



În atenția: Dlui Octavian CALMÂC

Ministru al Economiei

Copie: Dlui Iurie FILIP

Vicepreședinte al Consiliului de Administrație

Comisia Națională a Pieței Financiare

Nr. 25 din 4 aprilie 2016

Ref.: Comentariile AmCham la proiectul Legii privind fondurile cu capital de risc

Stimate Domnule Ministru,

În numele A. P. „Camera de Comerț Americană din Moldova” (în continuare „AmCham Moldova”), Vă prezentăm comentariile și recomandările noastre la proiectul Legii privind fondurile cu capital de risc¹.

În acest context, AmCham Moldova salută inițiativa și eforturile Ministerului Economiei al RM în elaborarea proiectului de lege ce va reglementa organizarea și activitatea fondurilor cu capital de risc, în calitate de instrument îndreptat spre diversificarea surselor de finanțare disponibile IMM-urilor autohtone, precum și spre oferirea unor noi oportunități investiționale pe piața locală de capital.

Având în vedere că proiectul de lege menționat se bazează și transpune, în parte, Regulamentul (UE) nr. 345/2013 al Parlamentului European și al Consiliului Uniunii Europene din 17.04.2013, privind fondurile europene cu capital de risc, majoritatea recomandărilor pe care le găsiți în anexă își găsesc suportul în acest act normativ comunitar și, în opinia noastră, sunt necesare pentru încurajarea utilizării formei respective de vehicul investițional.

Așadar, Vă rugăm să găsiți în anexa I, comentariile AmCham referitoare la proiectul de lege menționat și ne exprimăm disponibilitatea pentru a Vă oferi orice informații adiționale.

Cu respect,

Mila Malairău

Director Executiv

A.P. „Camera de Comerț Americană din Moldova”

¹ <http://www.particip.gov.md/proiectview.php?l=ro&idd=2687>

Recomandările Camerei de Comerț Americane din Moldova la proiectul de Lege privind fondurile cu capital de risc

Nr.	Denumirea articolelor, care se propun spre modificare	Comentarii și recomandări
1	Articolul 2. Domeniul de aplicare	<i>Se recomandă excluderea prevederii art. 2 alin. (1) lit. b), care extinde aplicabilitatea întregii legi asupra fondurilor europene cu capital de risc EuVECA ce desfășoară activitate pe teritoriul Republicii Moldova.</i> Argumentare: Se notează că domeniul de aplicare a proiectului legii a fost extins asupra fondurilor europene cu capital de risc („EuVECA”) constituite în statele membre ale Uniunii Europene, care desfășoară activitate pe teritoriul Republicii Moldova. Totuși, pentru a proteja activitatea fondurilor străine de intervenții administrative nejustificate, este necesară stabilirea clară a obligațiilor impuse prin prezenta lege asupra EuVECA și, respectiv, a situațiilor în care CNPF își va putea exercita competențele de supraveghere asupra structurilor date. În acest sens, ar fi util să se precizeze că, condițiile de constituire și de organizare a fondurilor europene rămân guvernate de normele Regulamentului (UE) nr. 345/2013, <i>privind fondurile europene cu capital de risc</i>, și Directivei 2011/61/UE, <i>privind administratorii fondurilor de investiții alternative</i>, astfel încât EuVECA nu se încadrează în formele de organizare stabilite prin legea națională pentru fondurile constituite în Republica Moldova. Se observă că, în ceea ce privește cercul investitorilor eligibili, cerințele de transparență și de informare, regimul național prevăzut pentru fondurile deschise cu capital de risc reprezintă analogul reglementărilor comunitare pentru EuVECA. Totuși, deși este clară rațiunea aplicării art. 16 și art. 18 alin. (2) din proiect în privința EuVECA, este necesar să fie precizată măsura în care aceste fonduri europene active pe piața locală vor fi asimilate regimului obligațional stabilit prin legea națională pentru categoria fondurilor deschise cu capital de risc.
2	Articolul 3. Noțiuni și definiții	În definiția <i>fondului deschis cu capital de risc (fond deschis)</i>, în prevederile de la lit. a), se propune substituirea sintagmei „<i>în mod continuu</i>” cu sintagma „<i>în conformitate cu procedurile și frecvența stabilite în regulile sau în actul constitutiv al fondului, în prospectul sau în documentele de ofertă ale acestuia</i>”, în sensul acordării posibilității fondurilor deschise cu capital de risc de a stabili în regulile sale procedura și frecvența efectuării răscumpărării acțiunilor/unităților de fond. Argumentare: Cerința efectuării <u>în mod continuu</u> a emisiunii și răscumpărării unităților fondului cu capital de risc nu este prevăzută de Regulamentul (UE) nr. 345/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 17.04.2013, privind fondurile europene cu capital de risc (în continuare „Regulamentul (UE) nr. 345/2013”), astfel nefiind compatibilă cu practicile stabilite pe piața europeană de capital. Or, emisiunea unităților fondului cu capital de risc se efectuează prin oferte publice sau negocieri directe în funcție de necesitățile de angajare a capitalului. În ceea ce privește răscumpărarea acțiunilor/unităților de fond, este necesar de menționat că fondurile cu capital de risc au un profil de investiții specific axat pe plasarea capitalului în agenți economici mici și mijlocii aflați la o etapă

