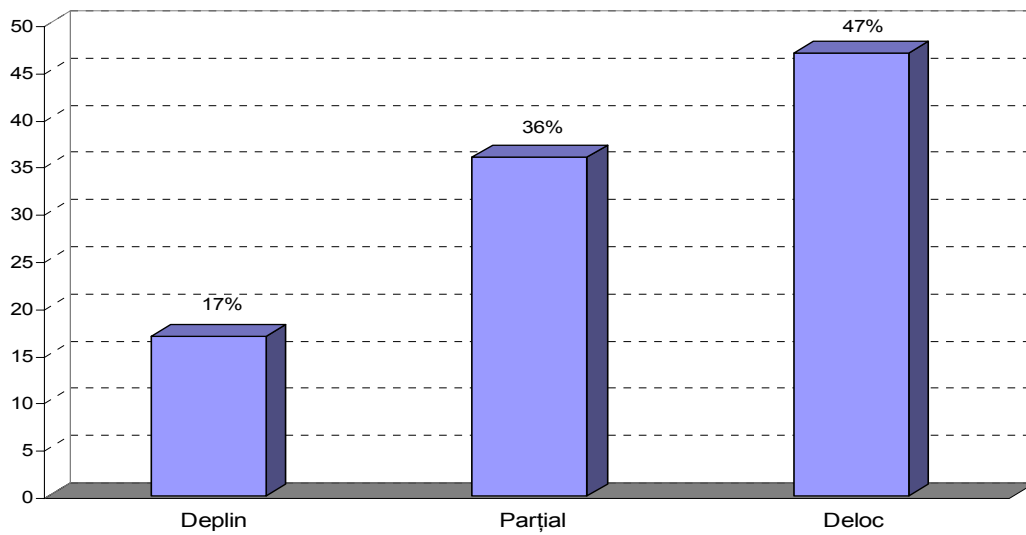


Figura 3. În ce măsură sunt respectate drepturile Dvs. de acționar?

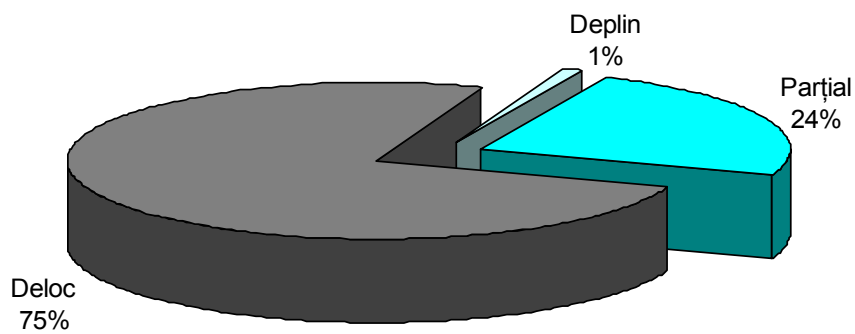


Figura 4. Care dintre drepturile Dvs. de acționar se încalcă mai frecvent?

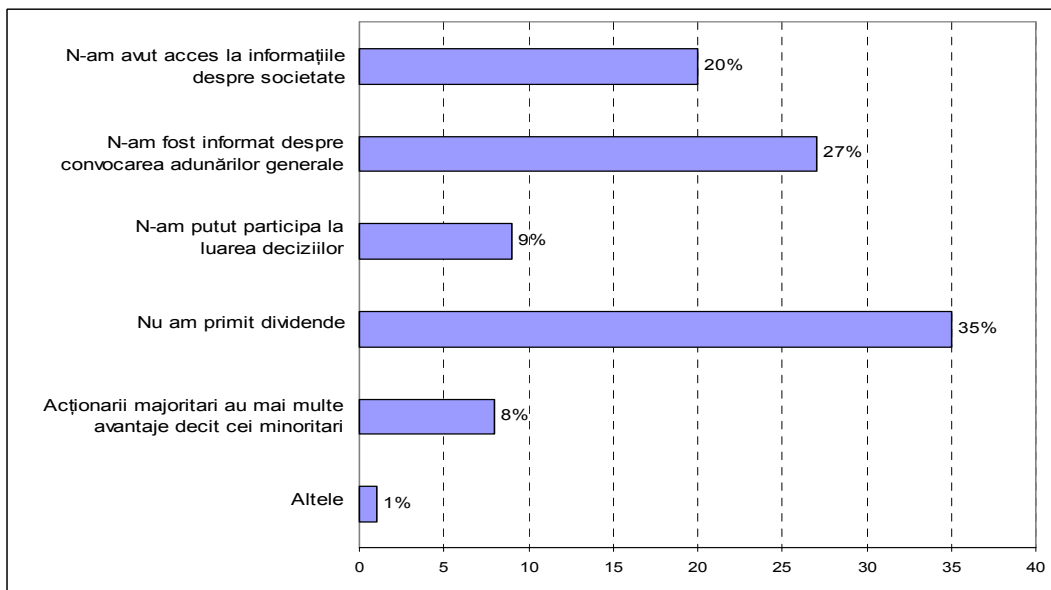


Figura 5. Ați participat vreo dată la adunățile generale ale acționarilor?

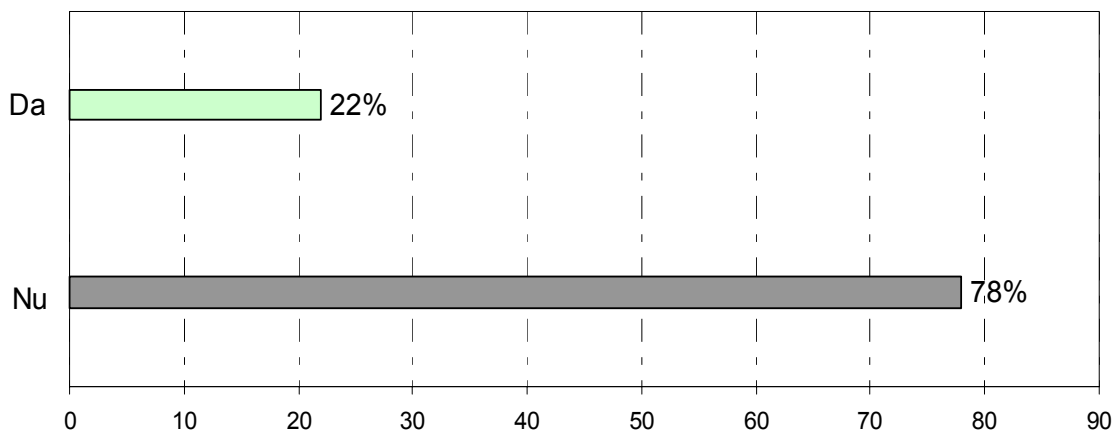


Figura 6. Dacă nu ați participat la adunățile generale, care au fost cauzele?

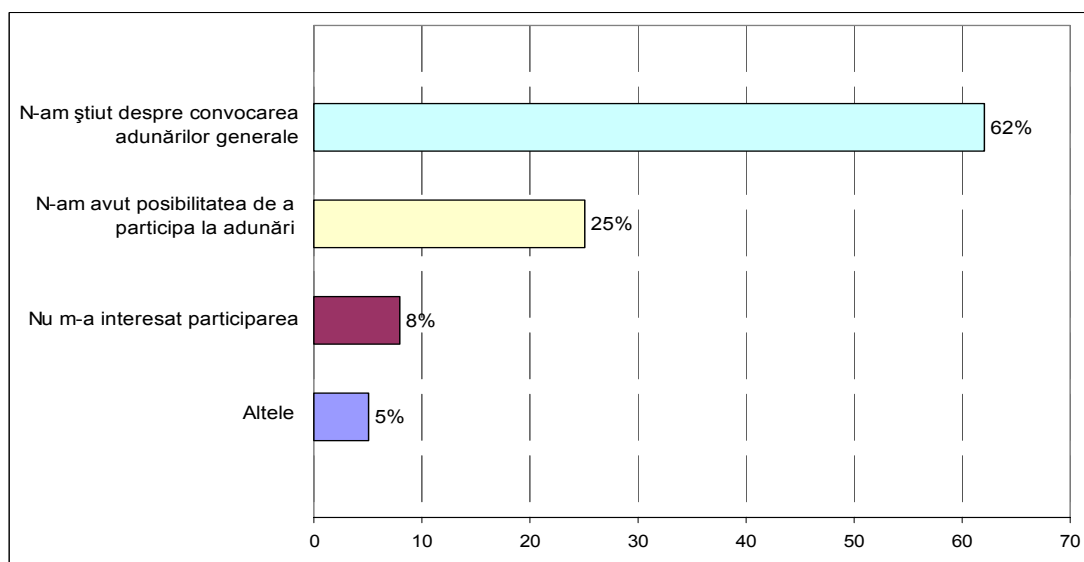


Figura 7. Societatea pe acțiuni v-a plătit vreodată dividende?

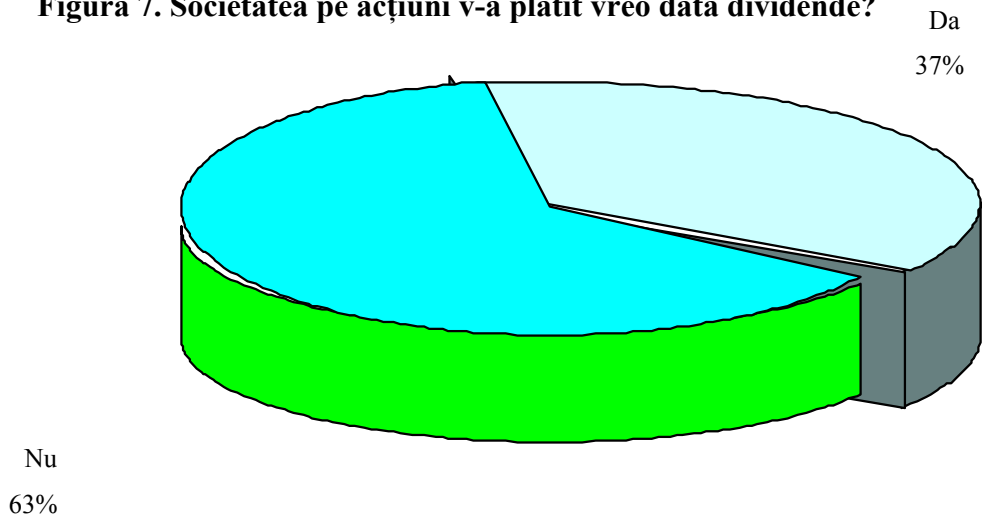


Figura 8. V-ați adresat vreodată după informație la societatea unde sunteți acționar?

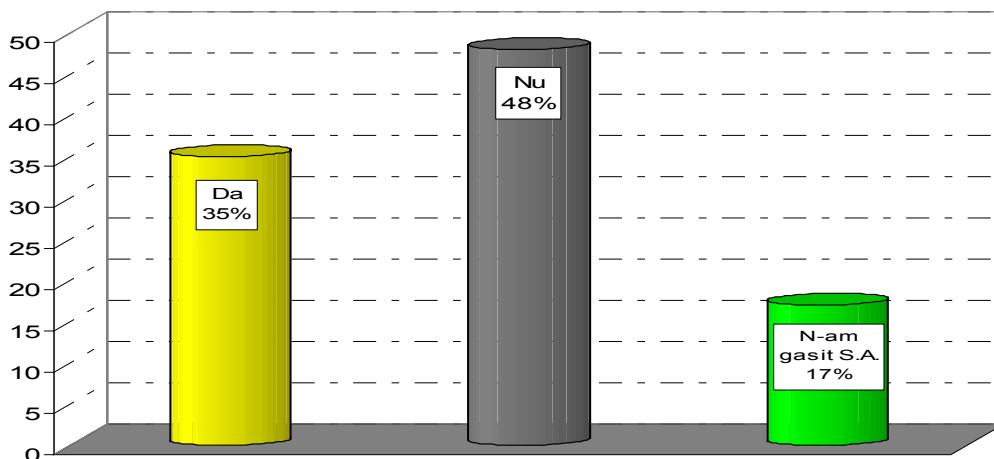


Figura 9. În ce măsură ați obținut informația solicitată?

