



**“ZHVILLIMI I TREGUT TE KAPITALEVE NE SHQIPERI DHE
NEVOJA PER NJE BURSE TE RE ME KAPITAL PRIVAT”**

Artan Gjergji MA
Fakulteti Ekonomik
Universiteti Europian i Tiranës
artan.gjergji@uet.edu.al

Enkela Idrizi, MBA
Fakulteti Ekonomik
Universiteti Europian i Tiranës
eni_idrizi@yahoo.com

Tiranë, Maj 2010

HYRJE

Shqipëria është i vetmi vend në rajon, që ka një treg kapitalesh të pazhvilluar dhe një *bursë virtuale*, krijimi i të cilës daton që prej 14 vjetësh. Edhe pas më shumë se një dekade, që nga hapja zyrtare e saj, Bursa e Tiranës (BT) ende është në pritje të listimit të kompanisë së parë. Për këtë arsye natyrisht lind pyetja: a i nevojitet ekonomisë Shqiptare një bursë letrash me vlerë dhe a do të ketë ekonomia shqiptare një treg kapitalesh të zhvilluar e një bursë funksionale? Natyrisht për t'iu përgjigjur kësaj pyetje duhet identifikuar qartë se cila është rruga dhe strategjia, që duhet përshkruar për këtë qëllim dhe cili është roli i Qeverisë apo i aktorëve të tjerë në këtë rrugë të vështirë, por jo të pamundur?!

Pavarësisht zhvillimit të kënaqshëm të sistemit financiar në Shqipëri, sektori bankar ende mbetet pjesa më e zhvilluar e tij. Në anën tjetër, vendi ka një sektor jo-bankar, ende në hapat e para të zhvillimit me nën-sektorë, të cilët nuk kanë të njëjtin ritëm zhvillimi. Një ndër ta, tregu i kapitaleve, mbetet tregu më pak i zhvilluar edhe pse gjatë dekadës së fundit janë hedhur disa hapa në drejtim të krijimit të infrastrukturës ligjore dhe institucioneve themelore, të nevojshme për zhvillim. Megjithatë, këto përpjekje nuk kanë mundur të konkretizohen me zhvillimin e tregut dhe gjetjen e rrugës, që biznesi të përdorë Bursën e Tiranës si një alternativë të mundshme financimi.

Ky punim synon të japë, në mënyrë të përmbledhur, një pikturë të plotë, aktuale, të tregut të kapitaleve në Shqipëri dhe Bursës së Tiranës, në vecanti; është një përpjekje për të parë mundësitë e zhvillimit të tregut të kapitaleve në Shqipëri, duke marrë parasysh edhe shkaqet e mosfunksionimit. Në fund arrihet në konkluzionin se tashmë ka ardhur koha e përshtatshme për zhvillimin e tregut të kapitalit dhe krijimin e një burse me kapital privat.

I. Përmbledhje e Përgjithshme e Zhvillimit të Ekonomisë Shqiptare dhe Sistemit Financiar të saj.

Progresi i Shqipërisë në fillim të viteve të tranzicionit ishte në një nivel të admirueshëm. Ashtu si të gjithë vendet, që kishin hyrë në procesin e gjatë e të mundimshëm të tranzicionit, Shqipëria u përball ndër të tjera edhe me një krizë ekonomiko-financiare.

Megjithatë, viti 1993 dhe e gjithë periudha pasardhëse shënojnë periudhën e implementimit të politikave të stabilitetit dhe rritjes ekonomike, liberalizimit të çmimeve, procesi i ngritjes së institucioneve, privatizimit të ekonomisë etj.¹ Si rezultat, që nga viti 1998 ekonomia shqiptare është rritur vazhdimisht me një ritëm mesatar vjetor prej 7%. Përfundimisht, nga ky ritëm ka vetëm viti 2009 kryesisht për shkak të ndikimit që pati kriza botërore financiare mbi ekonomine shqiptare në tërësi.

Shqipëria trashëgoi nga ekonomia e centralizuar e sistemit komunist një sistem bankar të pazhvilluar. Pas viteve 90, përpjekje të mëdha u bënë në drejtim të zhvillimit kryesisht të sektorit bankar nëpërmjet krijimit të një banke të pavarur qendrore dhe disa bankave tregtare. Gjithashtu, një sërë reformash u ndërmorën edhe në drejtim të krijimit të sektorit financiar jo-bankar. Gjatë viteve 1995-1996 u hodhën hapa të rëndësishëm në drejtim të krijimit të tregut të kapitaleve në vend dhe institucioneve të tij, ndërsa sektori i sigurimeve filloi të zhvillohej vetëm pas viteve 1998.

Me mbështetjen e donatorëve, është bërë një punë e madhe në drejtim të krijimit të infrastrukturës juridike të nevojshme për të mundur funksionimin në mënyrë normale dhe eficiente të sistemit financiar. Kuadri rregullator është përmirësuar dhe vazhdon të jetë

¹ shih MeF, "Raporti Vjetor 2004"

pjesë e ndryshimeve si për sistemin bankar, ashtu edhe për atë jo-bankar. Megjithatë, duhet theksuar se fondet e donatorëve deri në ditët e sotme janë përqendruar më tepër në sektorin bankar se sa në sektorët e tjerë të sistemit financiar.

Meqenëse ky punim shtjellon mundësitë e zhvillimit të një burse me kapital privat, në vijim do të fokusohemi vetëm tek sektori financiar jo bankar dhe më specifikisht në zhvillimin e tregut të kapitalit në Shqipëri.

