

CREAREA UNEI PIETE DE CAPITAL INTERNATIONALE ÎN ROMÂNIA

CREATING AN INTERNATIONAL
CAPITAL MARKET IN ROMANIA



OPT BARIERE SISTEMICE PENTRU CREAREA UNEI PIEȚE DE CAPITAL MODERNE ÎN ROMÂNIA

Sumar al situației actuale și soluțiile propuse pentru a fi implementate

I.	INTRODUCERE	5
II.	OPT BARIERE SISTEMICE	8
1.	Accesul la piața locală	8
2.	Conformitatea fiscală a investitorilor	9
3.	Nerespectarea drepturilor corporative ale investitorilor	11
4.	Lipsa unei proceduri de plată a dividendelor către investitori aliniată la standardele internaționale	14
5.	Cost excesiv al participării la piață	15
6.	Neclarități privind aspecte fiscale aferente tranzacționării pe piața de capital	18
7.	Piața primară	20
8.	Piața obligațiunilor	22



I. INTRODUCERE

1. Documentul “Opt bariere sistemice în calea dezvoltării pieței de capital moderne din România” prezintă obstacolele majore care împiedică evoluția normală a pieței de capital din România. Cele opt bariere identificate în document sunt de o importanță crucială, menținerea lor echivalând cu încetinirea semnificativă a ritmului de creștere a pieței. Această consecință ar putea surveni pe fondul competiției tot mai acerbe între piețele de capital europene și mondiale, în timp ce investitorii și companiile locale devin tot mai reticenti față de alternativa reprezentată de piața de capital, atât pentru investiții, cât și pentru atragerea de finanțare în România.

2. Piața de capital din România este una dintre cele mai mici din Europa, luând în considerare capitalizarea companiilor listate și valoarea tranzacționată, atât pe piața primară, cât și pe piața secundară. Acest fapt poate fi atribuit și existenței barierelor, care constituie un impediment în calea diversificării surselor de finanțare prin piața de capital, determinând o ineficiență generală a sistemului, proiectat, în teorie, pentru finanțarea companiilor și alocarea eficientă a resurselor disponibile.

3. Obiectivul principal al documentului este de a identifica barierele, fără a căror îndepărtare nicio strategie privind piața de capital nu va putea fi implementată cu succes. Prin urmare, măsurile destinate eliminării barierelor ar trebui completate cu alte măsuri și soluții, care vizează Obiectivele Strategice ale pieței de capital din România. Diferența dintre Bariere și Măsuri privind Obiectivele Strategice rezidă în faptul că Barierele împiedică apariția unor fenomene sau reduc vizibil din viteza cu care acestea s-ar putea manifesta – astfel, eliminarea lor ar îmbunătăți radical modul de funcționare al pieței de capital (pentru Investitori și Companii) – Măsurile

privind Obiectivele Strategice, în schimb, au rolul de a optimiza sistemul, de a îi îmbunătăți competitivitatea, inclusiv cu elemente de inovație.

În plus, eliminarea barierelor investiționale la emitenții de importanță structurală (limite de investiții / praguri de deținere la Bursa de Valori București și la SIF-uri), consolidarea instituțiilor și reconfigurarea instrumentelor pentru infrastructura pieței de capital (Bursa de Valori București, Depozitarul Central și sistemul de decontare), precum și îmbunătățirea guvernantei corporative în cadrul BVB (optimizarea proceselor de luare a deciziilor) ar trebui să completeze și să contribuie la implementarea reformei pieței de capital. Această remodelare este deosebit de importantă având în vedere că Bursa de Valori București ar trebui să fie unul dintre liderii, alături de ASF, cu rol de importanță strategică în promovarea reformei prin eliminarea celor Opt Bariere. Mai mult decât atât, Bursa de Valori București este, cu siguranță, lider de facto al proceselor de identificare și implementare a întregii game de Măsuri pentru Obiectivele Strategice.

În timp ce Barierele includ problematici privind accesul la piață, neclarități și dificultăți privind conformarea fiscală a investitorilor străini, respectarea drepturilor fundamentale ale investitorilor, cum ar fi cel de vot sau dreptul la dividende, regimul complex al ofertelor publice și al listărilor de acțiuni și obligațiuni, Măsurile privind Obiectivele Strategice includ, dar fără a se limita la acestea, probleme legate de guvernanta corporativă a emitenților, raportarea informațiilor relevante pentru piață, crearea unei Contrapărți Centrale pentru piața reglementată, instrumentele pentru creșterea lichidității, creșterea bazei de investitori instituționali din România, motivarea populației să investească direct sau indirect în instrumente listate sau modernizarea tehnologică.

Pentru ca toate aceste Măsuri să influențeze pozitiv piața, Barierele trebuie eliminate; în caz contrar, Măsurile vor avea un impact limitat și vor rămâne mai mult repere teoretice.

Scopul suprem al eliminării barierelor și al punerii în aplicare a Măsurilor privind Obiectivele Strategice este de a facilita o potențială reclasificare de către MSCI (Morgan Stanley Capital International) a pieței de capital din România, de la categoria Piață de Frontieră (Frontier Markets) la Piață Emergentă (Emerging Markets). Principalele avantaje ale accesării unei categorii superioare sunt o mai mare vizibilitate a României la nivel mondial și o modalitate directă de a atrage noi categorii de investitori care nu au în prezent dreptul de a investi pe o Piață de Frontieră.

4. Cadrul de reglementare din România face ca accesul la piață să fie extrem de dificil și costisitor. Astfel, au existat numeroase cazuri în trecut (și inevitabil vor exista și pe viitor dacă nu intervin modificări semnificative), când investitorii și emitenții au fost împiedicați să participe la piață sau au ales alte piețe, în afara României, care să răspundă nevoilor și cerințelor lor. Sistemul de filtre și taxe, de proceduri și controale multiple, consumatoare de timp, este atât de solicitant, încât, din păcate, reduce sistematic numărul de investitori noi care pătrund pe piață. Pentru aceștia, un prim pas îl reprezintă deschiderea unui cont de valori mobiliare, fie că este vorba de participarea pe piața secundară, sau de dorința de a participa în cadrul unei Oferte Publice Inițiale. Țări care își doresc să utilizeze piața de capital pentru bunăstarea economică și socială fac eforturi de atragere a investitorilor internaționali și locali, a economisitorilor acestora, pentru finanțarea economiei locale. Accesul, conexiunea și rețeaua sunt principalele caracteristici ale piețelor de capital moderne. Această filozofie și practică subsecventă devin imposibile în România. România trebuie să stabilească un acces eficient, efectiv și rapid al investitorilor internaționali, ceea ce se va traduce în volume de tranzacționare și lichiditate mai mari, precum și în costuri mai mici de finanțare pentru companii. Acest lucru va fi realizat în mare parte prin eliminarea barierelor nr. 1, 2, 5, 6 și 7.

5. România este una dintre puținele țări din Europa care nu a reușit să introducă toate elementele arhitecturii de piață tipice sistemului electronic de conturi (dematerializarea valorilor mobiliare). Aceste sisteme servesc nu numai înregistrării instrumentelor financiare tranzacționabile, ci sunt mecanisme care asigură protecția drepturilor investitorilor și, mai important, reduc costurile și riscurile corporative. Ele cresc într-un mod spectaculos încrederea investitorilor, în cazul în care sunt concepute corespunzător. Sistemele oferă o validare comparabilă cu validarea oferită de către instituțiile publice, cum ar fi organisme guvernamentale sau instituții de drept. România ar trebui să elimine Barierele, în special nr. 3 și 4, prin introducerea unui sistem, funcțional și imparțial, de premise pentru exercitarea drepturilor de vot și pentru distribuirea dividendelor sau dobânzilor, administrat în totalitate prin intermediul conturilor de depozitar, care atestă drepturile aferente instrumentelor financiare.

Dacă se menține status quo-ul, piața de capital din România nu va beneficia niciodată de încrederea investitorilor, iar întregul sistem va fi costisitor sau nu va funcționa corespunzător, ceea ce va duce la o lipsă de interes a investitorilor și a emitenților de instrumente financiare de a intra pe piață și de a genera beneficii pentru economia națională.

6. Încrederea este subminată semnificativ de prezența Barierele nr. 3, 4 și 5. Celelalte Bariere contribuie, la rândul lor, la acest nivel scăzut de încredere, deoarece stau la originea riscului ridicat de lichiditate și a costurilor excesive. Eliminarea tuturor Barierele va determina o creștere a încrederii, element critic pentru buna funcționare a oricărei piețe de capital. Încrederea, atribuită în cele din urmă pieței de capital prin fluxul rapid de informații și opinii caracteristice piețelor de capital, se disimineză la nivelul întregii economii, care beneficiază la rândul ei de acest efect.

7. Chiar în ipoteza în care economia românească ar avea doar perspective foarte bune pentru următorii o sută de ani, iar activele investiționale ar fi doar de cea mai înaltă calitate, operațiunile de piață trebuie să fie

attractive și în ceea ce privește costurile directe și indirecte. Costul indirect (legat de riscul de lichiditate) va fi redus prin eliminarea Barrierelor și prin adoptarea Măsurilor privind Obiectivele Strategice. Costul direct (comisioanele) va fi redus prin creșterea dimensiunii pieței; totuși, o acțiune administrativă imediată ar fi recomandabilă în ceea ce privește costurile administrative suportate de Participanții la piață și de clienții acestora. În acest caz, ar fi necesară o altă tranziție: de la finanțarea supravegherii pieței prin intermediul unor comisioane mari aplicate unor volume de tranzacționare mici spre finanțarea bazată pe volume de tranzacționare mari și comisioane unitare mai mici, competitive internațional.

Dispariția sau menținerea unei stări permanente de subdezvoltare a pieței de capital locale ar amenința viitorul întregii societăți, fiind unul dintre pilonii principali pentru crearea de locuri de muncă, creștere economică și dezvoltare durabilă. Aceasta va însemna, de asemenea, o abdicare voluntară a României de la a avea o piață de capital robustă, ca motor al creșterii și prosperității pe termen lung și de la a participa la cursa globală pentru inovare. Există națiuni care beneficiază de dinamismul pietelor proprii de capital, care generează cote impresionante din PIB. România, cu o dimensiune relativ importantă a populației, capital intelectual bine educat și resurse naturale bogate are șansa să creeze/dezvolte o piață de capital care să contribuie la stabilizarea economiei țării. România are, de asemenea, oportunitatea de a forma o construcție unică în lume care să genereze prosperitate, bazată pe agricultură și sectorul financiar drept piloni principali. Încă nu este prea târziu.