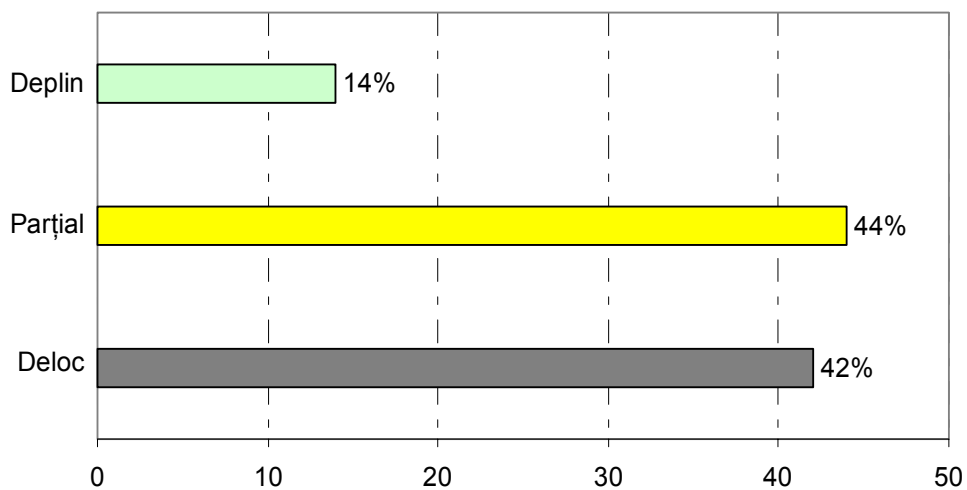


Figura 10. Dacă n-ați obținut pe deplin informația solicitată, care au fost cauzele?

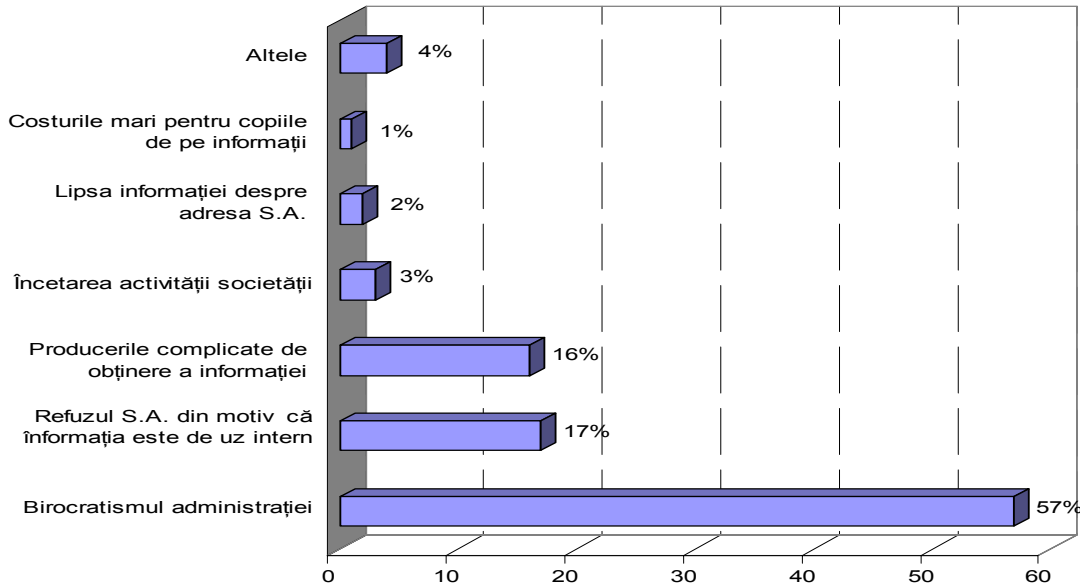


Figura 11. Cât de bine vă considerați informat despre activitatea societății unde sunteți acționar?

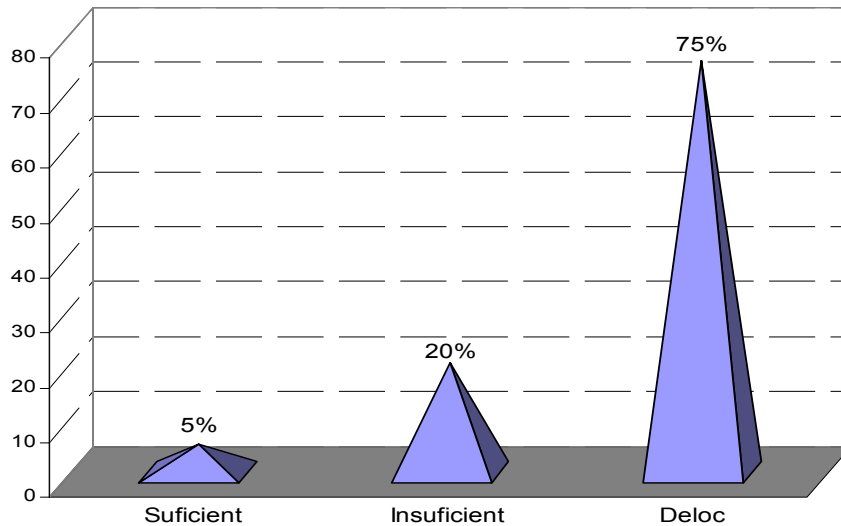


Figura 12. Dacă considerați că nu sunteți suficient informat despre activitatea societății, care sunt cauzele?

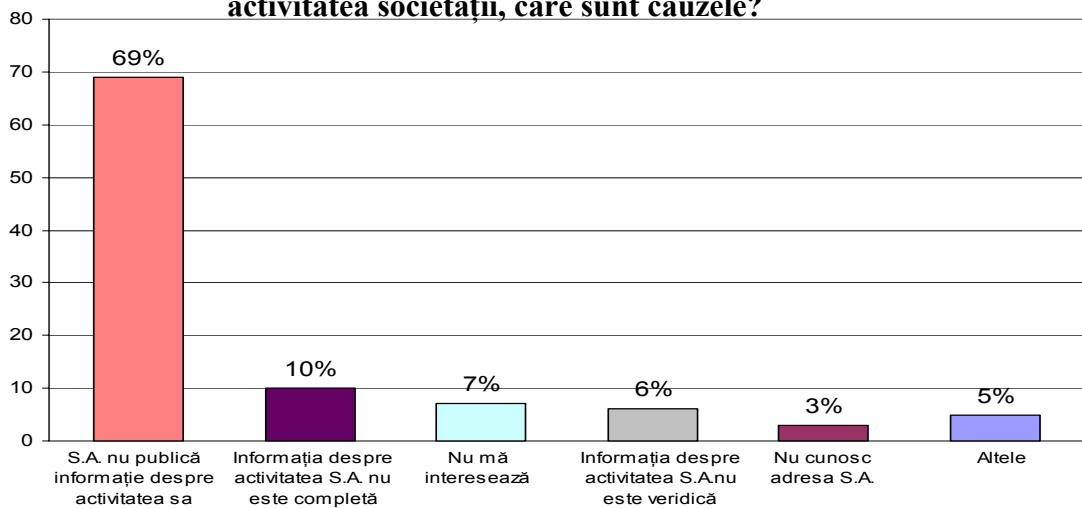


Figura 13. În ce măsură Va cunoașteți obligațiile Dvs. de acționar?

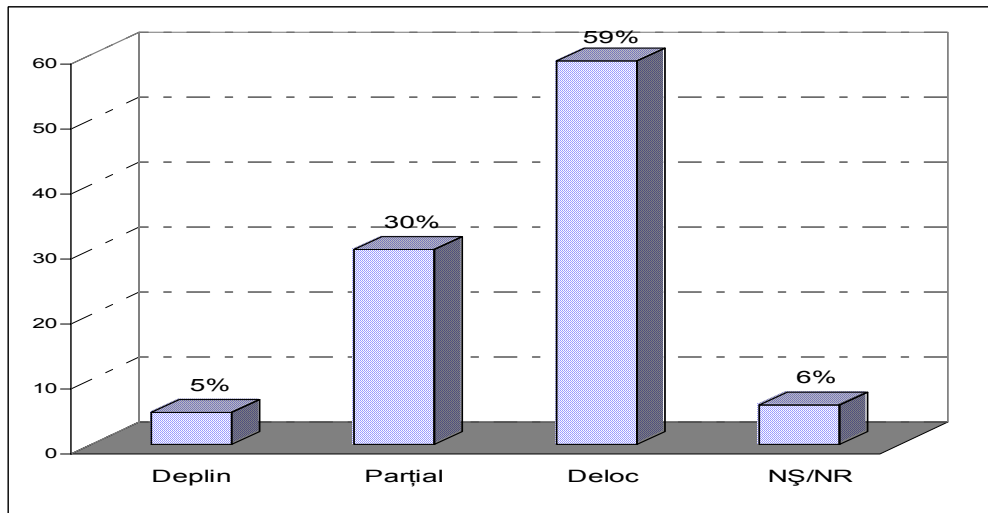


Figura 14. Ce aveți de gând să faceți cu acțiunile Dvs.?

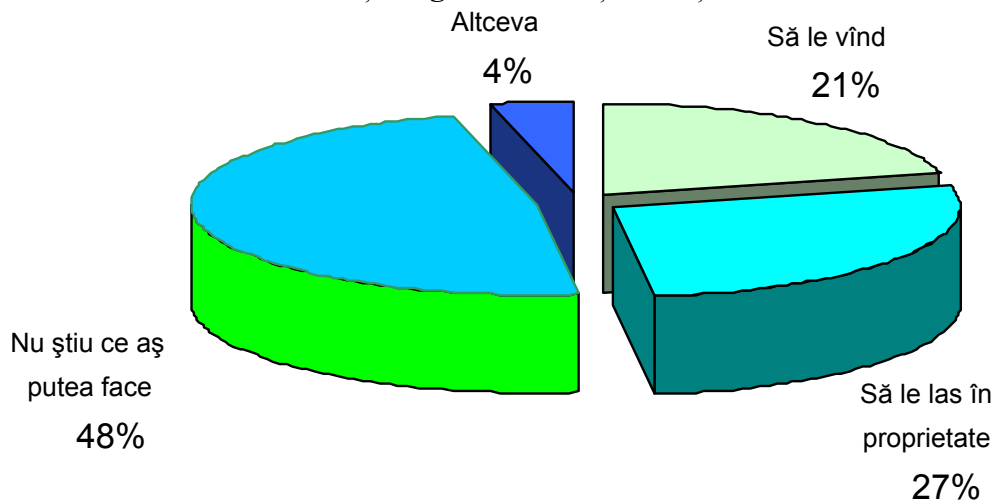
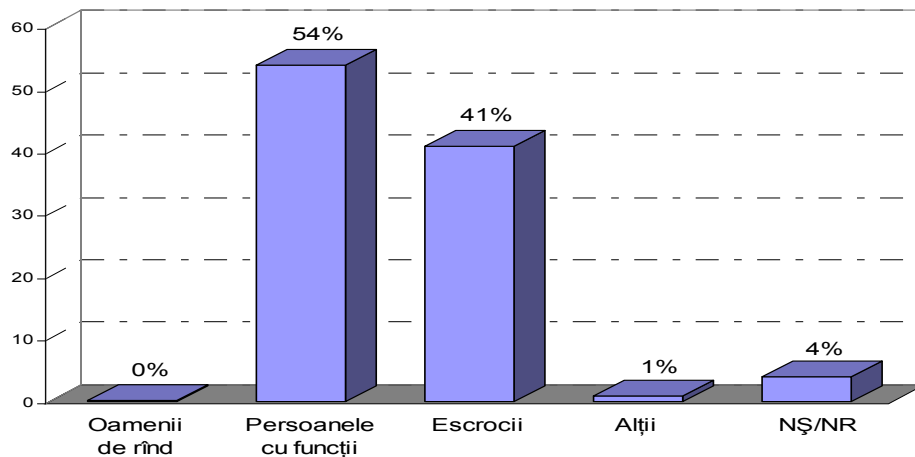


Figura 15. Cine credeți că a câștigat mai mult in urma investirii bonurilor patrimoniale?