II. Sektori Jo-Bankar dhe Tregu i Kapitaleve

Pavarësisht shkallës së kufizuar të ndërmjetësimit dhe kapacitetit të shërbimeve financiare të ofrurara nga bankat, sektori financiar jo-bankar në Shqipëri është më pak i zhvilluar se ai bankar. Ekzistojnë shumë sfida me të cilat duhet të përballlet ky sektor, me qëllim që të zhvillohet në një të ardhme të afërt.

Momentalisht, pothuajse nuk ekziston një treg i mirëfilltë kapitalesh, ndërsa tregjet e parasë dhe letrave me vlerë përbëhen vetëm nga emetimet primare e nga një treg shumë i ngushtë e aspak likuid sekondar (pothuajse inekzistent) për bonot e thesarit. Obligacionet e kompanive mungojnë totalisht në treg edhe pse që nga viti 2009 ka një ligj për to.

Në ndryshim nga eksperiencat e vendeve të Europës lindore, procesi i privatizimit në Shqipëri nuk kaloi nëpërmjet tregut të kapitaleve, duke pakësuar shanset për krijimin e një oferte fillestare për letrat me vlerë në treg.² E vetmja bursë e licencuar nga rregullatorët nuk gjeti mbështetje nga institucionet financiare në vend, duke funksionuar vetëm juridikisht e jo operacionalisht. Ndërkohë, biznesi vendas nuk është i interesuar të përdorë bursën si një alternative financimi për shkak të nivelit relativisht të lartë të informalitetit në ekonomi.

Industria e sigurimeve filloi të zhvillohej kryesisht pas liberalizimit të tregut në vitin 1999. Aktualisht në Shqipëri ushtrojnë aktivitetin e tyre 10 kompani sigurimesh, 3 prej të cilave ofrojnë sigurimin e jetës. Vitet e fundit ky sektor është karakterizuar nga fluksi i kapitalit të huaj, i cili ka sjellë një zhvillim me hope relativisht me te larta. Sidoqoftë, ky sektor mbetet ende në faza jo shumë të kënaqshme të zhvillimit (*bazuar vetëm në disa produkte e shërbime të përgjithshme ku dominon sigurimi i detyrueshëm i automjeteve*) dhe karakterizohet nga shumë probleme.

Viti 2006 shënoi një hap të rëndësishëm në drejtim të reformimit të mbikëqyrjes dhe rregullimit të sistemit financiar jobankar, duke u finalizuar me krijimin e Autoritetit të Mbikëqyrjes Financiare (AMF), si i vetmi institucion përgjegjës për licencimin, mbikëqyrjen dhe rregullimin e të gjithë aktivitetit që i përket sektorit financiar jobankar në Shqipëri.³

2.1 Tregu i Letrave me Vlere

Shqipëria nuk ka pasur kurrë në historinë e saj një treg kapitalesh deri në vitin 1996. Fillimi i procesit të privatizimit solli edhe nevojën për krijimin e tregut të kapitaleve dhe hartimin e kuadrit të nevojshëm ligjor, çka u realizua me mbështetjen dhe asistencën teknike të konsulentëve të huaj si USAID dhe Fondi Britanik “Know-How”. Gjatë kësaj kohe, në vitin 1995 u miratua ligji “Mbi Fondet e Investimeve në Bono Privatizimi”, u krijua Qendra e Rregjistrimit të Aksioneve (QRA) dhe një vit më vonë, Parlamenti Shqiptar miratoi ligjin

² Gjergji A. (2007), “Roli i Shtetit në Zhvillimin e Tregjeve të Kapitalit në Vendet e CEE”, material diskutimi në “*Studime mbi Tregjet e Kapitalit dhe Letrave me Vlerë*”, publikim i AATADA, Tiranë

³ shih AMF, “Raporti Vjetor 2006”

nr. 8080, dt. 01.03.1996 “Për Letrat me Vlerë” duke i hapur rrugën krijimit të Komisionit të Letrave me Vlerë (KLV) në Prill 1996 dhe Bursës së Tiranës (BT) në Maj 1996.

2.1.1 Tregjet dhe specifikat e zhvillimit të tyre

Tregu i letrave me vlerë dominohet nga tregtimi në tregun primar dhe atë sekondar të instrumenteve të borxhit të Qeverisë (bono thesari dhe obligacione), ndërsa tregu i letrave me vlerë të aksioneve vazhdon të mbetet ende i pazhvilluar dhe i kufizuar kryesisht në tregun informal të aksioneve të kompanive të cilat kryesisht ishin pjesë e procesit të privatizimit dhe që janë të regjistruara pranë Qendrës së Regjistrimit të Aksioneve.

Tregu i Kapitaleve

Tregu i kapitaleve mbetet ende pjesa më e pazhvilluar e tregut të letrave me vlerë në Shqipëri. Ky treg përbëhet nga tregu zyrtar (Bursa e Tiranës) dhe tregu informal i transaksioneve mbi aksionet e shoqërive aksionere. Aktualisht, në Bursën e Tiranës nuk ka asnjë shoqëri të listuar dhe tregtimi i letrave me vlerë të Qeverisë në këtë treg është inekzistent.

Tregu informal i aksioneve është një treg i pa-organizuar, i cili konsiston kryesisht në transaksionet e ekzekutuara mes aksionerëve të shoqërive të privatizuara. Ky treg vazhdon të jetë aktiv ndonëse nga viti në vit ka ardhur në rënie për shkak të konsolidimit të pronësisë në shoqëritë e privatizuara.