		incipientă, însă care prezintă un potențial de creștere însemnat. Prin urmare, investițiile respective nu sunt de natură să genereze lichidități în termeni restrânși, presupunând de regulă o perioadă de monitorizare a activității întreprinderilor în care fondul cumpără participațiuni până în momentul în care atractivitatea pe piață a acestora crește într-o măsură ce îi permite fondului să-și vândă cu profit participațiunile deținute. Astfel, fondul cu capital de risc, spre deosebire de alte fonduri care au un portofoliu de investiții mai echilibrat, ar putea să nu dispună de lichiditățile necesare pentru a onora obligația de răscumpărare a acțiunilor sau unităților sale de fond oricând la cererea deținătorului acestora. În consecință, este necesar ca, în privința fondurilor cu capital de risc, să nu fie aplicat regimul de răscumpărare obligatorie reglementat de art. 89, alin. (11) – (15), art. 92 alin. (7) și art. 98 din Legea privind piața de capital. Or, având în vedere natura nelichidă a investițiilor plasate de această categorie de fonduri, se justifică acordarea unei flexibilități în stabilirea frecvenței și limitelor exercitării de către acționari a dreptului de răscumpărare, în funcție de disponibilitățile financiare ale fondului.
3	Articolul 3. Noțiuni și definiții	În definiția „<i>fondului închis cu capital de risc (fond închis)</i>” se recomandă specificarea expresă a faptului că această entitate nu reprezintă fond de investiții și nici organism de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) în sensul Legii nr. 171 din 11 iulie 2012 privind piața de capital. Argumentare: Se notează că structura încadrată de proiectul legii în categoria de <i>fond închis cu capital de risc</i> nu reprezintă un veritabil <i>fond de investiții</i> și nici nu se încadrează în noțiunea mai largă de <i>organism de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)</i>, așa precum sunt acestea definite în Legea nr. 171 din 11 iulie 2012 privind piața de capital. Aceasta deoarece, prin raportare la prevederile art. 20 alin. (1) din proiect, se observă că <i>fondul închis cu capital de risc</i> poate fi constituit sub formele de organizare juridică reglementate de legislația cu privire la antreprenoriat și întreprinderi (i.e. societăți în comandită, societăți în nume colectiv, societăți cu răspundere limitată, societăți pe acțiuni, cooperative de producție și de întreprinzător, întreprinderi de arendă, întreprinderi de stat și întreprinderi municipale). Prin comparație, <i>organismele de plasament colectiv (OPCVM)</i>, în sensul art. 6 din Legea privind piața de capital, reprezintă entități organizate exclusiv sub formă de companie investițională sau în calitate de fond de investiții constituit în baza unui contract de societate civilă de către o societate de administrare fiduciară a investițiilor. De asemenea, în contrast cu fondurile de investiții și companiile investiționale, entitatea încadrată de proiect la categoria de <i>fond închis</i> nu are dreptul să tranzacționeze valorile sale mobiliare pe o piață reglementată sau MTF și nici să angajeze capital prin oferte publice, fapt ce exclude aplicarea prevederilor corespunzătoare ale Legii privind piața de capital. Așa fiind, se înțelege că <i>fondurile închise cu capital de risc</i> au fost concepute în calitate de structuri îndreptate în special spre mobilizarea resurselor autorităților administrației publice centrale și locale, organismelor de plasament colectiv din RM și din alte state, precum și organismelor internaționale și regionale (investitori eligibili pentru această categorie de fonduri), în scop de finanțare a IMM-urilor autohtone, în condițiile suportării unor sarcini administrative reduse. Este important de precizat în acest sens că <i>fondurile închise</i> (în sensul proiectului Legii privind fondurile cu capital de risc) reprezintă structuri specifice pieței interne de capital și nu sunt echivalente cu „closed-ended alternative investment funds” reglementate de Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului, în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare care stabilesc tipurile de administratori ai fondurilor de investiții alternative.