TRANSPERENCY INTERNATIONAL – MOLDOVA

PROBLEME ALE ADMINISTRĂRII CORPORATIVE

(STUDIU SOCIOLOGIC EFECTUAT ÎN MUNICIPIUL CHIȘINĂU)

CHIȘINĂU, 2004

METODOLOGIA DE CERCETARE

- ◆ Volumul eșantionului: 150 manageri ai societăților pe acțiuni de tip deschis din municipiul Chișinău.
- ◆ Eșantion: aleator probabilist
- ◆ Eșantionul a fost proiectat în baza listelor societăților pe acțiuni de tip deschis întocmite în ordine alfabetică. Pentru selectarea societăților pe acțiuni care urmau să fie chestionate a fost utilizat pasul statistic 2. Astfel, eșantionul cercetării a inclus fiecare a doua societate pe acțiuni de tip deschis din municipiul Chișinău.
- ◆ Interviurile au fost realizate în oficiile managerilor societăților pe acțiuni de către operatorii de interviu din rețeaua Centrului de Sociologie Urbană și Rurală (CURS)
- ◆ Perioada de culegere a datelor 8 iulie - 23 iulie 2004
- ◆ Ancheta de teren a fost efectuată în limbile română și rusă, în funcție de preferințele respondenților.

TRANSPARENCY INTERNATIONAL - MOLDOVA

CHESTIONAR pentru managerii societăților pe acțiuni

Transparency International – Moldova desfășoară acest sondaj sociologic pentru a evalua percepția managementului societăților pe acțiuni asupra problematicei administrării corporative (în continuare – AC), identificarea eventualelor probleme și prezentarea propunerilor de ameliorare a situației. Chestionarul este anonim. Răspunsurile Dvs. nu vor fi transmise altor persoane, de aceea vă rugăm să fiți pe cât se poate de sincer.

Vă mulțumim anticipat pentru colaborare.

I. Familiarizarea cu principiile administrării corporative

1. În ce măsură sunteți familiarizat cu cadrul legal al administrării corporative (legile privind societățile pe acțiuni, piața valorilor mobiliare, antreprenoriat și întreprinderi, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, etc.)?

- | | |
|----------------|------|
| 1. suficient | 72 % |
| 2. insuficient | 27% |
| 3. deloc. | 1 % |

2. După părerea Dvs., în ce măsură legislația în vigoare a Republicii Moldova reglementează administrarea corporativă ?

- | | |
|--------------|------|
| 1. pe deplin | 12 % |
| 2. parțial | 84 % |
| 3. deloc. | 4 % |

3. Care direcții ale administrării corporative considerați că trebuie perfecționate în primul rând?

- | | |
|--|------|
| 1. protejarea drepturilor acționarilor minoritari; | 34 % |
| 2. delimitarea strictă a împuternicirilor și responsabilităților organelor de conducere și executive ale societăților; | 36 % |
| 3. introducerea standardelor internaționale de dezvăluire a informațiilor de către societățile pe acțiuni; | 24 % |
| 4. altele, indicați _____; | 4 % |
| 8. NȘ/NR | 2 % |

4. Cât de frecvente sunt la întreprinderea Dvs. următoarele tipuri de relații corporative:

Tipul relațiilor	deseori	uneori	niciodată	NȘ/NR
6. relațiile acționari – manager	48 %	44 %	8 %	0 %
7. relațiile manager – angajați	82 %	13 %	5 %	0 %
8. relațiile manager – creditori	33 %	46 %	20 %	1 %
9. relațiile manager – furnizori	55 %	30 %	13 %	2 %
10. relațiile manager – autorități locale.	35 %	56 %	8 %	1 %

5. Credeți că compania Dvs. are nevoie de un Cod de conduită corporativă?

- | | |
|-----------|------|
| 1. Da | 62 % |
| 2. Nu | 35 % |
| 8. NȘ/NR. | 3 % |

6. Dacă da, sub ce formă?

- | | |
|---|------|
| 1. sub formă de recomandări; | 47 % |
| 2. sub formă de norme obligatorii, stabilite prin lege; | 38 % |
| 3. sub forma unui act normativ al Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare; | 14 % |
| 4. altele, indicați _____. | 1 % |

II. Conclucrarea cu acționarii și respectarea drepturilor lor

7. Cum este organizat lucrul cu acționarii la întreprinderea Dvs.?

- | | |
|--|------|
| 1. există o subdiviziune / persoană specială a întreprinderii; | 57 % |
| 2. există o linie telefonică directă pentru acționari; | 34 % |
| 3. organizarea adunărilor acționarilor | 23 % |
| 4. informarea prin poștă, presă | 3 % |
| 5. altele | 3 % |

8. În ce măsură credeți că sunt respectate drepturile acționarilor în Moldova?

- | | |
|--------------|------|
| 1. pe deplin | 8 % |
| 2. parțial | 75 % |
| 3. deloc. | 17 % |

9. Care drepturi ale acționarilor se încalcă mai frecvent?

- | | |
|---|------|
| 1. se limitează accesul acționarilor la informațiile despre societate (statut, dări de seamă financiară și specializate, conflictele de interese, date despre tranzacțiile de proporții, etc.); | 15 % |
| 2. acționarii nu se informează despre convocarea adunărilor generale; | 4 % |
| 3. acționarii nu pot participa la luarea deciziilor; | 20 % |
| 4. acționarilor nu se plătesc dividende; | 25 % |
| 5. acționarii majoritari au mai multe avantaje decât cei minoritari; | 35 % |
| 6. altele, indicați _____. | 1 % |

10. Care considerați că sunt cauzele principale ale nerespectării drepturilor acționarilor în Moldova ?

- | | |
|--|------|
| 1. pedepsele pentru încălcarea drepturilor acționarilor nu sunt destul de aspre; | 14 % |
| 2. acționarii nu-și cunosc suficient drepturile și nu pot să le apere; | 59 % |
| 3. Judecătoria Economică nu are destulă experiență în administrarea corporativă; | 14 % |
| 4. persoanele cu funcții de răspundere sunt corupte; | 8 % |
| 5. altele, indicați _____. | 5 % |

III. Transparența informațiilor

11. Ce metode de dezvoltare (deschidere) a informațiilor pentru acționari utilizează mai des întreprinderea Dvs.?

- | | |
|--|------|
| 1. informarea la cererea solicitanților în oficiul întreprinderii; | 46 % |
| 2. informarea prin corespondență; | 41 % |
| 3. informarea în cadrul adunărilor generale ale acționarilor; | 89 % |
| 4. publicarea informațiilor în presă; | 71 % |
| 5. plasarea informațiilor pe pagina Web; | 9 % |
| 6. altele, indicați _____. | 3 % |

(Suma răspunsurilor depășește 100%, deoarece respondenți au avut posibilitatea de a alege mai multe variante de răspunsuri).

12. Care sunt efectele principale ale dezvoltării informațiilor pentru întreprinderea Dvs.?

- | | |
|---|------|
| 1. contribuie la formarea imaginii unui "business deschis"; | 32 % |
| 2. sporește controlul asupra managementului; | 15 % |
| 3. contribuie la prevenirea conflictelor de interese la efectuarea tranzacțiilor; | 12 % |
| 4. pune în pericol situația întreprinderii față de concurenți; | 19 % |
| 5. sporește cheltuielile întreprinderii; | 21 % |
| 6. altele, indicați _____. | 0 % |
| 8. NS/NR | 1 % |

13. Câtă încredere aveți în următoarele surse de informare:

Sursele de informare	deplină	parțială	deloc	NȘ/NR
1.organele regulatorii și statistice (CNVM, Dep. Statistică)	25 %	65 %	7 %	3 %
2. edițiile economice specializate	32 %	64 %	3 %	1 %
3. mass-media în general	5 %	65 %	29 %	1 %
4. bursa de valori	26 %	47 %	15 %	12 %
5. oficiile principale ale întreprinderilor	24 %	51 %	14 %	11 %
6. Internet-ul	10 %	40 %	22 %	28 %

14. Întreprinderea Dvs. efectuează auditul intern?

1. Da	69 %
2. Nu	31 %

15. Dacă da, cât de frecvent?

1. o dată pe lună;	5 %
2. o dată pe trimestru;	31 %
3. o dată pe semestru;	9 %
4. o dată pe an.	55 %

16. Cine la întreprinderea Dvs. este responsabil de auditul intern?

1. comitetul de audit;	16 %
2. subdiviziunea / persoană specială a întreprinderii;	55 %
3. comisia de cenzori	19 %
4. firmă de audit	7 %
5. altele, indicați _____.	3 %

IV. Societățile pe acțiuni și piața valorilor mobiliare**17. Cât de interesați sunteți în atragerea mijloacelor financiare suplimentare ?**

1. foarte interesați	60 %
2. nu prea interesați	28 %
3. deloc interesați	11 %
8. NȘ/NR.	1 %

18. Cât de accesibile sunt pentru întreprinderea Dvs. următoarele căi de atragere a mijloacelor financiare?

	accesibile	nu prea accesibile	deloc accesib.	NȘ/NR
1. emisiunile suplimentare de acțiuni	30 %	38 %	24 %	8 %
2. emisiunile de obligațiuni	11 %	41 %	36 %	12 %
3. creditele bancare	51 %	22 %	23 %	4 %
4. atragerea investițiilor	5 %	0 %	0 %	95 %

19. Care considerați că sunt principalele bariere în dezvoltarea pieței valorilor mobiliare din Moldova?

1. reglementarea legislativă excesivă;	19 %
2. costurile ridicate la serviciile pe piața de valori (taxele brokerilor/dealerilor, registratorilor; de înregistrare a emisiunilor valorilor mobiliare, taxa bursieră);	22 %
3. procedura îndelungată de efectuare a tranzacțiilor;	20 %
4. lipsa unei rețele informaționale unice despre activitatea pe piața valorilor mobiliare;	11 %
5. accesul redus la informațiile din paginile Web (se oferă contra plată, se actualizează rar, sunt incomplete);	2 %
6. plăți neoficiale pentru desfășurarea activităților pe piața de valori;	6 %
7. incompetența unor manageri privind funcționarea pieței de valori	17 %

8. altele, indicați _____ . **3 %**
20. Care ar fi cele mai eficiente măsuri de îmbunătățire a administrării corporative?

