

UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA

Cu titlu de manuscris
CZU: 658.14/.17(043)

BUMBAC DANIELA

**MODALITĂȚI MODERNE DE FINANȚARE: PRACTICI
INTERNAȚIONALE ȘI OPORTUNITĂȚI PENTRU REPUBLICA
MOLDOVA**

Specialitatea: 522.01. Finanțe

Teză de doctor în științe economice

Conducătorul științific:



**ȘTEFANIUC Olga,
doctor în științe economice,
conferențiar universitar**

Autorul:



BUMBAC Daniela

Chișinău 2025

© Bumbac Daniela, 2025

CUPRINS

ADNOTARE (româna, engleză și rusă)	4
LISTA TABELELOR	7
LISTA FIGURILOR	7
LISTA ABREVIERILOR	9
INTRODUCERE	10
1. FUNDAMENTE TEORETICE PRIVIND MODALITĂȚILE DE FINANȚARE ALE SISTEMULUI FINANCIAR	
1.1 Modalități de finanțare: delimitări conceptuale și evolutive	18
1.2 Teorii financiare moderne și modalități de finanțare specifice: abordări teoretico-metodologice, esență și particularități	31
1.3 Caracteristicile modalităților moderne de finanțare și relevanța evaluării riscurilor aferente	42
1.4 Concluzii la capitolul 1	54
2. TENDINȚE GLOBALE ALE MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE ȘI OPORTUNITĂȚI DE VALORIFICARE ÎN REPUBLICA MOLDOVA	
2.1 Factoring-ul ca modalitate modernă de finanțare și oportunități pentru dezvoltare	57
2.2 Finanțarea prin capitalul de risc - principii și avantaje pentru IMM-le inovative	69
2.3 Crowdfunding-ul –oportunitate de finanțare în condițiile digitalizării economiei	82
2.4 Finanțarea sustenabilă: noua oportunitate pentru dezvoltarea afacerilor durabile și proiectelor ecoinovative	94
2.5 Concluzii la capitolul 2	112
3. PERSPECTIVE ȘI DIRECȚII DE DEZVOLTARE A MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE ÎN REPUBLICA MOLDOVA	
3.1 Constrângerile și oportunitățile dezvoltării modalităților de finanțare în cadrul sistemului financiar național	115
3.2 Elaborarea modelului de evaluare financiară a clienților băncii, persoane juridice	128
3.3 Proiectarea modelului de evaluare nefinanciară în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) a clienților băncii, persoane juridice	137
3.3 Direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova	144
3.4 Concluzii la capitolul 3	159
CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI	162
BIBLIOGRAFIE	167
ANEXE	
DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII	
CURICULUM VITAE	

ADNOTARE

Bumbac Daniela, „Modalități moderne de finanțare: practici internaționale și oportunități pentru Republica Moldova”

Teza de doctor în științe economice, Specialitatea: 522.01. Finanțe, Chișinău, 2025

Structura tezei: introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografia din 252 de titluri, 156 de pagini de text de bază, inclusiv 39 de figuri, 23 de tabele și 27 anexe. Cercetările efectuate sunt reflectate în 20 publicații științifice.

Cuvinte cheie: sistem financiar, modalitate modernă de finanțare, factoring, crowdfunding, finanțare prin capital de risc, instituție de credit, credit bancar, finanțare sustenabilă, sustenabilitate, risc de credit.

Scopul cercetării: fundamentarea teoretico-metodologică a modalităților moderne de finanțare, elaborarea instrumentelor de evaluare a eligibilității și sustenabilității debitorului, în vederea facilitării accesului entităților din Republica Moldova la resurse financiare alternative și formularea recomandărilor pentru diversificarea modalităților de finanțare în Republica Moldova, aliniate cu tendințele internaționale și obiectivele de dezvoltare durabilă.

Obiectivele cercetării: fundamentarea conceptuală a modalităților moderne de finanțare și delimitarea acestora în raport cu modalitățile tradiționale de finanțare; studierea legăturii dintre teoriile financiare și modalitățile moderne de finanțare; analiza comparativă a practicii internaționale și celei din Republica Moldova privind mobilizarea resurselor financiare prin modalități moderne de finanțare; identificarea modalităților moderne de finanțate aplicabile în Republica Moldova; elaborarea instrumentarului analitic pentru evaluarea bonității și eligibilității afacerilor în contextul accesării surselor prin modalități moderne de finanțare; elaborarea metodologiei de evaluare nonfinanciară, destinată analizei profilului de sustenabilitate al debitorului în procesul de accesare a modalităților moderne de finanțare; formularea recomandărilor privind integrarea treptată a modalităților moderne de finanțare în sistemul financiar național, în corelare cu agenda de realizare a obiectivelor de dezvoltare durabilă și facilitarea accesului afacerilor la finanțare alternativă.

Noutatea și originalitatea științifică: precizarea conceptului de „modalitate modernă de finanțare” și elaborarea unei clasificări sistematizate a modalităților de finanțare în baza abordărilor evolutive, cu evidențierea particularităților și avantajelor modalităților moderne față de cele tradiționale; identificarea constrângerilor dezvoltării modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova comparativ cu cele din spațiul european; elaborarea și validarea modelului de evaluare financiară a bonității clienților persoane juridice, aplicabil în procesul de acsare a resurselor financiare oferite prin alte modalități de finanțare decât creditul bancar; elaborarea și implementarea modelului de evaluare nefinanciară a debitorilor, persoane juridice ai băncii, în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG), aplicabil în cadrul finanțării sustenabile; determinarea oportunităților și constrângerilor privind dezvoltarea modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova, cu accent pe potențialul finanțării sustenabile și pe specificul economiei autohtone; identificarea și formularea propunerilor privind elaborarea și ajustarea cadrului normativ național privind finanțările participative și celui destinat finanțărilor sustenabile în vederea facilitării accesului la finanțare pentru mediul de afaceri; stabilirea noilor direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național.

Rezultatele obținute care contribuie la soluționarea problemei științifice importante: fundamentarea teoretico-metodologică a modalităților moderne de finanțare și stabilirea direcțiilor prioritare de dezvoltare a acestora în cadrul sistemului financiar național, în vederea promovării unui sistem economic sustenabil, în condițiile noii conjuncturi internaționale și regionale.

Semnificația teoretică a cercetării constă în cercetarea și dezvoltarea conceptelor de modalitate modernă de finanțare, respectiv factoring, crowdfunding, finanțare prin capital de risc și finanțare sustenabilă; determinarea și clasificarea modalităților moderne de finanțare; scoaterea în evidență a rolului, particularităților specifice și tendințele actuale de dezvoltare a factoring-ului, crowdfunding-ului, finanțării prin capital de risc și finanțării sustenabile pe plan internațional; analiza integrării criteriilor de sustenabilitate în procesul decizional de finanțare al băncilor; dezvoltarea conceptului de finanțare sustenabilă și finanțare verde în cadrul sistemului financiar național.

Valoarea aplicativă a lucrării constă punerea în practică a recomandărilor propuse pentru ajustarea cadrului normativ-legislativ în domeniul organizațiilor de creditare nebankare, asigurarea reglementărilor în domeniul finanțării prin capitalul de risc, finanțării participative; elaborarea modelului de evaluare a bonității potențialilor clienți ce solicită finanțarea la termen implementarea modelului de evaluare a criteriilor de sustenabilitate (ESG) în procesul decizional de finanțare al băncilor autohtone, fundamentarea direcțiilor de dezvoltare a sistemului financiar în contextul asigurării dezvoltării economice durabile.

Implementarea rezultatelor științifice: Cele mai importante rezultate ale cercetării au fost transmise și acceptate pentru implementare de către Comisia economie, buget și finanțe a Parlamentului Republicii Moldova, Banca Națională a Moldovei, BC „Moldindconbank” S.A.

ANNOTATION

Bumbac Daniela, „Modern financing modalities: international practices and opportunities for the Republic of Moldova”

Doctor's thesis in economics, Specialty: 522.01. Finance, Chisinau, 2025

Thesis structure: introduction, three chapters, general conclusions and recommendations, bibliography of 252 titles, 156 pages of basic text, including 39 figures, 23 tables and 27 annexes. The research conducted is reflected in 20 scientific publications.

Keywords: financial system, modern financing method, factoring, crowdfunding, venture capital financing, credit institution, bank credit, sustainable financing, sustainability, credit risk.

The purpose of the research theoretical and methodological substantiation of modern financing methods, development of tools for assessing the eligibility and sustainability of the debtor, in order to facilitate access of entities from the Republic of Moldova to alternative financial resources and formulation of recommendations for diversifying financing methods in the Republic of Moldova, aligned with international trends and sustainable development objectives.

Research objectives: conceptual substantiation of modern financing methods and their delimitation in relation to traditional financing methods; studying the connection between financial theories and modern financing methods; comparative analysis of international and moldovian practice regarding the mobilization of financial resources through modern financing methods; identification of modern financing methods applicable in the Republic of Moldova; development of analytical tools for assessing the creditworthiness and eligibility of businesses in the context of accessing sources through modern financing methods; development of a non-financial assessment methodology, intended for analyzing the sustainability profile of the debtor in the process of accessing modern financing methods; formulation of recommendations regarding the gradual integration of modern financing methods into the national financial system, in correlation with the agenda for achieving sustainable development goals and facilitating business access to alternative financing.

Scientific novelty and originality: specifying the concept of "modern financing method" and developing a systematized classification of financing methods based on evolutionary approaches, highlighting the peculiarities and advantages of modern methods over traditional ones; identifying the constraints on the development of modern financing methods in the Republic of Moldova compared to those in the European space; developing and validating the financial assessment model of the creditworthiness of legal entity clients, applicable in the process of accessing financial resources offered through financing methods other than bank credit; developing and implementing the non-financial assessment model of the bank's legal entity debtors, based on ESG criteria, applicable within the framework of sustainable financing; identifying and formulating proposals for the development and adjustment of the national regulatory framework for participatory financing and for sustainable financing in order to facilitate access to financing for the business environment; establishing new directions for the development of modern financing methods within the national financial system.

The results obtained that contribute to solving the important scientific problem: theoretical and methodological substantiation of modern financing methods and establishing priority directions for their development within the national financial system, in order to promote a sustainable economic system, in the conditions of the new international and regional context.

The theoretical significance of the thesis consists in the research and development of modern financing concepts, namely factoring, crowdfunding, risk capital financing and sustainable financing; determining and classifying modern ways of financing; highlighting the role, specific features and current development trends of factoring, crowdfunding, venture capital financing and sustainable financing on an international level; analysis of the integration of sustainability criteria in the banks' financing decision-making process; developing the concept of sustainable financing and green financing within the national financial banking system.

The applicative value of the work is the implementation of the proposed recommendations for adjusting the normative-legislative framework in the field of non-bank lending organizations in aspects related to the supervisory authority, minimum capital, transparency and reporting, according to the European Union and Romania's model, ensuring the regulations in the field of financing through risk capital, participatory financing, the development of the evaluation model for potential clients requesting term financing, the implementation of the evaluation model of sustainability criteria (ESG) in the decision-making process of financing of domestic banks, the foundation of the development directions of the banking financial system in the context of ensuring sustainable economic development.

Implementation of scientific results: The most important results of the research were submitted and accepted for implementation by the Economy, Budget and Finance Commission of the Parliament of the Republic of Moldova, the National Bank of Moldova, BC "Moldindconbank" S.A

АННОТАЦИЯ

Бумбак Даниела, „Современные методы финансирования: международная практика и возможности для Республики Молдова“, докторская диссертация по экономике, специальность: 522.01 – Финансы, Кишинев, 2025

Структура диссертации: введение, три главы, общие выводы и рекомендации, библиография 251 наименований, 156 страницы основного текста, включая 39 рисунка, 23 таблиц и 27 приложений. Исследования отражены в 20 научных публикациях.

Ключевые слова: финансовая система, современный метод финансирования, факторинг, краудфандинг, венчурное финансирование, кредитная организация, банковский кредит, устойчивое финансирование, устойчивость, кредитный риск.

Цель исследования теоретическое и методологическое обоснование современных методов финансирования, разработка инструментов оценки платежеспособности и устойчивости заемщика в целях облегчения доступа субъектов Республики Молдова к альтернативным финансовым ресурсам и формулирование рекомендаций по диверсификации методов финансирования в Республике Молдова, соответствующих международным тенденциям и целям устойчивого развития.

Задачи исследования: концептуальное обоснование современных методов финансирования и их разграничение по отношению к традиционным методам финансирования; изучение связи финансовых теорий и современных методов финансирования; сравнительный анализ международной практики и практики Республики Молдова по мобилизации финансовых ресурсов с использованием современных методов финансирования; разработка аналитических инструментов для оценки кредитоспособности и соответствия предприятий требованиям в контексте доступа к источникам финансирования; разработка методологии нефинансовой оценки, предназначенной для анализа профиля устойчивости должника в процессе доступа к современным методам финансирования; разработка рекомендаций по постепенной интеграции современных методов финансирования в национальную финансовую систему в соответствии с повесткой дня по достижению целей устойчивого развития и облегчению доступа бизнеса к альтернативному финансированию.

Научная новизна и оригинальность: уточнение понятия «современный метод финансирования» и разработка систематизированной классификации методов финансирования на основе эволюционных подходов, выделение особенностей и преимуществ современных методов перед традиционными; выявление ограничений в развитии современных методов финансирования в Республике Молдова по сравнению с европейским пространством; разработка и проверка модели финансовой оценки кредитоспособности клиентов - юридических лиц, применимой при доступе к финансовым ресурсам, предоставляемым с использованием иных, чем банковский кредит, методов финансирования; разработка и внедрение модели нефинансовой оценки заемщиков банка — юридических лиц на основе критериев устойчивости (ESG), применимых в рамках устойчивого финансирования; выявление и формулирование предложений по разработке и корректировке национальной нормативной базы для финансирования участия и устойчивого финансирования; создание новых направлений развития современных методов финансирования в национальной финансовой системе.

Полученные результаты способствуют решению важной научной задачи: теоретико-методологического обоснования современных методов финансирования и установления приоритетных направлений их развития в национальной финансовой системе в целях обеспечения устойчивости экономической системы в условиях нового международного и регионального контекста.

Теоретическая значимость работы заключается в исследовании и разработке концепций современных методов финансирования, а именно факторинга, краудфандинга, финансирования рискованного капитала и устойчивого финансирования; определение и классификация современных способов финансирования; освещение роли факторинга, краудфандинга, венчурного финансирования и устойчивого финансирования на международном уровне; анализ интеграции критериев устойчивости в процесс принятия банками решений о финансировании; разработка концепции устойчивого финансирования в национальной финансово-банковской системе.

Прикладная ценность диссертации заключается во внедрении предложенных рекомендаций по корректировке нормативно-законодательной базы в сфере небанковских кредитных организаций, обеспечение регулирования в области финансирования через рискованный капитал, краудфандинг, разработка модели оценки для потенциальных клиентов, запрашивающих срочное финансирование, внедрение модели оценки критериев устойчивости (ESG) при принятии решений, основы направления развития банковской финансовой системы в контексте обеспечения устойчивого экономического развития.

Внедрение научных результатов: наиболее важные результаты исследований были представлены и приняты к внедрению Комиссией по экономике, бюджету и финансам Парламента Республики Молдова, Национальным банком Молдовы и КБ Молдиндконбанк АО.

LISTA TABELELOR

Tabel 1.1 Analiza comparativă dintre modalitățile tradiționale de finanțare și cele moderne	24
Tabelul 1.2 Clasificarea modalităților de finanțare după gradul de risc aferent	48
Tabel 2.1 Analiză comparativă: Factoring clasic vs. Factoring ESG	61
Tabelul 2.2 Analiza comparativă dintre factoring și credit	61
Tabelul 2.3 Analiza comparativă dintre factoring și forfetare	62
Tabelul 2.4 Analiza comparativă privind dezvoltarea factoringului în UE și Republica Moldova	66
Tabel 2.5 Analiza comparativă dintre investitor simplu și cel de capital de risc	74
Tabelul 2.6 Bune practici în domeniul finanțării prin capital de risc	80
Tabelul 2.7. Modele de finanțare prin crowdfunding	85
Tabelul 2.8 Bune practici în domeniul crowdfundingului	88
Tabelul 2.9 Analiza comparativă dintre crowdfundingul european și cel al Republicii Moldova	92
Tabelul 2.10 Bune practici în domeniul finanțării sustenabile	109
Tabelul 2.11 Analiza comparativă finanțarea sustenabilă în UE și Republica Moldova	110
Tabelul 3.1 Tendințele factoringului și crowdfunding-ului în Republica Moldova	122
Tabelul 3.2 Rezultatele modelului de regresie multifactorial liniar prin MCMMP	131
Tabelul 3.3 Intervalele de încredere ale estimatorilor parametrilor	132
Tabelul 3.4 Verificarea autocorelării erorilor din testul Breusch-Godfrey	133
Tabelul 3.5 Heteroskedasticity Test: Glejser 3.6	134
Tabelul 3.6 Heteroskedasticity Test: White	135
Tabelul 3.7 Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey	135
Tabelul 3.8 Matricea coeficienților de corelație	135
Tabelul 3.9 Ponderea componentelor ESG utilizate în procesul de evaluare a ratingului	142
Tabelul 3.10 Ratingul de sustenabilitate (ESG) atribuit în baza evaluării	143

LISTA FIGURILOR

Figura 1.1. Elementele modalității de finanțare	20
Figura 1.2 Tipologia modalităților de finanțare conform abordărilor evolutive	23
Figura 1.3 Preferințele de finanțare ale companiilor românești	28
Figura 1.4 Structura surselor de finanțare ale întreprinderilor din Republica Moldova în perioada 2015-2023	29
Figura 1.5 Factorii determinanți ai vulnerabilităților entităților din Republica Moldova	30
Figura 1.6 Acțiuni specifice entităților pentru a accesa resurse financiare	31
Figura. 1.7 Tipologia teoriilor financiare moderne	32
Figura 1.8 Teorii financiare moderne și modalități de finanțare specifice	33
Figura 2.1 Etapele finanțării prin factoring în cadrul băncilor comerciale	58
Figura 2.2 Finanțarea prin reverse factoring	59
Figura 2.3 Structura pieței factoring-ului pe plan internațional în anul 2023	63
Figura 2.4 Volumul operațiunilor de factoring în spațiul UE în perioada 2011-2023	65
Figura 2.5 Ponderea respondenților după utilizarea instrumentelor de finanțare pe care le-au utilizat	67
Figura 2.6 Ponderea respondenților după preferințele privind utilizarea altor modalități de finanțare decât creditul bancar	67
Figura 2.7 Schema de finanțare prin capital de risc	71
Figura 2.8 Etapele finanțării prin capital de risc realizată de fondurile cu capital de risc	72
Figura 2.9 Beneficiile oferite de finanțările prin capital de risc sistemului economic	76
Figura 2.10 Structura pieței internaționale a finanțărilor cu capital de risc după numărul de rânzații în anul 2023	78
Figura 2.11: Mecanismul finanțării prin crowdfunding	83
Figura 2.12 Etapele finanțării proiectelor prin crowdfunding	84