IMPACT NEGATIV asupra pieței de capital din România și a întregii economii:

- ▼ Proces de lungă durată și complicat de deschidere de către investitorii străini a unui cont de valori mobiliare în România
- ▼ Proces de lungă durată, complicat și costisitor de a fi conform fiscal în România
- ▼ Obstacole pentru noii investitori să investească în companii românești
- ▼ Procese greoaie pentru exercitarea unor drepturi fundamentale ale investitorilor (ex: dreptul de a primi dividende, dreptul de vot în AGA)
- ▼ Scăderea încrederii investitorilor în piața de capital din România
- ▼ Descurajarea investițiilor în companii românești listate la bursă
- ▼ Lipsa noilor investitori și valorile de tranzacționare mici care determină probleme de lichiditate și subevaluare și astfel reduc atractivitatea pieței de capital din România
- ▼ Număr limitat de investitori locali și internaționali pe piața de capital din România
- ▼ Influxuri de capital mai mici de la investitori
- ▼ Atractivitate redusă pentru investitori de a participa la oferte publice, precum și pentru emitenți de a emite valori mobiliare pe piața de capital din România
- ▼ Executarea mai dificilă a ofertelor publice de acțiuni și obligațiuni
- ▼ Acces limitat la fondurile necesare dezvoltării companiilor locale
- ▼ Numeroasele amânări de noi investiții, care împiedică crearea de locuri de muncă și încasarea de sume mai mari la bugetul de stat
- ▼ Încetinirea dezvoltării economice și a creșterii PIB-ului

II. OPT BARIERE SISTEMICE

I. ACCESUL LA PIAȚA LOCALĂ

Deschiderea unui cont în România poate să dureze până la 6 luni;
în piețele dezvoltate din ECE durează câteva ore

Situația actuală:

- Investitorii instituționali sunt obligați să furnizeze o **DOCUMENTAȚIE** extensivă în original și copii legalizate (și uneori apostilate) în momentul deschiderii unui cont de valori mobiliare în România. Pentru a putea tranzacționa pe piața de capital din România, investitorii instituționali au nevoie¹, de obicei, de deschiderea² unui cont de custodie și de unul sau sau mai multe conturi la societăți de servicii de investiții financiare – SSIF/instituții de credit, pentru a putea tranzacționa
- Interpretarea de către SSIF/instituții de credit a unor reglementări, precum: Know Your Client ('KYC') sau Customer Due Diligence ('CDD'), de cunoaștere a clienței, directivele UE pentru prevenirea spălării banilor și a altor reglementări internaționale legate de activitatea custozilor – au ca rezultat o listă lungă de documente pe care investitorii sunt obligați să le furnizeze, semnate

de către reprezentantul legal. Diversitatea mare a acestor documente și forma acestora (în original, traduse, notarizate, apostilate) fac ca acest proces să fie foarte dificil, costisitor și consumator de timp, durata de realizare fiind de la câteva săptămâni până la câteva luni – fapt ce prelungește exagerat procesul de deschidere a unui cont

- Nu sunt recunoscute **PERSOANELE ÎMPUTERNICITE INTERN** să acționeze ca reprezentanți autorizați ai investitorilor instituționali pe baza documentelor legale, altele decât cele constitutive. Abordarea din România este diferită de abordarea din alte jurisdicții și îngreunează activitatea investitorilor străini, în special în comparație cu alte piețe din Europa
- **ÎNREGISTRAREA FISCALĂ**, considerată în practică drept următorul pas obligatoriu pentru a putea începe tranzacționarea în România, este extrem de greoaie (vezi Bariera Nr. 2)

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influență negativă directă asupra factorului de deschidere către acționariat străin
- ▼ Posibilă influență asupra factorului de mărime și lichiditate a pieței

¹ Un custode local nu este necesar dacă investitorul străin tranzacționează direct în România

² În unele cazuri contul este indirect, nu este contul direct al investitorului, ci trece printr-un prime broker sau custode global

SOLUȚII

- ▲ Recunoașterea inclusiv a REPREZENTANȚILOR AUTORIZAȚI, ca alternativă la reprezentanții legali în cazul investitorilor persoane juridice. Aceasta include, de asemenea, recunoașterea reprezentanților autorizați în baza de date a Depozitarului Central
- ▲ Acceptarea DOCUMENTELOR originale dacă sunt în limba engleză, eliminarea pe cât posibil a necesității furnizării traducerilor legalizate
- ▲ Reducerea volumului de DOCUMENTE ce trebuie semnate, prin includerea de link-uri către site-urile companiilor de servicii de investiții financiare, de ex. "Documentul de prezentare" al unei companii de servicii de investiții financiare să conțină referințe la pagina web a companiei
- ▲ Impunerea unor interpretări și îndrumări pentru Participanții la piață care să minimizeze formalitățile în privința DOCUMENTAȚIEI necesare, cu accent pe protecția intereselor clienților
- ▲ Simplificarea CERINȚELOR DE CONFORMITATE pentru evenimentele corporative și votul prin procură (vezi Bariera Nr. 3)

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: **Autoritatea de Supraveghere Financiară, Depozitarul Central**

2. CONFORMITATEA FISCALĂ A INVESTITORILOR

Un număr semnificativ de investitori au decis să nu investească în România când au descoperit procedurile lungi, complicate și costisitoare de conformitate fiscală

Situația actuală:

- Legislația fiscală din România este împovărătoare și excesiv de formală comparativ cu cele mai multe alte jurisdicții
- Există incertitudini legate de OBLIGAȚIILE DE RAPORTARE în România în cazul în care nu se datorează niciun impozit (abordări diferite ale autorităților locale)
 - Chiar dacă România are o rețea extinsă de Convenții de Evitare a Dublei Impuneri (CEDI) încheiate cu peste 80 de țări, pe baza cărora venitul obținut de către un investitor străin este exceptat de la plata impozitului în România, obligațiile de raportare (de ex. numirea unui reprezentant fiscal, înregistrarea fiscală și depunerea declarațiilor fiscale cu valoare nulă) sunt obligatorii în România, în comparație cu alte țări din UE, cum ar fi Austria, Italia sau Polonia, unde înregistrarea fiscală are loc doar în cazul inexistenței CEDI, sau în cazul în care CEDI alocă dreptul de a impozita câștigurile de capital acestor țări
- Autoritățile fiscale au furnizat în timp (prin scrisori neangajante) răspunsuri contradictorii la aceleași întrebări ale investitorilor străini
- Precizări neclare în Codul Fiscal referitoare la aplicarea CEDI în cazuri speciale, în principal în cazul investitorilor fără personalitate juridică (asocieri fără personalitate juridică)
- Procedura de înregistrare fiscală și obținerea unui COD FISCAL în România este complexă și poate dura până la 1 lună

- Înregistrarea fiscală în România se dovedește relativ greoaie și implică numeroase documente (unele dintre acestea fiind foarte greu de obținut) traduse și apostilate, furnizate pe suport hârtie către autoritățile fiscale
- Procesul de înregistrare durează minim 15 zile și până la 1 lună de la furnizarea documentelor, dacă se solicită documente suplimentare
- Diferențele de reglementare dintre România și alte țări fac dificilă sau chiar imposibilă obținerea unor documente de la investitori nerezidenți
- Este neclar în ce sector sau ce autoritate locală ar trebui să înregistreze investitorul străin în scopuri fiscale
- Există abordări diferite în ceea ce privește obligativitatea numirii unui **REPREZENTANT FISCAL** (Codul Fiscal spune că această numire este opțională)
 - Majoritatea investitorilor străini care decid să investească în România optează pentru un Reprezentant Fiscal pentru a se conforma fiscal (de ex. Art. 30 din Codul Fiscal și Art. 18 din Codul de Procedură Fiscală), chiar dacă nu se înregistrează nicio obligație fiscală în România
- Definiția foarte largă a unei companii **IMOBILIARE** are influență asupra reglementărilor fiscale aferente tranzacționării pe piața de capital
- Din perspectiva fiscală, o companie imobiliară este o companie care deține proprietăți imobiliare în proporție de peste 50% din activele imobilizate. Ca o practică generală, alte țări aplică pragul de 50% la activele totale în loc de activele imobilizate
- Astfel, interpretând definiția din Codul Fiscal referitoare la clasificarea companiilor imobiliare, pot fi incluse și alte companii listate, care într-adevăr pot deține mai mult de 50% din activele imobilizate în proprietăți imobiliare, dar acestea nu sunt companii imobiliare din punct de vedere al activității lor de bază
- Mai mult, în anumite situații **CEDI** (de ex. Austria – România) nu acordă scutiri de la impozitarea câștigurilor de capital, ca urmare a vânzării de acțiuni în companii din România ale căror active constau în principal sau în întregime din proprietăți imobiliare și care pot fi taxate atât în România cât și în țara unde vânzătorul este localizat
- Confuzie între **REPREZENTANT FISCAL** și **ÎMPUTERNICIT FISCAL**
 - Reglementările fiscale curente se referă la cele două entități, reprezentant fiscal și împuternicit fiscal, dar diferența dintre aceștia este neclară, în special, în ceea ce privește responsabilitatea fiecăruia în privința conformității fiscale în legătură cu impozitarea câștigurilor de capital

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influență negativă directă asupra factorului de deschidere către acționariat străin
- ▼ Posibilă influență asupra factorului de mărime și lichiditate a pieței

SOLUȚII

- ▲ Eliminarea oricărui OBLIGAȚII DE RAPORTARE în cazul în care în România nu se înregistrează impozit de plată, de ex. în situația în care se aplică CEDI – similar abordării folosite în alte țări din UE, precum Austria, Italia sau Polonia, unde înregistrarea fiscală are loc doar în cazul inexistenței CEDI, sau în cazul în care CEDI alocă dreptul taxării câștigurilor de capital acestor țări
- ▲ Eliminarea incertitudinii prin adoptarea unor reglementări CLARE aplicabile cazurilor cel mai des întâlnite, și, de asemenea, reglementări specifice pentru cazuri speciale (de ex. investitori fără personalitate juridică)
- ▲ SIMPLIFICAREA PROCEDURII de înregistrare fiscală, astfel încât să dureze puțin, înregistrarea să fie ușoară, de ex. existența unor formulare electronice standardizate fără cerințe suplimentare de traducere a diferitelor documente corporative
 - Un proces scurt și simplu de obținere a codului fiscal în România
- ▲ TOATE PROCEDURILE în fața Autorităților Fiscale să fie făcute de către investitorul străin personal sau prin reprezentanții săi autorizați
- ▲ Modificarea definiției unei COMPANII IMOBILIARE, pentru a evita includerea unor alte tipuri de companii listate în categoria companiilor imobiliare

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: **Ministerul Finanțelor Publice**

3. NERESPECTAREA DREPTURILOR CORPORATIVE ALE INVESTITORILOR

Participarea și votul investitorilor în Adunările Generale ale Acționarilor ar trebui să fie foarte simple

Situația actuală:

- Dificultăți în utilizarea PROCURILOR pentru votul în cadrul Adunărilor Generale ale Acționarilor
- Legislația românească solicită existența Procurii speciale (Procura) care stipulează votul exact al acționarului la fiecare punct de pe ordinea de zi a Adunării Generale a Acționarilor (AGA). Împuternicitul trebuie să urmeze instrucțiunile de vot. Acest lucru atrage de la sine obligația de a emite o nouă Procură pentru fiecare AGA în parte și pentru fiecare emitent în parte, restricționează capacitatea investitorilor de a reacționa ad-hoc la evenimente curente și la dezbaterile din AGA și nu le permite utilizarea procurii generale emise la momentul deschiderii contului de valori mobiliare. Per ansamblu, această cerință reduce semnificativ capacitatea investitorilor instituționali de a vota
- Potrivit Legii Pieței de Capital, Regulamentului 6/2009 și a Dispunerii de Măsuri ASF 26/2012,

Procura trebuie să fie în original, ștampilată și semnată, fără îndeplinirea altor formalități. Atunci când acționarul mandatează o instituție de credit - custode, Procura specială trebuie să fie însoțită de o declarație pe proprie răspundere a instituției de credit. Aceste obligații pot intra în conflict cu Directiva 2007/36/CE privind exercitarea anumitor drepturi ale acționarilor în cadrul societăților comerciale listate și complică semnificativ procesul de vot al investitorilor instituționali

- Timpul pentru pregătirea acestei Procuri este, în practică, unul extrem de limitat și face uneori foarte complicată dacă nu chiar imposibilă emiterea ei de către investitorii străini. Acest lucru este determinat mai ales de faptul că, pentru a obține Procura, trebuie să cunoști ordinea de zi a adunării care, în unele cazuri, devine finală cu doar 10 zile înainte de adunare, în timp ce Procura trebuie livrată cu 48 de ore înainte de AGA. Drept urmare, în practică, uneori rămân doar 6 zile lucrătoare

disponibile pentru pregătirea Procurii care ar trebui să includă toate instrucțiunile de vot, precum și pentru ștampilarea, semnarea și traducerea acesteia (în cazul în care Procura nu este în engleză sau română). În cazul în care acționarul mandatează o instituție de credit - custode, Procura trebuie acompaniată de o declarație pe proprie răspundere a instituției de credit