- | | |
|--|-------------|
| 1. perfecționarea legislației în domeniul administrării corporative; | 32 % |
| 2. elaborarea și implementarea procedurilor de audit intern al întreprinderilor; | 8 % |
| 3. efectuarea unui audit extern corespunzător asupra activității managementului întreprinderilor; | 9 % |
| 4. instruirea continuă a managerilor și a membrilor Consiliului de Administrație în domeniul administrării corporative; | 31 % |
| 5. implicarea angajaților în conducerea societății | 11 % |
| 6. crearea unor linii telefonice „fierbinți” pentru denunțarea neregulilor în activitatea întreprinderii de către acționari, angajați, creditorii, societatea civilă ș.a.; | 8 % |
| 7. altele, indicați _____ . | 1 % |

21. Date generale despre întreprindere

1. Funcția respondentului	1. director/vicedirector 57 %	2. director financiar 21 %	3. altă funcție 22 %	
2. Perioada deținerii funcției	1. până la 5 ani 35 %	2. 5 – 10 ani 29 %	3. mai mult de 10 ani 36 %	
3. Numărul angajaților	1. până la 50 pers. 51 %	2. 51 -100 pers. 14 %	3. 101-500 pers. 28 %	4. mai mult de 500 pers. 7 %
4. Numărul acționarilor	1. până la 50 25 %	2. 51 -100 10 %	3. 101-500 33 %	4. mai mult de 500 32 %
5. Anul fondării întreprinderii	anul			
6. Modalitatea fondării întreprinderii	1. în rezultatul privatizării 72 %		2. în alt mod (întreprinderi nou create, reorganizarea, altele). 28 %	

Date generale despre întreprindere - Anul fondării întreprinderii

	Frequency	Valid Percent
1986	1	0,7 %
1989	5	3,5 %
1990	2	1,4 %
1992	7	4,9 %
1993	21	14,6 %
1994	31	21,5 %
1995	48	33,3 %
1996	15	10,4 %
1997	1	0,8 %
1998	2	1,4 %
1999	5	3,5 %
2000	4	2,8 %
2002	2	1,4 %
Total	144	100.0 %

Figura 1. În ce măsură sunteți familiarizat cu cadrul legal al administrării corporative ?

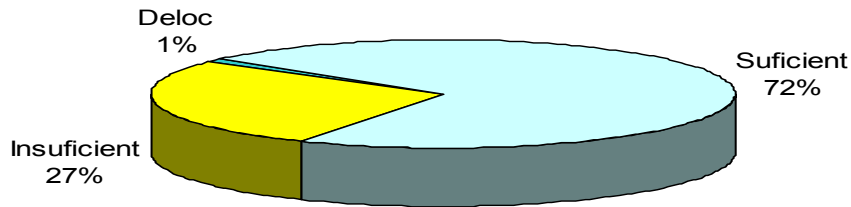


Figura 2. În ce măsură legislația în vigoare a Republicii Moldova reglementează administrarea corporativă ?

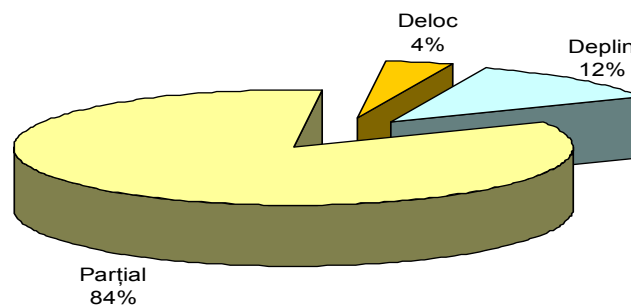


Figura 3. Care direcții ale administrării corporative considerați că trebuie perfecționate în primul rând?

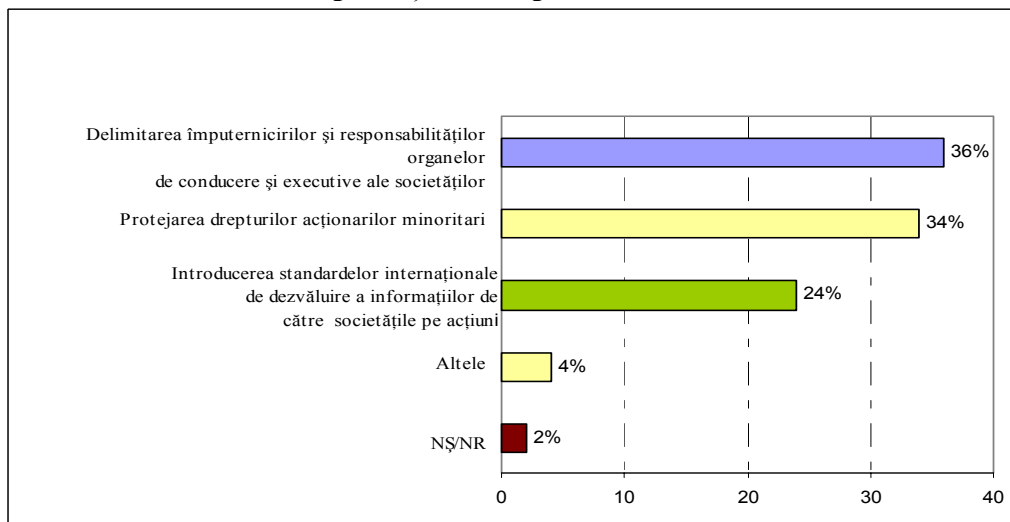


Figura 4. Cât de frecvente sunt la întreprinderea Dvs. următoarele tipuri de relații corporative?

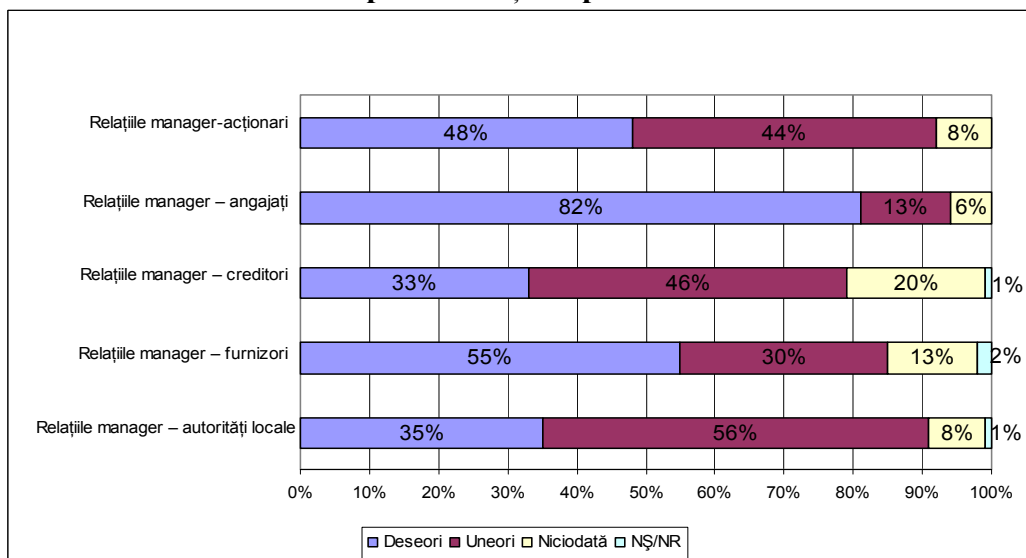


Figura 5. Credeți că compania Dvs. are nevoie de un Cod de conduită corporativă?

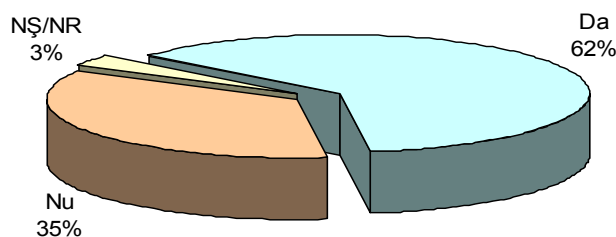


Figura 6. Sub ce formă ar trebui să fie Codul de conduită corporativă de care are nevoie compania Dvs.?

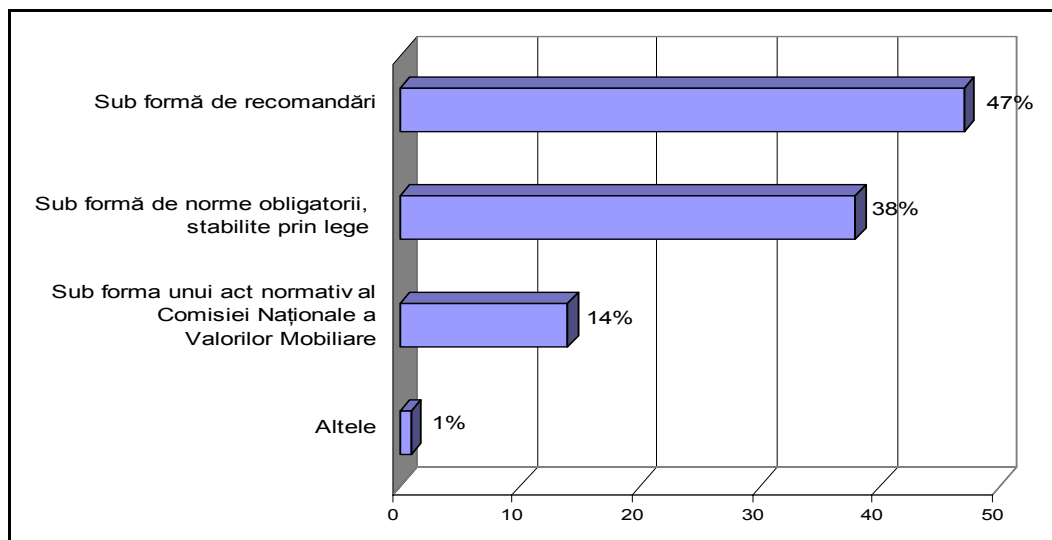


Figura 7. Cum este organizat lucrul cu acționarii la întreprinderea Dvs.?

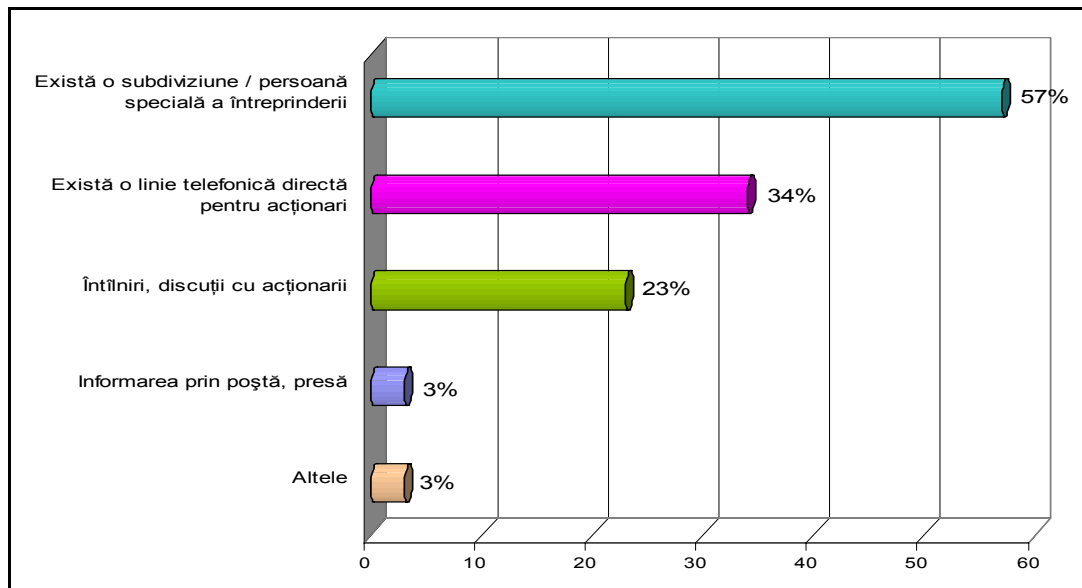


Figura 8. În ce măsură sunt respectate drepturile acționarilor în Moldova?