Është vështirë të bëhet një vlerësim real i ecurisë së tregut informal të aksioneve në Shqipëri, kryesisht për shkak të mungesës së informacionit mbi çmimin e tregimit të aksioneve, çka pengon në llogaritjen e treguesve realë të vlerësimit të këtij tregu. Gjithashtu, mungesa e informacionit mbi aktivitetin dhe pasqyrat financiare të këtyre kompanive lë shteg për një “*deformim*” të çmimeve në treg duke lënë të pambrojtur investitorët e vegjël, zotërues të aksioneve të këtyre shoqërive.

Shkaqet e mosfunksionimit të Bursës së Tiranës

Megjithë përpjekjet e vazhdueshme, Bursa e Tiranës (BT) nuk ka arritur të bëhet tërheqëse për biznesin vendas. Kjo ka ardhur për disa arsye si: **a)** papjekuria dhe “frika” e biznesit për t’u listuar në BT; **b)** roli jo-mbështetës i politikave të ndjekura nga Donatorët; **c)** mungesa e vullnetit politik për zhvillimin e BT.⁴

Qeveria Shqiptare mund të kishte bërë më tepër në drejtim të zhvillimit të tregut të kapitaleve nëpërmjet **1) Listimit të ndërmarrjeve shtetërore në bursë**, duke përfshirë BT në privatizimin e ndërmarrjeve shtetërore, ashtu siç ka ndodhur në të gjitha vendet e Europës Lindore që kanë ngjashmëri me Shqipërinë; **2) Caktimit të BT si “agjent” të Qeverisë për emetimin e letrave me vlerë të borxhit publik në tregun primar; dhe 3) Krijimit të incentivave nxitëse për kompanitë, që listohen në BT.**⁵

Megjithëse ekzistojnë faktorë, që përbëjnë realisht një pengesë indirekte për afrimin e komunitetit të biznesit drejt një tregut të kapitaleve dhe listimit në bursë, gjykojmë se këto indikatorë nuk përbëjnë problem për një numër relativisht të kënaqshëm (15-20) kompanive të mëdha, që operojnë në vendin tonë.

2.2 Skemat Kolektive të Kursimit dhe Investimit

⁴ Shih Gjergji A. (2006), “Does Albania have a Developed Financial Market?”, discussion paper, USAB publications, Bologna, Italy, http://www.usab-al.it/usab/images/punime-shkencore/artan_gjergji.pdf

⁵ Po aty.

Është pak të thuash se Shqipëria nuk ka skema kolektive kursimi dhe investimi (SKKI). Në të vërtetë, me disa përjashtime të vogla, ky sektor i rëndësishëm i sistemit financiar pothuajse nuk ka ekzistuar fare deri në vitin 2005.

Fondet e Pensioneve - Sektori i pensioneve është kryesisht i bazuar në shtyllën e financuar nga shteti, ose siç quhet ndryshe Skema e Sigurimeve Shoqërore. Sistemi i pensioneve ka qenë pjesë e reformave dhe përmirësimeve të kuadrit ligjor e rregullator. Aktualisht, në Shqipëri operojnë tre fonde private pensioni, të cilët kanë një numër kontribuesish në nivele modeste. Mungon një strategji e qartë për zhvillimin dhe reformimin e sistemit të pensioneve në Shqipëri. Qeveria duhet të ndërmarrë hapa të rëndësishëm për të nxitur zhvillimin e zhvillimin e kolonës së dytë të pensioneve si dhe mbështetur skemat vullnetare të pensioneve duke ofruar incentiva legjislativë dhe fiskale për pjesëmarrësit e tregut.

Shoqëritë e Sigurimit të Jetës - Sigurimi i jetës është një produkt relativisht i ri në tregun financiar shqiptar. Kompanitë e para u krijuan vetëm pas vitit 2004 e për rrjedhojë produktet e para në lidhje me sigurimin e jetës filluan të hidheshin në treg vetëm vitet e fundit. Aktualisht në Shqipëri ushtrojnë veprimtarinë e tyre dhjetë shoqëri sigurimesh, nga të cilat tre në sigurimet e jetës.

Fondet e Investimit - Zhvillimi i skemave të investimeve në Shqipëri është i lidhur ngushtë me procesin e privatizimit nëpërmjet bonove të privatizimit, i cili filloi në vitin 1995. Edhe pse në vitin 2009 është miratuar një ligj për fondet kolektive të investimeve, deri në ditët e sotme asnjë institucion i tillë nuk operon në vendin tonë. Ndër shkaqet kryesore të moszhvillimit të fondeve të investimeve në Shqipëri mund të përmenden: ekzistenca e një tregu të pazhvilluar kapitalësh dhe mungesa e instrumenteve financiare ku mund të investonin këto fonde.

2.3 Procesi i Qeverisjes së Shoqërive Aksionere (corporate governance)

Shqipëria karakterizohet nga një kulturë relativisht e ulët e zbatimit të parimeve të qeverisjes së shoqërive aksionere.⁶ Megjithatë, vihet re që vitet e fundit kanë filluar të gjejnë zbatim në kompanitë vendase disa prej parimeve kryesore si: ndarja e pronësisë nga menaxhimi, publikimi në formë elektronike i rezultateve financiare etj.

Vitet e fundit ndihet një ndryshim në aspektin e tendencës për futjen dhe aplikimin në praktikë të parimeve të mirëmenaxhimit të shoqërive aksionere. Kështu, donatorë të rëndësishëm si IFC dhe CIPE kanë financuar projekte të ndryshme për prezantimin e këtyre parimeve para grupeve të ndryshme të interesit. Ndërkohë, në vitin 2010, është krijuar për herë të parë Instituti i Qeverisjes së Shoqërive Aksionere.