Figura 2.14 Promotorii finanțelor sustenabile la nivel național și internațional	95
Figura 2.15 Beneficiile aferente finanțării sustenabile	96
Figura 2.16 Domeniile promovate de finanțarea sustenabilă	97
Figura 2.17 Etapele procesului de finanțare sustenabilă	98
Figura 2.18 Obiectivele de mediu incluse în Taxonomia UE	100
Figura 2.19 Integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG) în activitatea băncilor	104
Figura 2.20 Dinamica pieței obligațiunilor sustenabile emise în perioada 2018-2023	107
Figura 2.21 Ponderea respondenților după opțiunea de accesare a altor modalități de finanțare decât creditul bancar	111
Figura 3.1 Cota portofoliilor de credite și a împrumuturilor acordate de bănci, OCN și AEÎ în perioada 2017-2023	115
Figura 3.2 Limitele de competență în acordarea creditelor bancare în cadrul băncilor	117
Figura 3.3 Gestionarii proiectelor investiționale de susținere a antreprenorilor oferite de instituțiile financiare internaționale	123
Figura 3.4 Valoarea granturilor acordate prin intermediul ODA pentru anul 2023	124
Figura 3.5 Rezultatele proiectului „Suport pentru IMM în zonele rurale”	124
Figura 3.7 Barierele dezvoltării mediului de afaceri național	127
Figura 3.8 Corelograma reziduurilor Q-Statistics	133
Figura 3.9. Testul Jarque-Bera privind normalitatea erorilor aleatorii	134
Figura 3.10 Mecanismul de evaluare a sustenabilității proiectelor de finanțat	141
Figura 3.11 Orientări ale strategiei de finanțare sustenabilă	151
Figura 3.12 Acțiuni întreprinse de bănci în vederea promovării finanțării sustenabile	154

LISTA ABREVIERILOR

ACPR – Autoritatea pentru control și rezoluție prudențială în Franța
AEÎ – Asociații de economii și împrumut
AML – Anti money laundering/ Prevenirea și combaterea spălării banilor
ASF – Asociația Societăților Financiare
BA – Business angels
BCE – Banca Centrală Europeană
BEI – Banca Europeană de Investiții
BERD- Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare
BNM – Banca Națională a Moldovei
BNR – Banca Națională a României
BNS – Biroul Național de Statistică
CAPM- Capital asset pricing model/Modelul de stabilire a prețului activelor de capital
CITT – Centru de inovare și transfer tehnologic
CNPF – Comisia națională a pieții financiare
CNSM – Consiliul național pentru supraveghere prudențială
CRC – Centrala riscurilor de credit
EBA – European Banking Authority/Autoritatea Bancară Europeană
ESG – Environment, social, guvernance/ Mediu, social, guvernanta
ESMA-Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe
EUR – Euro
FACEM - Fondul pentru antreprenoriat și creștere economică
FCI – Factor Chain International/ Asociația Internațională de Factoring
FSS – Fondul special al acționarilor BERD
GAR – Green asset ratio/ Cota activelor verzi
ICMA - Asociația Internațională a Pieței de Capital
IFI- Instituții financiare internaționale
IMM – Întreprinderi Mici și Mijlocii
IPO – Initial public offering /Oferta publică inițială
KPI -Key Performance Indicator /Indicatorul cheie de performanta
KYC – Know your customer/Cunoaște-ti clientul
LBO – Leverage by out
NFR – Necesar de Fond de Rulment
OCDE – Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
OCN – Organizație de creditare nebancară
ODA- Organizația de dezvoltare a antreprenoriatului
ODD- Obiective de dezvoltare durabilă
ONU – Organizația Națiunilor Unite
PIB – Produsul Intern Brut
PNUD – Programul Națiunilor Unite pentru Dezvoltare
SUA – Statele Unite ale Americii
TEE – Tranziția ecologică energetică
UE – Uniunea Europeană
USAID - United States Agency for International Development/Agenția SUA pentru dezvoltare internațională
USD – Dollar american
VC – Venture capital

INTRODUCERE

Actualitatea și importanța temei de cercetare. Tendințele emergente ale sistemului financiar global, intensificarea relațiilor economico-comerciale și necesitatea tot mai pronunțată a entităților economice de a accesa surse de finanțare în condiții avantajoase au generat o reconfigurare a pieței financiare, deschizând noi perspective privind adoptarea modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova. Astfel, au apărut noi modalități de finanțare care nu necesită garanții, așa cum se întâmplă în cazul creditelor și împrumuturilor oferite de bănci și instituțiile de creditare nebanclară. În economiile dezvoltate, pe lângă finanțarea tradițională prin credite sau din surse proprii, s-au impus și alternative moderne, cu impact benefic asupra dezvoltării economice durabile.

Actualitatea temei de cercetare este determinată de constrângerile pieței financiare naționale, caracterizată printr-o ofertă restrânsă, axată preponderent pe finanțarea prin credite bancare. Studiarea modalităților moderne de finanțare, precum factoringul, crowdfundingul și instrumentele sustenabile, este esențială pentru IMM-urile din Republica Moldova. Acestea oferă soluții alternative de capital, stimulează investițiile și susțin creșterea economică. Rolul instituțiilor financiare și al cadrului legislativ este de o importanță majoră în facilitarea accesului la aceste instrumente. Cercetarea în acest domeniu este necesară pentru dezvoltarea unor politici eficiente și adaptate nevoilor actuale ale mediului de afaceri.

În prezent, dominația instituțiilor bancare în furnizarea resurselor financiare limitează dezvoltarea economică, în special prin reticența față de proiectele inovatoare și noile afaceri. Accesul dificil și costisitor la finanțare rămâne o barieră majoră pentru antreprenori. Spre deosebire de această rigiditate, sistemul financiar internațional a evoluat către o ofertă diversificată de produse menite să sprijine investițiile sustenabile și digitalizarea. Crizele recente au accelerat integrarea criteriilor ESG în deciziile investiționale, iar investitorii devin tot mai interesați de opțiuni durabile. În acest context, analiza practicilor internaționale este esențială pentru adaptarea pieței financiare moldovenești la noile realități economice.

Gradul de studiere a temei de cercetare. Studiarea literaturii de specialitate elaborată de către cercetători din Republica Moldova în care sunt abordate problemele, sursele și modalitățile de finanțare, ne permite să constatăm că, conceptele precum reverse factoring-ul și finanțarea sustenabilă sunt insuficient cercetate. În cele mai dese cazuri, lucrările abordează aspecte conceptuale și particularități, reflectând în mod generalist modalități de finanțare precum factoring-ul, finanțarea prin capital de risc, securitizarea creanțelor, forfetarea, crowdfunding-ul, granturile și subvențiile. Cercetările realizate anterior sunt consacrate în mare parte surselor de finanțare externe provenite de la bănci și organizații de creditare nebanclare (credite), precum și de la alți donatori externi, așa ca instituțiile financiare regionale și internaționale (granturi). Analizele

detaliată ce vizează descrierea principiilor și a mecanismului de finanțare, avantajele și dezavantajele aferente, tendințele la nivel global, aspectele reglementării, precum și constrângerile dezvoltării în cadrul sistemului financiar național a modalităților moderne de finanțare, se regăsesc în teze de doctorat și articole științifice publicate în cadrul revistelor de specialitate și ale materialelor manifestărilor științifice.

La dezvoltarea acestei problematice au contribuit semnificativ mai mulți cercetători din Republica Moldova: Cobzari L., Botnari N., Ulian G., Băncilă N., Doga-Mîrzac M., Brumă I., Ștefaniuc O., Fuior E., Erhan L., Grabarovschi A., Timuș A., Stratan Sv., Postolache V., Gherjavca Sv. și alții. În România, problemele finanțării și a surselor acestora sunt preocuparea mai multor cercetători: Cotelencu M., Roventa M., Ivănescu D., Păun C., Popescu S., Toma M., Ilie V., Stancu I., Ghiță O., Popa V., Ponea O., Dănilă O., Pascaru S. și alții. O contribuție esențială în dezvoltarea subiectului cercetării a fost adusă de economiștii și cercetătorii ruși, printre care menționăm: Alekseeva A., Kiseleva E., Kolobanov D., Parfenova L., Kovalev V., Emilianov E., Eršov I., Spiridonova E., Jukov O., Popova E., Gambeeva Iu., Semina E., Laskina L., Pogostinskaia N., Kurbatov S. și alții. Descrieri ample privind teoriile financiare moderne și modalitățile noi de finanțare se conțin și în lucrările științifice ale altor cercetători, care vizează experiența țărilor europene și altor piețe internaționale: Chareaux Ch., Adair Ph., Charpin J., Dietsch M., Baresa Suzana, Leroux Fr., Bakker M., Doove S., Petra G., Robinson J., Paul Harpern, Thomson Jh, Carpentier C., Colot O., Croquet M. ș.a.

Aceste cercetări științifice constituie o bază solidă pentru studierea și aprofundarea conceptelor teoretice și practice privind dezvoltarea și aplicarea modalităților moderne de finanțare într-un sistem financiar eficient, transparent și bine reglementat. În contextul schimbărilor economice globale și al procesului de digitalizare, devine esențială adoptarea unor instrumente financiare inovatoare și adaptate noilor cerințe. În cadrul cercetării de doctorat, autorul subliniază necesitatea și relevanța integrării modalităților moderne de finanțare în structura sistemului financiar național, evidențiind impactul pozitiv pe care acestea îl pot avea asupra dezvoltării economice sustenabile. Subiectul abordat oferă oportunități pentru examinarea unor perspective noi și pentru identificarea soluțiilor la provocările actuale din acest domeniu, contribuind astfel la îmbogățirea bazei conceptuale și practice a finanțării moderne. Studiul literaturii de specialitate și analiza practicilor curente au permis autorului să formuleze propuneri și soluții viabile pentru îmbunătățirea și consolidarea sistemului financiar la nivel național.

Obiectul prezentei cercetări îl constituie modalitățile moderne de finanțare din perspectiva de integrare graduală a acestora în sistemul financiar din Republica Moldova.

În raport cu acesta, a fost formulată **ipoteza științifică**, care constă în presupunerea că integrarea treptată a modalităților moderne de finanțare în sistemul financiar al Republicii

Moldova, prin preluarea și adaptarea practicilor internaționale, precum și prin aplicarea unui mecanism complex de evaluare financiară și nonfinanciară a sustenabilității debitorului, va contribui la diversificarea instrumentelor de finanțare disponibile și facilitarea accesului entităților economice la resurse financiare, inclusive sustenabile.

Scopul cercetării constă în fundamentarea teoretico-metodologică a modalităților moderne de finanțare, elaborarea instrumentelor de evaluare a eligibilității și sustenabilității debitorului în vederea facilitării accesului entităților naționale la resurse financiare alternative și formularea recomandărilor pentru diversificarea modalităților de finanțare în Republica Moldova, aliniate cu tendințele internaționale și obiectivele de dezvoltare durabilă.

Obiectivele stabilite pentru realizarea scopului enunțat sunt:

- Fundamentarea conceptuală a modalităților moderne de finanțare și delimitarea acestora în raport cu modalitățile tradiționale de finanțare.
- Studierea legăturii dintre teoriile financiare și modalitățile moderne de finanțare.
- Analiza comparativă a practicii internaționale și celei din Republica Moldova privind mobilizarea resurselor financiare prin modalități moderne de finanțare.
- Identificarea modalităților moderne de finanțate aplicabile în Republica Moldova.
- Elaborarea instrumentarului analitic pentru evaluarea bonității și eligibilității afacerilor în contextul accesării surselor prin modalități moderne de finanțare.
- Elaborarea metodologiei de evaluare nonfinanciară, destinată analizei profilului de sustenabilitate al debitorului în procesul de accesare a modalităților moderne de finanțare.
- Formularea recomandărilor privind integrarea treptată a modalităților moderne de finanțare în sistemul financiar național, în corelare cu agenda de realizare a obiectivelor de dezvoltare durabilă și facilitarea accesului afacerilor la finanțare alternativă.

Metodologia cercetării științifice și suportul informațional. Cercetarea se bazează pe un spectru larg de surse, incluzând lucrări ale economiștilor locali și internaționali, dar și analize și rapoarte elaborate de instituții de renume, atât naționale, cât și internaționale. Printre instituțiile naționale relevante se remarcă Fondul de Dezvoltare Durabilă Moldova, Banca Națională a Moldovei, Comisia Națională a Pieței Financiare și Organizația pentru Dezvoltarea Antreprenoriatului. La nivel internațional un rol semnificativ în furnizarea de date și analize au revenit organizațiilor precum Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCED), Banca Mondială, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare și Asociația Internațională de Factoring.

Sursele utilizate au inclus studii privind finanțarea modernă în economii avansate, precum SUA, Franța, Germania, Marea Britanie, alături de statistici oficiale, rapoarte instituționale și articole științifice publicate de experți din țară și de peste hotare, inclusiv România. Aceste surse

au constituit o bază solidă pentru analiza tendințelor globale, identificarea modelelor de succes și formularea unor concluzii relevante pentru contextul național.

Metodologia de cercetare integrează atât metode cantitative, cât și calitative. Analiza statistică descriptivă a fost aplicată pentru a descrie tendințe și sintetiza date privind evoluția modalităților moderne de finanțare. Metoda de analiză documentară a fost utilizată pentru studiul bunelor practici internaționale a documentelor de politici publice și a cadrului legal național și internațional. Analiza comparativă a fost utilizată pentru a examina diferențele dintre diverse modalități de finanțare, atât între cele tradiționale și moderne, cât și diferite tipuri de modalități moderne de finanțare dezvoltate pe plan internațional. De asemenea, comparația a fost utilizată pentru evidențierea tendințelor internaționale cu cele la nivel național. Metoda chestionarului a fost utilizată pentru acumularea datelor privind accesul la surse de finanțare la nivel național. În procesul de cercetare au mai fost utilizate metode științifice, precum: analiza sistemică, metoda analogiilor, sinteza, deducția și nu în ultimul rând metodele statisto- matematice și econometrice. Aceste abordări au permis o investigare comprehensivă a problematicii finanțării moderne, asigurând relevanța și obiectivitatea concluziilor formulate.

Noutatea științifică a cercetării rezidă în fundamentarea condițiilor necesare pentru integrarea și dezvoltarea modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova, prin valorificarea bunelor practici internaționale și adaptarea acestora la specificul economiei naționale.

Elementele de noutate științifică sunt următoarele:

1. precizarea conceptului de „modalitate modernă de finanțare” și elaborarea unei clasificări sistematizate a modalităților de finanțare în baza abordărilor evolutive, cu evidențierea particularităților și avantajelor modalităților moderne față de cele tradiționale;
2. identificarea constrângerilor dezvoltării modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova comparativ cu cele din spațiul european;
3. elaborarea și validarea modelului de evaluare financiară a bonității clienților persoane juridice, aplicabil în procesul de acesare a resurselor financiare oferite prin alte modalități de finanțare decât creditul bancar;
4. elaborarea și implementarea modelului de evaluare nefinanciară a debitorilor, persoane juridice ai băncii, în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG), aplicabil în cadrul finanțării sustenabile;
5. determinarea oportunităților și constrângerilor privind dezvoltarea modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova, cu accent pe potențialul finanțării sustenabile și pe specificul economiei autohtone;

6. identificarea și formularea propunerilor privind elaborarea și ajustarea cadrului normativ național privind finanțările participative și celui destinat finanțărilor sustenabile în vederea facilitării accesului la finanțare pentru mediul de afaceri;
7. stabilirea noilor direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național.

Problema științifică soluționată în lucrare constă în fundamentarea teoretico-metodologică a modalităților moderne de finanțare și stabilirea direcțiilor prioritare de dezvoltare a acestora în cadrul sistemului financiar național, în vederea promovării unui sistem economic sustenabil, în condițiile noii conjuncturi internaționale și regionale.

Valoarea teoretică și aplicativă a tezei:

Valoarea teoretică a tezei rezultă din următoarele:

- aprofundarea și dezvoltarea teorii finanțării sustenabile în contextul noilor tendințe financiare internaționale;
- conturarea unei clasificări a modalităților moderne de finanțare din perspectiva surselor de finanțare, gradul de risc asociat și perspectivele evolutive ale acestora;
- evidențierea beneficiilor principale ale unor modalități moderne de finanțare precum: factoring, crowdfunding, finanțare prin capital de risc și finanțare sustenabilă, demonstrând impactul pozitiv al acestora asupra dezvoltării economice;
- identificarea rolului și particularităților integrării criteriilor de sustenabilitate în procesul de evaluare a riscurilor și luării deciziei de finanțare a instituțiilor de credit, având în vedere tendințele globale și necesitatea alinierii Republicii Moldova la cerințele internaționale;
- dezvoltarea conceptului de finanțare sustenabilă și adaptarea acestuia la specificul sistemului financiar național, oferind o bază teoretică solidă pentru integrarea acestuia în practicile locale.

Valoarea aplicativă a lucrării constă în:

- măsurile concrete elaborate pentru ajustarea cadrului normativ-legislativ în domeniul finanțării prin capitalul de risc și a finanțării participative;
- recomandări și măsuri privind elaborarea unui cadru normativ destinat dezvoltării finanțării sustenabile;
- argumentarea necesității implementării modelului de evaluare financiară a bonității debitorului băncii, persoană juridică, solicitant al finanțării la termen (scurt, mediu);
- argumentarea necesității implementării modelului de evaluare debitorilor, persoane juridice în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) în procesul decizional de finanțare al băncilor autohtone;

- determinarea direcțiilor de dezvoltare a sistemului financiar național în contextul asigurării dezvoltării economice sustenabile pe termen lung.

Implementarea rezultatelor. Rezultatele cercetării incluse în lucrare au fost expuse public și prezentate în cadrul manifestărilor științifice naționale și internaționale, precum și în revistele de specialitate. Propunerile și recomandările privind: ajustarea legislației în domeniul organizațiilor de creditare nebancare, elaborarea modelului de evaluare financiară și a celui de evaluare nefinanciară, în baza criteriilor de sustenabilitate ai debitorilor băncii, stabilirea noilor direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național au fost transmise și acceptate pentru implementare de către Comisia economie, buget și finanțe a Parlamentului Republicii Moldova, Banca Națională a Moldovei, banca comercială BC „Moldindconbank” S.A.