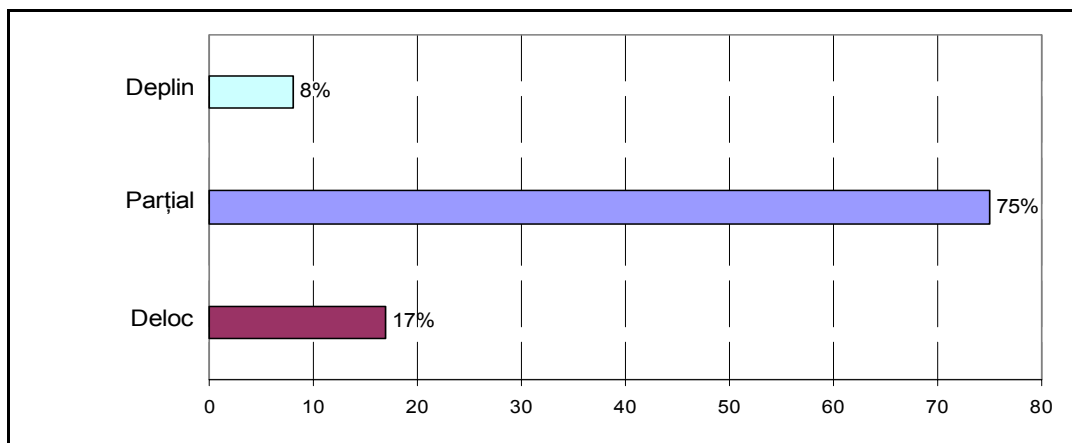


Figura 9. Care drepturi ale acționarilor se încalcă mai frecvent?

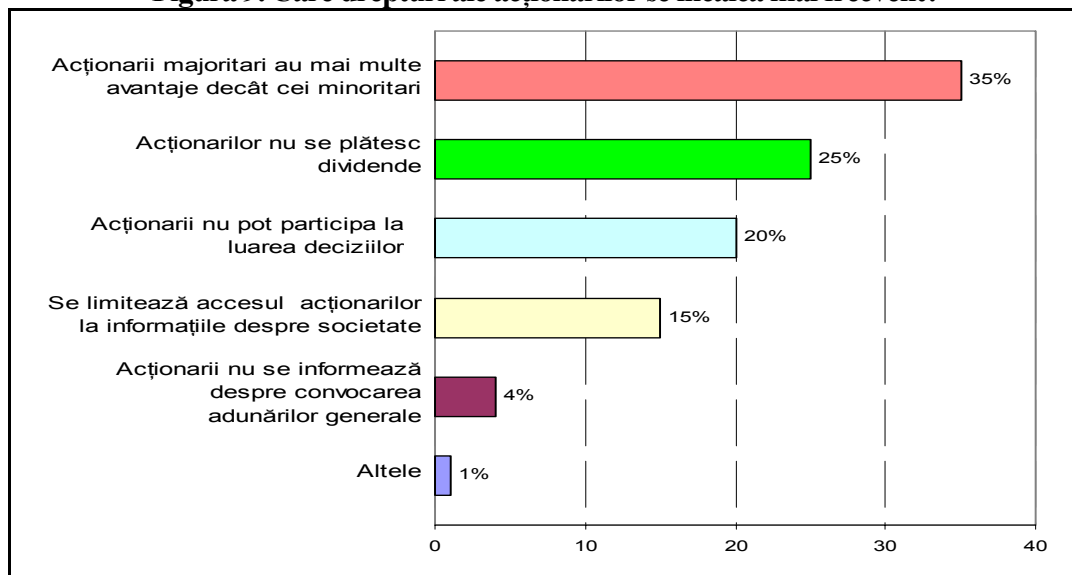


Figura 10. Care sunt cauzele principale ale nerespectării drepturilor acționarilor în Moldova ?

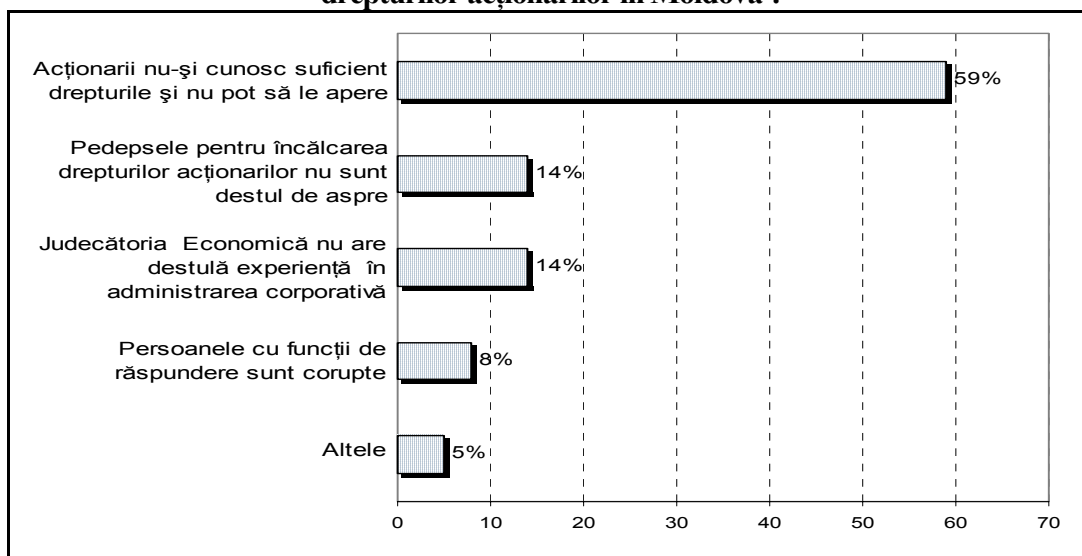


Figura 11. Ce metode de dezvăluire a informațiilor pentru acționari utilizează mai des întreprinderea Dvs.?

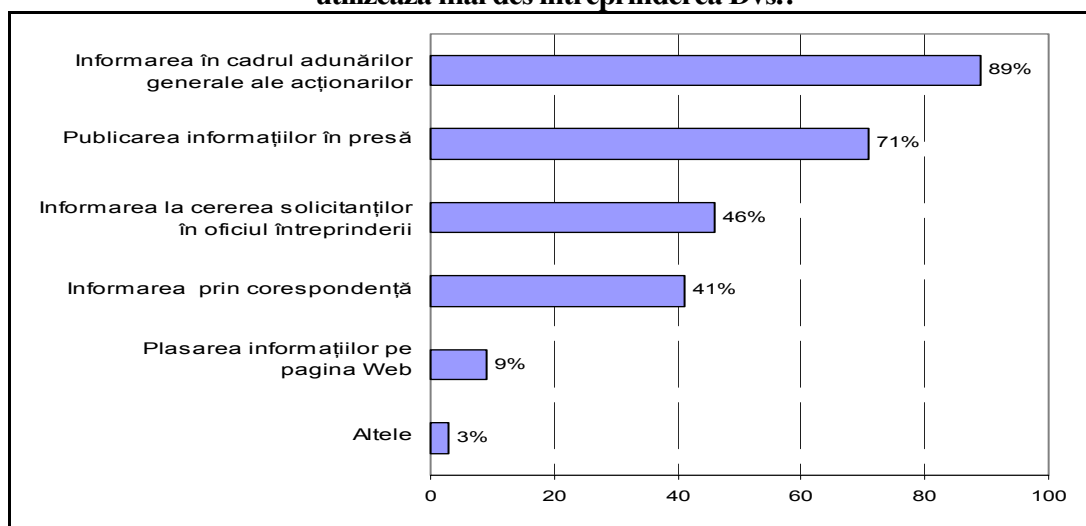


Figura 12. Care sunt efectele principale ale dezvăluirii informațiilor pentru întreprinderea Dvs.?

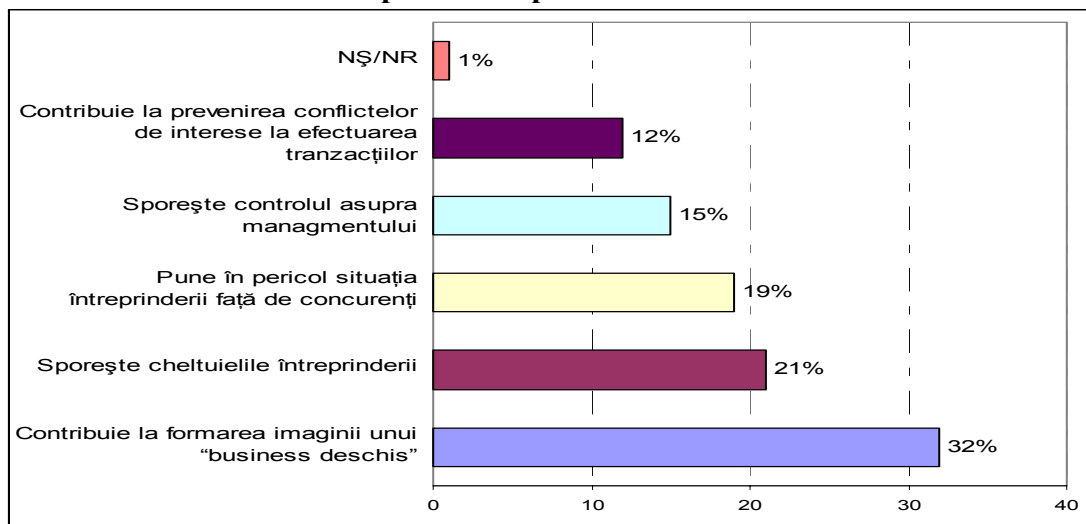


Figura 13. Câtă încredere aveți în următoarele surse de informare?