2.4 Infrastruktura Ligjore

Aktualisht në Shqipëri ekziston një kuadër ligjor dhe rregullator relativisht i mjaftueshëm për fillimin e funksionimit të tregut të kapitaleve dhe tregut të letrave me vlerë. Vlen të theksohet fakti se ky kuadër ligjor është i shoqëruar me një kuadër të mjaftueshëm rregullativ, i cili përbëhet nga Vendime të Këshillit të Ministrave, rregullore të AMF-së, rregullore të BSH-së, rregullore të BT-së dhe rregullore të QRA-së.

⁶ Shih rezultatet e “Vëzhgim mbi qeverisjen e shoqërive aksionere në Shqipëri”, Shoqata Shqiptare-Amerikane e Tregtisë dhe Zhvillimit (AATDA), 2007

Përveç kuadrit ligjor dhe rregullativ që rregullon aktivitetin e letrave me vlerë në Shqipëri, ekzistojnë edhe një sërë ligjesh që rregullojnë momente dhe veprime, të cilat në mënyrë indirekte ndikojnë ose mund të ndikojnë në zhvillimin e tregut të kapitaleve apo atij të letrave me vlerë në vend, si baza ligjore mbi standardet e kontabilitetit dhe pasqyrave financiare, baza ligjore për privatizime strategjike dhe baza ligjore për regjistrimin e aksioneve të kompanive.

III. Nevoja për Zhvillimin e Tregut të Kapitaleve Vendas

3.1 Pse një Bursë e Re dhe pse me Kapital Privat

Studiues dhe ekspertë të ndryshëm të fushës vlerësojnë se për krijimin dhe funksionimin e një tregu efektiv kapitalesh duhen plotësuar disa kritere shumë të rëndësishme, si stabiliteti politik dhe ai ekonomik, krijimi i institucioneve të tregut, niveli i zhvillimit të biznesit, ekzistenca e një kërkesë dhe oferte evidente për kapitale dhe letra me vlerë etj.

Aktualisht, Shqipëria edhe pse nuk ka ende një treg të zhvilluar kapitalesh, plotëson një pjesë të konsiderueshme të këtyre kushteve dhe kritereve. Pavarësisht këtij fakti të pamohueshëm, duhet thënë se shkalla relativisht e lartë e informalitetit, që karakterizon biznesin vendas, por edhe mungesa e një vullneti të qartë politik për nxitjen dhe zhvillimin e këtij sektori kaq të rëndësishëm të ekonomisë së vendit, mbeten ende faktorët kryesorë që duhen marrë parasysh për një zhvillim të vrullshëm të tregut të letrave me vlerë në vend.

Në vijim do të bëhet një përmbledhje e përgjithshme e kushteve që ofron tregu shqiptar për zhvillimin e tregut të kapitaleve dhe fillimin e aktivitetit të një burse letrash me vlerë.

3.1.1 *Ambjenti i përshtatshëm politiko-ekonomik*

Shqipëria karakterizohet nga një stabilitet i qëndrueshëm politik.⁷ Janë ndërmarrë reforma të rëndësishme në lidhje me përmirësimin e sistemit juridik, garantimin e një procesi të lirë dhe të drejtë elektoral, respektimin e të drejtave të njeriut, përshtetimin e procesit të decentralizimit të pushtetit lokal si dhe luftën kundër korrupsionit dhe krimit të organizuar.

Klima e re pozitive që solli nënshkrimi i MSA dhe efektet e saj mbi ekonominë e vendit të shoqëruara me reformat e ndërmarra nga Qeveria ka ndikuar pozitivisht në përmirësimin e klimës së biznesit në vend.

OFERTA E LETRAVE ME VLERË

Ekziston një ofertë reale për kapitale në tregun vendas edhe pse jo e shprehur në mënyrë evidente. Është fakt që biznesi kërkon fonde për rritjen e tij, që të jetë më konkurrues karshi një ekonomie gjithnjë e më globale, më të hapur e më liberale. Tashmë sistemi bankar nuk është e vetmja zgjidhje pasi shumë klientë (biznese) të mëdhenj të bankave i kanë ezauruar thuajse plotësisht kapacitetet kredimarrëse (sipas kufijve aktualë ligjorë të kreditimit nga ana e bankave) dhe pashmangshmërisht do të konsiderojnë shumë shpejt opsionin e përdorimit të alternativës së tregut të kapitaleve për financim.

Një tjetër aktor mjaft i rëndësishëm në tregun e letra me vlerë është padyshim Qeveria Shqiptare. Kështu, ndër objektivat kryesorë të Ministrisë së Financave për periudhën kohore 2007 – 2009 evidentohet zhvillimi i tregut të letrave me vlerë të Qeverisë, nëpërmjet shtimit të instrumenteve, zgjatjes së afatit të maturimit dhe zgjerimit të bazës së

⁷ Vlen të theksohet fakti se nuk ka patur zgjedhje të parakohshme që nga viti 1997 dhe për herë të parë që nga ndryshimi i regjimit komunist, në vitin 2005 ndodhi një rotacion i paqtë i pushtetit.

investitorëve.⁸ Gjithashtu, Qeveria shqiptare mund të ndikojë në rritjen e ofertës së letrave me vlerë në treg nëpërmjet kanalizimit të procesit të privatizimit të ndërmarrjeve të mbetura në pronësi shtetërore nëpërmjet tregut të kapitaleve dhe të letrave me vlerë.

Një tjetër ofertues potencial i letrave me vlerë në tregun vendas në një të ardhme të afërt pritet të jetë pushteti lokal dhe biznesi privat. Miratimi i ligjit “Për huamarrjen e pushtetit vendor” dhe ligjit “Për emetimin e obligacioneve të shoqërive dhe pushtetit vendor” krijojnë të gjitha premisat për rritjen e ofertës së letrave me vlerë në treg me emetimin e instrumenteve të rinj financiarë, si ai i obligacioneve bashkiake apo atyre korporative.