Aprobarea rezultatelor. Principalele abordări teoretico-metodologice, analizele efectuate și recomandările practice formulate și reflectate în această lucrare au fost relatate în lucrările științifice prezentate în revistele de specialitate recenzate, precum și în cadrul conferințelor științifice naționale și internaționale, workshop-urilor și meselor rotunde organizate de centrele de cercetare, fiind expuse în 20 lucrări științifice.

- Modalități moderne de finanțare: particularități și oportunități. In: *Relații internaționale. Plus*. 2019, nr. 2(16), p. 130-140. ISSN 1857-4440;
- Sistemul de credit al Republicii Moldova: probleme actuale și perspective de dezvoltare, Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere, ICSE Gh.Zane, Vol.XXXV, Iași 2019, p.52-58. ISBN:978-606-685-687-4;
- Tendințele dezvoltării pieței bancare și nebancare din Republica Moldova, Culegere de lucrări științifice: Seminarul Științific organizat de Facultatea Științe Economice: Problemele socio-economice ale Republicii Moldova: reflecții și sugestii, Volumul IV p.61-76, Chișinău 2018, CEP USM, 2018;
- Finanțările prin capital de risc: oportunități și tendințe Europene. In: Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere. Vol.37, 30 octombrie 2020, Iași, România. Performantica, 2020, p. 79-87. ISBN 978-606-685-742-0;
- Crowdfundingul – modalitate modernă de finanțare în era digitalizării. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, 29-30 octombrie 2021, Chișinău. Chișinău, Moldova: CEP USM, 2021, p. 164-171. ISBN 978-9975-158-88-6;
- Integrarea factorilor ESG în activitatea instituțiilor de credit. Conferința națională cu participare internațională Integrare prin cercetare și inovare: Științe juridice și economice, 10-11 noiembrie 2022, Chisinau, Republica Moldova: CEP USM, 2022, SJE, p. 385-387. ISBN 978-9975-62-472-5;

- Finanțarea sustenabilă: oportunități și tendințe europene. În. Modern paradigms in the development of the national and world economy, 24-26 octombrie 2024, Chișinău. ISBN 978-9975-62-770-2.

Structura lucrării. Lucrarea constă din introducere, trei capitole, concluzii și recomandări.

În **Introducere** sunt aduse argumente privind importanța și relevanța temei de cercetare, este formulat scopul cercetării și obiectivele, este precizat obiectul cercetării. Introducerea oferă informații privind noutatea științifică și valoarea ei teoretică și aplicativă, problema științifică soluționată, aprobarea și implementarea rezultatelor.

Capitolul 1 - Fundamentele teoretice ale modalităților de finanțare ale sistemului financiar prezintă fundamentele teoretico-metodologice privind finanțarea entităților economice, clarificând conceptele de sursă, instrument și modalitate de finanțare. Sunt definite și analizate modalitățile moderne de finanțare, propunându-se o tipologie în funcție de abordarea evolutivă și gradul de risc. Capitolul explorează principalele teorii financiare moderne, inclusiv finanțarea sustenabilă și evidențiază rolul modalităților moderne în sprijinirea economiei. De asemenea, sunt tratate provocările accesului la finanțare și importanța evaluării riscului de credit și a bonității debitorilor.

Capitolul 2 - Tendințe globale ale modalităților moderne de finanțare și oportunități de valorificare în Republica Moldova este consacrat unui studiu detaliat a principalelor tendințe în domeniul factoring-ului, crowdfunding-ului, finanțării prin capital de risc și finanțării sustenabile. Sunt analizate evoluțiile globale și europene ale factoring-ului, subliniind contribuția sa la dezvoltarea afacerilor. Finanțarea prin capital de risc este tratată în contextul susținerii inițiativelor inovative, în special a start-up-urilor. Crowdfunding-ul este analizat ca soluție modernă pentru IMM-uri în contextul digitalizării. Finanțarea sustenabilă este evidențiată ca element esențial în atingerea obiectivelor de dezvoltare durabilă. Capitolul se încheie cu o analiză comparativă între practicile internaționale și cele din Republica Moldova, scoțând în evidență particularitățile și limitele dezvoltării naționale în acest domeniu. Tot la acest capitol este inclusă o analiză comparativă între practica europeană și cea din Republica Moldova în ceea ce privește particularitățile modalităților moderne de finanțare și evidențierea limitelor dezvoltării acestora în plan național.

Capitolul 3 - Perspective și direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova - reflectă o analiză a tendințelor și constrângerilor existente pe piața națională de finanțare. Este subliniată importanța diversificării instrumentelor financiare prin promovarea unor modalități moderne precum reverse factoring-ul, finanțarea participativă, capitalul de risc și finanțarea sustenabilă. Capitolul include prezentarea unui model econometric de evaluare a bonității persoanelor juridice, realizat prin regresie liniară multiplă cu ajutorul

softului EViews 8.0. În plus, este propus un model de evaluare nefinanciară bazat pe criterii ESG, inspirat din bunele practici europene. Capitolul se încheie cu recomandări concrete privind dezvoltarea sustenabilă și integrarea acestor modalități moderne în sistemul financiar al Republicii Moldova.

Compartimentul **Concluzii generale** și **Recomandări** oferă o sinteză a concluziilor generale ale cercetării. De asemenea, acest compartiment oferă o serie de recomandări cu scopul de a implementa și dezvolta modalități moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național, în contextul promovării investițiilor responsabile și inovative cu scopul realizării obiectivelor de dezvoltare durabilă.

Cuvinte-cheie: finanțare, sistem financiar, modalitate modernă de finanțare, factoring, crowdfunding, finanțare prin capital de risc, instituție de credit, credit bancar, finanțare sustenabilă, sustenabilitate, risc de credit.

1. FUNDAMENTELE TEORETICE ALE MODALITĂȚILOR DE FINANȚARE CA ELEMENTE ALE SISTEMULUI FINANCIAR

1.1 Modalități de finanțare: delimitări conceptuale și evolutive

Finanțarea activității unei entități economice a constituit întotdeauna o problemă destul de stringentă. Resursele proprii nu sunt suficiente pentru acoperirea necesarului de finanțat și nu întotdeauna pot face față strategiilor de dezvoltare a entității, iar din aceste considerente agentul economic este pus în fața alegerii unor surse alternative de finanțare.

Necesitatea de resurse financiare se manifestă atât în etapa de înființare a unei societăți, cât și pe parcursul desfășurării activităților de exploatare și investiționale, capitalul reprezentând motorul esențial al dezvoltării acesteia. Pentru menținerea unui echilibru financiar sustenabil, pe termen scurt și lung, este imperativă, pe de o parte, acoperirea necesarului de capital prin surse permanente, atrase pe un orizont de timp adecvat, iar pe de altă parte, asigurarea unor resurse temporare care să răspundă cerințelor de finanțare imediată.

În opinia cercetătoarei Kojanova A. [120], procesul de finanțare include următoarele elemente: forma de finanțare, sursa de finanțare și modalitatea de finanțare. Forma și tipul de finanțare sunt determinate de scopul, natura și categoria aportului sau contribuției realizate de participanții implicați în procesul de finanțare (vezi Anexa 1).

Astfel, în funcție de scopul finanțării, putem evidenția două forme ale acesteia: finanțare nerambursabilă și finanțare rambursabilă. Finanțarea nerambursabilă presupune aporturi atât în natură, sub formă de bunuri, echipamente, analize/studii/proiecte de cercetare, cât și contribuții financiare sub forma donațiilor, granturilor, subvențiilor și altor modalități financiare necomerciale (fără un interes financiar). Finanțarea nerambursabilă nu presupune obținerea profitului și nici restituirea contribuțiilor/aporturilor oferite. Spre deosebire de finanțarea nerambursabilă, cea rambursabilă presupune rambursarea la termen (scadență) a finanțării acordate, suplinite de anumite comisioane, dobânzi, fapt ce presupune obținerea unor venituri suplimentare rezultate din procesul de finanțare. Pentru a asigura buna desfășurare a activității economico-financiare a unei entități, este importantă alegerea unei surse și a unei modalități de finanțare oportune entității respective. Varietatea și multitudinea surselor de finanțare prin care pot fi mobilizate mijloacele financiare fac ca decizia de finanțare să constituie o problemă de alegere pentru entități. Un aspect important în luarea deciziei de finanțare este legat de decizia finanțării afacerii din surse proprii sau din surse atrase de pe piețele financiare (împrumutate).

La modul general, finanțarea poate fi prezentată ca un proces complex datorită căruia activitatea unei entități este asigurată cu resurse bănești. Kojanova A. [120] tratează finanțarea ca fiind o alocare de resurse financiare entităților economice, rambursabilă la termen sau nerambursabilă, în anumite condiții determinate, în scopul acoperirii unor nevoi social-economice.

Analiza literaturii de specialitate ne permite să distingem două componente ale procesului de finanțare, și anume: sursa de finanțare și modalitatea de finanțare. În acest context, este necesar de a evidenția **sursa de finanțare** ca fiind elementul ce indică locația de unde pot fi solicitate resurse pentru a acoperi necesarul de finanțare al entității (extern, intern), iar **modalitatea de finanțare**, ca elementul ce detaliază mecanismul care asigură acoperirea necesarului de finanțat, astfel aceste două elemente pot fi considerate ca fiind interdependente și complementare.

În opinia autorului, având la bază literatura de specialitate, *sursele de finanțare pot fi definite ca un ansamblu de mijloace bănești oferite de către anumiți subiecți/instituții la care poate apela entitatea pentru finanțarea activității sale economico-financiare*. Pe de altă parte, *modalitatea de finanțare poate fi prezentată ca un proces prin care entitatea este asigurată cu resurse financiare*. Astfel, modalitatea de finanțare este un procedeu specific care combină mijloace și instrumente de finanțare la un anumit termen și este supus reglementărilor specifice domeniului dat. Alegerea anumitor surse și modalități de finanțare de către o entitate este esențială, deoarece capitalul presupune anumite costuri, cu impact direct asupra rezultatului financiar al unei entități, determinând atât micșorarea, cât și majorarea acestuia. În luarea deciziei de finanțare, entitatea face apel la sursele interne (proprie), cât și la cele externe (împrumutate).

Astfel selectarea surselor și a modalităților de finanțare reprezintă o provocare deosebit de relevantă pentru echipa managerială și investitori. Deși în literatura de specialitate există numeroase opinii privind conceptul de finanțare, este dificil de identificat unul care să surprindă cât mai complet esența acestuia.

După cum rezultă din cercetările efectuate, putem aprecia finanțarea ca fiind cheia care deschide ușa viitorului unei entități. În acest context, finanțării i se poate atribui responsabilitatea de bază în asigurarea dezvoltării, continuității și bunei funcționări a entității economice.

În opinia lui Ilie M., „finanțarea activității entității presupune mobilizarea resurselor de capital de la cei cu excedent de resurse (investitori) spre cei care au nevoie de acestea (agenții economici), prin intermediul unor instrumente și mecanisme specifice în cadrul unor piețe organizate (piețele monetare sau piețele de capital)” [44, p. 28].

În literatura de specialitate se vehiculează mai multe abordări cu privire la clasificarea surselor de finanțare a entității. Abordarea cea mai des întâlnită se referă la clasificarea surselor după gradul de apartenență a resurselor financiare, pe care le clasifică în două mari categorii: interne și externe sau proprii și împrumutate. Practica financiară evidențiază o gamă mult mai redusă a surselor interne de formare a capitalurilor entităților, comparativ cu cea a surselor externe de finanțare. Principalele avantaje și dezavantaje ale utilizării surselor proprii și atrase sunt sintetizate în Anexa 2. Conform teoriilor de finanțare, sursele interne sunt apreciate ca fiind cele mai sigure, principalul lor avantaj constând în asigurarea unui nivel ridicat de autonomie financiară

față de finanțarea externă. Mai mult decât atât, acestea oferă posibilitatea de creștere a valorii bursiere a companiei, costurile de finanțare fiind cu mult mai scăzute decât în cazul surselor externe. Pe de altă parte, sursele externe sunt caracterizate printr-o diversitate mult mai mare față de cele interne, precum și de un termen mult mai extins al rambursării, respectiv perioade de timp medii (3-5 ani) și lungi (peste 5 ani).

În opinia autorului, *modalitatea de finanțare reprezintă un procedeu, o metodă prin intermediul căreia entitatea economică este asigurată cu resurse financiare, alocate în scopul dezvoltării continue a activității acesteia.*

După cum se vede din figura 1.1, modalitatea de finanțare cuprinde: tipul de finanțare, sursele potențiale de finanțare și instrumentele de finanțare în scopul asigurării cu resurse financiare proiectele de dezvoltare ale unei entități. Utilizarea uneia sau altei modalități de finanțare ține nemijlocit de natura afacerii, localizarea acesteia, corespondența cu instituțiile de interes local, național sau regional.

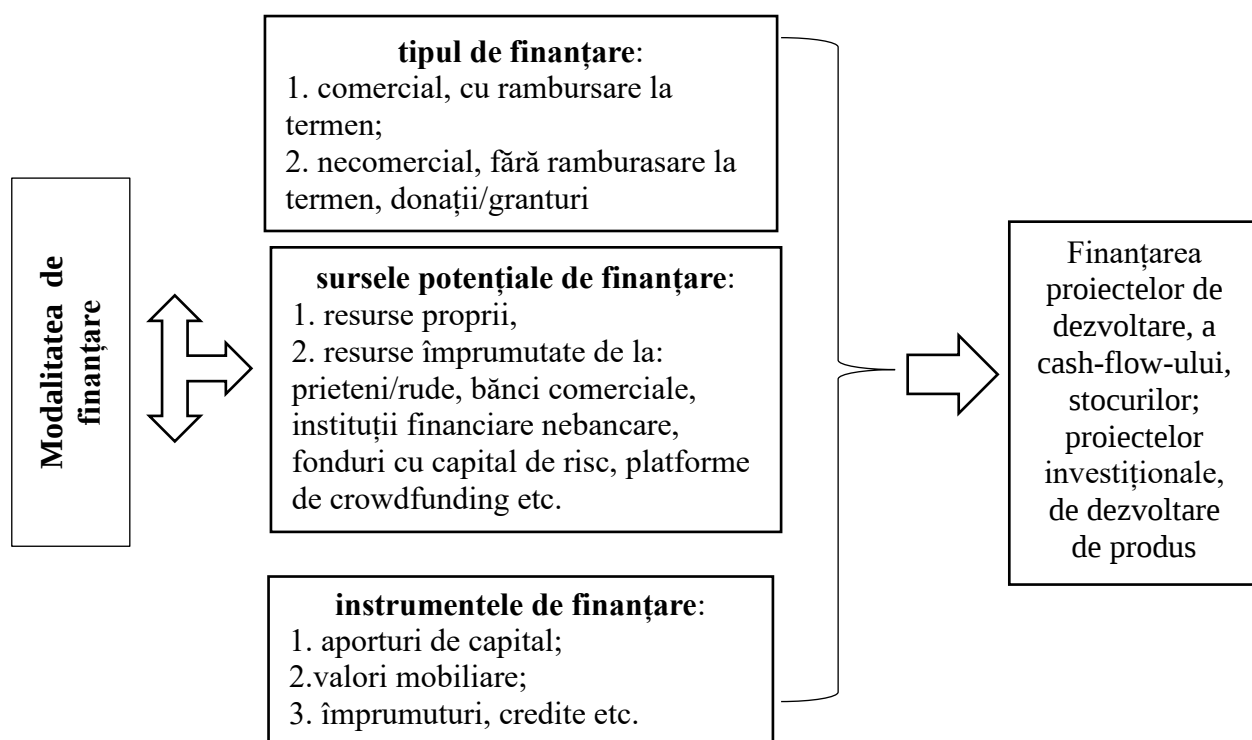


Figura 1.1. Elementele modalității de finanțare

Sursa: Elaborată de autor în baza [120; 107; 127].

Fiecare dintre modalitățile de finanțare presupune o anumită abordare privind căutarea și dobândirea capitalului necesar, cât și gestionarea ulterioară a acestuia. La fel, diferite sunt și costurile suportate pentru finanțarea proiectelor entității în raport cu sursele și condițiile de finanțare. Astfel, fiecare antreprenor trebuie să gestioneze foarte atent resursele financiare în cadrul proiectului de finanțat pentru realizarea cu succes a obiectivului scontat. Conform literaturii

de specialitate, pe lângă modalitățile tradiționale sau clasice de finanțare, entitatea poate apela și la alte forme externe de finanțare, numite de unii autori *netradiționale, specifice, alternative* sau *moderne*. Trebuie concretizat faptul că unii autori, în special cei ruși, precum Jukov A. [107], Laskina I. [128], Zadorojnaia A. [109], Lazareva E. [127], Eršov D. [106], clasifică aceste forme de finanțare ca modalități moderne de finanțare, spre deosebire de autorii români, precum Roventa M. [81], Caraiani Gh. [22], care le consideră tehnici moderne de finanțare. Totodată, menționăm că, niciunul dintre autori nu oferă o definiție sau o anumită precizare a acestor noțiuni. Pornind de la ideea că în literatură de specialitate europeană termenul *tehnică modernă de finanțare* nu se regăsește, considerăm oportună utilizarea termenului de *modalitate modernă de finanțare*.

Conform Dicționarului explicativ al limbii române, cuvântul *modern* semnifică „care aparține epocii actuale, actual, nou, recent, care este diferit de tradiție, neînvechit, din timpul actual” [32], în timp ce semnificația termenului *alternativ* reprezintă „posibilitatea de a alege între două soluții, căi sau două situații” [32]. Astfel, putem deduce că toate modalitățile de finanțare, altele decât cele din surse proprii, sunt alternative pentru entitate. Considerăm totalmente eronată utilizarea termenului *modalități specifice* deoarece, conform DEX, termenul *specific* înseamnă „care este propriu, caracteristic unei ființe, lucru sau fenomen”. Prin urmare, toate formele de finanțare sunt specifice în felul lor, fapt ce le deosebește una de alta.

Atunci când vorbim despre formele de finanțare, inclusiv despre modalitățile de finanțare moderne sau alternative, menționăm că ambii termeni sunt corecți, doar că termenul *alternativ* este caracteristic momentului în care entitatea este nevoită să selecteze, dintre câteva modalități de finanțare, doar una, cea mai avantajoasă ei. În situația în care sunt descrise modalitățile de finanțare și sunt prezentate anumite particularități ale acestora, inclusiv factorul timp și riscul aferent, este util și necesar de a analiza conceptul *modalitate modernă* sau *clasică de finanțare*.