• **PROCEDURI DE VOT complicate**

- În prezent, procedurile de vot în cadrul AGA sunt dificile și necesită timp de pregătire îndelungat și multă documentație de depus pentru ca voturile să fie luate în considerare. Acest lucru e posibil să intre în conflict cu Directiva 2007/36/CE privind exercitarea anumitor drepturi ale acționarilor în cadrul societăților comerciale cotate la bursă
 - Interpretarea și aplicarea diferită de către emitenți a Regulamentului 6/2009 și a Dispunerii de Măsuri 26/2012 emisă de ASF privind documentele corporative ce trebuie prezentate emitentului pentru a putea participa la AGA generează confuzie în rândul investitorilor
 - Dificultăți în privința votului prin reprezentant
 - A se vedea secțiunea de mai sus, respectiv Procura
 - Votul prin corespondență sau electronic necesită timp și efort pentru a fi utilizat, astfel că votul la distanță rămâne complicat de utilizat de către investitori
- Necesitatea furnizării unui set amplu de **DOCUMENTE CORPORATIVE** pentru exercitarea unor drepturi ale investitorilor
- Investitorilor le este solicitat să furnizeze multe documente corporative de diverse tipuri în numeroase situații, de ex. când deschid un cont de valori mobiliare (a se vedea Bariera Nr. 1), când doresc să voteze în cadrul AGA (a se vedea punctul de mai sus, **PROCEDURI DE VOT**) sau atunci când primesc dividende. Acest lucru implică o documentație stufoasă și costuri aferente, mai ales în condițiile în care multe documente trebuie actualizate de fiecare dată când un investitor își exercită drepturile sale

- Metodele diferite de înregistrare a unei companii în alte jurisdicții, care nu sunt recunoscute de legislația românească (de ex. trusturi, fonduri cu mai mulți manageri) și implicit de către emitenții români. De fiecare dată setul de documente trebuie agreat cu emitentul, ceea ce generează confuzie, mai ales în contextul în care emitenții sunt conservatori și au aversiune față de risc și solicită multe documente care nu sunt neapărat relevante. Acest aspect determină și creșteri ale costurilor operaționale ale emitenților
 - Pe lângă cerințele de documente, în practică, unii emitenți solicită și traducerea în română, precum și autentificarea acestor documente, fapt ce duce la creșterea substanțială a costurilor și necesită timp suplimentar
 - Acest aspect poate fi perceput ca un comportament discriminatoriu ce favorizează investitorii români care pot să ofere documente nou emise (potrivit legislației românești toate entitățile sunt înregistrate la Registrul Comerțului și emiterea de noi extrase poate fi solicitată oricând) și nu este necesară traducerea sau autentificarea acestora
 - Birocrația excesivă duce la limitarea drepturilor legitime ale investitorilor
- Opțiuni limitate de convocare a **ADUNĂRII GENERALE A ACȚIONARILOR**
- Convocarea AGA este dificilă pentru investitorii minoritari întrucât inițiativa de convocare a AGA este atribuită, prin lege, exclusiv directoratului / consiliului de administrație al companiei
 - Singura cale de atac a abuzului directoratului / consiliului de administrație care refuză să convoace AGA este acțiunea în justiție prin care acționari care dețin cel puțin 5% din acțiunile companiei solicită instanței convocarea adunării generale
 - Această procedură este îndelungată, având o durată aproximativă de un an în sistemul judiciar românesc actual, ceea ce, în practică, anulează conceptul unui remediu real la abuzul de putere din partea directoratului / consiliului de administrație

- Lipsa **RAPORTĂRII** complete în limba engleză a evenimentelor corporative
- Majoritatea companiilor listate publică rapoarte numai în limba română. Acestea includ situațiile financiare, rapoarte ale managementului, alte anunțuri obligatorii, convocările AGA, deciziile AGA, etc. Este dificil pentru investitorii străini să urmărească activitatea companiilor listate în

România, întrucât trebuie să-și traducă toate rapoartele emise de aceste companii în engleză sau alte limbi. Acest lucru implică pe lângă costuri, timp consumat, generând întârzieri substanțiale în înțelegerea deplină a situației și, drept urmare, în luarea unei decizii de investiții – a fi rezolvat de către Bursa de Valori București

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influența negativă directă asupra factorului de deschidere către dețineri străine – drepturi egale pentru investitorii străini

SOLUȚII

- ▲ Introducerea și acceptarea unei PROCURI GENERALE DISCREȚIONARE – cu perioada de valabilitate sau fără perioadă de valabilitate (și acoperind astfel mai multe AGA și mai mulți emitenți) sau acceptarea Procurii generale primite de custozii și brokerii la momentul deschiderii contului
- ▲ Să nu se solicite pentru exercitarea drepturilor de vot în AGA – indiferent de modalitatea de exercitare a votului - DOCUMENTE ADIȚIONALE, cu excepția actului de identitate și a Procurii
- ▲ Actualizarea și utilizarea BAZEI DE DATE A DEPOZITARULUI CENTRAL a acționarilor și a reprezentanților legali sau autorizați pentru a servi ca dovadă a deținerii și reprezentării, combinată cu recunoașterea brokerilor și custozilor ca reprezentanți autorizați ai clienților lor
- ▲ SIMPLIFICAREA votului prin corespondență și electronic
- ▲ Permitearea depunerii DOCUMENTELOR CORPORATIVE în limba engleză
- ▲ Introducerea PROCEDURII DE LITIGIU ACCELERAT cu privire la situațiile în care investitorii minoritari ce dețin mai mult de 5% din drepturile de vot solicită tribunalului să convoace AGA sau să fie permisă CONVOCAREA DIRECTĂ a AGA de către acționari semnificativi în situația în care directoratul / consiliul de administrație refuză să convoace la solicitarea lor, în conformitate cu practica internațională CONFORMAREA cu Standardele de Piață ale Uniunii Europene pentru Procesarea Evenimentelor Corporative
- ▲ Includerea DEFINIȚIILOR pentru Ex-Data, Data de Înregistrare și Data de Plată în Legea Pieței de Capital, potrivit standardelor menționate mai sus

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: **Autoritatea de Supraveghere Financiară**

4. LIPSA UNEI PROCEDURI DE PLATĂ A DIVIDENDELOR CĂTRE INVESTITORI ALINIATĂ LA STANDARDELE INTERNAȚIONALE

Investitorii trebuie să apeleze la diverse mijloace pentru a-și primi dividendele în loc să fie deserviți automat

Situația actuală:

- Diverse modalități de plată a DIVIDENDELOR
 - În prezent, dividendele sunt plătite direct de către emitenți, prin intermediul băncilor sau a Depozitarului Central, fiecare emitent având propriile proceduri și termene de plată a dividendelor
 - Documentele solicitate de către emitenți pentru plata dividendelor către acționari diferă de la un emitent la altul. Tratatamentul anumitor tipuri de investitori (de exemplu, a companiilor din alte jurisdicții) este diferit de la un emitent la altul. Este deosebit de dificil pentru custozii să primească dividendele în numele propriilor clienți (în special, pentru investitorii străini care nu sunt înființați ca societate pe acțiuni)
- Dreptul investitorilor de a primi dividende este de mult ori restricționat urmare a întârzierilor excesive a plății acestora sau chiar neplata din cauza neprezentării anumitor documente de către acționari emitenților sau refuzul emitenților de a accepta anumite documente
- ÎNTÂRZIERI la plata dividendelor
 - Intervalul de timp dintre decizia de acordare a dividendelor și plata efectivă a acestora către investitori se poate extinde până la 6 luni de la Adunarea Generală a Acționarilor în care s-a decis plata dividendelor. Mai mult decât atât, în cazul întârzierilor de plată a dividendelor ce depășesc perioada legală de 6 luni se poate solicita doar dobânda legală, fără alte sancțiuni

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influență indirectă negativă asupra factorului de lichiditate

SOLUȚII

- ▲ Implementarea unui sistem uniform și centralizat de plată a dividendelor cu scopul:
 - Simplificării procedurii de încasare a dividendelor
 - Micșorarea intervalului de timp dintre decizia de acordare a dividendelor și plata efectivă a acestora
- ▲ Respectarea Standardelor de piață ale Uniunii Europene pentru Procesarea Evenimentelor Corporative referitoare la distribuția dividendelor
- ▲ Distribuția dividendelor să fie realizată prin intermediul Depozitarului Central și al Participanților săi
 - Încasarea dividendelor să se realizeze fără a fi necesară dovedirea de către acționar a acestui drept pentru fiecare operațiune (dovada să fie furnizată de către sistemul Depozitarului Central)
- ▲ Implementarea plății dividendelor în timp real

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: Autoritatea de Supraveghere Financiară

5. COST EXCESIV AL PARTICIPĂRII LA PIAȚĂ

Instituțiile și participanții la piața din România nu sunt competitivi pentru că nu pot concura prin reducerea comisioanelor percepute investitorilor. Accesul la piața este foarte scump și descurajează investitorii și intermediarii să tranzacționeze în România

Situația actuală:

- România este una dintre cele mai scumpe piețe din Europa Centrală și de Est, atât pe baza comisioanelor de tranzacționare percepute de BVB și de ASF, cât și din cauza altor taxe administrative

- Comparație a taxelor percepute de alte burse din ECE – Tabel 1
- Cele mai importante comisioane și tarife ale reglementatorilor – Tabel 2

Tabel 1: Comparație a taxelor percepute de alte burse din ECE (exclusiv acțiuni)

Bursa (Țara de origine)	Comisioane de tranzacționare	
	Comision standard (%)	Comentarii (RON – la sfârșitul lui 2013)
Bursa din Atena (Grecia)	0,0125	
Bursa din Belgrad (Serbia)	0,1	
Bursa de Valori București (Romania)	0,117, vânzător	
	0,045, cumpărător	
Bursa din Budapesta (Ungaria)	0,015	min 0,75 RON și max 525 RON (min. 27.000 RON pe an)
Bursa din Bulgaria	0,075, min. 2,3 RON	pentru tranzacții ce nu depășesc 114 mil. RON
	85.500 RON + 0,0375, pentru ce depășește 114 mil. RON	pentru tranzacții ce depășesc 114 mil. RON
Bursa din Praga (Republica Cehă)	0,04	min 1,6 RON - max 640 RON pe ordin și zi
Bursa din Viena (Austria)	Clasa de lichiditate 1 (≤ 669 mil. RON): 0,04 Clasa de lichiditate 2 (669-1,115 mil. RON >): 0,03 Clasa de lichiditate 3 (>2,007 RON mil.): 0,02	clasa de lichiditate se determină lunar max: 401 RON pe ordin
Bursa din Zagreb (Croatia)	0,08	pentru valoare de tranzacționare zilnică mai puțin de 3,5 mil. RON
	0,06	valoare de tranzacționare zilnică între 3,5 mil. RON și 11,6 mil. RON
	0,02	valoare de tranzacționare zilnică peste 11,6 mil. RON
Bursa din Varșovia (Polonia)	≤ 108 mii RON: 0,033 0,1 – 2,2 mil. RON >: 0,024 > 2,2 mil. RON: 0,010	min 1,08 RON max 950 RON pe ordin

Sursa: Analiză BVB

Tabel 2: Cele mai importante comisioane și tarife ale reglementatorilor

Categorie de venituri (RON la sfârșitul 2013)	Autoritatea de Supraveghere Financiară din România (nivel maxim)	Czech National Bank	Croatian Financial Services Supervisory Agency	Bulgarian Financial Supervision Commission	Polish Financial Supervision Authority- PFSA
Cotă din valoarea tranzacțiilor derulate pe orice piață reglementată, cu excepția piețelor reglementate de instrumente financiare derivate	0,08% ³	0	0	n/a	Variabil, nu % pe tranzacții per se ⁴
Cotă din valoarea activului net al organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare	0,1%	0	0,001‰-0,04‰	3.600-7.500 RON / an	Variabil ⁵
Cotă aplicată la veniturile din exploatare percepută pentru monitorizarea entităților supravegheate, cu excepția societăților de investiții	1%	0	0,3‰ - 0,5‰	5.000- 9.300 RON / an	Variabil ⁶
Cotă din valoarea ofertelor publice de vânzare	0,5%	0	0,2%	0	0.015% - non acțiuni 0.03%-alte instrumente max. RON 56.000 ⁷
Cotă din valoarea ofertelor publice de cumpărare-preluare	1,5% (cumpărare) 2% (preluare)	0	0,2%	0	n/a
Emiterea unui act individual de soluționare a cererii de autorizare a societăților de servicii de investiții financiare / sucursalelor intermediarilor	15.000 RON	~ 16.000 RON	3.000-30.000 RON	9.800-23.200 RON	20.000 RON
Emiterea unui act individual de soluționare a cererii de înscriere în Registrul C.N.V.M. a instituțiilor de credit din România ca intermediar	20.000 RON	~ 16.000 RON	3.000-30.000 RON	12.300 RON	20.000 RON
Aprobarea anunțului întocmit în vederea exercitării dreptului prevăzut la art.206 din Legea nr.297/2004	20.000 RON	0	0	0	0
Tarif perceput pentru emiterea unui act individual de soluționare a cererii de interpretare oficială a reglementărilor	7.500 RON	0	2.300 RON	0	0