KËRKESA E LETRAVE ME VLERË

Bazuar në të dhënat statistikore nga Banka e Shqipërisë, niveli i kursimeve në sistemin bankar ka një trend rritës nga viti në vit. Akumulimi i madh i likuiditeteve të tilla në bankat tregtare, shoqëruar me një kredidhënie jo elastike, ka detyruar këto të fundit (bankat) që të zgjedhin alternativën e rritjes së investimit të tyre në institucionet financiare jashtë vendit. Nga ana tjetër, sasia e parasë që ndodhet jashtë bankave, si dhe hyrja në treg e skemave kolektive të kursimit, si institutet private të pensioneve dhe shoqëritë e sigurimit të jetës, janë prova të pakontestueshme për një kërkesë ekzistente për letra me vlerë në Shqipëri.

3.1.2 Ekzistojnë institucionet e nevojshme për zhvillimin e tregut të letrave me vlerë

Në tregun vendas të kapitaleve ekzistojnë ndërmjetësit financiarë të nevojshëm për të krijuar mundësinë e emetimit të letrave me vlerë, listimit të kompanisë emetuese në bursë dhe tregtimin e mëtejshëm të letrave me vlerë në tregun sekondar.⁹ Përveç Bursës së Tiranës, si i vetmi treg i licencuar po i pa-testuar letrash me vlerë, operojnë edhe Qendra e Regjistrimit të Aksioneve, e cila ndër të tjera mundëson rregullimin e transaksioneve në aksione (rregullimi për letrat e borxhit të Qeverisë kryhet nga bankat e nivelit të dytë), si dhe disa firma brokerimit të licencuara nga AMF.

Megjithatë nuk duhet lënë pa përmendur fakti se interesi i bankave të nivelit të dytë ndaj zhvillimeve të tregut të letrave me vlerë nuk është i vogël. Kjo tregohet me pjesmarrjen e tyre aktive në tregun e letrave të Qeverisë.

3.1.3 Mungon një treg efektiv për ballafaqimin e kërkesës dhe ofertës për kapitale

Pavarësisht kushteve relativisht pozitive në të cilën ndodhet zhvillimi ekonomik i vendit, është e rëndësishme të theksohet se ka ardhur koha për hedhjen e hapave të parë drejt zhvillimit të tregut të kapitaleve në vend. Mungesa e një tregu efektiv, i cili mundëson përputhjen e kërkesës dhe ofertës aktuale në treg për kapitale, ka penguar jo pak zhvillimin e ekonomisë së vendit me ritmet e merituar. Kështu, është rritur kostoja e financimit për subjektet që kërkojnë kapitale (biznesi, Qeveria) ndërsa investitorët potencialë (oferta), nuk kanë patur alternativa të ndryshme investimi për diversifikimin e portofoleve apo vlerësimin më real të kursimeve të tyre.

Një vend në zhvillim si Shqipëria, me një ekonomi që rritet shpejt, shoqëruar me rritjen e kursimeve dhe kërkesës për financime, si nga sektori privat ashtu dhe nga ai shtetëror, kërkon fillimin sa më shpejt dhe jo shtyrjen, e procesit të zhvillimit të tregut të kapitaleve.

⁸ shih MeF, “Strategjia e Borxhit për vitet 2007 - 2009” dhe IMF, Country Report, July 2007

⁹ shih Gjergji A. (2004), “Biznesi Shqiptar dhe Financimi nëpërmjet Bursës”, Revista MONITOR, 2004

Çdo shtyrje e këtij procesi nuk sjell asnjë lloj avantazhi, përkundrazi do të përbënte kosto të madhe oportune.

Në këtë kontekst, është evident fakti që Bursa e Tiranës (BT), si i vetmi treg i organizuar letrash me vlerë i licencuar nga AMF, nuk mund ta realizojë një mision të tillë, kryesisht për shkak të mungesës së një vullneti të qartë politik ndër vite për ta mbështetur në aspektin institucional dhe financiar zhvillimin e këtij institucioni.

Për këto arsye, ditë-ditës po përforcohet bindja se, tregu i kapitaleve në vend do të fillojë të zhvillohet vetëm me iniciativën private, duke aluduar në krijimin e një burse me kapital tërësisht privat nga biznese të interesuara për rritjen e kapitaleve të tyre nëpërmjet tregjeve financiare. Një rekomandim i tillë u dha edhe para disa viteve nga një mision i FMN-së, i cili deklaroi se BT duhet privatizuar ose duhet mbyllur.¹⁰

3.1.4 Mundësia për një Bursë Pan-Shqiptare

Një tjetër argument shtesë për zhvillimin e tregut të kapitaleve në Shqipëri është edhe faktori gjeopolitik aktual. Në një bote dhe ekonomi globale ku koncepti i kufijve po humbet dita ditës, Shqipëria duhet parë nga investitorët e huaj si një treg konsumi dy herë më i madh, sepse përveç shqipëtarëve të Shqipërisë, në Kosovë jetojnë rreth 2 milionë shqiptarë, në Republikën ish-Jugosllave të Maqedonisë jetojnë rreth 500 mijë banorë dhe disa mijëra të tjerë jetojnë në viset etnike shqiptare në Mal të Zi, duke e kthyer këtë zonë të Ballkanit Perëndimor në një treg potencial me mbi 7.5 milionë banorë.