Abordarea conceptului *modalitate modernă de finanțare* poate fi argumentată prin faptul că aceasta se deosebește de cea clasică prin caracteristica timpului. Astfel, modalitățile clasice sau tradiționale, precum creditul bancar și alte forme de împrumut, inclusiv creditele comerciale, au apărut încă în antichitate, noțiunea de credit fiind atestată prima oară în Codul lui Hamurappi în sec.VI î.e.n. Modalitățile moderne de finanțare, spre deosebire de cele clasice, au apărut și s-au dezvoltat ca concept la sf. sec. XVII - înc. sec. XVIII și au fost practicate mai intens la sf. sec. XIX - înc. sec. XX, în perioada istorică numită „epoca modernă”. În acest context, putem considera toate modalitățile de finanțare utilizate de către entitățile economice în zilele noastre, altele decât cele tradiționale/clasice, ca modalități moderne de finanțare. Abordările teoretice privind modalitățile moderne de finanțare sunt foarte limitate și vagi, ele fiind prezentate doar ca tip de finanțare, lipsă fiind conceptul concret vizat acestor finanțări.

Unele abordări cu privire la acest subiect le regăsim în literatura rusă de specialitate. Astfel, noțiunea *modalități de finanțare alternative*, sau altele decât cele tradiționale, clasice, este tratată ca modalitate modernă și inovativă. Autorii ruși Laskina L. și Pogostînskaia N. [128] evidențiază următoarele modalități inovative de finanțare: *securitizarea*, *crowdfunding-ul*, *endowment-ul*, *selling-ul*. Modalitățile de finanțare, precum *creditul*, *factoring-ul*, *forfetarea*, *leasingul*, acești autori le consideră ca tradiționale. Dacă facem referire la perioada când au apărut aceste modalități de finanțare, atunci constatăm, că doar creditul a apărut în sec. VI î.e.n., iar celelalte modalități pe care autorii respectivi le tratează ca tradiționale au apărut în țările dezvoltate, precum Franța, Germania, Marea Britanie la sf. sec. XIX - înc. sec. XX, iar în state, precum Federația Rusă, România, Bulgaria, Ucraina, cu economie în tranziție, după anii 1990. În acest context, considerăm necesar de a clasifica factoring-ul, leasingul, forfetarea în categoria modalităților pe care autorii respectivi le consideră inovative și moderne. La începutul anilor 2000, în economiile dezvoltate erau prezente și bine conturate doar trei modalități moderne de finanțare: leasingul, factoring-ul și, într-o formă generală, forfetarea. În ultimii 5–7 ani, interesul academic și practic pentru acest domeniu a crescut semnificativ, extinzând sfera cercetării și aplicabilității către alte modalități moderne, precum: finanțarea prin capital de risc, securitizarea activelor, creditul sindicalizat, crowdfunding-ul, microfinanțarea, endowment-ul și finanțarea de tip mezanin. Dintre acestea, crowdfunding-ul este cea mai recentă formă, conturându-se ca model distinct de finanțare începând cu anul 2006. [128, p. 275].

Conform studiilor elaborate de Organizația pentru Cooperare Economică și Dezvoltare (OCDE) privind noile abordări în finanțarea IMM-urilor și a antreprenoriatului, se disting două mari categorii de finanțare: prin instrumente clasice și prin instrumente alternative (moderne). Instrumentele clasice includ creditele bancare, descoperirile de cont (overdraft), liniile de credit, cardurile de credit și creditele comerciale. Aceste tipuri de finanțare sunt destinate entităților cu o trezorerie stabilă, cu un ritm moderat de creștere și dezvoltare, și care prezintă un nivel ridicat de stabilitate financiară. În urma analizelor autorului, ținând cont de factorul timp, modalitățile de finanțare pot fi grupate în două mari categorii: forme tradiționale (clasice) și forme moderne. Principalele forme ale acestor categorii sunt prezentate în Figura 1.2.

Pentru a evidenția diferențele dintre modalitățile moderne și cele tradiționale de finanțare, pot fi luați în considerare mai mulți factori esențiali: sursa de finanțare, accesibilitatea, riscul, costurile, flexibilitatea și impactul economic. O analiză comparativă între aceste două categorii permite evidențierea diferențelor, ilustrate schematic în tabelul 1.1. Modalitățile moderne de finanțare reprezintă o alternativă viabilă față de cele clasice, în special pentru start-up-uri și IMM-uri, întrucât elimină necesitatea garanțiilor și a istoricului de credit. Acestea se disting printr-un grad ridicat de flexibilitate, rapiditate și accesibilitate, însă pot implica un nivel mai mare de risc.

În contrast, metodele tradiționale sunt caracterizate de stabilitate și o reglementare mai strictă, oferind o siguranță sporită investitorilor, dar limitând accesul la finanțare.

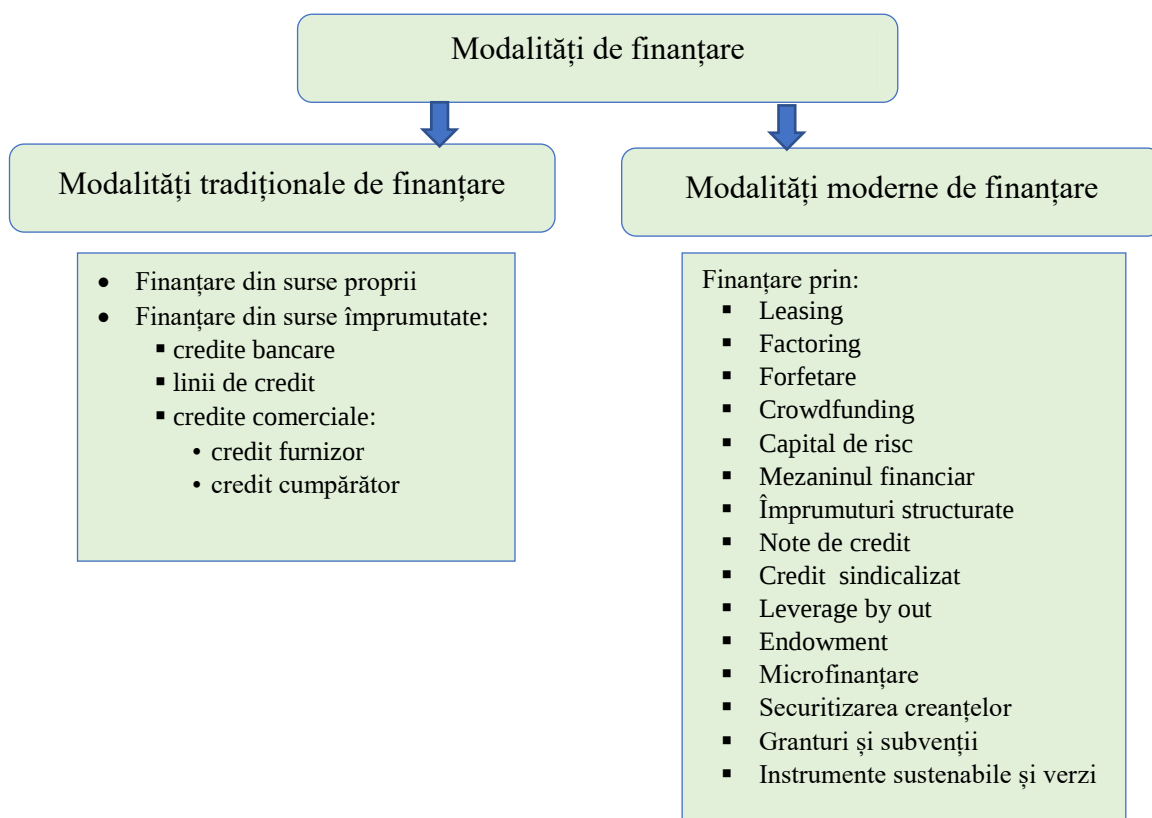


Figura 1.2 Tipologia modalităților de finanțare conform abordărilor evolutive

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [106; 127; 128; 133; 184].

Modalitățile tradiționale de finanțare permit acoperirea necesarului de trezorerie și investiții, dar acestea nu oferă din plin necesarul de finanțare în anumite stadii de dezvoltare a entității. În particular, finanțarea prin împrumuturi bancare nu este destinată entităților nou-create, cele inovative și cu o creștere și dezvoltare rapidă. Astăzi creditarea bancară rămâne instrumentul indispensabil al necesarului de finanțări pentru entitățile economice, dar în același timp, diversificarea opțiunilor de finanțare este necesară pentru a asigura investiții de lungă durată și de a reduce vulnerabilitatea sectorului IMM față de oscilațiile pieței financiare de credit.

Modalitățile alternative, moderne de finanțare se deosebesc de cele clasice prin faptul că sunt realizate de investitori particulari și de alți actori ai pieței financiare, și nu doar de instituții bancare. Caracteristica de bază a acestora este investirea în proiecte de perspectivă, dar cu un risc sporit de implementare. Principalul avantaj oferit de aceste finanțări îl constituie obținerea mult mai rapidă a resurselor financiare, în condiții avantajoase, chiar și în situațiile în care entitatea nu are înregistrată o istorie creditară, altfel spus – nu a apelat la surse externe de împrumut (credite bancare), dar care se confruntă cu un deficit de lichiditate. Procedura de finanțare este mult mai simplificată față de cea a acordării creditelor bancare. Spre deosebire de împrumuturile tradiționale

bancare, aceste instrumente presupun un cost mai ridicat și o oportunitate mai largă a volumelor finanțate.

Tabel 1.1 Analiza comparativă dintre modalitățile tradiționale de finanțare și cele moderne

Criterii	Modalități tradiționale de finanțare	Modalități moderne de finanțare
Sursa de finanțare	Bănci, Instituții financiare nebancare, Investitori tradiționali	Platforme digitale, Fonduri cu capital de risc, Business Angels
Accesibilitate	Restricționată, acces limitat și dificil, inclusiv pentru startup-uri și entități mici.	Acces mai rapid la resurse, inclusiv pentru startup-uri și IMM-uri.
Costuri aferente	Dobânzi fixe, comisioane și alte costuri administrative	Costuri variabile în dependență de modalitatea de finanțare. Uneori fără dobândă
Flexibilitate	Moderată. Condiții stricte (istoric creditar solid; garanții). Termene fixe de rambursare. Contracte rigide	Ridicăta. Condiții loiale (lipsa istoriei de credit și a garanțiilor). Flexibilitate sporită în funcție de modalitatea de finanțare
Timpul de obținere	Proces birocratic îndelungat (multiple aprobări și verificări)	Proces rapid (în unele cazuri aprobare instant)
Gradul de risc	Risc moderat	Risc ridicat
Necesitatea garanțiilor	Garanții obligatorii	Garanțiile nu sunt obligatorii
Gradul de digitalizare	Procese fizice formale bazate pe interacțiunea directă cu instituțiile financiare	Procese digitalizate, bazate pe platforme online și tehnologice
Grupuri țintă	Entități cu bonitate ridicată, stabile financiar și istorie de credit pozitivă	Startup-uri, IMM-uri inovatoare care nu au acces la finanțarea tradițională, fără istorie de credit
Impact economic	Susțin proiectele de infrastructură cu impact pe termen lung	Stimulează inovația; susțin startup-urile și entitățile mici; promovează sustenabilitatea și proiectele creative cu impact economic rapid

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [81; 101;120; 128]

Aceste modalități de finanțare sunt practicate cu succes în statele dezvoltate pentru asigurarea cu resurse necesare a entităților, inclusiv a celor din sectorul mic și mijlociu.

Finanțarea prin credite bancare rămâne cea mai solicitată și populară modalitate pentru sectorul antreprenorial. După criza din 2008-2009, băncile comerciale au înăsprit regulile jocului stabilind cerințe prudențiale severe pentru acordarea finanțărilor, în special majorând ratele dobânzilor, fapt ce a determinat anumite riscuri financiare, precum și ale celui de faliment. În acest context, rolul instituțiilor financiare nebancare și al investitorilor particulari a devenit unul destul de important.

Alegerea unei modalități de finanțare este determinată de anumiți factori care își lasă amprenta în procesul de finanțare. Factorii determinanți în procesul selectării modalității de finanțare pot fi rezumați la: costul total al finanțării, riscul aferent, precum și rentabilitatea scontată. În ultimul deceniu, opțiunile de finanțare pentru entitățile economice s-au diversificat

considerabil. Unele modalități de finanțare, altele decât cele tradiționale, sunt utilizate pe larg în practica financiară, iar altele sunt abia în stadiul incipient de dezvoltare. Până în prezent se constată un vid în ceea ce privește studiile asupra modalităților moderne de finanțare, unele fiind studiate în complex, respectiv, *concept, metodă de finanțare, etapă, risc de credit aferent*, altele fiind cunoscute doar la nivel de noțiune și concept. În statele membre ale OCDE, precum și în cele din UE, o atenție sporită se acordă sectorului antreprenorial prin prisma facilitării accesului la finanțare. Politica în domeniul promovării modalităților de finanțare este orientată în primul rând pe consolidarea cadrului normativ. Un exemplu elocvent în acest sens poate servi promovarea factoring-ului ca modalitate de finanțare a IMM, față de creditul comercial și favorizarea integrării lui în lanțurile valorice ale companiilor [207, p. 5].

În rezultatul cercetărilor efectuate în baza abordărilor teoretice ale fiecărei modalități aparte, modalitățile moderne de finanțare pot fi definite ca *totalitatea instrumentelor, metodelor, procedeele de finanțare, altele decât cele tradiționale, ce combină aspectele creditării, asumării riscului, gestiunii creanțelor și evidenței acestora, realizate pentru o anumită perioadă de timp, în baza contractelor aferente specifice domeniului dat*.

În contextul evoluției continue a sistemelor financiare și a creșterii complexității cerințelor economice globale, modalitățile moderne de finanțare capătă o importanță tot mai mare, devenind un instrument esențial pentru susținerea dezvoltării durabile. Conform unor analize și studii realizate de compania internațională PricewaterhouseCoopers (PwC), un element de bază al finanțelor moderne constă în integrarea criteriilor ESG (mediu, social, guvernanta), care au devenit un reper fundamental în procesul decizional al instituțiilor financiare și al investitorilor. Primele inițiative de integrare a criteriilor ESG în finanțare, investiții și servicii financiare furnizate IMM-urilor au început să se dezvolte în urmă cu aproximativ cincisprezece ani. Cu toate acestea, în ciuda unei accelerări recente, majoritatea dintre ele sunt încă în mare parte în domeniul experimental, cu excepția cazurilor de finanțare pe piață de capital și domeniului privat [172].

Tot mai multe companii conștientizează faptul că investițiile lor generează o „amprentă” ESG, al cărei impact poate varia de la negativ la pozitiv. Din acest motiv, companiile doresc să înțeleagă, să influențeze și chiar să controleze impactul social și de mediu al investițiilor lor. În același timp, furnizorii de servicii financiare sunt tot mai preocupați să identifice preferințele clienților în materie de sustenabilitate, pentru a le putea oferi produse și servicii personalizate. Pe baza acestor preferințe exprimate direct sau deduse de către clienți, li se pot oferi apoi soluții de investiții și servicii financiare personalizate. Integrarea criteriilor ESG influențează direct condițiile de finanțare, determinând apariția unor produse financiare care includ beneficii concrete – precum rate preferențiale sau sume suplimentare – condiționate de atingerea unor obiective de impact social și ecologic, atât la nivel de proiect, cât și la nivel de organizație. Acest lucru

încurajează organizațiile să integreze criteriile ESG în activitatea lor și, de asemenea, să contribuie activ la atingerea obiectivelor majore, cum ar fi la tranziția ecologică și energetică [205].

Un element esențial în calea susținerii antreprenoriatului este legat de oferta resurselor financiare și accesul la finanțare. Problema accesului la finanțare în cadrul sistemului antreprenorial național este una foarte actuală. Companiile au nevoie de acces la surse adecvate de finanțare în toate etapele ciclului lor de viață, în special pentru înființarea, dezvoltarea și creșterea lor. Fluctuațiile și șocurile de pe piețele de credit au impact asupra accesului acestora la finanțarea bancară, de care sunt deseori prea dependente. În plus, persistă provocări de lungă durată, cum ar fi asimetriile informaționale, costurile mari de tranzacție și abilitățile financiare, cunoștințele insuficiente ale proprietarilor de întreprinderi mici. Pe de altă parte, potențialul instrumentelor de finanțare, altele decât datoria simplă, rămâne adesea subdezvoltat. Microentitățile, entitățile inovatoare, start-up-urile, tinerii antreprenori, precum și entitățile mici și mijlocii se confruntă cu dificultăți deosebite în accesarea finanțării.

În general, accesul la finanțare constituie capacitatea persoanelor fizice și juridice de a obține resurse financiare atât din surse interne, cât și din surse externe. Analizele realizate în domeniul accesului la finanțare la nivelul Uniunii europene, scot în evidență o corelație între dimensiunea companiei și obstacolele percepute: cu cât compania este mai mare, cu atât este mai puțin probabil să întâmpine dificultăți de finanțare, spre deosebire de companiile mici care sunt mai expuse acestora [143]. În SUA, de exemplu, instituțiile financiare consideră că companiile mici prezintă un risc mai ridicat în ceea ce privește rambursarea împrumuturilor, ele fiind descurajate prin:

- ✓ stabilirea unor rate mari ale dobânzii;
- ✓ scadențe de rambursare mai scurte;
- ✓ fixarea unor cerințe mai stricte privind garanțiile.

Începând cu anul 2020, o serie de șocuri asupra economiei globale a avut un impact semnificativ asupra entităților mici și mijlocii și asupra antreprenorilor, mai ales în ceea ce privește accesul acestora la finanțare. Mai recent, presiunile inflaționiste semnificative au condus la o înăsprire a condițiilor de creditare, limitând fluxul de finanțare către IMM-uri și acționând ca o barieră în calea investițiilor. În 2022, majoritatea companiilor din spațiul european au suferit de efectele creșterii inflației alimentate de consecințele crizei energetice cauzate de agresiunea Rusiei împotriva Ucrainei. În urma Sondajului realizat de Banca Franței privind accesul la finanțare al entităților europene, în perioadele 2022-2023, 86% din companiile chestionate au raportat o creștere a ratelor dobânzilor la creditele bancare și a altor costuri de finanțare bancară [153]. În pofida înăspririi condițiilor de finanțare, indicatorul referitor la obstacolele de finanțare pentru toate afacerile în spațiul european a atins un nivel de 6%. Datele acestui sondaj confirmă

contractarea de împrumuturi bancare doar de 27% din companiile chestionate, dintre care doar 10% au raportat obstacole în obținerea unui împrumut [153].