4	Articolul 3. Noțiuni și definiții	În definiția noțiunii de „<i>investiții eligibile</i>”, se propune modificarea prevederilor punctului 4) precum urmează: - se inserează sintagma „<i>deschise</i>” după cuvântul „<i>fonduri</i>”; - se înlocuiește sintagma „<i>active</i>” cu sintagma „<i>aporturile lor de capital și capital angajat nevărsat</i>”. Argumentare: În conformitate cu art. 3, lit. b), i) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013, cota de minimum 70% destinată investițiilor eligibile se determină din <i>totalul aporturilor de capital și al capitalului angajat nevărsat</i> din partea investitorilor fondului. La acest capitol, utilizarea în proiectul legii a noțiunii extinse de „<i>active</i>”, în calitate de bază pentru calcularea cotei de 70%, este improprie și generatoare de confuzii, având în vedere că, potrivit Standardelor Naționale de Contabilitate, aceasta include toate resursele economice identificabile și controlabile de către entitate (circulante și imobilizate). În contrast, cerințele față de investițiile efectuate de fond urmează a fi determinate doar prin raportare la activele angajate de la investitori (i.e. capitalul angajat vărsat și nevărsat).
5	Articolul 3. Noțiuni și definiții	În definiția noțiunii de „<i>împrumut subordonat</i>”, se recomandă substituirea sintagmei „<i>un drept de creanță auxiliar</i>” cu sintagma „<i>un drept de creanță de rang inferior</i>”. Argumentare: Legislația națională nu utilizează și nu definește noțiunea de „creanță auxiliară”.
6	Articolul 3. Noțiuni și definiții	În definiția noțiunii de „<i>împrumut participativ</i>”, se recomandă substituirea sintagmelor „<i>acord</i>” și „<i>acorduri</i>” cu sintagmele „<i>contract</i>” și, respectiv, „<i>contracte</i>”. Argumentare: Modificarea este necesară pentru a se asigura corespunderea cu terminologia utilizată de Codul civil al RM.
7	Articolul 5. Structura portofoliului de investiții	Se propune modificarea primei propoziții din alin. (1) al art. 5 după cum urmează: „<i>Fondul deschis investește minimum 70% din totalul aporturilor sale de capital și al capitalului angajat nevărsat în active care sunt investiții eligibile.</i>” Argumentare: Precum a fost argumentat supra la punctul 3, noțiunea de „<i>active</i>”, în calitate de bază pentru calcularea cotei de 70% destinate investițiilor eligibile, este improprie și urmează a fi substituită cu sintagma „<i>totalul aporturilor de capital și al capitalului angajat nevărsat</i>”. În altă ordine de idei, este necesară înlocuirea sintagmei „<i>instrumente eligibile</i>” din art. 5 alin. (1) cu noțiunea definită în art. 3 al proiectului – „<i>investiții eligibile</i>”, deoarece ultima presupune cerințe atât față de instrumentele folosite, cât și față de subiectul în care se efectuează investiția. O asemenea abordare este, la fel, consistentă cu norma art. 3 lit. b) i) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013.