Parë në këtë këndvështrim kushdo, që mendon të investojë në drejtim të zhvillimit të tregut të kapitaleve në Shqipëri, duhet të marrë parasysh këtë faktor, i cili do jetë shumë pozitiv në drejtim të rritjes së kërkesës dhe ofertës për letra me vlerë në këtë treg.

IV. STRATEGJIA E REKOMANDUAR

Në të gjitha rastet dhe opsionet e mundshme të zhvillimit të tregut të kapitaleve dhe bursës në Shqipëri, investitorët që do marrin përsipër realizimin e një projekti të tillë duhet të kenë një strategji të qartë ku të merren parasysh një sërë faktorësh.

4.1 Elementët fundamentalë për suksesin e një burse në Shqipëri

Duke marrë parasysh eksperiencën jo të suksesshme të BT-së është shumë i rëndësishëm faktori i krijimit të besimit në tregun shqiptar të letrave me vlerë mbi suksesin e një projekti për krijimin e një burse letrash me vlerë. Me qëllim garantimin e një procesi të suksesshëm, konsiderohet shumë e rëndësishme ekzistenca e kushteve të tilla si vijon:

- Besueshmëria e Investitorit Strategjik dhe e partnerit lokal,
- Të qënurit “*të parët*” në treg (e para bursë funksionale),
- Pajisja me një Sistem Elektronik Tregtimi për transaksionet,
- Sjellja e një “*shembull i mirë*” si kompani e parë e listuar, si dhe
- Ndërmarrja e një fushatë të fuqishme marketing.

4.2 Opsionet dhe Modeli i Rekomanduar

Konkretisht, dy janë opsionet:

¹⁰ shih “Albania: Financial System Stability Assessment - FSSA”, IMF Country Report, August 2005

4.2.1 Krijimi i një burse të re dhe përthithja e Bursës së Tiranës

Sipas opsionit të parë, investitori strategjik dhe partnerët e tij lokalë ndërmarrin të gjitha hapat e nevojshme për krijimin e një burse të re me kapital krejtësisht privat. Gjatë këtij procesi, investitorët strategjikë duhet të jenë në kontakte të vazhdueshme me entin rregullator në Shqipëri, AMF si dhe nevojiten negociata në nivel politik me institucionet respektive qeveritare. Zgjidhja do të ishte negociimi me qeverinë Shqiptare për përthithjen e BT-së nga bursa e re me kapital privat, kundrejt një çmimi të negociueshëm për palët.

4.2.2 Privatizimi që në fillim i Bursës së Tiranës

Investitorët strategjikë mund të kërkojnë që të privatizojnë fillimisht bursën BT, e cila ka marrë një licencë të përhershme në vitin 2007. Privatizimi i BT, do ishte politikisht më i pëlqyer nga qeveria shqiptare se sa një mbyllje e këtij institucioni. Megjithatë, BT mbetet një treg krejtësisht jashtë standardeve dhe kërkesave të tregjeve financiare bashkëkohore. Për më tepër, në këtë treg nuk asnjë kompani apo letër me vlerë të listuar dhe aftësia e saj funksionale nuk është testuar asnjëherë.¹¹

I vetmi avantazh pozitiv në privatizimin e BT do të ishte fitimi automatikisht i licencës së zotëruar nga ky institucion, duke shkurtuar një kohë relativisht 1 vjeçare të procesit të aplikimit për marrjen e një licence përfundimtare. Gjithashtu, një faktor tjetër negativ në ndjekjen e këtij opsioni është edhe imazhi relativisht “negativ”, që ka përsjellë mos-suksesi i BT-së, çka bën që investitorët strategjikë duhet të punojnë shumë në drejtim të ndryshimit të perceptimit që ka emri i këtij institucioni, në tregun aktual.

4.2.3 Opsioni i Rekomanduar

Duke marrë parasysh dy opsionet e mësipërme, gjykohet se më i përshtatshëm është opsioni i parë i krijimit të një burse të re, pasi do të sillte një imazh krejt të ri dhe krejt bashkëkohor në tregun vendas, do të sillte standardet dhe teknologjinë më të fundit të zhvillimit të tregjeve ndërkombëtare, duke ndihmuar në krijimin e një perceptimi të lartë besueshmërie tek publiku investitor dhe komuniteti i biznesit vendas. Gjithashtu, hyrja në treg si një bursë e re do t’u jepte mundësinë investitorëve strategjikë të shfrytëzonin avantazhin e “të qenurit të parët”.

Procesit i përthithjes së BT-së, gjykohet se mund të ishte një hap i dyte, i cili duhet të shoqërojë shumë shpejt krijimin e një burse me kapital privat. Më tepër se një investim me përfitim, kjo përthithje duhet konsideruarsi një mundësi për të përfshirë shtetin shqiptar në këtë projekt.

4.2.4 Ofrimi i shërbimit të Pastrimit dhe Rregullimit të Llogarive

Investitorët që duan të hapin një bursë me kapital privat, duhet të shikojnë mundësitë e ofrimit të të gjithë paketës së shërbimeve financiare. Parë në këtë këndvështrim dhe nisur nga trendet më të fundit në industrinë financiare, gjykohet me vend konsolidimi i shërbimeve financiare, që duhet të ofrohen dhe që kanë lidhje me të gjithë procesin e tregtimit të letrave me vlerë (*para-tregtimit, tregtimi, pastrimi dhe rregullimi i llogarive*).

¹¹ Me përjashtim të disa letrave me vlerë të borxhit mes viteve 1996-1998, kur BT ishte departament i Bankës së Shqipërisë.

Ky model, do të reduktojë kostot dhe rreziqet operacionale, si dhe do t'i sjellë të ardhura të mira sipërmarrjes së bursës së re të letrave me vlerë.