Ca urmare a majorării ratelor de bază în majoritatea țărilor din întreaga lume, costul finanțării pentru companii a cunoscut o creștere fără precedent. În acest context, creditele noi și creditele restante pentru întreprinderi au scăzut în proporții diferite în funcție de țară. Noile împrumuturi acordate au scăzut, în special din cauza scăderii ofertei de credit. Studiile realizate evidențiază o creștere semnificativă a factoringului în perioada 2020-2022, înăsprirea condițiilor de împrumut încurajând multe IMM-uri să opteze pentru această soluție alternativă. Comparativ, leasingul și achiziția cu închiriere a înregistrat dificultăți de recuperare. În domeniul serviciilor financiare digitale, au fost înregistrate noi oferte inovatoare care au încurajat creșterea băncilor online și a platformelor alternative de finanțare. Aceste platforme atrag tot mai multe companii, inclusiv IMM-uri neglijate de sistemul tradițional de finanțare.

În baza Sondajului realizat de BNR privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România, observăm că, preferințele companiilor românești pentru finanțare sunt orientate spre reinvestirea profitului, vânzările de active, majorările de capital și creditele comerciale [82, p.5]. Ponderea preferințelor în vederea accesării resurselor financiare este redată în figura 1.3. Opțiunea finanțării din surse interne constituie mai mult de 60% în rândurile companiilor românești, comparativ cu 25% care privesc creditele bancare ca o opțiune de finanțare a proiectelor. Totodată, observăm o repartizare neuniformă a preferințelor de finanțare a companiilor românești, astfel IMM se finanțează în special prin reinvestirea profitului, vânzarea de active sau majorarea de capital, iar corporațiile folosesc cu precădere creditele comerciale, liniile de credit, precum și leasingul financiar sau factoringul. Semnificativ este faptul că, pentru ambele segmente, IMM și corporațiile, preferințele pentru reinvestirea profitului au crescut în perioada 2020-2022 în detrimentul creditului comercial și descoperitului de cont bancar, la fel și leasingul financiar sau factoringul au înregistrat tendințe de creștere în preferințele ambelor segmente. Ponderea corporațiilor ce au contractat credite pentru investiții de capital în 2020 a contituit 14%, comparativ cu 6% în cazul IMM-lor [82, p.14].

Potrivit datelor din Sondajului realizat de către BNR, la baza „deciziei de accesare a creditelor oferite de bănci sau IFN s-a aflat în principal constituirea unui capital de lucru (stocuri, echipamente etc.) sau plata furnizorilor (28 %), comparativ, corporațiile române au contractat finanțări pentru crearea capitalului de lucru, constituirea unui buget tampon pentru situații neprevăzute sau pentru investiții pentru dezvoltare” [82, p.16].

Cercetările realizate privind accesul la finanțare al companiilor românești, evidențiază una din problemele creditării bancare legate de aprobarea integrală a sumei solicitate. În acest context, menționăm că doar pentru 18 la sută din IMM-urile românești a fost aprobată întreaga sumă

solicitată sub forma împrumuturilor de la bănci și IFN-uri, iar în cazul companiilor mari, această cifră este de 44 la sută.

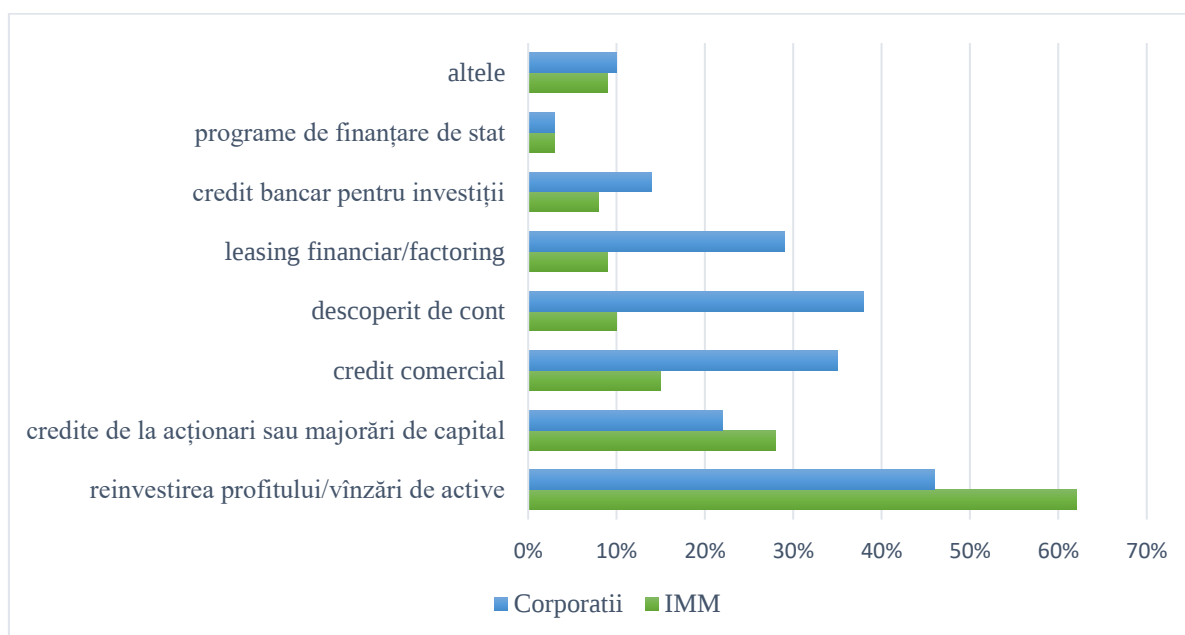


Figura 1.3 Preferințele de finanțare ale companiilor românești

Sursa: Elaborată de autor în baza sursei [82]

Spre deosebire de România, unde preferința pentru creditele bancare este de peste 25%, în alte state europene, majoritatea companiilor preferă împrumuturile bancare pentru a-și finanța ambițiile de creștere, opțiunea depășind 50% din preferințele de finanțare. Astfel, companiile franceze ar opta pentru un împrumut bancar în 76,5% din cazuri, față de „doar” 50,9% în Țările de Jos și de 60,5% în Belgia [143]. Două din cinci companii belgiene afirmă că nu întâmpină obstacole majore în obținerea de finanțare, o tendință similară fiind atestată în rândul companiilor germane (43,1%) și cele olandeze (41,7%). Pe de altă parte, companiile franceze atestă că se confruntă cu dificultăți mai mari privind accesul la finanțare: doar trei din zece IMM-uri menționează despre lipsa obstacolelor. În ansamblu, un număr semnificativ de companii europene nu raportează bariere majore în accesarea finanțării. Cu toate acestea, rata ridicată a dobânzii rămâne cel mai frecvent impediment semnalat în sondaje. [143].

În Republica Moldova preferința companiilor pentru accesarea resurselor financiare este dată capitalului propriu, în proporție de 25-40%, iar pentru creditele bancare aceasta atinge un nivel de 20-25%, restul fiind acoperit din alte surse [5, p.77].

Studii și analize asemănătoare celor realizate de BNR, Banca Franței, OCDE în domeniul accesului la finanțarea entităților, în Republica Moldova nu s-au efectuat. Aici pot fi menționate doar cercetările realizate și prezentate în cadrul articolelor publicate în revistele științifice de profil sau în materialele conferințelor naționale și internaționale. Cu toate acestea putem extrage concluzii din analiza structurii surselor de finanțare prezentate în fig.1.4, astfel, în cea mai mare

parte, sursele de finanțare a întreprinderilor în Republica Moldova au provenit din fonduri atrase (57 - 66 % din totalul surselor).

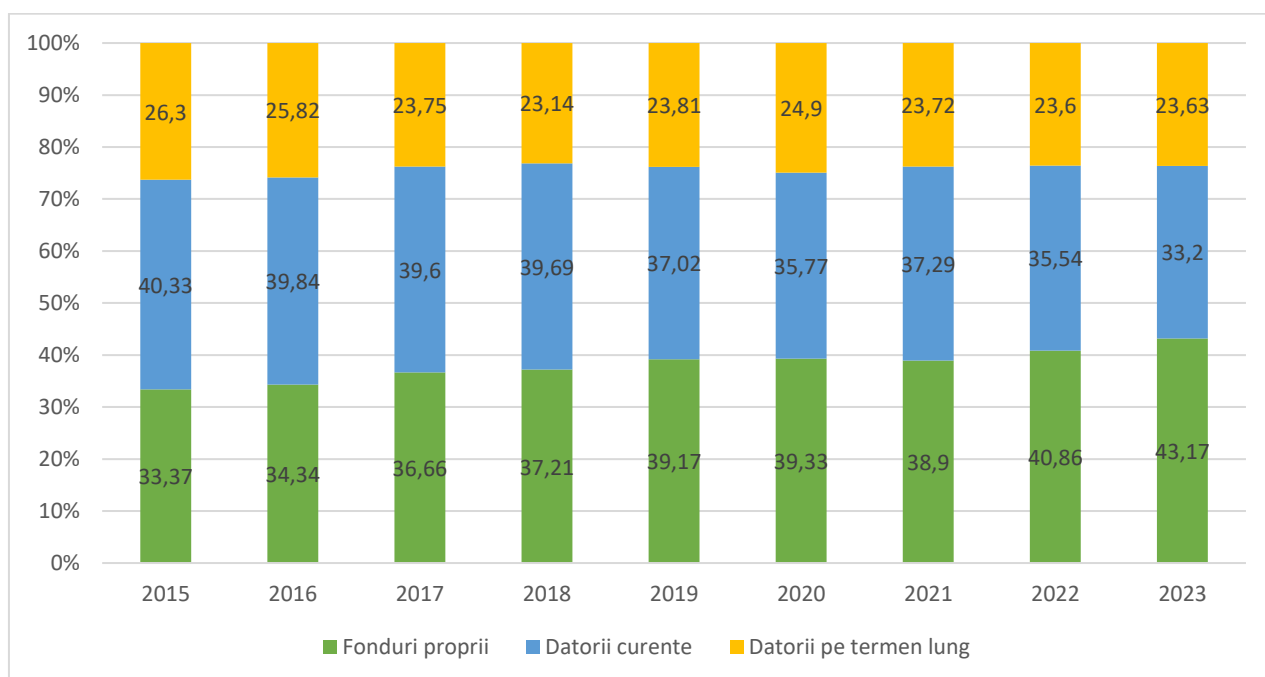


Figura 1.4 Structura surselor de finanțare ale întreprinderilor din Republica Moldova în perioada 2015-2023 (%)

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor BNS

Problemele constrângerilor accesului la finanțare pentru entitățile naționale sunt legate de: ratele dobânzilor mari pentru creditele bancare, limitarea resurselor financiare pe termen lung, dezvoltarea slabă a pieței financiare, numărul redus al programelor de susținere financiară a IMM-urilor. Printre principalele cauze ce determină un acces limitat al entităților la finanțare pot fi:

- lipsa stimulentele pentru instituțiile financiare pentru implicare în finanțarea entităților;
- tendința din partea antreprenorilor de a evita reglementările și impozitele din sectorul formal, activând total sau parțial în sectorul informal;
- costurile administrative și de tranzacție mai mari în cazul finanțării IMM, comparativ cu companiile mari;
- gajul insuficient, sau lipsa acestuia;
- absența ofertelor financiare pentru start-upuri și tinerilor antreprenori;
- nivelul scăzut de competitivitate a IMM-urilor. [42, p.141]

După cum menționează autorii Băncilă N. și Popovici A. „după criza pandemică, cauzată de COVID-19 și apoi războiul din Ucraina, multe companii naționale și-au sistat activitatea. Acest lucru a fost cauzat de imposibilitatea de finanțare din capitaluri proprii și capitaluri atrase, costurile devenind din ce în ce mai mari, iar profiturile tot mai greu de obținut”. [5, p.74]. Aceiași autori, Băncilă N. și Popovici A., menționează despre dificultățile și situația nefavorabilă provocate de noile condiții de activitate pentru entitățile autohtone, multe fiind într-o stare dificilă, fiind foarte

sensibile la schimbările produse. În multe cazuri, unele nu pot să se mențină pe piață, astfel fiind nevoite să-și reducă activitatea sau să se reprofileze conform schimbărilor ce au loc, altele, însă, se pot adapta mai ușor și mai rapid la noile situații [5, p.75].

Este important de menționat că entitățile naționale sunt extrem de vulnerabile la perturbările generate de crizele economice, geopolitice și sociale. Principalele cauze ale acestei vulnerabilități sunt legate de accesul limitat la resurse financiare, precum și de capacitatea scăzută de adaptare rapidă a lanțurilor de aprovizionare și a proceselor de producție în fața unei situații de criză (figura 1.5).

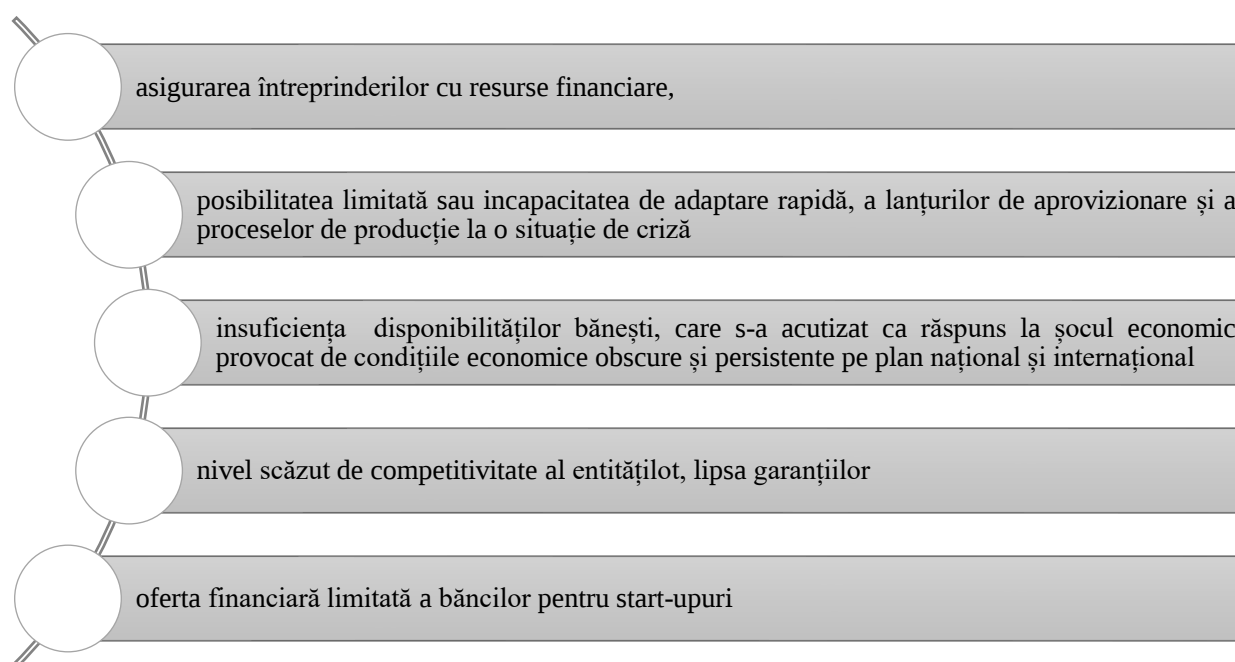


Figura 1.5 Factorii determinanți ai vulnerabilităților entităților din Republica Moldova

Sursa: *Elaborată de autor în baza surselor [5; 42]*

Pentru a dispune de resurse financiare pe termen lung și a atinge obiectivele de activitate și supraviețuire în perioade de criză, administratorii și proprietarii entităților trebuie să se concentreze pe gestionarea eficientă a resurselor financiare, să estimeze corect necesarul de finanțare și să identifice noi segmente de clienți și piețe de desfacere. Pe plan național există programe de stat pentru susținerea sectorului real al economiei: programe implementate de organizațiile donatoare internaționale, programe ale instituțiilor financiare internaționale și agențiile de dezvoltare internaționale, dar acestea sunt insuficiente pentru a acoperi necesarul de finanțare solicitat.

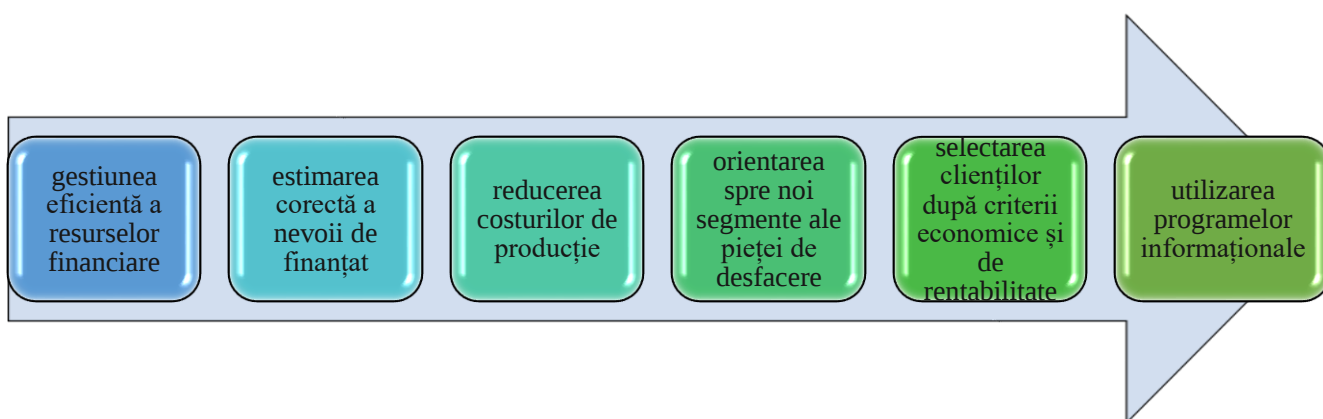


Figura 1.6 Acțiuni specifice entităților economice pentru a accesa resurse financiare

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor: [5, p.79]

Un sistem financiar eficient trebuie să asigure procurarea resurselor financiare de către toate entitățile, în circumstanțe diversificate, dar, totodată, să orienteze „avuția financiară” rezultată din diverse surse spre investiții eficiente și productive. Instituțiile de credit care dețin monopolul pe piața financiară de credit întârzie în calea dezvoltării noilor produse financiare. În acest context, prezența altor actori ai pieței financiare, precum instituțiile financiare nebancare, investitorii privați/publici și alți actori nebancari, joacă un rol esențial în asigurarea cu resurse pentru acoperirea necesarului financiar al entităților. Pentru o perspectivă financiară eficientă a entităților economice este necesară concentrarea pe diversificarea surselor și instrumentelor financiare pentru a asigura ca antreprenorii să acționeze ca motoare ale creșterii rezistente, sustenabile și favorabile incluziunii.