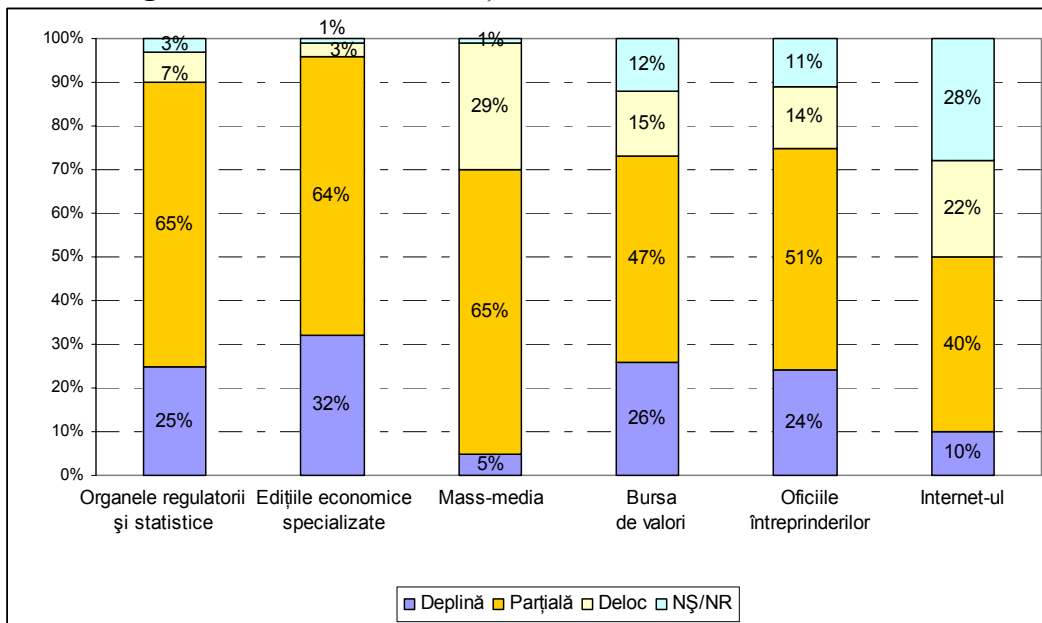


Figura 14. Întreprinderea Dvs. efectuează auditul intern?

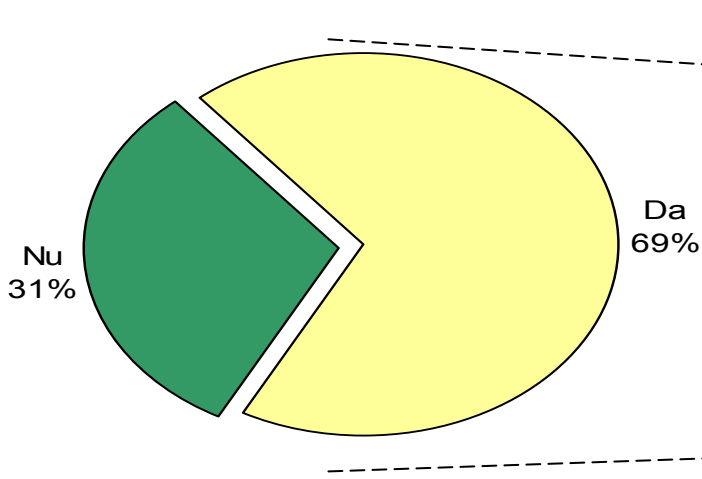


Figura 15. Cât de frecvent?

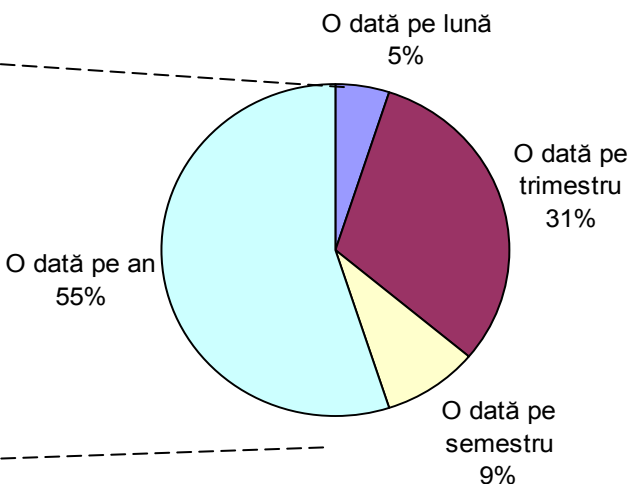


Figura 16. Cine la întreprinderea Dvs. este responsabil de auditul intern?

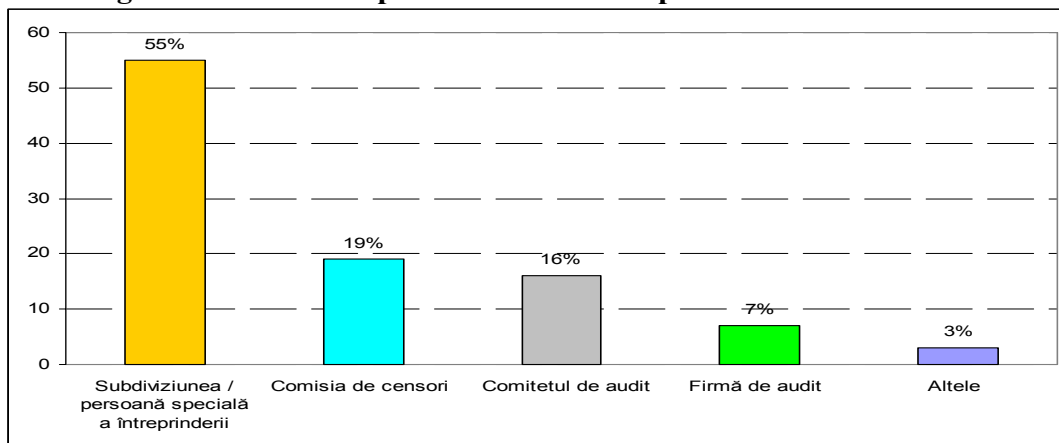


Figura 17. Cât de interesați sunteți în atragerea mijloacelor financiare suplimentare?

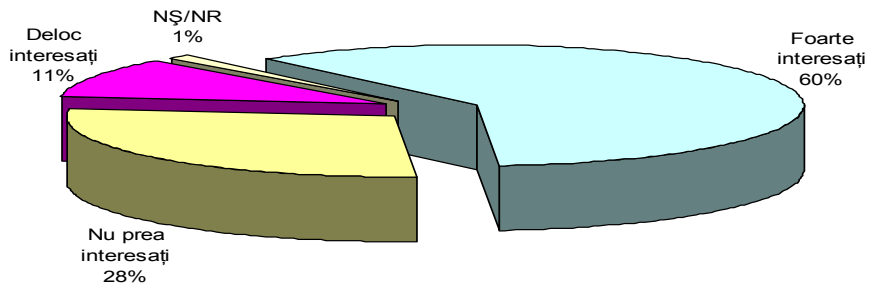


Figura 18. Cât de accesibile sunt pentru întreprinderea Dvs. următoarele căi de atragere a mijloacelor financiare?

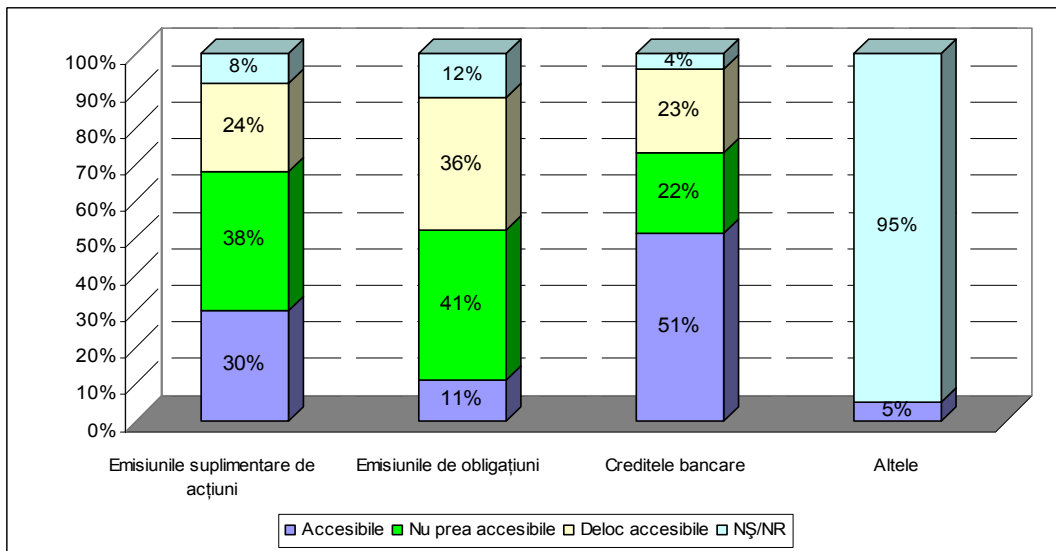


Figura 19. Care sunt principalele bariere în dezvoltarea pieței valorilor mobiliare din Moldova?

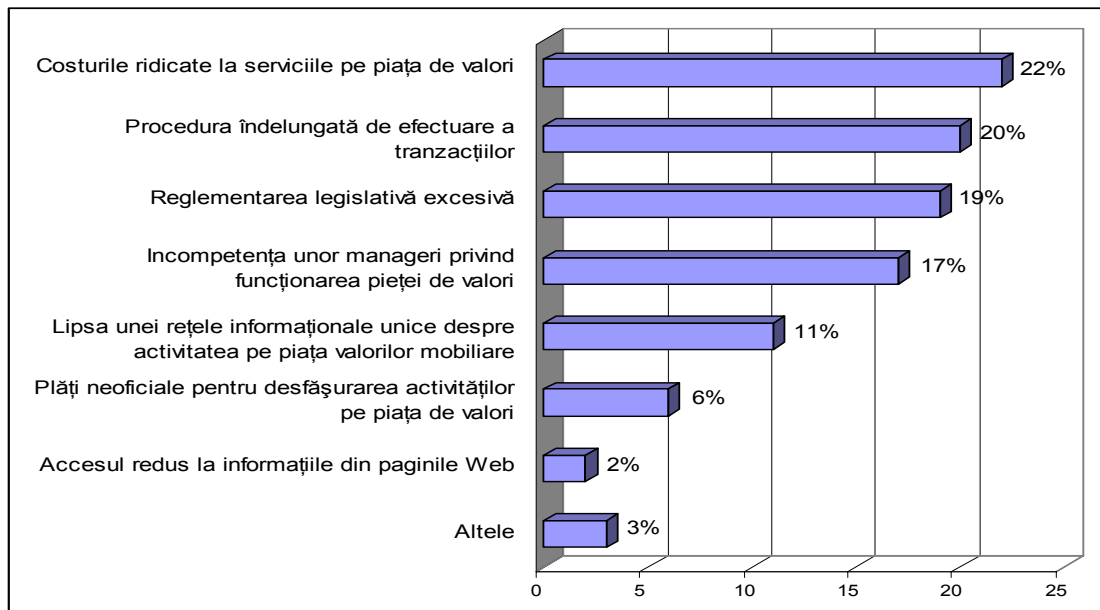


Figura 20. Care ar fi cele mai eficiente măsuri de îmbunătățire a administrării corporative?

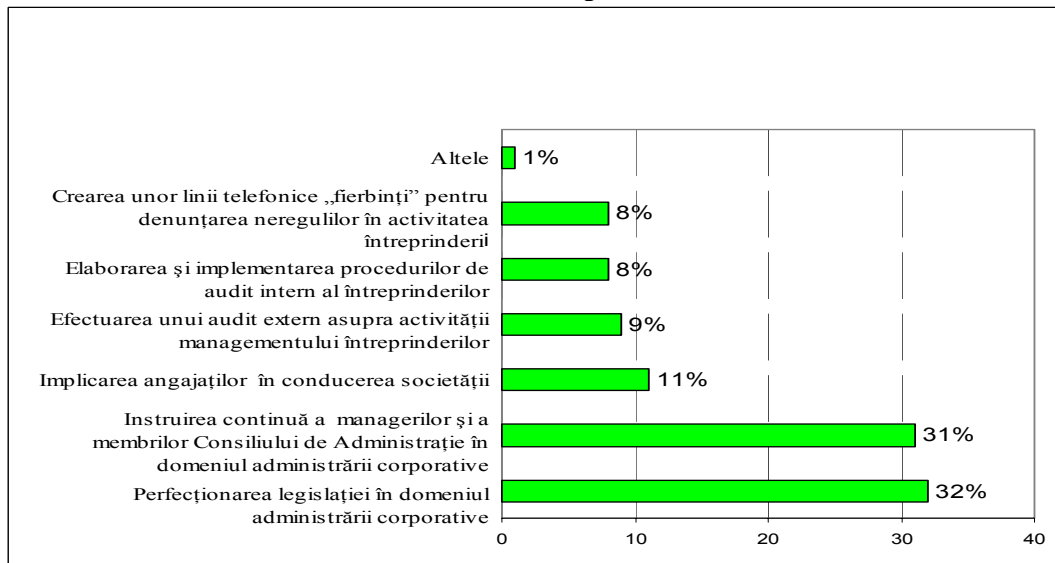


Figura 21. Care este funcția Dvs. la întreprindere ?