4.3 Identifikimi i Kerkesës dhe Ofertës për Letra me Vlerë

Menjëherë pas marrjes së licencës paraprake nga AMF, bursa e letrave me vlerë mund të fillojë fushatën e saj të marketingut ndaj grupeve të interesit. Takime shumë intensive duhen realizuar me grupe të ndryshme shoqërore, por kryesisht duke u fokusuar më tepër me subjektet potenciale për t'u listuar në bursë, si dhe me ndërmjetësit financiarë, të cilët mund të jenë edhe anëtarët e parë të saj.

Si pjesë e identifikimit dhe sigurimit të ofertës së letrave me vlerë, bursa e re do të ketë katër mundësi të ndryshme:

1. Listimi i kompanive shqiptare, të cilat i plotësojnë kushtet cilësore dhe sasiore;
2. Negocimi me Qeverinë për privatizimin me anë ofertës publike dhe listimit në bursë të një pakete aksionesh të një kompanie në pronësi shtetërore;
3. Listimi i një kompanie të huaj, e cila operon në Shqipëri, por që është e listuar (*jo domosdoshmërisht*) në bursën e vendit të origjinës;
4. Listimi i instrumenteve të borxhit publik (*bono thesari dhe obligacione*) dhe sensibilizimi i publikut, nëpërmjet një fushate të fuqishme marketingu, për të nxitur tregun sekondar të këtyre instrumenteve.

4.4 Negocimi në nivel politik dhe teknik për mbështetje reale

Pavarësisht kushteve mjaft pozitive për zhvillimin e tregut të kapitaleve dhe krijimin e një burse letrash me vlerë, gjykohet se është i një rëndësie të veçantë bashkëpunimi i ngushtë dhe negocimi në nivel politik dhe teknik me autoritetet vendase. Kjo duhet bërë në vazhdimësi dhe, pavarësisht faktit që bursa do të jetë me kapital privat, gjithmonë duhet përpjekur të sigurohet mbështetja e tyre për shkak se tregu i kapitaleve është një faktor shumë i rëndësishëm për zhvillimin e ekonomive emergjente siç është Shqipëria.

Negocimi në Lidhje me Perthithjen e Bursës së Tiranës

Është shumë e rëndësishme që, investitori strategjik të negociojë intensivisht në lidhje me mënyrën dhe formulën e perthithjes së BT. Siç u tha edhe më lart, një lëvizje e tillë nuk i sjell asnjë vlerë të shtuar procesit të zhvillimit të tregut të kapitaleve. Madje, bursa e re do të detyrohet që të eliminojë imazhin jo të mirë që ka krijuar BT në treg. Në anën tjetër, në rast të një konkurrence të ndershme në treg dhe në rast të vazhdimin të “*status-quo*”-së ku nuk do ketë ndonjë mbështetje reale nga Qeveria, BT nuk do i rezistojë konkurrencës së bursës private dhe automatikisht do jetë e destinuar të mbyllet.

Megjithatë, i vetmi shkak pse investitorët strategjikë mund t'ë ndërmarrin një lëvizje të tillë është përfshirja e Shtetit Shqiptar në këtë projekt ambicioz, duke i dhënë këtij të fundit të drejtën e përfaqësimit në organet drejtuese të këtij institucioni të rëndësishëm në zhvillimin e tregut financiar në vend. Ky opsion duhet të shfrytëzohet nga aksionerët e bursës së re për të kërkuar nga Qeveria mbështetje për nxitjen e zhvillimit të tregut të kapitaleve.

Negocimi në Lidhje me Marrjen e një Pakete Aksionesh nga Procesi i Privatizimit

Duhet negociuar me Qeverinë për shikimin e mundësisë së kanalizimit të procesit të privatizimit të paketave të kompanive shtetërore nëpërmjet ofertës publike dhe listimit në

bursë. Duhet thënë se AMF ka qenë gjithmonë pro idesë së kanalizimit të procesit të privatizimit nëpërmjet tregut të kapitaleve.¹²

Negocimi ne Lidhje me Incentivat per Zhvillimin e Tregut të Kapitaleve

Një tjetër fushë shumë e rëndësishme ku bursa mund të kërkojë mbështetjen e Qeverisë është nxitja e industrisë së letrave me vlerë, nëpërmjet ofrimit të incentivave ligjore e fiskale. Bazuar në eksperiencat e vendeve të rajonit, Qeveria Shqiptare mund të ndërmarrë një sërë masash të caktuara, me qëllim nxitjen e këtij sektori, kryesisht në drejtim të:

- a) ***nxitjes së ofertës së letrave me vlerë*** – nëpërmjet detyrimit ligjor të subjekteve, që arrijnë kriteret të caktuara cilësore dhe sasore të listohen në bursë, ose ofrimit të incentivave fiskale si përjashtimi nga taksat për një kohë të caktuar (*tax holidays*), apo reduktimi i nivelit të taksave (*tax reduction*) për kompanitë, që listohen në bursë.
- b) ***nxitjes së kërkesës së letrave me vlerë*** – nëpërmjet detyrimit ligjor të ndërmjetësve financiarë, të tillë si skemat kolektive të kursimit, të anëtarësohen si tregtarë në bursë menjëherë sapo të marrin licencën nga AMF, ose nëpërmjet ofrimit të incentivave fiskale për investitorët e portofolit për përjashtimin nga taksat, apo reduktimin e nivelit të taksave mbi fitimet nga investimi në letra me vlerë për një kohë të caktuar.