8	Articolul 5. Structura portofoliului de investiții	Se recomandă completarea alin. (1) al art. 5 cu următoarea prevedere: <i>„Fondul deschis nu utilizează mai mult de 30% din totalul aporturilor sale de capital și al capitalului angajat nevărsat pentru a achiziționa active care nu sunt instrumente eligibile, calculate pe baza sumelor care pot fi investite după deducerea tuturor costurilor relevante și a deținerilor de numerar și de echivalent de numerar.”</i> Argumentare: Limita de 30% pentru investiții, care nu se includ în categoria celor eligibile, se corelează cu prevederile ce stabilesc cota obligatorie pentru investiții eligibile. Totuși, o menționare expresă a limitei date, după modelul art. 3 lit. b) ii) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013, este necesară, ținând cont de faptul că, în contrast cu elementul de 70% care se poate determina prin raportare la intenția administratorului fondului, plafonul de 30% este o cerință continuă, astfel încât, în orice moment al activității fondului, capitalul plasat în investiții ce nu sunt eligibile nu trebuie să depășească 30%.
9	Articolul 5. Structura portofoliului de investiții	În alin. (2) al art. 5 recomandăm excluderea sintagmei <i>„activelor și”</i> Argumentare: Potrivit art. 5 alin. (2) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013, expunerea fondului nu poate crește peste nivelul <i>capitalului angajat</i> al său, care reprezintă o noțiune distinctă față de termenul mai larg de <i>„active”</i>. O asemenea regulă de limitare a expunerii este corespunzătoare scopului de a reduce riscul de insolabilitate fără a institui bariere în activitatea fondului.
10	Articolul 5. Structura portofoliului de investiții	Se propune modificarea alin. (3) al art. 5 după cum urmează: <i>„Fondul deschis cu capital de risc nu poate face împrumuturi, nu poate emite titluri de creanță și nici oferi garanții, la nivelul fondului deschis cu capital de risc, decât cu condiția ca aceste împrumuturi, titluri de creanță sau garanții să fie acoperite de capital angajat nevărsat”.</i> Argumentare: Această modificare transpune prevederile art. 5 alin. (3) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013. Raționamentul permisiunii rezidă în necesitatea oferirii posibilității fondului de a angaja lichidități în perioada de până la vărsarea integrală a aporturilor de capital subscrise (i.e. practica de <i>„bridge financing”</i> utilizată pe piața europeană de capital).
11	Articolul 5. Structura portofoliului de investiții	În art. 5 alin. (4), recomandăm: - inserarea sintagmei <i>„unei societăți de portofoliu eligibile în care fondul deschis cu capital de risc deține deja investiții eligibile”</i> după sintagma <i>„este în drept să acorde credite garantate sau negarantate”</i>;

		- substituirea sintagmei „activele și capitalul angajat al fondului” cu sintagma „totalul aporturilor de capital și al capitalului angajat nevărsat”. Argumentare: Fondul deschis cu capital de risc este în drept să acorde credite garantate sau negarantate doar acelor societăți în care deține deja investiții eligibile. Această cerință face parte din categoria restricțiilor destinate reducerii riscurilor asociate activității acestui gen de vehicul investițional. Modificarea propusă se bazează pe norma art.3 e) ii) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013.
12	Articolul 6. Investitori eligibili	Se recomandă examinarea oportunității de a revizui valoarea investiției minime de 100 000 euro pentru investitori eligibili. Argumentare: Proiectul stabilește o valoare minimă pe care persoanele interesate sunt obligate să o investească în fondul deschis cu capital de risc pentru a fi considerați investitori eligibili. Acest quantum minim a fost preluat din art. 6 alin. (1) a) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013, care la fel stabilește limita de 100 000 EUR. La acest aspect, notăm că, pe parcursul anului 2015, Comisia Europeană a desfășurat consultări publice¹ pentru a examina necesitatea reducerii valorii <i>de minimis</i> a investiției aplicabile fondurilor EuVECA, citându-se în calitate de exemplu reglementările Franței care stabilesc o limită de 30 000 EUR pentru fondurile domestice ce nu beneficiază de regimul EuVECA, dar au un profil similar. Astfel, a fost lansată ideea că o reducere a minimului investiției ar putea atrage o categorie mai largă de investitori privați. Având în vedere cele expuse, considerăm că valoarea minimă propusă a investiției în fondurile autohtone cu capital de risc ar putea fi disproporțională caracteristicilor pieței naționale și, în acest mod, ar putea avea efectul de a descuraja participarea investitorilor privați în fonduri cu capital de risc.
13	Articolul 7. Administratorul fondului deschis	Propunem completarea art. 7 alin. (1) lit. a) cu sintagma „sau în cazul în care fondul este constituit sub formă de companie investițională administrată de o societate de administrare fiduciară a investițiilor în sensul art. 92 alin. (3) din Legea nr. 171 din 11 iulie 2012 privind piața de capital”. Argumentare: În redacția actuală, art. 7 nu conține prevederi exprese ce ar stabili entitatea a cărei îi revine calitatea de administrator al fondului deschis pentru situația în care fondul se constituie sub formă de companie investițională, dar care prin efectul art. 92 alin. (3) din Legea privind piața de capital, este administrată de o societate de administrare fiduciară a investițiilor. Situația dată nu este echivalentă cu regimul de externalizare a funcțiilor în sensul art. 9 al proiectului de lege analizat, deoarece în ipoteza descrisă consiliul