Sursa: ASF, Analiză BVB

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influență directă asupra factorului de eficiență a cadrului operațional (tranzacționare)
- ▼ Posibilă influență asupra factorului de mărime și lichiditate a pieței

³ Suportate de către cumpărător

⁴ Bugetul KNF este acoperit jumătate de GPW și KDPW și include aceste costuri în comisionul de tranzacționare, dar KNF nu percepe un comision fix procentual pe tranzacții

⁵ Firmele de investiții, bursa de valori, Depozitarul Național de Valori Mobiliare, alte entități sunt obligate să plătească taxe pentru PFSA pentru supravegherea de către autoritate. Comisioanele sunt calculate pe baza valorii tranzacționate (ca procente) de către un grup respectiv de entități supravegheate

⁶ Ibidem

⁷ Dacă acțiunile sau instrumentele financiare vor fi listate pe bursă/sistem alternative de tranzacționare, tariful nu se aplică

SOLUȚII

- ▲ REDUCEREA treptată și permanentă a comisioanelor percepute la tranzacționare și în cazul ofertelor publice pe piața de capital românească și sincronizarea lor cu reducerea comisioanelor percepute de către participanții la piață, recuperate prin volume mai mari
- ▲ Reglementarea și supravegherea pieței ar trebui să fie finanțată pe baza unor volume de tranzacționare mari și comisioane mici și nu pe baza unor volume de tranzacționare foarte mici și comisioane exagerat de mari, așa cum este în prezent; economia țării este astfel prejudiciată în loc să fie ajutată de către sectorul financiar

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: Autoritatea de Supraveghere Financiară, Bursa de Valori București

6. NECLARITĂȚI PRIVIND ASPECTE FISCALE AFERENTE TRANZACȚIONĂRII PE PIAȚA DE CAPITAL

Problemele fiscale afectează negativ valoarea tranzacțiilor pe piața de capital, având ca rezultat venituri reduse către bugetul de stat

Situația actuală:

- Prevederi neclare privind regimul fiscal și cerințele de conformitate aplicabile ALTOR TIPURI DE TRANZACȚII DECÂT TRANZACȚIILE SIMPLE DE VÂNZARE/CUMPĂRARE DE ACȚIUNI

- Lipsa unor dispoziții specifice cu privire la impozitarea tranzacțiilor cu instrumente financiare, altele decât cele cu acțiuni, de exemplu, obligațiuni, instrumente financiare derivate bazate pe opțiuni, mărfuri, indici, valute, sau pentru două sau mai multe dintre cele mai sus menționate

- Lipsa unor reglementări specifice cu privire la modul în care sunt calculate câștigurile de capital din tranzacțiile cu instrumente hibride (calcul pe fiecare tip de instrument sau pe baza portofoliului în ansamblu și implicit a modului în care se face raportarea pierderilor)

- Neclaritatea REGULILOR DE COMPENSARE

- Mod neclar în care se realizează compensarea între câștigurile de capital obținute și pierderile înregistrate pentru fiecare tip de instrument financiar tranzacționat (acțiuni, instrumente cu venit fix, produse derivate bazate pe opțiuni, mărfuri, indici bursieri, valute și altele); de asemenea este neclar dacă la stabilirea modalității de taxare se va considera țara de rezidență a bursei pe care se tranzacționează instrumentul sau țara de rezidență a emitentului

- Prevederi neclare privind COSTURILE DE TRANZACȚIONARE

- Lista incompletă a costurilor de tranzacționare considerate ca atare de reglementările fiscale (conform Codului Fiscal și a normelor metodologice aferente, costurile de tranzacționare se referă la comisioane, taxe și orice alte sume plătite în legătură cu achiziționarea de acțiuni; nu se face referire la costurile din momentul vânzării și nu există prevederi în ceea ce privește, de exemplu costul împrumutului pentru achiziția de acțiuni, împrumutul de acțiuni și alte tipuri de costuri care au impact asupra tranzacțiilor de pe bursă)
- Legislația fiscală actuală în cazul persoanelor fizice este neclară în privința costurilor care pot fi deduse în momentul calculării câștigului de capital și pentru ce tip de tranzacții

- Neclarități privind aplicarea taxei de timbru/ regimului de impozitare pentru operațiunile de ÎMPRUMUT ȘI VÂNZAREA ÎN LIPSĂ ale instrumentelor financiare

- Lipsa prevederilor legale referitoare la câștigul/pierdere din activitatea de împrumut de acțiuni
- Lipsa conceptului de impozitare a vânzărilor în lipsă

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influență directă asupra eficienței operaționale (tranzacționare)

SOLUȚII

- ▲ Introducerea prevederilor privind impozitarea operațiunilor de ÎMPRUMUT de instrumente financiare
 - Adăugarea unei excepții de la definiția transferului titlurilor de participare pentru a se exclude astfel operațiunile de împrumut de valori mobiliare (de exemplu, transferul de valori mobiliare care fac obiectul unui împrumut și al transferurilor de garanții)
 - Includerea specificațiilor privind operațiunile de împrumut de instrumente financiare în reglementările comune ale Ministerului Finanțelor Publice și ale Autorității de Supraveghere Financiară (instrumentele financiare sunt împrumutate, apoi vândute pe piață, urmând ca ulterior acestea să fie răscumpărate de pe bursă pentru a fi înapoiate împrumutătorului; din acest motiv, impozitarea ar trebui să se realizeze în momentul cumpărării acțiunii și nu în momentul operațiunii de vânzare)
- ▲ Introducerea conceptului de VÂNZARE ÎN LIPSĂ (SHORT SELL) prin prevederi clare privind:
 - baza de taxare, fie prin definirea i) termenilor: inițierea tranzacției și finalizarea tranzacției fie ii) calcularea câștigului
 - deținătorul beneficiar versus deținătorul legal
- ▲ Clarificarea legislației privind tratamentul fiscal aplicat tranzacțiilor cu alte instrumente financiare, diferite de acțiuni
 - Tratatul fiscal de aplicat tranzacțiilor cu instrumente financiare, altele decât cele cu acțiuni, în special, obligațiuni, instrumente financiare derivate bazate pe opțiuni, mărfuri, indici, valute, sau pentru două sau mai multe dintre cele mai sus menționate. Stabilirea modului în care se realizează compensarea între câștig și pierdere pentru toate tipurile de instrumente financiare (acțiuni listate, obligațiuni, instrumente financiare derivate bazate pe opțiuni, mărfuri, indici, valute și altele).
- ▲ Revizuirea listei de COSTURI DE TRANZACȚIONARE, care să cuprindă toate costurile aferente tranzacționării
 - În cazul persoanelor fizice să fie precizat ce costuri pot fi deduse în momentul calculării câștigurilor de capital pentru toate tipurile de valori mobiliare/instrumente și pentru ce tip de tranzacții (specificarea tipului de instrumente financiare, titluri de valoare)
- ▲ Definirea ȚĂRII SURSĂ a venitului pentru persoane fizice pentru anumite tipuri de venituri (respectiv vânzarea de acțiuni, obligațiuni, derivate bazate pe opțiuni, mărfuri, indici, valută sau altele)
 - Clarificarea dacă țara sursă a venitului din transferul instrumentelor financiare este țara de rezidență a bursei pe care se tranzacționează instrumentul sau țara de rezidență a emitentului (țara de rezidență a bursei față de țara de rezidență a emitentului)
- ▲ Includerea prevederilor privind investițiile directe ale investitorilor și cele realizate de clienți discreționari persoane fizice și companii:
 - Includerea prevederilor privind calculul câștigului din transferul instrumentelor financiare pentru clienții discreționari (respectiv dacă trebuie să fie similar investițiilor directe sau similar veniturilor aferente investițiilor în fonduri mutuale);
 - Dacă venitul din transferul instrumentelor financiare poate fi calculat ca total câștiguri (din tranzacțiile din fiecare țară sursă și cu toate instrumentele financiare tranzacționate, care pot include, dar nu se limitează la acțiuni listate, obligațiuni, instrumente financiare derivate bazate pe opțiuni, mărfuri, indici, valute și altele) diminuat cu valoarea totală a pierderilor (din tranzacțiile din fiecare țară sursă și cu toate instrumentele financiare tranzacționate menționate mai sus)

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: **Ministerul Finanțelor Publice, Autoritatea de Supraveghere Financiară**

7. PIAȚA PRIMARĂ

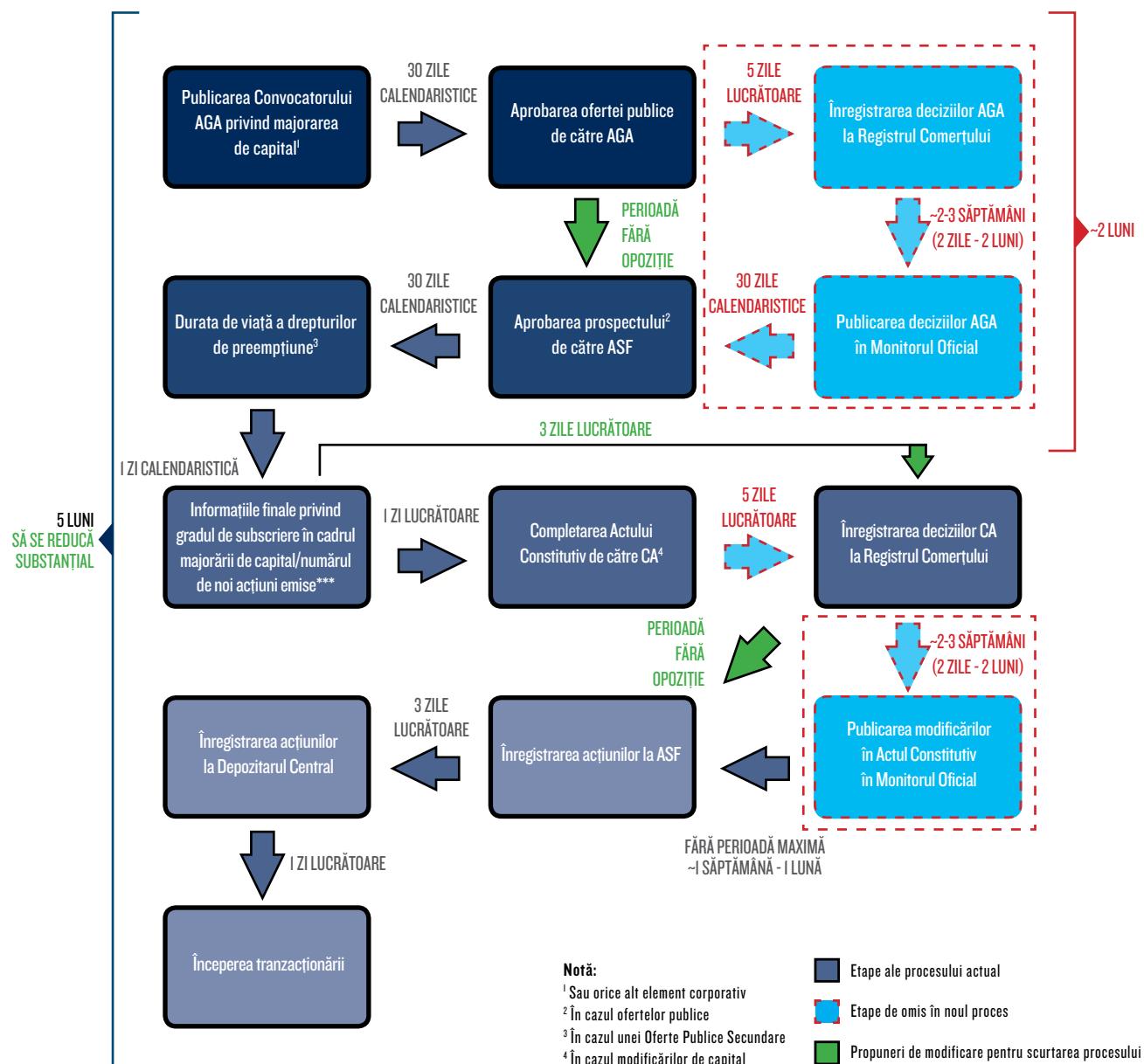
Piața primară funcționează corespunzător atunci când procesele decurg rapid, trecând lin de la o etapă a tranzacției la alta - în caz contrar, crește semnificativ riscul unui impact negativ asupra investitorilor