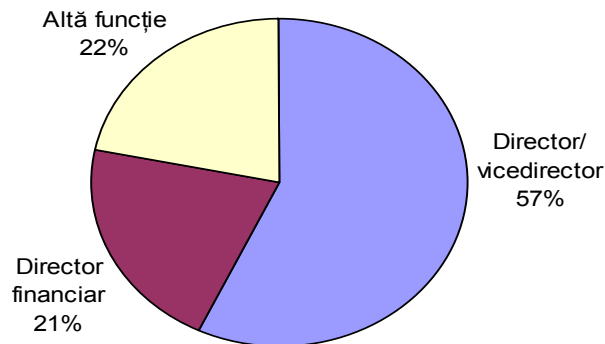


Figura 22. De câți ani dețineți funcția respectivă?

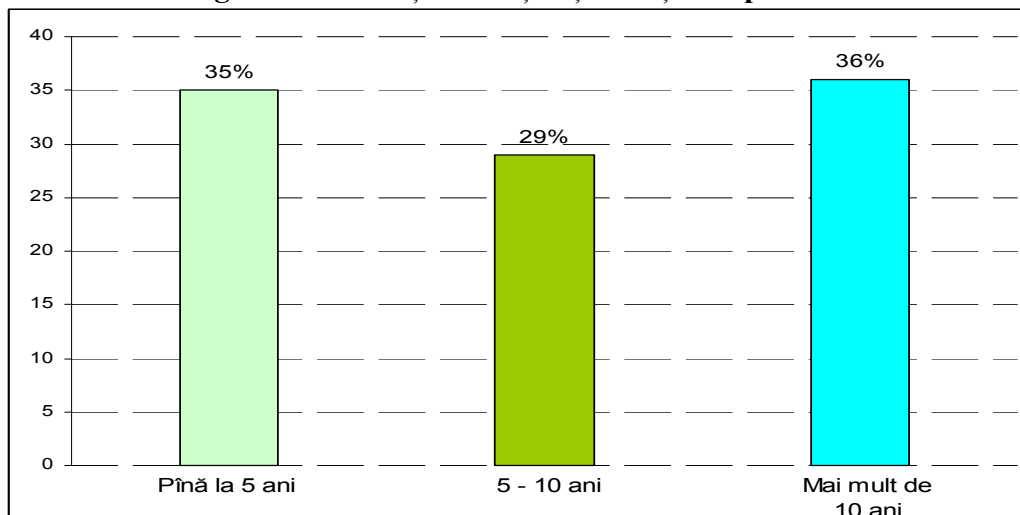


Figura 23. Câți angajați sunt la întreprinderea Dvs.?

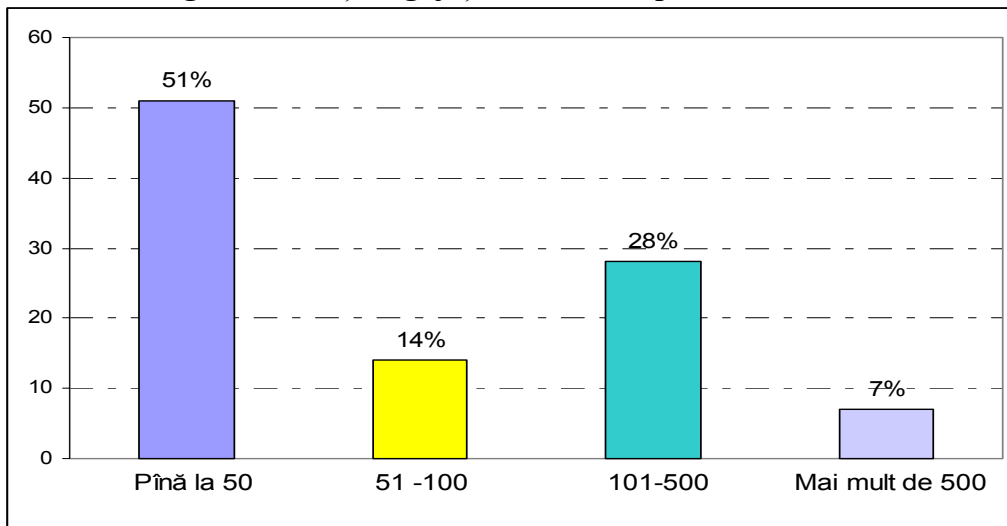


Figura 24. Câți acționari are întreprinderea Dvs.?

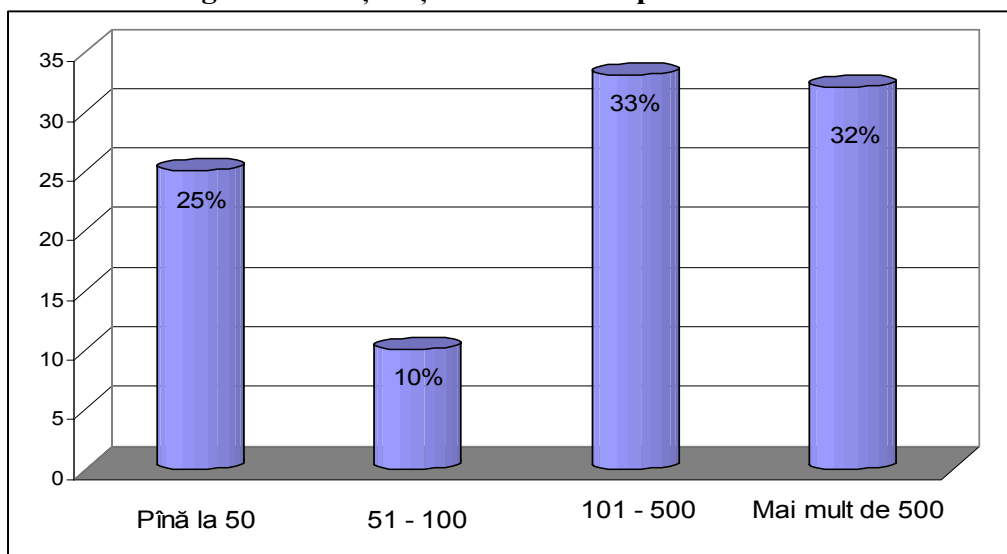


Figura 25. Care a fost modalitatea fondării întreprinderii Dvs.?

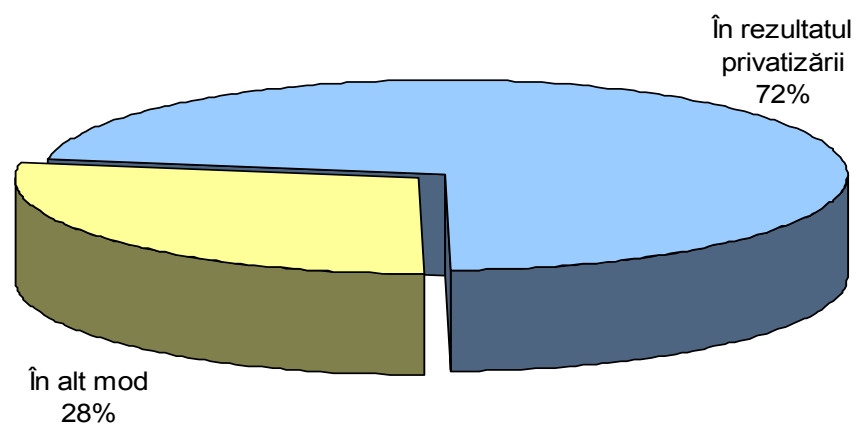


Figura 26. În ce an a fost fondată întreprinderea Dvs.?

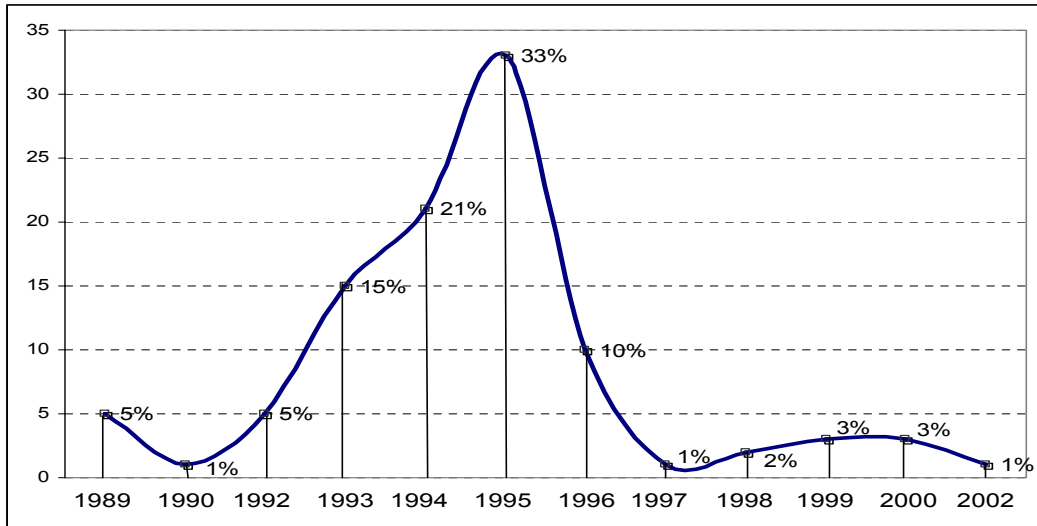


Figura 27. Respectarea drepturilor acționarilor în opinia managerilor și acționarilor (%)