¹ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/venture-capital-funds/docs/consultation-document_en.pdf

		de administrație al companiei investiționale nu mai poate fi considerat, în esență, un veritabil administrator și, prin urmare, nu îi poate fi opusă nici răspunderea pentru respectarea condițiilor de activitate ale fondului.
14	Articolul 10. Conflicte de interese	Propunem modificarea art. 10 alin. (1) lit. a), precum urmează: <i>„fondul administrat sau investitorii în acel fond, pe de o parte, și administratorul fondului, persoanele care administrează efectiv fondul, angajații sau orice persoane care, în mod direct sau indirect, controlează sau sunt controlate de respectivul administrator, pe de altă parte”.</i> Argumentare: 5.1) Redacția actuală este confuză și nu protejează investitorii, în calitate de subiecte separate de fond, împotriva conflictelor de interese ce pot apărea între aceștia și administratorul respectivului fond, angajații sau alte persoane controlate enumerate în ipoteza normei.
15	Articolul 12. Evaluarea activelor fondului	Se recomandă modificarea art. 10 alin. (4), precum urmează: <i>„Administratorul fondului deschis va declara conflictele de interese în cazul în care procedurile organizatorice aplicate de administrator pentru a identifica, preveni, gestiona și monitoriza conflictele de interese nu sunt suficiente pentru a evita riscul de prejudiciere a intereselor investitorilor. Înainte de a acționa în contul lor, un administrator de fonduri cu capital de risc trebuie să le indice în termeni clari investitorilor natura generală sau sursele conflictelor de interese.”</i> Argumentare: Întru protecția investitorilor, este important ca dezvăluirea conflictului de interese să se producă până la momentul întreprinderii de către administrator a acțiunilor generatoare de conflict de interese, astfel încât investitorii să beneficieze de posibilitatea de a reacționa împotriva unor eventuale abuzuri. Este de notat că această abordare este reflectată în art. 9 (4) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013. Actuala redacție a art. 10 alin. (4) din proiect nu face însă această precizare importantă privind momentul de declarare a conflictului de interese.
16	Articolul 12. Evaluarea activelor fondului	Se recomandă excluderea referinței la „valoarea reală” a activelor și capitalului angajat. Argumentare: Sintagma „valoare reală”, spre deosebire de „valoare de piață”, nu este definită de cadrul legislativ în vigoare și poate genera neclarități în aplicarea practică a normei.
17	Articolul 13. Cerințe de transparență și dezvăluire a	Se recomandă excluderea sintagmei „și să publice pe pagina web proprie” din alin. (1) al art. 13.

	informației	Argumentare: Normele comunitare (i.e. art. 12 alin. (1) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013) obligă fondurile eligibile cu capital de risc la prezentarea rapoartelor anuale către autoritățile administrative competente, iar sarcina de prezentare a rapoartelor către investitori apare la cererea ultimilor. În același timp, obligația de publicare a rapoartelor anuale este opozabilă doar fondurilor ale căror valori fac obiectul unor oferte publice, sunt tranzacționate pe piața reglementată sau MTF, în baza Directivei 2004/109/CE a Parlamentului European și a Consiliului Europei din 22.10.2013, privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise pe o piață reglementată. Pe plan național, obligația de dezvăluire publică a rapoartelor de activitate pentru ultima categorie de fonduri este reglementată de Legea privind piața de capital. Totuși, obligația de publicitate impusă prin art. 13 din proiectul de lege analizat este nejustificată în cazul acelor fonduri ce își atrag capitalul prin negocieri directe de la un cerc restrâns de investitori și ale căror valori nu sunt tranzacționate pe piața reglementată sau MTF. Or, este necesară protecția interesului unor asemeni structuri în păstrarea confidențialității informației.
18	Articolul 13. Cerințe de transparență și dezvăluire a informației	Se recomandă excluderea sintagmei „<i>eligibili</i>” din alin. (4) și (5) ale art. 13. Argumentare: Având în vedere că art. 6, alin. (2) din proiectul analizat permite investitorilor eligibili să înstrăineze acțiunile sau unitățile fondului deschis nu doar investitorilor eligibili, ci și altor persoane fizice sau juridice, obligația de prezentare a rapoartelor fondului și de furnizare a altor informații trebuie să existe în relație cu toate aceste categorii de investitori întru evitarea aplicării unor tratamente discriminatorii.
19	Articolul 14. Informarea investitorilor	Se propune modificarea primei propoziții a normei alin. (1), precum urmează: <i>„Înainte de a decide asupra unor investiții, administratorii de fonduri deschise cu capital de risc trebuie să informeze investitorii într-un mod clar cu privire la următoarele aspecte legate de activitatea fondurilor pe care le administrează (...)”</i> Se recomandă excluderea alin. (3) al art. 14. Argumentare: Comunicarea către publicul larg a informațiilor cu privire la strategia și obiectivele investiționale ale fondului nu se justifică decât în cazul existenței unei oferte publice, situație în care survine necesitatea de protecție a unui grup larg de investitori. Sarcina însă este neproportională pentru fondurile care atrag capital prin negocieri directe. În cele din urmă cazuri legiuitorul urmează să lase la aprecierea administratorului alegerea metodei adecvate de informare a investitorilor. Modificarea propusă este compatibilă cu reglementările conținute în art. 13 alin. (1) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013.
20	Articolul 17. Supravegherea activității fondurilor	Se recomandă ca alin. (2) al art. 17 să prevadă situațiile în care se pot declanșa competențele de control ale CNPF (de ex. necesitatea protecției investitorilor, suspiciuni de încălcare a legislației).