Situația actuală:

- OFERTE PUBLICE ȘI PROCEDURI DE LISTARE inflexibile și mult prea formale
- Ofertele publice sunt semnificativ mai formale, mai lungi și mai puțin flexibile decât în majoritatea celorlalte țări din UE

- Emitenții se confruntă cu multe obligații formale care nu există în piețele emergente și dezvoltate și care nu crează plusvaloare investitorilor și nu îmbunătățesc integritatea pieței

Procesul curent al derulării unei majorări de capital social și propuneri de modificare



IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă

- ▼ Influență directă asupra factorului de eficiență operațională (reglementarea pieței) și factor de influență asupra lichidității

SOLUȚII

- ▲ Simplificarea derulării OFERTELOR PUBLICE și a PROCEDURILOR DE LISTARE
 - Integrarea și accelerarea avizelor de listare care să permită listarea la sau aproape de închiderea ofertei
 - Renunțarea la perioadele obligatorii de așteptare sau referințe privind durata minimă a unei oferte publice, și a altor tipuri de acțiuni corporative, precum reduceri de capital social, splitarea acțiunilor, consolidarea acțiunilor, fuziuni, divizări etc.
 - a) Aprobarea prospectului să nu depindă de înregistrarea deciziei AGA la Registrul Comerțului, precum și de publicarea deciziei AGA în Monitorul Oficial
 - b) Înregistrarea noilor acțiuni să aibă loc imediat după perioada de distribuire (perioada drepturilor de pre-empțiune sau ofertei publice) și înregistrarea la Registrul Comerțului să fie finalizată în trei zile lucrătoare de la închiderea perioadei de pre-empțiune sau ofertei publice)
 - Simplificarea și eliminarea formalităților pentru emiterea de noi acțiuni și/sau închiderea ofertelor
- ▲ Piața de capital românească trebuie să se bazeze pe INVESTITORI INSTITUȚIONALI LOCALI PUTERNICI. Cei mai importanți investitori locali ar trebui să fie cei care stabilizează piața (în termeni de evaluare), au un orizont de investiții pe termen lung și crează cerere sustenabilă. Acești investitori sunt FONDURILE DE PENSII; prin urmare, un interes deosebit ar trebui să fie acordat politicilor care influențează acest sector, cu scopul de a asigura creșterea lui

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: **Autoritatea de Supraveghere Financiară**

8. PIAȚA OBLIGAȚIUNILOR

Instrumente de finanțare flexibile, însă cu un regim de emisiune învechit și inflexibil

Situația actuală:

- REGIM DE EMISIUNE A OBLIGAȚIUNILOR învechit și inflexibil
- Emisiunea de obligațiuni este guvernată de un regim juridic învechit și inflexibil
- Nu există scutiri la plata impozitului, cu excepția titlurilor de stat
- Obligațiunile negarantate sunt subordonate creditelor bancare
- Obligațiunile convertibile sunt guvernate de dispoziții legale neclare și contradictorii

IMPACT NEGATIV

Reclasificarea MSCI a României de la Piață de Frontieră la Piață Emergentă



- ▼ Influență directă asupra factorului de eficiență operațională (reglementarea pieței) și factor de influență asupra lichidității

SOLUȚII



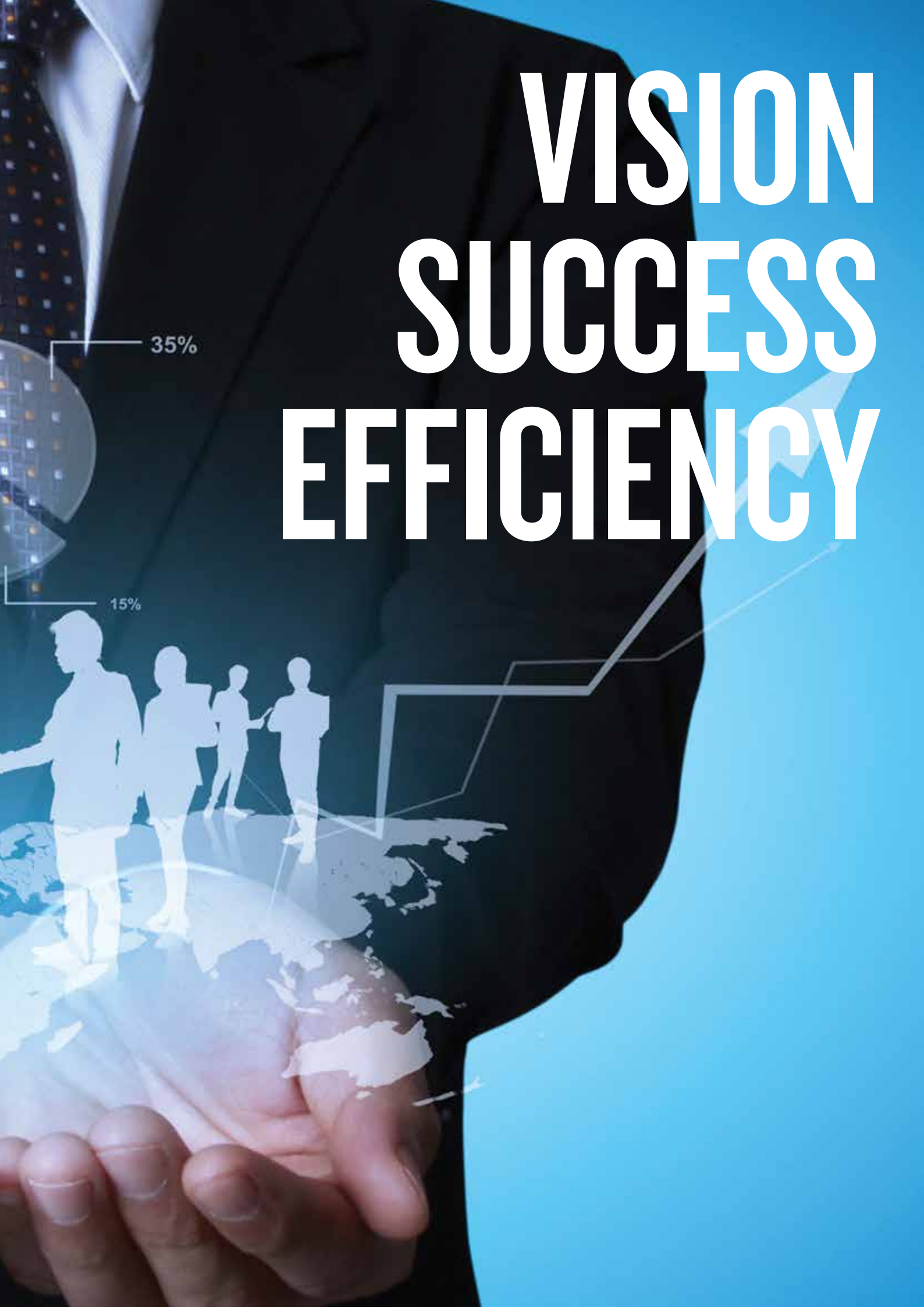
- ▲ Flexibilizarea REGIMULUI DE EMISIUNE AL OBLIGAȚIUNILOR
 - Acceptarea guvernării obligațiunilor de către termenii și condițiile proprii și emiterea lor sub legislația aleasă de emitent
 - Introducerea de scutiri pentru impozitul aplicat, similar titlurilor de stat
 - Realizarea obligațiunilor pari passu datoriei bancare
 - Clarificarea regimului legal al obligațiunilor convertibile
 - Acordarea unor excepții privind investițiile fondurilor de pensii în acțiuni sau obligațiuni emise de companii mari, cunoscute și puternice financiar

Instituția care declanșează, execută și asigură schimbarea: **Autoritatea de Supraveghere Financiară, Ministerul Finanțelor Publice, Parlamentul**



VIZIUNE SUCCESE EFICIENȚĂ

VISION SUCCESS EFFICIENCY



35%

15%

EIGHT SYSTEMIC BARRIERS FOR THE CREATION OF THE MODERN CAPITAL MARKETS IN ROMANIA

Summary of the current situation and proposed solutions to be implemented

I.	INTRODUCTION	29
II.	EIGHT SYSTEMIC BARRIERS	32
1.	Getting access to the market	32
2.	Investors' fiscal compliance	33
3.	Not respecting corporate rights of the investors	35
4.	Lack of international standards with regard to servicing investors' rights for dividends	38
5.	Excessive cost of participation in the market	39
6.	Unclear taxation issues related to capital markets transactions	42
7.	Primary market	44
8.	Bond market	46

www

Select 

25%

35%

25%

15%

2500

2000

1500

1000

500

0

I. INTRODUCTION

1. The paper “Eight systemically important barriers for the creation of the modern capital markets in Romania” presents the obstacles to normal development of the capital markets in Romania. The eight barriers, which the document classifies, are of paramount significance. Maintaining them will equal to having the development of the market slowed down. It may even lead to the extinction of the capital markets in Romania. This may be a consequence of the growing competition between the markets in Europe and worldwide and of a growing awareness of investors and companies that the capital markets is not a viable alternative neither for investing nor for fundraising in Romania.

2. Romanian capital markets, measured by market capitalization of public companies and the value of transactions in primary and secondary markets, is one of the smallest in Europe. This can be partially attributable to the existence of the Barriers. They constitute a powerful impediment to the market providing diversified sources of capital and cause an overall inefficiency of the system designed in theory for the financing of companies and for the allocation of savings’.

3. The Paper’s focus is to identify the Barriers, without removal of which any insightful and aspirational strategy for the capital market can only partially make sense and be successfully implemented. Therefore, actions aimed at removing the Barriers can and should be complemented by other measures and solutions, serving strategic objectives of the Romanian capital markets (Measures for Strategic Objectives). The Barriers and the Measures for Strategic Objectives differ from each other. While the Barriers do not allow some market phenomenon to appear or obviously reduce their intensity to very low levels – hence their removal would signify a radical improvement of the

conditions for the users of capital markets (Investors and Businesses) - the Measures for Strategic Objectives will optimize the system and enhance its competitiveness, possibly also with elements of innovativeness.

Among Barriers were included the market’ access, foreign investors’ fiscal compliance, servicing investors rights, voting or receiving dividends, complex public offers & listing regime for equity and bond markets. The Measures for Strategic Objectives include and cover such problems as corporate governance of listed companies, a disclosure of market-sensitive information, a creation of the Central Counterparty for the transactions flowing from regulated markets, instruments for enhancing the liquidity, strengthening of the base of domestic institutional investors, incentivizing individuals to become directly or indirectly investors in tradable securities and instruments, modernization of the technologies – to name only a few of them. For all of them affecting the market positively and largely, the Barriers must be removed – otherwise the Measures will have very limited impact and remain mainly as theoretical figures.