1.2 Teorii financiare moderne: abordări teoretico-metodologice, esență și particularități

Literatura de specialitate atestă pe de o parte teorii financiare legate de structura optimă financiară, fundamentate pe obiectivele de dezvoltare a entității economice, iar pe de altă parte teorii legate de ofertele sistemului financiar corelate direct cu obiectivele de dezvoltare generale de dezvoltare a statului (fig.1.7). Conform noilor abordări atât investitorii, finanțatorii cât și companiile, atunci când iau decizii financiare, trebuie să țină cont nu doar de aspectele financiare (profit, valoarea acțiunilor etc.), ci și de externalități precum mediul înconjurător și dezvoltarea socială.

Conform paradigmei tradiționale, finanțarea se concentrează pe randamentul financiar (obținerea de profit financiar) și privește sectorul financiar ca fiind separat de societatea din care face parte și de mediul extern în care se află. În schimb, noua paradigmă a finanțelor sustenabile consideră beneficiile financiare, sociale și de mediu ca fiind un tot întreg. Schimbarea obiectivelor precum, tranziția de la scopul obținerii de profit financiar la obiectivul obținerii de beneficii financiare, sociale și de mediu implică o tranziție de la un model de acționar restrâns la un model

mai larg ce implică toate părțile interesate (modelul părților interesate). Ultimele cercetări cu privire la teoriile financiare, denumite de reprezentanții lor *teorii moderne*, au fost formulate prin excluderea postulatului neoclasic bazat pe informațiile simetrice și libere dintre participanții implicați în activitatea unei companii, drept urmare a unor abordări teoretice care s-au fundamentat pe asimetriile informaționale dintre actorii economici implicați. Cercetările realizate de Modigliani et Miller (1958) au scos în evidență că „piețele de capital sunt perfecte, nu există taxe și nici costuri de agent sau costuri de tranzacții, precum și că structura financiară este neutră în raport cu valoarea entității” [216].

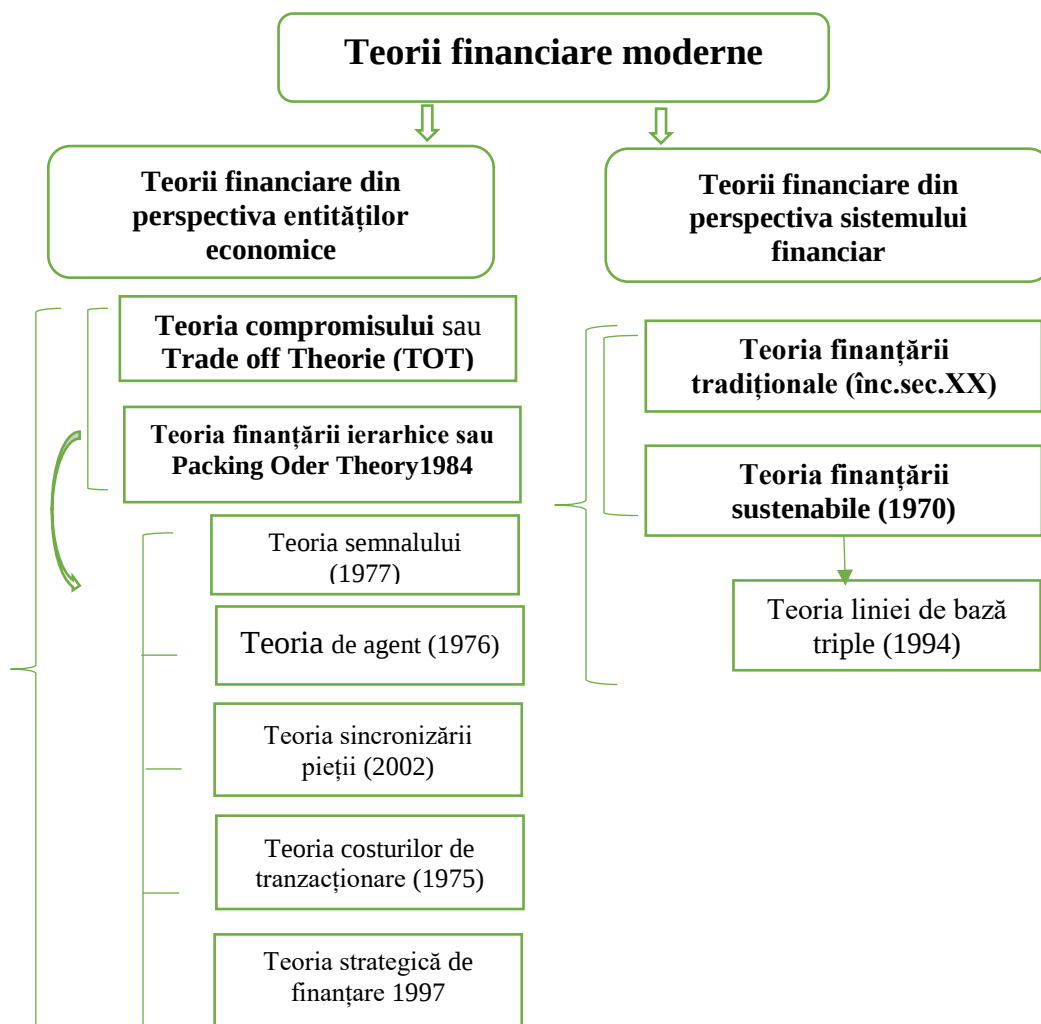


Figura. 1.7 Tipologia teoriilor financiare moderne

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [168; 171; 103; 109; 229]

Ulterior, cu referire la teoriile lui Modigliani și Miller au fost deduse un șir de abordări care au scos în lumină realitatea structurii financiare prin prisma unor factori determinanți. La moment nu putem menționa cu precizie despre prezența în literatura de specialitate a unei teorii universale cu privire la opțiunea de selectare a unei modalități de finanțare (din fondurile proprii și din cele împrumutate). Sinteza evoluției principalelor teorii financiare moderne și a modalităților de finanțare asociate și promovate este redată în Anexa 3.

Mai nou, au apărut abordări financiare din perspectiva sistemului financiar fiind strâns legate de obiectivele de dezvoltare sustenabilă. Aceste abordări vizează conceptul de creștere verde, fundamentat pe principiile investițiilor responsabile, care în consecință definesc platforma financiară a transformărilor globale.

Noua școală a "economistilor verzi" s-a format la mijlocul anilor '70, iar astăzi ocupă pe bună dreptate locul cel mai semnificativ în conceptul de dezvoltare sustenabilă, deoarece reprezentanții săi au fost cei care au identificat primii costurile de mediu ca o consecință a creșterii economice și au identificat creșterea „maro” și „verde”. Există două motive principale pentru dezbateră teoretică aprinsă în jurul conceptului de finanțare sustenabilă. Prima este creșterea foarte rapidă a investițiilor responsabile în ultimii 10-15 ani. A doua vizează dificultatea de a combina factorii economici luați în considerare la planificarea oricărei investiții cu obiectivele de mediu și sociale. Deoarece restricțiile de mediu și sociale sunt parțial de natură etică (legile moralității și ale economiei sunt dificil de combinat), este clar că integrarea lor necesită decizii destul de complexe.

Teoriile moderne cu privire la finanțarea entității confirmă alegerea surselor de finanțare reieșind din costul capitalului și venitul scontat. Spre deosebire de teoriile clasice, teoriile moderne fac lumină în ceea ce privește opțiunea finanțării în anumite stadii de dezvoltare a entității.

În lucrarea sa dedicată Teorii financiare și strategii financiare, Charreaux G. [168] scoate în evidență câteva elemente ce au stat la baza fundamentării teoriilor moderne cu privire la finanțare, inclusiv:

- ✓ mărimea și capacitatea de producție a entității;
- ✓ rata de creștere și dezvoltare;
- ✓ impozitele (povara fiscală);
- ✓ garanțiile;
- ✓ datoriile comerciale;
- ✓ volatilitatea profitului.

Cercetările în domeniul structurii financiare a entității, cunoscute ca teorii moderne ale firmelor, s-au desprins din respingerea postulatului neoclasice al informațiilor libere și simetrice între actorii economici. Principalele abordări ce vizează teoriile privind finanțarea entităților economice le regăsim la autori precum Zadorojnaia A. [109], Colot O. și Croquet M., [171], Adair Ph. [144], Charreaux G. [168] și Carpentier C. [167]. Prima teorie care ia în considerare aceste asimetrii informaționale este cunoscută ca *teoria de semnal*, care afirmă existența unei corelații pozitive dintre valoarea firmei și nivelul de îndatorare al acesteia. Excluderea unei alte ipoteze a teoriei neoclasice a firmei, și anume absența costurilor de agent, a dat naștere teoriei de agent, conform căreia o structură financiară optimă rezultă dintr-un compromis între costurile de agent

ale capitalului propriu și costurile de agent de creanță. Alte două teorii, mai recente în ceea ce privește structura finanțării, s-au succedat pentru a înțelege factorii determinanți ai unei structuri financiare. Prima consideră că, sub efectul asimetriilor informaționale, nu poate exista o structură financiară optimă, ci o structură de finanțare care rezultă din preferințele ierarhice de finanțare, ca fiind teoria finanțărilor ierarhice. Cea de-a doua teorie afirmă că structura capitalului entității este rezultatul unor decizii financiare anterioare, care depind în cea mai mare parte de condițiile pieței financiare.

Prima lucrare care conține abordările teoretice contemporane cu privire la finanțele firmei a apărut în 1981 cu titlul *Principiile finanțelor corporative*, semnată de autorii Brealey și Myers [161]. În urma studiului realizat asupra acesteia se poate confirma că este primul manual despre finanțele moderne ale afacerii. Mai târziu, în 1991, apare a patra ediție a acestei lucrări, care poate fi considerată după Charreaux G. [168] „manualul de referință pentru predarea finanțelor la nivel internațional”. Brealey și Myers [161] au fundamentat abordarea financiară pe următoarele concepte esențiale:

- ✓ valoarea actuală netă;
- ✓ modelul echilibrului financiar;
- ✓ eficiența piețelor financiare;
- ✓ principiul aditivității valorii;
- ✓ teoria opțiunilor.

În timp, s-a constatat că principalele teorii moderne privind structura financiară a entităților își au originea în ipotezele formulate inițial de Modigliani și Miller [216] în 1958, revizuite ulterior în 1963. Ulterior, au apărut alte teorii, unele contrazicând viziunea acestor cercetători, în timp ce altele au completat-o. Potrivit lui Colot O. și Croquet M., după teoria lui Modigliani și Miller, finanțarea entităților a fost aprofundată de Sharpe și Linter (1960), Black și Scholes (1973), Jensen și Meckling (1976), precum și Mayers și Majluf (1984) [171, p. 177]. În cadrul teoriei financiare au fost formulate două ipoteze noi – absența inconvenientelor financiare și lipsa dezavantajelor financiare. Cu toate acestea, cercetători precum Kraus și Litzenberger [203] și Kim [199] au demonstrat existența unui cost de faliment care, alături de avantajele fiscale asociate gradului de îndatorare, permite determinarea unui nivel optim al îndatorării. Astfel, s-a conturat conceptul unui nivel țință al datoriei, înțeles ca un mecanism de optimizare a valorii de piață a afacerii.

Abordarea teoretică de la începutul anilor 90 ai sec. XX privind finanțarea entităților avea la bază ideea finanțării prin îndatorare. În această privință, Trahan și Gitman au susținut că percepțiile financiare teoretice privind finanțarea prin îndatorare, abia au fost validate în domeniu și nu ar exista un consens, chiar și între teoreticienii financiari, privind factorii determinanți ai comportamentului entității în materie de finanțare prin îndatorare și stabilirea unui nivel optim al

îndatorării [242, p.74]. Până în prezent, majoritatea lucrărilor din domeniul finanțării entităților confirmă prezența unui decalaj dintre teoria financiară și practica financiară. Conform lui Chareaux G. [168], în lucrarea *Teorie financiară și strategie financiară*, chiar și la patruzeci de ani după studiile fundamentale ale lui Modigliani și Miller (1958, 1963), nu există teorii clare care să ghideze entitățile în alegerea strategiilor de finanțare.

Reflecții teoretice moderne asupra structurii financiare a companiilor se regăsesc și în lucrările de pionierat ale lui Modigliani și Miller (1958, 1963). Drept rezultat al demonstrării principiului neutralității structurii financiare și a numeroaselor critici aduse acestui model, în special legat de neaplicabilitatea acestuia, Modigliani și Miller au introdus, în 1963, o imperfecțiune de piață, și anume prezența impozitului pe profit [216]. Astfel, valoarea de piață a companiilor îndatorate este maximizată datorită principiului deductibilității fiscale a cheltuielilor privind datoriile. Din acel moment au apărut o mulțime de studii teoretice, din dorința cercetătorilor de a îmbunătăți acest model. De asemenea, dezbateră ipotezei privind absența costurilor de agent permite și observarea existenței teoretice a unei structuri de capital optime propusă de Jensen și Meckling (1976). Prin urmare, această lucrare face parte din noua teorie a compromisurilor (TOT), fundamentată pe realizarea unui compromis între costurile și beneficiile asociate gradului de îndatorare a entității. Această teorie a dat naștere la numeroase studii empirice, printre care pot fi menționate cele ale lui Bradley (1984), Long & Malitz (1985), Titman & Wessels (1988), Rajan și Zingales (1995), De Jong și Van Dijk (1998) și, mai recent, cele ale lui Leary & Roberts (2005), Flannery & Rangan (2006), precum și Lemmon, Roberts & Zender (2006).

Deși structura datoriei corporative a fost un subiect intens dezbătut încă din 1958, în urma lucrării lui Modigliani și Miller, până în prezent nu s-a ajuns la o teorie unanim acceptată privind finanțarea entităților. În prima ediție a *Principiilor finanțelor corporative* (1981), Brealey și Myers [161] au identificat zece întrebări fundamentale nerezolvate în domeniul finanțelor corporative, multe dintre acestea rămânând actuale și în prezent:

- deciziile financiare și modalitatea de finanțare;
- factorii determinanți ai riscului financiar și ai valorii actualizate nete a proiectelor de investiții;
- riscul de faliment și rentabilitatea;
- excepțiile pieței financiare;
- emiterea acțiunilor ordinare;
- structura optimă de finanțare;
- politica de dividende;
- lichiditatea și valorile ei.

Teoria financiară s-a dovedit insuficientă în explicarea anumitor decizii financiare adoptate în contextul finanțelor moderne, cum ar fi: legătura dintre rentabilitate și risc sau eficiența piețelor financiare. Dacă adăugăm la această listă rezultatele diverselor sondaje efectuate în mod regulat în SUA cu privire la criteriile de alegere a finanțării proiectelor de investiții, se poate constata că cele mai abordate criterii sunt cele legate de valoarea actualizată netă și perioada de recuperare, care sunt și cele mai practicate pe scară largă.

Analiza studiilor empirice prezentate în Anexa 4, demonstrează, odată în plus, lipsa unui consens în cadrul comunității științifice asupra abordărilor teoretice privind finanțarea entității. În baza teoriilor clasice privind finanțarea, au fost realizate numeroase studii care au scos în lumină anumiți factori determinanți ai deciziei de finanțare.

Subiectul privind structura financiară a entității întotdeauna a presupus noi reflecții, abordări și controverse. În opinia autorilor Colot O. și Croque M. [171], Chareaux G. [168], Adair Ph. [144], teoriile moderne privind finanțarea entității pot fi rezumate la:

1. teoria compromisului, cunoscută ca Trade off Theorie (TOT) și
2. teoria finanțării ierarhice, cunoscută în practica internațională ca Packing Oder Theory (POT).

Prima teorie are la bază taxele și impozitele, iar a doua se axează pe existența asimetriei informației.

Teoria compromisului sau **Trade off Theorie (TOT)** (Kraus & Litzenberger (1973) presupune că analiza structurii financiare are la bază raportul dintre costul de oportunitate dintre resursele interne și cele externe de finanțare ale companiei. Prin urmare, se stabilește un compromis în ceea ce privește avantajele și dezavantajele celor două surse de finanțare, ținând cont de impactul care determină acest compromis, cum ar fi: impozitele, costurile de neplată sau cele de mandat etc. În realitate, această teorie nu reprezintă altceva decât extinderea modelului lui Modigliani și Miller (1958) care susține neutralitatea structurii financiare în raport cu valoarea firmei. Rezultatele acestui model confirmă odată în plus faptul că, în general, toate formele de finanțare sunt echivalente pe piețele financiare perfecte. Riscul și valorile lui nu sunt luate în calcul la determinarea costului de finanțare etc. Adepții acestei teorii sunt Jensen și Meckling (1976), Harris și Raviva (1990), Pettit și Singer (1985), Ang (1991). Cercetările lor sugerează că, atunci când companiile sunt profitabile, ele preferă finanțarea prin îndatorare. Mai mult decât atât, dacă rentabilitatea precedentă este un bun indicator pentru cea viitoare, afacerile profitabile vor fi mai puțin supuse unor constrângeri financiare [166, p.7]. În cadrul acestei teorii, modalitățile de finanțare promovate presupuneau în special finanțarea prin îndatorare cum ar fi creditele bancare sau emisiunea de obligațiuni.

Teoria finanțării ierarhice sau Packing Oder Theory (POT) (Myers & Majluf 1984).

Această teorie presupune că o combinație din câteva resurse financiare poate determina maximizarea valorii financiare a firmei, într-un anumit mediu de asimetrie informațională, respectând o anumită ierarhie (autofinanțare, finanțare prin îndatorare). Conform abordărilor lui Molay E. (2006), finanțarea ierarhică este legată de asimetria informațională, astfel entitățile cele mai sensibile la aceste asimetrii reprezintă o ierarhie a finanțărilor mult mai intensă [218, p. 3].