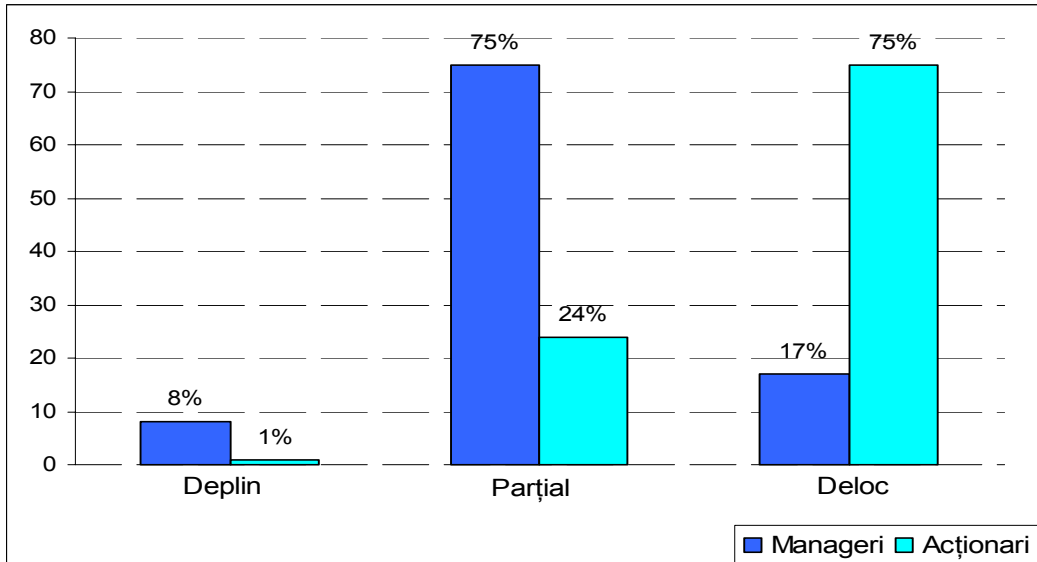
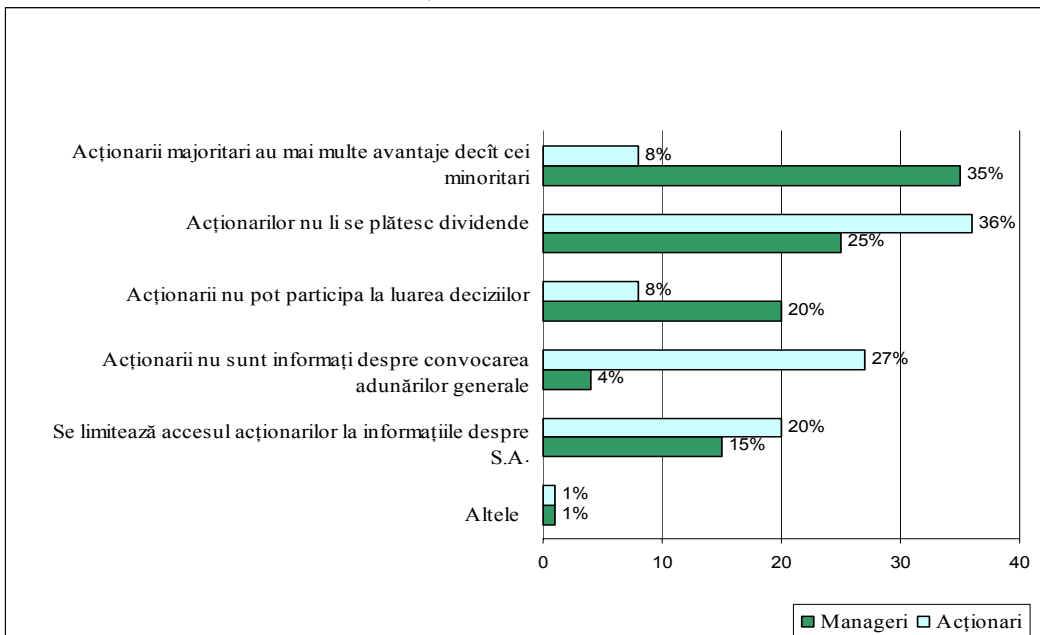


Figura 28. Drepturile acționarilor care se încalcă mai frecvent (%)



Anexa 3

Prevederile legislației în subiectul dezvăluirii informațiilor corporative

Prevederile legale	Specificarea informațiilor ce urmează a fi deschise	Modul de accesare, costurile
1. Asigurarea accesului acționarilor la informațiile societății pe acțiuni - art. 170 din Codul Civil Nr.1107-XV din 6.06.2002	<p>Publicarea în presă a bilanțului contabil anual, bilanțului profitului și pierderilor, valorii contabile a acțiunilor și a obligațiilor, altor date, conform legii.</p> <p>Punerea la dispoziția acționarilor, în condițiile legii și actului de constituire a informațiilor despre conducerea, administrarea și reprezentarea societății, despre situația financiară și altele, inclusiv actul de constituire, certificatul de înregistrare a societății și a acțiunilor, regulamentele societății, procesele-verbale ale adunărilor generale, ale consiliului, lista membrilor consiliului, a administratorilor, contractele cu registratorul, cu auditorul, dările de seama contabile și fiscale, rapoartele cenzorului.</p>	<p>Se publică cu cel puțin 10 zile înainte de ținerea adunării generale anuale.</p> <p>Copiile și extrasele de pe documente se eliberează la cererea acționarilor din contul acestora.</p>
2. Accesul creditorilor și acționarilor la documentele societății - art. 92 din Legea privind societățile pe acțiuni Nr.1134-XIII din 02.02.97)	<ul style="list-style-type: none"> • Contractul de societate, statutul societății și toate modificările și completările operate în ele; • certificatul de înregistrare de stat a societății; • regulamentele societății, modificările și completările la ele; • contractele cu registratorul, organizația gestionară și de audit ale societății; • procesele-verbale ale adunărilor generale și buletinele de vot; • procesele-verbale ale ședințelor Consiliului societății; • lista membrilor Consiliului societății, membrilor organului executiv și a celorlalte persoane cu funcții de răspundere ale societății; • lista persoanelor interesate cu specificarea datelor prevăzute de lege; • prospectele de emisiune a valorilor mobiliare, modificările și completările operate în ele, dările de seama privind totalurile emiterii valorilor mobiliare; • datele despre volumele lunare și prețurile medii ale tranzacțiilor înregistrate în registrul deținătorilor valorilor mobiliare ale societății; • dările de seama financiară, statistice și de specialitate; • rapoartele comisiei de cenzori, actele de control și rapoartele organizației de audit, actele de control și hotărârile organelor de stat care au exercitat controlul asupra activității societății; • dările de seama anuale ale Consiliului societății și ale comisiei de cenzori a societății; • corespondența cu acționarii; • alte documente prevăzute de statut sau de regulamentele societății. 	<p>Extrasele și copiile de pe documente (cu excepția celor ce constituie secret de stat sau comercial) se prezintă în regim permanent la cererea oricărui creditor sau acționar contra plata la sediul societății, alt loc indicat în statut sau se expediază prin poștă.</p> <p>Cuantumul plății se stabilește de societate și nu poate depăși cheltuielile de prezentare a extraselor, copiere și expediere.</p>
3. Prezentarea materialelor pentru ordinea de zi a adunării generale a acționarilor - art.56 din Legea privind societățile pe acțiuni Nr. 1134-XIII din 02.02.97	<ul style="list-style-type: none"> • Lista acționarilor care au dreptul să participe la adunarea generală anuală a acționarilor; • darea de seama financiară anuală a societății, darea de seama anuală a Consiliului și darea de seama anuală a Comisiei de cenzori ; • raportul comisiei de cenzori a societății și/sau actul de control și raportul organizației de audit, precum și actele de control și deciziile organelor de stat care au exercitat controlul asupra activității societății în anul gestionar; • datele despre candidații pentru funcțiile de membru al consiliului societății și de membru al comisiei de cenzori a societății; • propunerile pentru modificarea și completarea statutului societății sau proiectul statutului în redacție nouă, precum și proiectele altor documente ce urmează a fi aprobate de adunarea generală; • datele despre proporțiile și prețurile medii ale tranzacțiilor înregistrate în registrul deținătorilor valorilor mobiliare ale societății pe fiecare luna a anului, etc. 	<p>Se prezintă în procesul pregătirii adunării generale anuale a acționarilor (cu cel puțin 10 zile înainte de ținerea ei) la sediul societății, alt loc indicat în statutul societății sau se expediază prin poștă.</p>

<p>4. Dezvăluirea informației de către emitenții de tip deschis -art.54 din Legea cu privire la piața valorilor mobiliare Nr. 199-XIV din 18.11.98</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Darea de seama anuala asupra valorilor mobiliare; • informație despre evenimentele si acțiunile ce afectează activitatea sa financiar-economica; • prospectul ofertei publice; • darea de seama asupra rezultatelor emisiunii publice a valorilor mobiliare 	<p>Darea de seamă anuală se publică în presă nu mai târziu de 15 martie a anului următor anului de gestiune, iar avizele privind evenimentele care afectează situația financiar-economică - în termen de 5 zile din momentul producerii lor.</p>
<p>5. Publicarea informației despre activitatea societății deschise - art. 91 din Legea privind societățile pe acțiuni Nr.1134-XIII din 02.02.97</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Bilanțul contabil anual; • darea de seama privind profitul si pierderile; • alte dări de seama prevăzute de legislație; • denumirea întreaga a organizației de audit si principalele • tezele raportului privind rezultatele controlului de audit în cazul în care adunarea generală a acționarilor a luat decizia privind efectuarea acestui control - pentru societățile deschise cu un număr de acționari si deținători nominali de peste 50. 	<p>Se publică în organul de presă indicat în statut și răspândit pe teritoriul întregii țări. Termenul de publicare – nu mai târziu de 15 martie a anului următor celui gestionar.</p>
<p>6. Prezentarea și publicarea dărilor de seamă specializate ale SA de tip deschis - Hotărârea CNVM cu privire la aprobarea actelor normative referitoare la prezentarea dărilor de seamă specializate ale emitenților valorilor mobiliare nr. 17/6 din 28.06.2001</p>	<p><i>Formularele dării de seamă specializate anuale :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • informații privind insiderii și persoanele afiliate emitențului; • lista acționarilor care dețin cel puțin 5 la sută din numărul total de acțiuni cu drept de vot plasate de emitenț; • informații privind valorile mobiliare plasate de emitenț; • informații privind dividendele și dobânzile calculate și plătite pe valorile mobiliare; • informații privind tranzacțiile emitențului cu valorile mobiliare plasate; • informații privind tranzacțiile de proporții ale emitențului; • lista filialelor și reprezentanțelor emitențului; • informații privind reorganizarea emitențului; • foaia de titlu, copiile proceselor verbale ale adunărilor generale ale acționarilor și ședințelor consiliului emitențului. <p><i>Comunicatele despre evenimentele și acțiunile care afectează activitatea financiar-economică a emitenților:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • modificările și completările în lista persoanelor afiliate si insiderilor emitențului; • modificările in lista acționarilor care dețin cel puțin 5 la suta din acțiunile cu drept de vot ale emitențului; • informațiile despre reorganizarea emitențului si persoanelor afiliate ale acestuia; • calcularea si plata veniturilor pe valorile mobiliare ale emitențului; • achiziționarea si răscumpărarea de către emitenț a valorilor mobiliare plasate; • tranzacțiile de proporții efectuate de emitenț; • data închiderii registrului; • hotărârile adunărilor generale ale acționarilor; • hotărârile consiliului societății; • substituția registratorului, auditorului emitențului; • informații privind înregistrarea ofertei publice a valorilor mobiliare la CNVM, aprobarea dării de seama asupra rezultatelor emisiunii publice a valorilor mobiliare si înregistrarea lor la CNVM, calificarea de către CNVM a emisiunii valorilor mobiliare ca efectuată sau ne efectuată. 	<p>Se prezintă la CNVM nu mai târziu de 15 martie a anului ce urmează după anul de gestiune, copia acesteia urmează a fi pusă la dispoziția deținătorilor valorilor mobiliare la solicitarea lor pentru o plată ce nu depășește cheltuielile de executare.</p> <p>Se publica în organele de presa, autorizate de CNVM și stabilite în statut. Copia comunicatelor se prezintă deținătorilor valorilor mobiliare ale emitențului și altor persoane interesate, la cererea acestora, pentru o plata ce nu depășește cheltuielile de executare. Termenul de publicare – 5 zile din momentul producerii evenimentului.</p>