In addition, alleviating limitations to the free flow of capital in structurally important institutions of the market (investment caps/thresholds in Bucharest Stock Exchange and in the SIFs), strengthening the instruments of vertical integration between the Bucharest Stock Exchange, Central Depository and settlement system, run by DC¹, and rendering more efficient some instruments of corporate governance within the BVB² (optimizing the decision making processes) should complement, accompany and support the implementation of the market reform. This remodelling is particularly important given that the Bucharest Stock Exchange should be one of the leaders, together with the ASF³ - whose role is strategically important, - in implementing the reform targeting the Eight Barriers.

¹ Depozitarul Central - Central Depository

² Bursa de Valori Bucuresti (BVB) - Bucharest Stock Exchange

³ Autoritatea de Supraveghere Financiara - Financial Supervisory Authority

Moreover, The Bucharest Stock Exchange is certainly deemed to be the leader in initiating and implementing of the whole array of Measures for Strategic Objectives.

The ultimate goal of eliminating the Barriers along with implementation of the Measures for Strategic Objectives is to bring Romanian capital markets closer to a potential reclassification by MSCI (Morgan Stanley Capital International) from Frontier Markets to Emerging Markets. The main advantages of the upgrade are greater visibility of Romania worldwide and a straightforward way of attracting a whole new range of investors who are currently not allowed to invest in any Frontier Market.

4. Romanian regulatory framework, which determines market practices, makes the initial participation in the market extremely cumbersome and costly. That results in numerous cases in the past and inevitably in future, if it is not changed, when investors and issuers, have been deterred from participating in the market or have found other markets, outside Romania, responding to their needs and demand. The system of filters, fees, and procedures is time-consuming and the multi-checking is so dense, that it, regrettably, very effectively reduces the number of new investors joining the market. For them one of their first steps must be the opening of a securities account, whether it is for participating in the secondary market, or whether it would be driven by a willingness to participate in IPO transactions. Countries which want to use the capital markets for the well-being of their economies and nations, make efforts to attract global, international and domestic investors that they accumulate savings and fuel the local economy. Ease of access and liquidity are the main features of modern capital markets. This philosophy and praxis is made impossible in Romania. Romania must establish an efficient, fast functioning and effective gateway for international investors, which will translate into higher volumes, higher liquidity and lower cost of capital for businesses. This will be greatly achieved after especially the barriers no. 1, 2, 5, 6 and 7 have been abolished.

5. Romania is one of the very few countries in Europe, which did not manage to introduce all implications of the market architecture typical for electronic system of accounts (dematerialization of securities). These systems serve not only for registering the tradable financial instruments, but are engines assuring the proof of investors' right, and more importantly the reduction of cost and corporate risks. They wonderfully increase the confidence of the investment world, if they are shaped in this way and which is comparable to the validation given by institutions of public trust, like governments or courts. Romania should remove barriers, especially no. 3 and 4, by introducing an uncompromised and unbiased system of prerequisites for execution of voting rights and distribution of dividends and interests should be entirely managed by the system of centralized depository accounts evidencing the entitlements of financial instruments.

If the status quo is maintained, the Romanian capital markets will never enjoy a confidence of investors and the whole system will work in a costly way or not work properly at all, which in turn results in lack of interest of investors and issuers of financial instrument to enter the market and to generate profits for the national economy.

6. Confidence and trust are significantly undermined by the presence of Barriers no. 3, 4 and 5. Other Barriers however jointly contribute to that low level of trust, as they create high liquidity risk and excessive cost. Abolishing all of them will translate into trust which is a necessary component of any capital market. This trust will finally be assigned to the capital market, through high speed flow of information and opinions typical for capital markets, spreads over the whole economy and the whole economy benefits in turn from this effect.

7. Even if the Romanian economy had only bright prospects for the next hundred years and the investable assets would be only of the highest quality, market operations must be attractive in terms of indirect and direct cost. Indirect cost (tied up to liquidity risk) will be reduced by removing of the Barriers and by adop-

tion of Measures for Strategic Objectives.

Direct cost (the fees) will be reduced by the growing scale of the market, but a more imminent action is advisable, targeting the administrative fees borne by the market participants and their clients.

Here another transition is required: from financing the supervision over the market through high fees imposed on low volumes, to financing based on high turnover charged with lower, internationally competitive fees.

The extinction of the capital markets or its permanent state of underdevelopment would threaten the future of the whole society, as one of the main pillars for the job creation, economic development and social security system will have disappeared. It will also mean a voluntary abdication of Romania from having a robust capital markets as one of the engines for long-term growth and prosperity and the abstention in the global race for innovation. There are nations benefiting from the dynamism of their capital markets which generate impressive growth of GDPs. Romania, with relatively important population size, a well-educated intellectual capital and rich natural resources, has a chance to create a capital markets which will stabilize the country's economy. Romania has a unique opportunity for strong economic growth based on agriculture and the financial sector as the two leading pillars. It is not too late yet.

NEGATIVE IMPACT on the Romanian capital markets and the whole economy:

- ▼ Lengthy and unnecessarily complicated process of opening a securities account in Romania for foreign investors
- ▼ Lengthy, complicated and expensive process of being fiscal compliant in Romania
- ▼ Obstacles for new investors to come and invest in Romanian companies
- ▼ Difficult processes for exercising some of investors' fundamental rights (e.g. the right to receive dividends, the right to vote in the GSM)
- ▼ Decrease confidence towards the Romanian capital markets by investors
- ▼ Discouragement from investing in Romanian companies listed on the stock exchange
- ▼ Lack of new investors and low trading values imposing liquidity issues and valuation discounts and thus reducing the attractiveness of the Romanian capital markets;
- ▼ Limited number of domestic and international investors on the Romanian capital markets
- ▼ Smaller inflows of funds from investors
- ▼ Lower attractiveness for the investors to participate in the public offers, and for issuers to place securities on the Romanian capital markets
- ▼ More difficult execution of public offerings, both shares and bonds
- ▼ Reputational damages for Romania and for the whole financial sector
- ▼ Limited access to funds necessary to support development of the local businesses
- ▼ Numerous postponements of the new investments hindering job creation and higher inflows to the state budget
- ▼ Slower economic development and GDP growth

II. EIGHT SYSTEMIC BARRIERS

I. GETTING ACCESS TO THE MARKET

Account opening in Romania may last up to 6 months; in most developed CEE countries it takes few hours

Situation:

- Institutional investors are required to provide extensive **DOCUMENTS** in original along with legalized (and sometimes apostilled) copies when setting up a securities' account in Romania. In order to be able to trade on the Romanian capital markets institutional investors typically needs¹ to be able to access² an account with a local custodian and also with one or more investment firms (financial investment services companies - SSIF/credit institutions) in order to trade
- Investment firms/custodians' interpretations of several regulations - such as Know Your Client ('KYC') and Customer Due Diligence ('CDD'), EU directives for anti-money laundering, and of other international regulations related to custodian activity - result in a long list of documents that investors are asked to deliver and sign by the legal representative. Large scope of documents and their

form (in original, translated, notarised, apostilled) makes it difficult, costly, and very time consuming, and the process can take weeks if not months - which significantly hinders the process of the securities account opening

- There is no recognition of the **INTERNALLY EMPOWERED PERSONS** who act as authorised representatives of the institutional investors on the base of legal documents other than incorporation ones. The Romanian approach is not consistent with the approach in other jurisdictions and makes it very cumbersome for foreign investors to act, especially when compared to other European markets.
- **FISCAL REGISTRATION**, which is in practice perceived as the next obligatory step in order to start trading in Romania, is burdensome (look at the Barrier No 2)

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct negative influence of openness to foreign ownership
- ▼ Potential negative influence on the size and liquidity of the market

¹ A local custodian is not actually required if the foreign investor sets up to trade directly in Romania

² Sometimes the account is indirect, it is not directly an account of the investor, but it goes through a prime broker or a global custodian

SOLUTIONS

- ▲ To recognise also the AUTHORIZED REPRESENTATIVES, as alternative to the legal representatives when dealing with legal entities. Also have legal, duly empowered representative recognised within the Central Depository database
- ▲ To accept original DOCUMENTS if they are in English, eliminate as much as possible requirements to provide legalized translations
- ▲ To reduce the volume of DOCUMENTS to be signed, by including links to the financial investment services companies' websites, e.g. with regard to the 'Document of presentation' of financial investment services companies
- ▲ To impose interpretations and guidelines for the market participants that would minimise formalities when completing the necessary DOCUMENTATION, and favour the protection of clients' interests
- ▲ Simplify COMPLIANCE REQUIREMENTS for corporate actions and proxy voting (see Barrier No 3)

Institution assuring, executing and triggering the change: Financial Supervisory Authority, Central Depository

2. INVESTORS' FISCAL COMPLIANCE

A significant number of investors have decided not to invest at all in Romania when discovering the lengthy, complicated and expensive Romanian fiscal compliance procedures

Situation:

- Romanian fiscal legislation is cumbersome and very formalistic when compared to most other jurisdictions
- There is an uncertainty related to the REPORTING OBLIGATION in Romania in case no tax is due (different local authorities approach)
 - Even if Romania has an extensive network of Double Taxation Treaties ('DTTs') concluded with over 80 countries, based on which the income derived by a foreign investor is exempt from taxation in Romania, reporting obligations (i.e. appointment of a Tax Agent, fiscal registration, and tax return filings with the nil value) may still arise in Romania, as opposed to other European Union ('EU') countries such as Austria, Italy or Poland, where fiscal registration occurs only in case no DTT is in place, or in case the DTT allocates the right to tax capital gains to these countries
 - Tax authorities have provided (through non-binding letters) conflicting answers to the same questions raised by foreign investors
- There are unclear Fiscal Code provisions on the application of DTTs to special cases, mainly to the investors without legal personality (partnerships)
- The procedure of the fiscal registration and getting the TAX NUMBER is lengthy, and can take up to 1 month
 - Fiscal registration in Romania proves relatively burdensome and implies numerous documents (some of which are hard to obtain) translated and apostilled, submitted in the hard copy to the fiscal authority
 - The process of registration lasts minimum 15 days and often up to 1 month from submission of documents, if additional documents are requested
 - The difference in regulations between Romanian and foreign countries makes it difficult, or even impossible, to obtain certain documents from non-resident investors

- It is not clear in which district / with which local authority the foreign investor should register for the fiscal purposes
- There are different approaches to whether a TAX AGENT appointment is mandatory (the Fiscal Code states the appointment as optional)
 - Most foreign investors coming to Romania decide to appoint a Tax Agent in order to comply with the fiscal rules (i.e. by Art. 30 of the Fiscal Code, and art. 18 of the Fiscal Procedural Code), even if no tax liability is due in Romania
- Definition of a REAL ESTATE company is very broad, and it influences the tax provisions related to that on the capital markets transactions
 - In principal in case of real-estate transactions tax due needs to be paid in Romania. The same rule applies when dealing with transactions on the securities of the real-estate company
 - From the fiscal perspective, a real estate company is a company that has more than 50% of the fixed assets represented by the real-estate properties. As a general practice, other countries apply the 50% threshold to the total assets instead of the fixed assets
- Thus, interpreting the Fiscal Code on how to classify real estate companies, some other types of listed companies may be included, which indeed may have more than 50% of their fixed assets represented by assets in real estate, but are not pure real estate companies considering their core business
- Moreover, in certain situations the DTT (e.g. Austria – Romania) does not provide relief for taxation of capital gains incurred from sale of shares in Romanian companies, the assets of which consist wholly or principally of immovable property, that can be, thus, taxed also in Romania and in the country of the alienator
- Confusion in respect with the TAX AGENT vs. EMPOWERED AGENT
 - Current fiscal regulations refer to the two bodies, namely Tax Agent and Empowered Agent, but it is not clear what is the difference between them, especially what is the responsibility of each of them in respect to the capital gain tax compliance

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct negative impact influence on openness to foreign ownership
- ▼ Potential negative influence of the size and liquidity