Negocimi ne Lidhje me Marrjen e Ekskluzivitetit te Procesit te Pastrimit dhe Rregullimit te Llogarive per Transaksionet ne Letrat me Vlere

Negociatat për marrjen e “*ekskluzivitetit*” të procesit të pastrimit dhe rregullimit të llogarive për të gjitha transaksionet në letra me vlerë të ekzekutuara në tregje të ndryshme brenda vendit dhe kthimi në një “*depozitar qendror*” duhet bërë në një fazë të dytë.

V. KONLUZIONE DHE REKOMANDIME

KONKLUZIONE

- Ø Shqipëria ka një treg financiar asimetric me një sektor bankar relativisht të zhvilluar dhe një treg jobankar në hapat e para të zhvillimit,
- Ø Pavarësisht mosfunksionimit për më tepër se një dekadë të tregut të kapitaleve, tashmë janë pjekur kushtet për një zhvillim të këtij sektori në Shqipëri,
- Ø Ekziston një kërkesë dhe një ofertë reale për letra me vlerë në tregun vendas,
- Ø Ekziston kuadri i nevojshëm ligjor dhe rregullativ për nisjen e tregut të kapitaleve,
- Ø Ekzistojnë institucionet e nevojshme për funksionimin e të tregut të kapitaleve në vend,
- Ø BT nuk ka mundur të kthehet nga një koncept juridik në një institucion real për përballimin e kërkesës dhe ofertës për kapitale në vend,
- Ø Ekonomia e Shqipërisë ka nevojë imediate për zhvillimin e tregut të kapitaleve dhe çdo vonesë e mëtejshme sjell një kosto reale..

REKOMANDIME

- Ø Krijimi i një burse letrash me vlerë është një domosdoshmëri e pashmangshme për të mundësuar përputhjen e kërkesës dhe ofertës për kapitale në Shqipëri,
- Ø Ndër opsionet e mundshme rekomandohet krijimi i një burse të re, me kapital dominues privat dhe nëse konsiderohet e nevojshme, të shikohet mundësia për përthitjen e BT,

¹² shih KLV, “Raporti Vjetor 2005” dhe AMF, “Raporti Vjetor 2006”

- Ø Për të qenë e suksesshme, bursa e re duhet të plotësojë disa elementë thelbësorë, si besueshmëria e investitorit strategjik, hyrja të parët në treg, sistem elektronik, nisja e punës me listimin e një kompanie serioze, e cila të jetë një “shembull i mirë”,
- Ø Investitorët strategjikë duhet të shikojnë mundësinë për ofrimin e një procesi të integruar të tregtimit dhe pastrimit e rregullimit të llogarive për transaksionet e ekzekutuara në bursë (por jo vetëm). Kjo do të reduktonte rreziqet dhe kostot operacionale, si dhe do të rriste më tepër eficiencën e tregut,
- Ø Sigurimi i instrumenteve të tregtimit përbën një sfidë për bursën e re, prandaj duhet bërë identifikimi i kërkesës dhe ofertës për letra me vlerë duke kontaktuar me grupe të ndryshme, në mënyrë që tregtimi në bursë të fillojë menjëherë pasi kjo e fundit të ketë marrë licencan nga AMF,
- Ø Negocimi në nivele politike dhe teknike është i nevojshëm dhe shumë i domosdoshëm për suksesin e kësaj iniciative. Njëpërmjet negociatave, investitorët strategjikë mund të gjejnë mbështetjen e autoriteteve vendore për një mbështetje reale të zhvillimit të tregut të letrave me vlerë në vend,
- Ø Në një fazë të mëvonshme, duhet parë mundësia për zgjerimin e aktivitetit në rrafshin gjeopolitik në rajon, aty ku jeton popullsia me kombësi shqiptare si në Kosovë, Maqedoni dhe Mal të Zi. Krijimi i kësaj Burse Pan-Shqiptare do të ishte një faktor shumë pozitiv për zhvillimin e rajonit, si dhe do ta kthente tregun shqiptar të kapitaleve në një qendër të rëndësishme financiare në Ballkanin Perëndimor.

BIBLIOGRAFI

- AATDA, (2007), “Vëzhgim mbi qeverisjen e shoqërive aksionere në Shqipëri”, Shoqata Shqiptare-Amerikane e Tregtisë dhe Zhvillimit, Tiranë
- Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare (AMF), “Raporti Vjetor 2006”, Tiranë
- Gjergji Artan, (2007), “Roli i Shtetit në Zhvillimin e Tregjeve të Kapitalit në Vendet e CEE”, material diskutimi në “*Studime mbi Tregjet e Kapitalit dhe Letrave me Vlerë*”, publikim i AATADA, Tiranë
- Gjergji Artan, (2006), “Does Albania have a Developed Financial Market”, discussion paper, USAB publications, Bologna, Italy, http://www.usab-al.it/usab/images/punime-shkencore/artan_gjergji.pdf
- Gjergji Artan, (2004), “Biznesit Shqiptar dhe financimi nëpërmjet Bursës”, Revista Ekonomike MONITOR, Nr. 21 (124), Tiranë, dt. 02.06.2004, fq. 17 – 22
- IMF, (2007), “Albania: Third Review Under the Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility - Staff Report”, IMF Country Report No. 07/244, July 2007, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- _____. (2005), “Albania: Financial System Stability Assessment - FSSA”, IMF Country Report No. 05/274, August 2005, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Komisioni i Letrave me Vlerë (KLV), “Raporti Vjetor 2005”, Tiranë
- Ministria e Financave (MeF), “Strategjia e Borxhit për vitet 2007 - 2009”, Tetor 2006, Tiranë
- _____. “Raporti Vjetor 2004”, Tiranë