		Argumentare: În redacția actuală, textul proiectului nu instituie condiții pentru declanșarea atribuțiilor suplimentare de supraveghere ale CNPF, ceea ce echivalează cu acordarea unui „carte blanche” și ar putea crea premise pentru posibile abuzuri administrative.
21	Articolul 17. Supravegherea activității fondurilor	În alin. (2) lit. b) al art. 17 se recomandă excluderea sintagmei „<i>imediat</i>”. Argumentare: Recomandarea se bazează pe necesitatea acordării unui termen rezonabil pentru prezentarea informațiilor solicitate de către organul de control. De asemenea, se presupune că informațiile solicitate vor fi proporționale scopului controlului declanșat.
22	Articolul 18. Sancțiuni și suspendarea activității	Se recomandă modificarea art. 18 alin. (2) pentru a prevedea o procedură preliminară de transmitere a unei notificări din partea CNPF către autoritatea competentă din statul membru de origine din UE privind încălcările depistate în activitatea fondurilor EuVECA <i>până la</i> aplicarea oricăror sancțiuni împotriva acestor fonduri. Astfel, doar în cazurile în care autoritatea competentă din statul membru de origine nu va lua măsuri într-un interval de timp rezonabil sau acestea se vor dovedi ineficiente, CNPF va putea exercita competența de suspendare a activității fondurilor europene în RM. Argumentare: Autoritatea discreționară a CNPF de a suspenda activitatea fondurilor cu capital de risc din statele membre ale UE poate avea efectul de a descuraja intrarea acestor subiecți pe piața de capital din RM și, prin urmare, poate priva IMM-urile autohtone de capitalul străin necesar dezvoltării acestora. În sensul dat, procedura propusă de <i>notificare prealabilă</i> a organului competent din statul membru de origine pentru a-i acorda acestuia <i>autoritatea primară</i> de aplicare a măsurilor de sancționare transpune normele art. 18 din Regulamentul (UE) nr. 345/2013.
23	Articolul 20. Constituirea fondului închis	În alin. (1) al art. 20, se recomandă substituirea sintagmei „<i>întreprinderii individuale</i>” cu sintagma „<i>întreprinzătorului individual</i>”. Argumentare: Modificarea este necesară pentru a se asigura corespunderea cu art. 26 din Codul civil al RM, care utilizează noțiunea de „întreprinzător individual”.
24	Articolul 22. Declarația de constituire a fondului închis	În alin. (2) al art. 22, propunem substituirea sintagmei “<i>majorității simple a participațiunilor</i>” cu sintagma “<i>a două treimi din voturile reprezentate la adunare</i>”. Argumentare: Declarația de constituire reglementează <i>inter alia</i> modul de efectuare a investițiilor de către fondul închis, iar această din urmă chestiune este una fundamentală pentru luarea de către investitor a deciziei de achiziționare a participațiunilor în fondul respectiv. Modificarea declarației de constituire a fondului închis cu capital de risc prin majoritate simplă s-ar putea dovedi incompatibilă cu