Spre deosebire de teoria compromisului (TOT), teoria finanțării ierahice (POT) favorizează dezvoltarea unor reguli generale de comportament financiar în scopul determinării unei sume optime a nivelului de îndatorare corporativă. Comparativ cu teoriia compromisului, aceasta nu propune un concept teoretic privind un anumit raport optim al îndatorării. Într-adevăr, potrivit lui Myers S. & Majluf N.[219], liderii de afaceri nu ar trebui să încerce să mențină un anumit nivel de îndatorare a entității; alegerea surselor și modalităților de finanțare sunt determinate, în principal, de nivelul asimetriilor informaționale. Molay E. specifică, de asemenea, că asimetriile informaționale generează probleme de selecție adversă, care afectează cererea de finanțare externă. Inițial, compania emite cele mai sigure valori mobiliare, apoi trece la titluri hibride, cum ar fi obligațiunile convertibile și, în cele din urmă, ca ultimă soluție, la acțiuni [218, p.2].

Adair Ph. și Adasckout M. [144] în analizele lor evidențiază un model specific pentru finanțarea entităților mici și mijlocii și subliniază că proiectele cu risc scăzut (de bună calitate) trebuie finanțate prin îndatorare, iar proiectele cu grad de risc înalt (de calitate slabă) trebuie finanțate prin emisiune de acțiuni. Deschiderea de capital către donatori determină o scădere a efortului depus de antreprenor și, de asemenea, o scădere a valorii proiectului.

Alte abordări teoretice privind finanțarea entității vizează realizarea ipotezelor *neutralității structurii financiare*. Chiar și Modigliani și Miller (1963) [216] în abordările lor au ridicat semne de întrebare privind această neutralitate, considerând că entitățile sunt încurajate să recurgă la capitalul împrumutat mai mult decât la capitalul propriu.

Rajan & Zingales (1995) [224], precum și Carpentier C. & Suret J. (1999) [166] evidențiază un raport invers proporțional dintre gradul de îndatorare al companiilor și rentabilitatea acestora. Semnificația acestui raport este validată teoretic și de teoria finanțărilor ierarhice (POT). În general, teoria finanțării ierarhice presupune că un nivel crescut al profitabilității determină în mod direct recurgerea la autofinanțare și, cu o probabilitate foarte mică, va recurge la finanțarea prin îndatorare. Această concluzie vine în contrast cu cea a teoriei finanțării prin compromis (TOT), potrivit căreia un grad înalt al profitabilității poate determina entitatea să recurgă la finanțarea prin împrumuturi pentru a beneficia din plin de deductibilitatea fiscală a cheltuielilor aferente datoriei. Potrivit acesteia din urmă, cu cât o afacere este mai profitabilă, cu atât trebuie să ia mai multe împrumuturi pentru a beneficia pe deplin de deductibilitatea fiscală a cheltuielilor aferente datoriei.

În plus, o rentabilitate înaltă merge mână în mână cu o probabilitate mai mare de rambursare a datoriilor, care, în ochii creditorilor, constituie o garanție suplimentară. Prin urmare, o îmbunătățire a profitabilității unei companii ar trebui să conducă, conform teoriei compromisului, la o creștere a nivelului de îndatorare în cadrul companiei. Rajan G. și Zingales L. (1995) [224], concluzionează, prin analizele lor empirice, despre o influență negativă a profitabilității asupra nivelului îndatorării corporative. Această concluzie corespunde prescripțiilor teoriei finanțării ierarhice, potrivit căreia o rentabilitate înaltă implică o probabilitate mai mare de autofinanțare. Pe de altă parte, Bourdieu și Colin-Sédillot (1993) [159] consideră că rentabilitatea are o influență pozitivă asupra ratei de îndatorare a companiilor. Pe lângă rentabilitate, și alți factori joacă un rol important în determinarea structurii financiare a companiilor, dar după cum reflectă studiile realizate, semnificația acestora în determinarea structurii financiare este importantă de la caz la caz. Bourdieu & Colin-Sédillot (1993) [159], precum și Johnson (1997) [195] conchid că „vârsta companiei influențează negativ nivelul de îndatorare al acesteia”.

În opinia lui Chareaux G. [168], vârsta companiei ar trebui să fie corelată pozitiv cu nivelul datoriilor ei financiare. Sensul pozitiv al acestui impact poate fi explicat, potrivit acestor autori, prin intensificarea în timp a relației de încredere dintre companie și creditorii săi. Studiile realizate de Carpentier C. & Suret J. [166] și Bourdieu & Colin-Sédillot [159] arată că rata investiției este un factor determinant care influențează pozitiv gradul de îndatorare a companiei. Într-un final, în cadrul unei companii, deciziile de investiții merg mână în mână cu deciziile de finanțare. Această constatare nu contrazice afirmațiile celor două teorii. Într-adevăr, companiile nu întotdeauna dispun de suficientă capacitate de autofinanțare pentru a-și finanța necesarul de investit. Prin urmare, conform teoriei finanțării ierarhice, acestea vor recurge mai ușor la finanțarea prin îndatorare decât la emiterea de acțiuni pentru a-și finanța investițiile. La fel, conform teoriei compromisului, afacerea trebuie să se îndatoreze corespunzător pentru a beneficia de deductibilitatea fiscală a cheltuielilor datoriei.

Creșterea și dezvoltarea companiilor poate ajuta, de asemenea, la evaluarea gradului de îndatorare a acestora. Cercetările realizate de Carpentier & Suret [166], precum și de Adair Ph. și Adaskou M. [144] în cadrul analizei teoriei finanțării ierarhice au evidențiat relația direct proporțională dintre ascensiunea companiei și nivelul înalt al îndatorării ei.

Un alt factor determinant al îndatorării, mai rar întâlnit în studiile empirice, este necesarul fondului de rulment, cu alte cuvinte nevoia de finanțare a operațiunilor. În abordările formulate de Carpentier & Suret (1999) este argumentat impactul pozitiv al cerinței de fond de rulment asupra nivelului de îndatorare a companiei. Alți factori determinanți ai structurii financiare, precum tangibilitatea activelor, nivelul garanțiilor oferite creditorilor, nivelul riscului operațional etc., la

fel pot fi luați în considerare în contextul explicării unui anumit nivel de îndatorare a companiei [166, p. 10].

Abordările formulate de Titman & Wessels R. [242] și Fama & French K.F [180] explică gradul de îndatorare a companiilor franceze prin prisma ambelor teorii financiare: a compromisului și a finanțării ierarhice. Acești autori afirmă că opțiunile de finanțare a companiilor sunt ghidate de existența unui nivel-țintă al gradului de îndatorare, care derivă direct din teoria compromisului optim. Conform acestora, companiile ating nivelul optim al datoriei atunci când economiile fiscale asociate datoriei sunt egale cu valoarea costului de faliment. În procesul de finanțare se va ține cont de nivelul de îndatorare țintă și cel efectiv format.

Pe lângă teoria compromisului și teoria finanțării ierarhice, în literatura de specialitate se regăsesc și alte teorii derivate din acestea, două din care vin să afirme că structura capitalului este rezultatul unor decizii financiare anterioare și depind, în mare parte, de asimetriile financiare și climatul pieței financiare, sinteza lor este prezențată în Anexa 5.

Teoria finanțării sustenabile. Apariția unui număr imens de investitori care, pe lângă obținerea de profituri financiare, urmăresc realizarea unui impact pozitiv asupra situației mediului înconjurător și/sau asupra problemelor sociale, a determinat apariția unei noi paradigme în teoria financiară – teoria finanțării sustenabile, care s-a conturat ca concept după anul 1970 [103].

Spre deosebire de finanțarea tradițională, care pune accent exclusiv pe rentabilitatea financiară și consideră sectorul financiar separat de societate, finanțarea sustenabilă consideră beneficiile financiare, sociale și de mediu ca un tot întreg. Astfel, noua teorie combină aspectele finanțării, deciziilor strategice de investiții și operaționale de afaceri corelate cu obiectivele de dezvoltare sustenabilă. Prima abordare a conceptului de finanțare sustenabilă aparține lui D. Schoonmaker [230], care o tratează sub aspectul impactului finanțelor asupra sistemului economic prin prisma aspectelor sociale și de mediu. D. Schoonmaker definește un model în trei etape pentru dezvoltarea consecventă a finanțelor sustenabile, atunci când:

- 1) profitul este considerat mai important decât efectele de mediu și sociale ale activităților companiei;
- 2) valoarea totală a societății constă în suma efectelor sociale și de mediu și a profitului;
- 3) efectele de mediu și sociale (externalități internalizate de societate) devin mai importante decât profitul [230].

Modalitățile de finanțare promovate conform acestei teorii includ finanțarea prin credite verzi, obligațiuni verzi, obligațiuni sociale, finanțare prin fonduri de dezvoltare durabilă.

Astfel, în opinia autorului, noua teorie a finanțării sustenabile marchează o tranziție de la un model centrat exclusiv pe profit către un model care urmărește obiective mai largi, inclusiv de sustenabilitate. Schimbarea obiectivelor, cum ar fi tranziția de la scopul obținerii de profit financiar

la scopul obținerii de beneficii nonfinanciare, sociale și de mediu, implică și o tranziție de la un model de acționar restrâns la un model mai larg, ce implică toate părțile interesate. Altfel spus, abordarea finanțării sustenabile implică și o schimbare a rolului său atribuit, și anume trecerea de la finanțare ca scop, ce vizează maximizarea profitului, la finanțare ca mijloc, în baza obiectivelor de sustenabilitate.

Una din derivatele teorii finanțării sustenabile reflectate în literatura de specialitate este Teoria liniei de bază triple (*Triple boton line*), lansată în 1994 de către britanicul John Elkington.

Conform abordărilor acesteia, orice companie ar trebui să se concentreze atât pe problemele sociale și de mediu, cât și pe profit. Cei trei P ai acestei abordări include: oamenii (people), planeta și profitul. Ideea lansată ține de faptul că, o companie poate fi administrată din perspectiva orientării pe profit, dar și din punctul de vedere al bunăstării oamenilor cea a planetei în general. Conform abordărilor tradiționale rezultatul final al unei companii este rezumat la profiturile acesteia. Comparativ, teoria liniei de baza triplă integrează obiectivul de sustenabilitate în practicile de afaceri, conform cărora companiile, pentru măsurarea costului total al afacerilor include și aspectele de mediu și cele sociale. Teoria Triple Bottom Line a dus la apariția și promovarea unor noi instrumente de finanțare sustenabilă și criterii ESG (Environmental, Social, Governance), care sunt tot mai solicitate de investitori și instituții internaționale.

Teoria finanțării sustenabile justifică necesitatea modernizării conceptului de valoare adăugată prin faptul că trebuie să ia în considerare evaluările contribuției la realizarea ODD-urilor ONU [103]. În situația în care investitorii și entitățile economice, atunci când iau decizii, trebuie să țină cont nu doar de parametrii financiari (profit, valoarea acționarului etc.), ci și de externalități, inclusiv în ceea ce privește mediul și dezvoltarea socială, se poate vorbi cu adevărat despre o modificare a conținutului costului resurselor. Dar pentru ca o astfel de schimbare să se producă, este necesară finalizarea tranziției la paradigma finanțelor sustenabile, condiție pentru care, la rândul său, este trecerea economiei mondiale la principiile dezvoltării sustenabile.

Putem aprecia noua abordare a teorii financiare sustenabile ca fiind una a perspectivei orientate pe crearea de valoare pe termen lung, combinând responsabilitatea financiară cu cea socială și de mediu. Din această perspectivă, compania urmărește să-și optimizeze valoarea financiară, socială și de mediu pe termen lung. Acesta este un pas firesc în noua paradigmă a finanțării corporative, întrucât efectele de mediu și sociale se manifestă pe termen lung, optimizarea presupunând o echilibrare în termen a celor trei dimensiuni, dintre care niciuna nu ar trebui să le agraveze pe celelalte. Unele abordări fundamentale recente susțin realizarea unui scop corporativ mai larg decât valoarea acțiunilor în sens restrâns. În special, este răspândită pe larg ideea precum că o entitate poate transfera funcția de a produce efecte externe către acționari, astfel încât aceștia din urmă să poată desfășura activități caritabile folosind dividendele primite.

La modul general noua teorie a finanțării sustenabile poate fi considerată o nouă direcție a cercetării economice, cu următoarele contribuții:

1. introduce noi concepte în domeniul studiilor financiare (analiza economică, științe sociale);
2. propune un nou cadru metodologic pentru a da substanță conceptului de sustenabilitate și a deschide noi posibilități și perspective dezvoltării economice a statului;
3. integrează noi criterii de evaluare a sustenabilității proiectelor în luarea deciziei de finanțare de către instituțiile de credit.

În opinia autorului, noua abordare teoretică de finanțare sustenabilă combină (integrarea) obiectivele financiare și nefinanciare (responsabilitatea socială și de mediu), urmărite de investitori, pe de o parte, și integrarea acestora în cadrul strategiilor corporative, pe de altă parte.

După cum afirmă Danilov Iu. în lucrarea sa, „conceptul de finanțare sustenabilă încearcă să infirme, în primul rând, ipoteza piețelor eficiente, propunând înlocuirea acesteia cu ipoteza piețelor adaptive și, în al doilea rând, modelul de stabilire a prețului activelor de capital bazat pe teoria portofoliului Markowitz (CAPM), înlocuindu-l cu conceptul de creare de valoare pe termen lung” [103, p.7].

Teoria financiară neoclasică reprezintă sistemul financiar ca o piață a fondurilor împrumutate (unde cei ce economisesc împrumută debitorilor) și în care băncile ar fi reduse la rolul de intermediari financiari. În absența constrângerilor legale în special, se presupune că piețele financiare au capacitatea de a descoperi adevăratul model al economiei și de a-l dezvoltă tuturor actorilor sub forma unui sistem de prețuri prin intermediul „funcției de utilitate” matematică a unui investitor reprezentativ. Aceasta este ipoteza piețelor eficiente, conform căreia entitatea și economia în ansamblu ar trebui să fie încredințate piețelor financiare și indicatorilor lor de control. La nivelul cercetării în finanțe, această ipoteză a dat naștere unor critici, mai ales de la ultima criză.

Cercetările realizate în domeniu ne permit să afirmăm că, conturarea aspectelor teoretice și metodologice ale teoriei finanțării sustenabile astăzi nu a fost încă finalizată. În mare măsură teoria finanțării sustenabile este prezentată ca un model al „viitorului dorit”, legat de conceptul de dezvoltare sustenabilă în general. Este evident că, în procesul de construire a acestui viitor, multe vor fi revizuite și regândite și, în consecință, noua teorie va fi ajustată.

În concluzie, precizăm că teoriile financiare moderne diferă atât ca abordare, cât și ca concept. Ele vin să scoată în lumină necesitatea aplicării unei anumite modalități de finanțare la nivelul entității economice reieșind din situația reală a acesteia, conjunctura pieței, proiectul finanțat, rezultatul scontat, iar la nivelul sistemului economic ținând cont de obiectivele de dezvoltare sustenabilă. Indiferent de opțiunea aleasă, alegerea trebuie să asigure corelația optimă dintre așteptările legate de minimizarea riscului și profitului estimat și impactul generat societății și mediului înconjurător

1.3 Caracteristicile modalităților moderne de finanțare și relevanța evaluării riscurilor aferente

În practica europeană tot mai des sunt evidențiate, alături de modalitățile clasice, tradiționale, modalitățile moderne de finanțare, care în unele state, inclusiv în Republica Moldova, se regăsesc parțial sau nu se regăsesc deloc. În cele ce urmează vor fi enumerate și caracterizate modalitățile de finanțare *moderne*, noi sau cum mai sunt numite în literatura de specialitate modalități alternative de finanțare.

Factoring-ul este o modalitate modernă de finanțare ale cărei particularități sunt descrise detaliat de autori, precum Roventa M. [81], Jukov M. [107], Eršov [106], și care în ultimii ani cuprinde o arie de acoperire tot mai largă în majoritatea statelor lumii. Sinteza abordărilor prezentate în literatura de specialitate ne permite să apreciem factoring-ul ca o posibilitate a debitorilor de a ceda o parte din creanțe, parțial sau în totalitatea lor, uneia sau mai multor instituții specializate în operațiuni de acest gen, în baza unui contract de factoring și în schimbul cedării unui comision. Factoringul este destinat atât IMM-urilor cât și companiilor mari, din domeniile comerțului, transportului, industriei alimentare și textile. Unul dintre avantajele accesării îl prezintă fluxul de numerar rapid și externalizarea riscului de neplată. Riscul de credit aferent companiei care cedează creanțele este scăzut, iar pentru compania de factoring este unul mediu.

Forfetarea este un proces de vânzare-cumpărare, fără recurs la creanțele la termen rezultate din livrarea bunurilor sau prestarea de servicii. Conceptul de forfetare este descris de autorii Roventa M. [81], Eršov E. [106], Popova E. [136]. Această modalitate este destinată entităților mijlocii și mari exportatoare, în special celor din domeniul producerii și comerțului de utilaje și echipamente. Avantajele le prezintă încasarea rapidă a creanțelor, fără recurs, protecție față de riscul de țară și de neplată. Pentru forfetor riscul de nerambursare la termen este unul crescut.

Leasingul este modalitatea de finanțare prin care finanțatorul transmite locatarului un bun cu dreptul de posesie și folosință pentru un anumit termen contra unor plăți periodice. Potrivit unor autori, „în comparație cu alte forme de finanțare, leasingul oferă avantajul folosirii echipamentului sau bunului necesar activităților realizate, a căror valoare este recuperată eşalonat prin ratele de leasing achitate” [58, p. 31]. Printre principalele avantaje se remarcă accesul rapid la echipamente și utilaje, fără a fi necesară blocarea capitalului propriu, fiind accesibilă atât întreprinderilor mici și mijlocii (IMM-uri), cât și companiilor mari, în special din domeniile agriculturii, transportului și construcțiilor. În acest mod, companiile își pot moderniza sau extinde capacitățile de producție fără a afecta lichiditățile disponibile. Un alt beneficiu important îl reprezintă nivelul redus de risc, datorită garanțiilor asociate acestui tip de finanțare, care asigură protecția atât pentru finanțator, cât și pentru beneficiar.

Securitizarea este procesul prin care un emitent poate crea instrumente financiare prin combinarea de active financiare pe care le vinde apoi sub diferite tranșe investitorilor. Conform

analizelor realizate, putem afirma ca acest tip de finanțare a apărut și s-a dezvoltat după anii 1960, ca rezultat al dezvoltării intense a pieței de capital. Principalii actorii ai securitizării sunt: entitățile private, instituțiile financiare, entitățile publice, companiile de asigurare. Beneficiarii acestei modalități sunt companiile mari din domeniile telecomunicațiilor, energetic, financiar bancar. Principalul avantaj oferit îl constituie optimizarea bilanțului, iar riscul aferent este unul scăzut.