SOLUTIONS

- ▲ To eliminate any REPORTING OBLIGATIONS in case no tax is due in Romania, e.g. in the situation when DTT applies - similar to the approach used by other EU countries such as Austria, Italy or Poland, when fiscal registration occurs only in case no DTT is in place, or in case the DTT allocates the right to tax capital gains to these countries
- ▲ To remove uncertainty, and have CLEAR APPLICABLE RULES for the general cases, and also specific regulations for special cases (e.g. investors without legal personality)
- ▲ To SIMPLIFY THE PROCEDURE with regard to FISCAL REGISTRATION, so that it is short and easy to register, e.g. by having standardised, electronic forms, with no additional request of various corporate documents translated
 - A short and simple process of getting the tax ID
- ▲ All PROCEEDINGS in front of the Fiscal Authorities to be run either by the foreign investor itself, or through its empowered representative
- ▲ Rephrase the definition of a REAL ESTATE COMPANY, in order to avoid the inclusion of some other types of listed companies as the real estate ones

Institution assuring, executing and triggering the change: the Ministry of Finance

3. NOT RESPECTING CORPORATE RIGHTS OF THE INVESTORS

Participating and voting by investors should be seamless

Situation:

- There are difficulties in using **POWER OF ATTORNEY (PoA)** for voting in GSMs
 - Romanian law requires a specific PoA stating the exact shareholder's vote on each point on the General Shareholders Meeting (GSM) agenda. The PoA holder is not entitled to vote otherwise. This results in the obligation to issue a new PoA for every GSM for every issuer, restricts the ability of investors to react to current events and the debates within the GSM, and does not allow them to use the general PoA issued at the time of securities account opening. Overall, this requirement greatly reduces institutional investors' ability to vote
 - According to the Capital Markets Law, Regulation 6/2009 and ASF decision/measures 26/2012 the specific Power of Attorney (PoA) needs to be delivered in original, stamped and signed without any other formalities. When the shareholder mandates a credit institution - custodian, the PoA must be accompanied by an affidavit given by this institution. These obligations may contravene Directive 2007/36/CE on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, and further significantly complicate voting for institutional investors
- The time to prepare the specific PoA is, in fact, extremely limited, and makes it sometimes very difficult, if not impossible, for foreign investors to make it. This is especially due to the fact that, in order to get the PoA one needs to know the agenda of the meeting which, in some cases, becomes final only 10 days before the meeting, and the PoA needs to be delivered usually 48 hours before the GSM. Therefore, in practice, sometimes there are only 6 business days to prepare the PoA that captures all the votes that need to be expressed at the GSM, to stamp, sign, and translate it (if the PoA is not in English or Romanian). If the shareholder mandates a credit institution - custodian, the PoA must be accompanied by an affidavit given by the credit institution
- **VOTING PROCEDURES** are complicated
- Currently, voting procedures at GSMs are in practice difficult, and require significant time and paperwork to be submitted in order for the votes

- to be taken into account. This may contravene Directive 2007/36/CE on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies
- Different interpretation and application by issuers of the Regulation 6/2009, and of the decision 26/2012 issued by the Financial Supervisory Authority, and published on 20th Dec 2012, with regard to the corporate documents to be presented to the issuer in order to take part in GSM confuses investors
 - Problems with voting by a representative
 - See section above, i.e. Power of Attorney
 - Correspondence and electronic voting require a lot of time and effort to use, so that remote voting remains complicated to use by investors
- Large set of **CORPORATE DOCUMENTS** needs to be submitted in order to fulfil number of investors rights
 - Investors are asked to submit many different kinds of corporate documents, in many situations, i.e. when they open a security account (see Barrier No 1), when they would like to vote on GSM (see point above, **VOTING PROCEDURES**) or receive dividend. This creates a lot of paperwork and costs, especially since many documents need to be updated every time investor would like to exercise his/her investors rights
 - Different incorporation methods of setting up a company in the foreign jurisdictions are not recognised by the Romanian legislation (i.e. trusts, multi managed funds, etc), hence by the Romanian issuers. Each time the set of documents needs to be agreed with the issuer. It is very confusing, especially since issuers are conservative and risk averse, and ask for numerous documents which are not necessarily relevant. It also increases operating costs of the issuers
 - Beyond the documentation requirements, in practice, some issuers require some of these documents to be translated into Romanian and notarised, which substantially enhances costs and is time consuming
 - This can also be interpreted as discriminatory behaviour favouring Romanian investors who are able to provide newly issued documents (according to the Romanian legislation all entities are registered with the Trade Registry, and newly issued excerpts can be required at any time) and no translation/legalization is required
- Excessive bureaucracy results in the boundaries of the entitled investors rights
- Convening options for **GENERAL SHAREHOLDERS MEETING** are limitative
 - Calling the GSM is difficult for minority investors, because the initiative to convene a general shareholders meeting is given, by law, exclusively to the manager/board of directors of the company
 - The only remedy provided for the abuse of a manager/board of directors that refuses to convene a shareholders meeting is a legal action, in which shareholders holding at least 5% of the shares of the company ask the court to convene the shareholders meeting
 - This procedure is lengthy, with the approximate duration of a year in the current Romanian judicial system, which, in fact, defeats the idea of an actual remedy to the abuse of power of the manager/board of directors
 - There is no full corporate actions in **-REPORTING** in English
 - Most of the listed companies publish reports only in Romanian language. These include financial statements, management reports, other mandatory announcements, convening the GSM, decisions of the GSM, etc. It is difficult for the foreign investors to follow the activity of the public companies listed in Romania, as investors need to translate all the reports issued by these companies into English/other languages. This is not only costly, but also time consuming, and it results in substantially delays of full understanding of the situation, and hence, taking an investment decision – this issue is to be settled by the Bucharest Stock Exchange

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct negative influence on the openness to foreign ownership and equal rights for foreign investors

SOLUTIONS

- ▲ To introduce and accept GENERAL DISCRETIONARY PoA – valid for a period of time or not (and thus covering multiple GSMs and all issuers), or to accept the general PoA received by custodians and brokers at the time of the account opening
- ▲ Additional DOCUMENTS, except ID and PoA, should not be required in order to exercise the voting rights in GSM – irrespective of the means of exercising the vote
- ▲ To update and use CENTRAL DEPOSITORY DATABASE of the entitled shareholders and legal/ authorised representatives to serve as a proof of ownership and representation, combined with recognition of brokers and custodians as authorised representatives of their clients
- ▲ To SIMPLIFY correspondence and electronic voting
- ▲ To allow submitting CORPORATE DOCUMENTS in English
- ▲ To allow DIRECT CONVENING GSM by significant shareholders where the director fails to convene at their request, in line with the international practice
- ▲ To COMPLY with the European Union Market Standards for Corporate Actions Processing
- ▲ To include DEFINITIONS of Ex-Date, Record Date and Payment Date in the Capital Markets Law, according to the above-mentioned standards

Institution assuring, executing and triggering the change: Financial Supervisory Authority

4. LACK OF INTERNATIONAL STANDARDS WITH REGARD TO SERVICING INVESTORS' RIGHTS FOR DIVIDENDS

Investors must look for ways to get dividends instead of being serviced automatically

Situation:

- There are many, different ways of **DIVIDEND** payments
 - Dividends are paid currently directly by the issuers through banks or the Central Depository, each issuer having own procedures and terms in respect with dividend payment
 - Set of documents requested by the issuers in order to pay the dividend to shareholders differs from one issuer to another. Treatment of certain types of investors (e.g. companies incorporated in other jurisdictions) is different from issuer to issuer. It is especially difficult for custodians to receive dividends on behalf of their customers (mainly foreign investors that are not set up as joint stock companies)
- Many times it hinders investors rights as dividends are delayed excessively or not paid at all, because of failure to present certain documents or documents are not accepted by the issuers
- **DIVIDEND** payments take a long period of time
- Long period from the decision on the dividend payment from the date when it is effectively paid out to investors – up to 6 months from the GSM which decided to pay the dividends till the actual payment. Moreover, in fact there is no penalty other than requesting a legal interest rate on the amount due, if an issuer fails to pay dividends within the legal required period of 6 months

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Indirect negative influence on the liquidity

SOLUTIONS

- ▲ To create a centralized and uniformed system of paying **DIVIDENDS** in order:
 - To simplify the process of receiving dividends
 - To shorten the time between dividend decision and dividend payment and thus to achieve predictability
- ▲ To comply with the European Union Market Standards for the Corporate Actions Processing with respect to the cash distributions
- ▲ The process of dividend payment to be performed through the Central Depository and its Participants
 - Shareholders to receive dividends without the necessity to prove their dividends rights, for each and every operation (evidence being provided by the Central Depository system)
- ▲ To implement real time dividend payments

Institution assuring, executing and triggering the change: Financial Supervisory Authority

5. EXCESSIVE COST OF PARTICIPATION IN THE MARKET

Romanian capital markets' institutions and participants are not competitive, because they cannot compete by decreasing the fees that investors are charged with. The access to the market is very expensive and it deters investors and intermediaries from trading in Romania

Situation:

- Romania is one of the most expensive markets in CEE, based on fees charged on trading both by BVB and by ASF, and because of other administrative fees.
- Comparison of the fees charged by the numerous stock exchanges – table 1
- ASF main fees – table 2

Table 1: Comparison of the fees charged by several European stock exchanges (shares only)

Stock Exchange (Country of origin)	Trading fees	
	Standard fee, maximum value (%)	Comments (RON - as of and 2013)
Athens Stock Exchange (Greece)	0.0125	
Belgrade Stock Exchange (Serbia)	0.1	
Bucharest Stock Exchange (Romania)	0.117 sell side 0.045 buy side	
Budapest Stock Exchange (Hungary)	0.015	min RON 0.75 and max RON 525 (min. RON 27,000 per year)
Bulgarian Stock Exchange	0.075, min. 2.3 RON	for trades not exceeding RON 114mn
	85,500 RON + 0.0375, of the excess over RON 114mn	for trades of more than RON 114mn
Prague Stock Exchange (Czech Republic)	0.04	min RON 1.6 - max RON 640 per order and day
Vienna Stock Exchange (Austria)	Liquidity class 1 (≤ RON 669mn): 0.04 Liquidity class 2 (RON 669-1,115mn >): 0.03 Liquidity class 3 (> RON 2,007mn): 0.02	Liquidity class calculated on a monthly basis max fee: RON 401 per order
Zagreb Stock Exchange (Republic of Croatia)	0.08	for less than RON 3.5mn daily turnover
	0.06	from RON 3.5mn to RON 11.6mn daily turnover
	0.02	for more than RON 11.6mn daily turnover
Warsaw Stock Exchange (Poland)	≤ RON 108ths: 0.033 RON 0.1 – 2.2mn >: 0.024 > RON 2.2mn : 0.010	min RON 1.08 max RON 950 per order

Source: BVB Research

Table 2: ASF and other regulators main fees

Type of charge (RON as of end of 2013)	Romanian Financial Supervisory Authority (maximum values)	Czech National Bank	Croatian Financial Services Supervisory Agency	Bulgarian Financial Supervision Commission	Polish Financial Supervision Authority -PFSA
Trading	0.08% ³	0	0	n/a	Indirect, not as % on trading per se ⁴
Monthly on net asset value (investment funds)	0.1%	0	0.001‰-0.04‰	RON 3,600-RON 7,500 / year	Variable ⁵
Monthly on operating revenue for monitoring ASF supervised entities (excepting investment funds)	1%	0	0.3‰ - 0.5‰	RON 5,000-RON 9,300 / year	Variable ⁶
Value of the public offering for sale (max)	0.5%	0	0.2%	0	0.015% -non equity 0.03%-other instruments Max. RON 56,000 ⁷
Value of the public offering for buy (max)	2%	0	0.2%	0	n/a
Authorization of an investment firm (financial investment services companies SSIF)	RON 15,000	RON 16,000	RON 3,000-30,000	RON 9,800-23,200	RON 20,000
Authorization of an investment firm (credit institution)	RON 20,000	RON 16,000	RON 3,000-30,000	RON 12,300	RON 20,000
Approval of the announcement for the mandatory purchase/voluntary takeover bid	RON 20,000	0	0	0	0
Individual act serving as an official interpretation of legislation	RON 7,500	0	RON 2,300	0	0

Source: ASF, BVB Research

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct negative influence on the efficiency of the operational framework (trading)
- ▼ Potential negative influence on the size and liquidity