		protecția investitorului împotriva alterării arbitrare a condițiilor în considerarea cărora a efectuat investiția. Așa fiind, este justificată aplicarea standardului stabilit în art. 50 alin. (3) în coroborare cu art. 61 alin. (2) din Legea privind societățile pe acțiuni, astfel încât deciziile de modificare a declarației de constituire a fondului închis să fie luate cu două treimi din voturile reprezentate la adunare.
25	Articolul 25. Investiții în fondul închis	Se recomandă modificarea alin. (2) și alin. (3) ale art. 25 pentru a exclude dreptul autorităților administrației publice centrale și locale, precum și instituțiilor publice de a efectua investiții cu titlu gratuit sub formă de donație în fondul închis. Argumentare: În redacția actuală, art. 25 alin. (2) și alin. (3) din proiect permite tuturor investitorilor eligibili ai fondului închis să efectueze investiții cu titlu gratuit, sub formă de donație. În categoria de <i>investitor eligibil</i> pentru fondurile închise se includ <i>inter alia</i> autoritățile administrației publice centrale și locale, precum și instituțiile publice create de acestea. Așa fiind, prin consacrarea posibilității autorităților publice de a face, pe bază discreționară, donații către anumite fonduri închise se creează premise pentru încălcarea legislației în domeniul concurenței libere. Aceasta deoarece donațiile selective din partea statului către anumite fonduri închise vor acorda celor din urmă avantaje discriminatorii față de alte fonduri ce activează pe piața de capital. La acest capitol, sunt relevante prevederile art. 126 alin. (2) din Constituția RM ce instituie sarcina statului de a asigura protecția concurenței loiale și art. 12 alin. (1) din Legea concurenței, nr. 183 din 11.07.2012, care interzice <i>“orice acțiuni sau inacțiuni ale autorităților și instituțiilor administrației publice centrale sau locale care restrâng, împiedică sau denaturează concurența”</i>. În acest sens, prin hotărîrea Curții Constituționale, nr. 6 din 13.02.2014, s-a stabilit că <i>“...o premisă fundamentală în vederea realizării transpunerii în practică a principiului liberei concurențe este asigurarea, prin cadrul legal instituit de către stat, a egalității oportunităților între agenții economici. Aceasta presupune, în mare parte, nefavorizarea unor agenți economici prin acordarea unor avantaje financiare sau de alt tip în comparație cu concurenții lor din sfera de activitate respectivă”</i>. De asemenea, este necesar să fie luate în considerație prevederile Acordului de Asociere RM-UE în partea în care se instituie principiile unei concurențe libere și nedenaturate în relațiile comerciale ale părților pentru o bună funcționare a piețelor (e.g. art. 334 din Acord). Mai mult, se notează că alocarea discreționară cu titlu gratuit a resurselor administrației publice centrale și locale nu protejează nici interesul cetățenilor într-o gestionare corectă a resurselor publice. Prin urmare, este necesar ca art. 25 alin. (2) și alin. (3) din proiect să fie modificate în sensul excluderii dreptului discreționar al autorităților publice de a efectua investiții cu <i>titlu gratuit</i> în fonduri închise.

Alte note și recomandări:

- Este important de notat că art. 18 alin. (1) din proiect descrie faptele ce vor fi considerate încălcări în termeni vagi, ce ar putea genera neclarități în interpretare (de ex. lit. e) *„nu acționează cu onestitate, corectitudine, cu competență, grijă sau diligență în desfășurarea activităților sale...”*). Acești termeni acordă autorității de supraveghere o largă marjă de interpretare subiectivă și ar putea genera situații de aplicare a unor sancțiuni neproportionale și imprevizibile pentru subiecții vizați. Așa fiind, pentru a permite agenților economici să-și formeze așteptări certe și clare referitor la modul în care va fi aplicată legea, este necesar ca CNPF să concretizeze în acte normative subordonate, precum și printr-o practică transparentă și consecventă, categoriile de fapte ce vor fi considerate încălcări.

- După exemplul stabilit în art. 2 alin. (1) lit. a) din Regulamentul (UE) nr. 345/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 17.04.2013, *privind fondurile europene cu capital de risc*, se propune examinarea oportunității de a introduce pentru ambele categorii de fonduri cu capital de risc limite asupra activelor totale gestionate de administratorii acestora, astfel încât să fie evitată generarea unor riscuri sistemice prin activitatea acestor structuri.