³ Buy side only

⁴ Fees are calculated based on the value of transactions (in percentage) of the given group of supervised entities, see (5) below

⁵ Investment firms, stock exchange, National Depository for Securities, other entities are obliged to pay fees for PFSA for the authority's supervision. Fees are calculated based on the value of transactions (in percentage) of the given group of supervised entities

⁶ Ibidem

⁷ If the securities/ financial instruments will be listed on the stock exchange / alternative market the fee does not apply

SOLUTIONS

- ▲ Gradual and permanent REDUCTION of administrative fees charged on trading and on public offers on the Romanian Capital Markets, to be synchronized with the reduction of fees charged by market participants and by market infrastructure, recouped by higher volumes
- ▲ Market regulation and supervision should be FINANCED on the basis of high volumes and low fees, and not on the basis of very low transactional volumes and excessively high fees, as it is today and which hampers the country's economy which could be better served by financial sector

Institution assuring, executing and triggering the change: Financial Supervisory Authority, Bucharest Stock Exchange

6. UNCLEAR TAXATION ISSUES RELATED TO CAPITAL MARKETS TRANSACTIONS

Taxation problems keep Romanian capital markets' transactions at low levels and thus lower the revenues to the national budget

Situation:

- Provisions on the tax regime and compliance requirements applicable to the transactions **OTHER THAN SIMPLE BUY/SELL TRANSACTIONS IN SHARES** are unclear

- No specific provisions on taxation in transactions with financial instruments different than shares, e.g. bonds, derivatives based on options, commodities, indices, foreign currencies, or on more than one of the aforementioned
- Lack of specific regulations on how capital gains from hybrid instruments are computed (compute based on each type of instrument or based on overall portfolio, and as a consequence, how the carry forward of losses is made)

- **COMPENSATION RULES** are unclear

- It is unclear how the compensation between the capital gain obtained and the loss is calculated for each type of traded financial instrument (listed shares, bonds, derivatives based on options, commodities, indices, foreign currencies and others) – including whether the residence country of the stock market, or the residence country of the issuer that should be taken into account for Romanian income tax purposes

- Provisions on **TRANSACTION COSTS** are unclear

- Incomplete list of transaction costs, considered as such from the fiscal law point of view (according to the Fiscal Code and related Methodological Norms, transaction costs refer to commission, taxes and any amount paid in relation to the acquisition of the shares. No reference is made to costs incurred at the moment of sale, and there are no provisions with regard for e.g. to the cost of leverage, borrowing the securities, etc. or others, which in practice have an impact on trading)
 - Under current fiscal legislation it is not clear in the case of private individuals, which type of costs could be deducted when computing the capital gain for all types of securities/ instruments and for which type of transactions
- Unclear stamp duty/taxation legal regulations related to the **LENDING / BORROWING** and **SHORT SELLING** of financial instruments
 - Lack of provisions with regard to the gains/losses from the securities lending / borrowing activities
 - Lack of the concept of taxation when performing short sales trades

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct negative influence on the efficiency of the operational framework (trading)

SOLUTIONS

- ▲ To introduce the provisions of taxation of BORROWING & LENDING operations
 - To add an exemption to the definition of transfer of participation titles to exclude the securities borrowing and lending operations (i.e. transfers of securities subject to a loan and transfers of collateral)
 - To reflect the specificity of borrowing and lending operations in the common regulation of the Ministry of Public Finance and National Securities Commission (the securities are borrowed, then sold in the market; later, the securities must be bought from the market in order to be returned to the lender; this is why taxation should occur at the time of the buy operation, not at the time of the sell operation)
- ▲ To introduce SHORT SELL transactions concept, through clear provisions on:
 - the tax base, either by defining i) the terms of transaction initiation and transition finalisation; or ii) gain computation
 - the beneficiary owner vs. legal owner
- ▲ To clarify the law with regard to the fiscal treatment to be applied for trades with SECURITIES OTHER THAN SHARES
 - Especially on bonds and derivatives - based on options, commodities, indices, foreign currencies, or on more than one of the aforementioned. How the offset between the capital gain obtained and the loss is calculated for each type of traded financial instruments (listed shares, bonds, derivatives based on options, commodities, indices, foreign currencies and others)
- ▲ To review the catalogue of TRANSACTION COSTS by including all costs related to the transactions
 - In case of individuals to state which kind of costs can be deducted when computing the capital gain for all types of securities/ instruments and for which type of transactions (specify the type of financial instrument, securities)
- ▲ To define the SOURCE COUNTRY of the income for the individuals for certain types of investment income (i.e. sale of listed shares, bonds, derivatives based on options, commodities, indices, foreign currencies, and others)
 - To clarify whether the source country of the capital gain is represented by the country where the stock market is located, or the country where the issuer of the shares is located (stock exchange residence country versus issuer's residence country)
- ▲ To include provisions on investors directly trading securities and "discretionary clients – individuals and companies":
 - To include in the legislation provisions on how the capital gain should be computed by the discretionary clients (i.e. if it must be similar to direct investment or similar to the investment income derived from the investment funds);
 - If the investment income can be computed as a total capital gain (from every source-country and from all types of traded financial instruments which may include listed shares, bonds, derivatives based on options, commodities, indices, foreign currencies, and other similar instruments etc.) offset by the amount of the total loss (from every source-country, and from all types of aforementioned traded financial instruments)

Institution assuring, executing and triggering the change: the Ministry of Finance, Financial Supervisory Authority

7. PRIMARY MARKET

Primary market works properly only if it is fast and passes smoothly from one stage of the transaction to another – otherwise the risks may negatively impact investors

Situation:

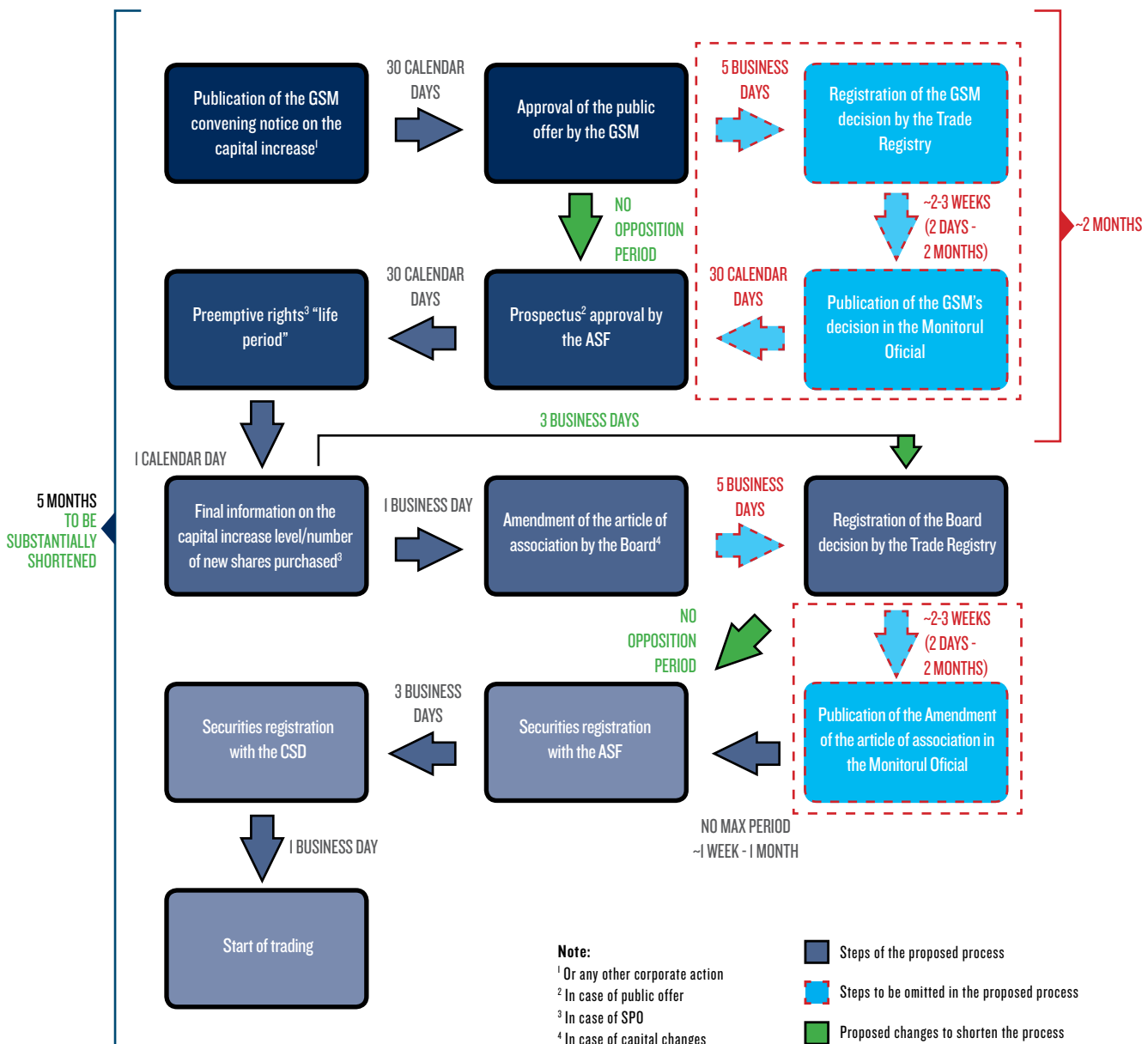
- **PUBLIC OFFERS & LISTING REGIME**

is inflexible and overly formalistic

- Public offers are significantly more formalistic, lengthier and less flexible than in most other EU countries

- Issuers are confronted with many formalistic obligations which do not exist in the emerging and developed markets, and which do not deliver any value to investors, and do not enhance the integrity of the market

Capital increase process as of now and proposed changes



NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct influence on the efficiency of operational framework (market regulations) and on the influence on liquidity

SOLUTIONS

- ▲ To simplify PUBLIC OFFERS & LISTING REGIME
 - To integrate and expedite listing approvals to allow listing on or about closing
 - To remove any mandatory wait periods, or mandatory duration that influences on the public offers – and also other types of corporate actions e.g. share capital reduction, split of the shares, consolidation of the shares, mergers, spin-offs etc.
 - a) Prospectus approval not to be dependent on the registry of the GSM decision with the Trade Registry, as well as on the publication of the GSM decision in the Monitorul Oficial
 - b) The registration of the new shares to take place very shortly after the distribution period (either the pre-emption right period or the public offer), and the registration with the trade registry should be completed in three business days as from the closing of the pre-emption period or public offer
 - To streamline and eliminate formalities for the issuance of new securities and/or closing of offerings
- ▲ Romanian capital market needs to rely on ROBUST LOCAL INSTITUTIONAL INVESTORS. The most important group of local investors should be those who have a long term investment horizon, and create a natural demand. These investors are PENSION FUNDS; therefore a special interest should be attached to the policies regarding this sector in order to ensure its growth

Institution assuring, executing and triggering the change: Financial Supervisory Authority

8. BOND MARKET

Flexible financing instruments but antiquated and inflexible issuance regime

Situation:

- **BOND ISSUANCE REGIME** is antiquated and inflexible
 - Bonds are subject to an antiquated and inflexible legal regime
 - There is no withholding tax exemption for bonds other than treasury bonds
 - Unsecured bonds are structurally subordinated to bank debt
 - Convertible bonds subject to unclear and contradicting legal provisions

NEGATIVE IMPACT

MSCI reclassification of Romania from Frontier Markets to Emerging Markets

- ▼ Direct influence on the efficiency of operational framework (market regulations) and a factor of influence on liquidity

SOLUTIONS

- ▲ To make BOND ISSUANCE REGIME more flexible
 - To allow bonds to be governed solely by their terms and conditions and issued under such law as the issuer chooses
 - To introduce withholding tax exception for bonds other than treasury bonds
 - To make bonds pari passu with bank debt
 - To clarify the legal regime governing convertible bonds
 - Pension funds to be given exemptions when investing in bonds or shares of big, well-known and financially sound companies

Institution assuring, executing and triggering the change: Financial Supervisory Authority, the Ministry of Finance, the Parliament