Finanțarea de tip mezanin. Finanțarea de tip mezanin a fost aplicată în SUA încă din anii '80 ai secolului trecut, iar în Europa, instrumentul a fost utilizat pentru prima dată la începutul anilor '90. Termenul *mezzanine* este preluat din domeniul arhitecturii și reprezintă un etaj intermediar între două etaje principale ale unei clădiri. În domeniul finanțelor este utilizat cu sens figurat, ca un termen colectiv pentru formele hibride de finanțare ce combină elemente ale capitalurilor proprii și împrumutate [241, p. 13]. „Finanțarea de tip mezanin este utilizată pentru achizițiile companiei, dezvoltarea firmei, finanțări de tip punte, recapitalizări și restructurări, precum și pentru achiziționarea pachetelor minoritare de acțiuni ale firmei” [11, p. 134]. „Randamentul investițiilor de tip mezanin se ridică la 12-17% pe toată perioada investiției, nivel situat peste cel al băncilor (7-8%), obținut pentru credite, dar sub randamentul obținut de fondurile de *private equity* (cel puțin 25%)” [215]. Această modalitate este destinată entităților mijlocii și mari în faza de extindere, din domeniile: tehnologii, producție, infrastructura. Principalul avantaj îl constituie accesul la capital fără garanții. Spre deosebire de acest avantaj, riscul de nerambursare pentru investitor este unul foarte ridicat

Finanțarea prin capitalul de risc. Capitalul de risc presupune „participarea minoritară sau temporară în capitalul unei întreprinderi nou-create, inovative sau a uneia foarte tinere, cu perspective de dezvoltare foarte mari. Aceasta permite soluționarea problemei privind finanțarea entității cu un puternic potențial de dezvoltare” [11, p. 134]. Termenul de „capital de risc” presupune „finanțarea pe care investitorii o acordă start-up-urilor și entităților mici inovative, ce prezintă un potențial de succes pe termen lung. Sursa de finanțare în acest caz provine de la investitori, băncile de investiții și alte instituții financiare” [88, p.71]. Această formă de finanțare este deosebit de potrivită pentru start-up-uri și IMM-uri inovative din domenii precum tehnologia informației (IT), biotehnologia și fintech-ul. Principalul avantaj constă în accesul la capital fără a fi necesară constituirea de garanții materiale, ceea ce este esențial pentru companiile aflate în faza incipientă de dezvoltare. Totuși, riscul asumat de investitori este unul foarte ridicat, având în vedere incertitudinile specifice companiilor aflate la început de drum, precum lipsa unui istoric financiar stabil sau volatilitatea piețelor inovative în care acestea activează.

Finanțările structurate sunt evidențiate la autorii ruși Rogova E. și Tkacenko E. [137], care le prezintă drept modalități de finanțare a companiilor mari și presupun prezența câtorva investitori pentru un debitor corporatist. Unele instrumente ale finanțării externe pot fi structurate sub forma

unei valori mobiliare, fapt ce presupune un proces de securitizare a datoriei [137, p. 299]. După cum menționează acești autori, cele mai cunoscute modalități de finanțări structurate sunt: creditele sindicalizate, finanțarea leverage buyout și finanțările prin intermediul notelor de credit. Beneficiarii sunt companiile mari sau corporațiile, iar fondurile sunt destinate proiectelor de amploare, cu un grad ridicat de complexitate din domenii precum: infrastructura, energetica, transportul și logistica. Riscul asociat acestei modalități este unul mediu spre ridicat, în funcție de complexitatea și structura specifică a proiectului, de durata implementării, de partenerii implicați, precum și de stabilitatea cadrului legislativ și economic în care proiectul se desfășoară.

Creditul sindicalizat. Abordarea creditului sindicalizat presupune finanțarea unor proiecte mari cu implicarea a două sau a mai multor instituții de credit. Practica modernă a împrumuturilor sindicalizate este specifică statelor cu economie dezvoltată, în special menționăm practica franceză, germană și americană. Spre deosebire de practica franceză și cea americană, practica românească este cu mult în urma acestora. În țările cu economie emergentă, această modalitate de finanțare este la nivel incipient de dezvoltare. Beneficiarii sunt companiile mari, multinaționale din domeniile construcțiilor, energiei, telecomunicațiilor, transportului și logisticii. Printre principalele avantaje se regăsesc accesul la sume mari de capital și flexibilitatea pe termen lung în structura finanțării, ceea ce permite o mai bună adaptare la cerințele și etapele specifice ale proiectelor. Un aspect important al acestui tip de finanțare este faptul că riscul de nerambursare este distribuit între mai multe instituții bancare, implicate într-un consorțiu (sindicat bancar), reducând astfel expunerea individuală a fiecărui finanțator.

Finanțarea prin note de credit (credit linked notes (CLN)) constituie o practică de finanțare fără asigurare, cu securitizarea ulterioară a datoriei. Conceptul finanțării prin note de credit este descris de autorul rus Lukasevici I. [130]. În literatura națională și cea românească nu am atestat descrieri ale conceptului cu privire la această modalitate de finanțare. După cum precizează autorul rus, această modalitate de finanțare este utilizată de companiile mari, inclusiv de corporațiile mari și medii. Prima emisiune a notelor de credit a fost realizată de *Asociația uzinelor de mașini* în 2002, în SUA, în sumă de 30 mln. dolari SUA. Acest instrument este util companiilor mari, dezvoltate și care au un volumul al vânzărilor mai mare de 250 mln. dolari SUA. Problema notelor de credit și principalul lor dezavantaj este faptul că ele circulă doar pe piața primară de capital [130, p. 165]. Principalele avantaje le prezintă costurile mai mici decât împrumuturile bancare cu acces rapid la lichiditate, iar riscul de neplată este unul scăzut.

Crowdfunding sau crowdsourcing - „Crowdfunding-ul (din engl. „crowd” – mulțime, și „funding” – finanțare) este o metodă de finanțare bazată pe cooperarea colectivă dintre oameni care, în mod voluntar, își acumulează mijloacele bănești sau alte active, de regulă, prin intermediul internetului, pentru susținerea eforturilor altor persoane sau organizații” [87, p.245].

Diverse modele de afaceri care sunt utilizate de platformele de crowdfunding pot fi grupate în următoarele categorii de bază [87, p.246-247]:

1. crowdfunding bazat pe creditare (sau crowdlending)
2. crowdfunding bazat pe investiții în capital propriu (sau crowdinvesting)
3. crowdfunding bazat pe donații
4. crowdfunding bazat pe bonus
5. crowdfunding verde
6. modele hibride de crowdfunding

Crowdfundingul este destinat start-upurilor, firmelor mici din domeniile IT, educație, artă, telecomunicații. Principalul avantaj constă în accesul la finanțare fără intermediere bancară, ceea ce reduce birocrăția și facilitează obținerea rapidă a resurselor necesare dezvoltării. Riscul asociat este unul foarte scăzut, fiind distribuit între un număr mare de finanțatori, fiecare contribuind cu sume relativ mici, ceea ce face ca pierderile potențiale să fie limitate pentru fiecare în parte.

Granturile și subvențiile. Finanțarea prin granturi presupune „acordarea unor sume sub forma finanțărilor nerambursabile de către o instituție publică sau privată unei organizații/companii pentru finanțarea unor proiecte de dezvoltare economică, în cadrul programelor de finanțare prin granturi demarate de către instituția respectivă. Pentru obținerea finanțărilor este necesară prezentarea unei cereri de finanțare la care este anexată și descrierea proiectului propus spre finanțare. Granturile sunt obținute de un solicitant în urma prezentării unei propuneri de finanțare către o organizație finanțatoare” [57, p.20]. Participanții relației de finanțare sunt solicitatul de grant și finanțatorul. Solicitantul poate fi o entitate ce a elaborat un proiect de dezvoltare, dar este limitat în resurse financiare pentru finanțarea acestuia. Principalii beneficiarii sunt IMM-urile, start-upurile din domeniile agriculturii, industriei alimentare, iar avantajele le prezintă sprijinul oferit unor proiecte riscante sau sociale.

Microfinanțarea este considerată finanțarea țărilor sărace, conceptul de microfinanțare datând din anul 1976. Conceptul a fost propus de către profesorul american Muhamed Iunis, care a creat în cea mai săracă țară din lume, Bangladesh, Grameen Bank, ceea ce în traducere înseamnă bancă satească, specializată în acordarea împrumuturilor mici sub o dobândă redusă, fără gaj și fidejusiune, cetățenilor cu venituri mici pentru dezvoltarea propriilor afaceri mici. Primele credite acordate aveau o valoare de doar 170 dolari SUA, cu rata dobânzii de 1-2% [141, p.24]. Practica europeană evidențiază faptul că microfinanțarea presupune acordarea împrumuturilor în sume mici, pe termen scurt și mediu, pentru finanțarea activității entităților mici sau a întreprinzătorilor individuali. Valoarea microîmprumutului în spațiul european este de 25.000 euro. Principalii beneficiari ai acestei forme de finanțare sunt microîntreprinderile și întreprinderile mici care

activează în domeniile comerțului, serviciilor și agriculturii. Printre principalele avantaje se numără accesul facil la resurse financiare, cu un nivel redus de birocrație.

Endowment. Conceptul de endowment este abordat de autoarele din Federația Rusă, Pogotinskaia N. și Laskina L. [128]. Conform definiției oferite de acestea, endowment-ul este o formă de finanțare care se formează din contul donațiilor uneia/unor părți ce aparține unei organizații productive sau non-profit, transferată spre gestiune unei companii pentru obținerea venitului, ulterior fiind folosită la finanțarea activității statutare a organizației necomerciale. Analiza practicii de specialitate ne permite să conchidem că endowment-ul constă din donații de mijloace bănești sau proprietăți unei organizații necomerciale, care folosește ulterior venitul investit în anumite scopuri. Din contul acestor donații, de cele mai multe ori se creează fonduri de binefacere, fonduri private sau organizații necomerciale. În SUA, endowment-ul este cel mai des utilizat în finanțarea și susținerea universităților și a școlilor. Cel mai cunoscut exemplu în acest context este instituția de învățământ Liga Ivy din SUA, care a obținut un succes considerabil până în prezent datorită fondurilor de binefacere sigure, formate din donațiile absolvenților bogați. Beneficiarii acestui tip de finanțare pot fi atât instituțiile de învățământ, ONG-rile cât și IMM-le. Avantajul îl prezintă asigurarea unei independenței financiare. Riscul aferent este unul scăzut și bine administrat. Acest tip de finanțare oferă posibilitate colegiilor și universităților să-și finanțeze anumite cheltuielile curente, activități ale anumitor departamente, ale profesorilor sau anumite discipline de specialitate, precum și altele, asigurând astfel o stabilitate și continuitate a activității instituției de învățământ.

Finanțarea leverage by out, cunoscută ca o cumpărare cu efect de levier, este un tip de achiziție în lumea afacerilor prin care majoritatea costurilor de cumpărare a unei companii este finanțată din resurse împrumutate. Un *leveraged buyout* presupune achiziționarea integrală a acțiunilor unei companii de către un consorțiu de investitori sau un fond de capital de risc, utilizând predominant resurse împrumutate. Caracteristica definitorie a acestui mecanism constă în structura de finanțare, unde raportul dintre capitalul împrumutat și cel propriu este, în mod obișnuit, de 9:1, ceea ce înseamnă că 90% din resurse provin din împrumuturi, iar doar 10% reprezintă fonduri proprii. Acest tip de tranzacție este frecvent întâlnit în cazul companiilor aflate într-o etapă de expansiune, fiind utilizat ca un instrument strategic pentru optimizarea structurii capitalului. Acest tip de achiziție permite companiilor să realizeze investiții semnificative fără a aloca sume mari din capitalul propriu. Activele companiei achiziționate sunt folosite drept garanție pentru datoria contractată. Totuși, acest tip de finanțare implică un grad ridicat de risc, deoarece atât compania cumpărată, cât și cea care realizează achiziția pot ajunge în faliment [203]. Raționamentul economic din spatele acestui model de finanțare constă în utilizarea împrumuturilor pentru a susține oportunități investiționale capabile să genereze un randament superior costului asociat

capitalului împrumutat. Astfel, companiile pot obține o rentabilitate globală superioară celei care ar fi posibilă exclusiv prin finanțare proprie.

Finanțarea sustenabilă sprijină tranziția către o economie sustenabilă și cu emisii scăzute de carbon, abordând în același timp provocările globale ale omenirii, cum ar fi schimbările climatice și riscurile emergente de mediu și sustenabilitate. În abordarea sa, *finanțarea sustenabilă* integrează factorii de mediu, sociali și de guvernăță (ESG) în deciziile de investiții pentru a promova creșterea economică pe termen lung, rezultatele sociale și responsabilitatea față de mediu. Finanțarea sustenabilă include în sine următoarele elemente: obligațiuni verzi, obligațiuni sustenabile, împrumuturi verzi, toate concentrate pe energia regenerabilă și pe alte inițiative ecologice. În plus, ea contribuie direct la lupta împotriva pierderii biodiversității prin finanțarea conservării și refacerii habitatelor naturale [232]. Printre beneficiarii acestora se pot menționa atât IMM-urile cât și companiile mari din domeniile agriculturii, energiei, transportului și logisticii. Această formă de finanțare oferă acces la fonduri verzi, dedicate proiectelor cu impact pozitiv asupra mediului și dezvoltării durabile. Printre avantajele principale se numără: acces la fonduri verzi, îmbunătățirea reputației companiei în rândul partenerilor, investitorilor și consumatorilor, condiții financiare avantajoase precum dobânzi reduse sau perioade de grație extinse, oferite în cadrul programelor de sprijin pentru inițiative sustenabile.

Tipologia modalităților moderne de finanțare este strâns corelată cu dimensiunea întreprinderii și gradul de risc asociat activității acestora. Întreprinderile mici și mijlocii (IMM-uri), în special cele aflate în stadii incipiente de dezvoltare sau care operează în sectoare cu volatilitate ridicată, au tendința de a accesa surse alternative de finanțare, precum capitalul de risc, crowdfunding-ul sau finanțările mezanin, deoarece aceste instrumente sunt adaptate unui profil de risc mai ridicat și unui potențial de creștere accelerat. Pe de altă parte, întreprinderile mari, cu fluxuri de numerar stabile și un istoric financiar solid, sunt mai înclinate să utilizeze instrumente moderne cu grad de risc scăzut, cum ar fi leasingul financiar, factoringul sau creditele sindicalizate. Alegerea modalității de finanțare moderne depinde, astfel, de dimensiunea întreprinderii, etapa acestora de dezvoltare și profilul de risc asumat. Corelația dintre tipologia modalităților de finanțare, dimensiunea întreprinderii și domeniile finanțate este redată schematic în Anexa 6.

Alegerea unei modalități de finanțare este strâns legată de nivelul de risc pe care întreprinderea este dispusă să și-l asume și de etapa în care se află aceasta în ciclul său de viață. Fiecare modalitate de finanțare presupune un anumit profil de risc și oferă condiții distincte de accesare, rambursare sau participare la capital. De exemplu, finanțarea prin împrumut, cum ar fi creditele bancare, leasingul sau factoringul, este adesea preferată de companiile cu fluxuri de numerar stabile și un istoric financiar solid, riscul principal fiind cel de nerambursare.

În studiile realizate de OCDE [207], precum și în lucrarea economistului rus Eršov D. [106], sunt reflectate diversele modalități de finanțare, clasificate din punctul de vedere al riscului (Tabelul 1.2). Potrivit OCDE, gradul de risc este corelat cu tipul de instrument financiar, gradul de maturitate al întreprinderii, capacitatea de generare a fluxurilor de numerar și transparența financiară. Astfel, riscul este clasificat în următoarele categorii: scăzut, mediu, sporit.

Instrumentele de finanțare pot fi grupate în funcție de poziționarea lor pe axa risc/randament, ceea ce permite întreprinderilor să aleagă sursele de capital în funcție de stadiul de dezvoltare, capacitatea de rambursare și potențialul de creștere. Astfel, finanțarea bazată pe active, cum ar fi leasingul, factoringul sau împrumuturile garantate, alături de alte forme tradiționale de creditare, se adresează în special întreprinderilor mici și mijlocii (IMM-uri) cu un risc scăzut de nerambursare și cu perspective de randament moderat. Acestea vizează stabilitatea financiară, iar creditorii impun garanții solide pentru a limita riscul asumat. La polul opus se situează instrumentele de finanțare prin capitaluri proprii, provenite fie din surse private (de exemplu, venture capital, private equity), fie prin intermediul piețelor de capital (precum emisiunile publice de acțiuni). Acestea sunt destinate întreprinderilor inovatoare, cu un potențial ridicat de creștere și rentabilitate, dar care implică totodată un nivel crescut de risc pentru investitori. Sunt tipice pentru start-up-uri din sectoare precum tehnologia, biotehnologia sau industriile creative, unde fluxurile de numerar sunt incerte, dar perspectivele de expansiune sunt semnificative.

Între cele două extreme se află instrumentele hibride de finanțare, care combină caracteristici ale capitalului propriu și ale datoriei (ex. finanțarea mezanin). Acestea sunt preferate de întreprinderile consolidate, aflate într-o fază de tranziție sau extindere, care doresc acces la finanțare flexibilă fără a-și dilua controlul asupra afacerii în totalitate. Deși implică un cost mai mare decât datoria clasică, aceste instrumente oferă investitorilor un randament potențial mai atractiv, adaptat riscului intermediar asumat. Această abordare permite o corelare optimă între sursa de finanțare aleasă și profilul de risc, etapă de dezvoltare și obiectivele strategice ale întreprinderii, susținând astfel o creștere durabilă și echilibrată [207].

Tabelul 1.2

Clasificarea modalităților de finanțare după gradul de risc aferent

Risc scăzut	Risc mediu	Risc sporit
Finanțare prin gajarea activelor Credit bancar Factoring Leasing Forfetare Credit comercial	Securitizarea creanțelor Credit subordonat Finanțare la mezanin Finanțare participativă Credit sindicalizat	Investiții directe Capital de risc Business angels

Sursa: Adaptată de autor în baza surselor [106;207].

În acest context, pe de o parte, modalitățile de finanțare cu cel mai scăzut nivel al riscului sunt reprezentate de finanțarea prin credite bancare, credite comerciale, leasing și factoring, iar pe

de altă parte, finanțările prin capitalul de risc și prin intermediul Business angels, precum și investițiile directe sunt considerate finanțări cu risc sporit. Analizele realizate de autor permit constatarea următoarelor: în cazul creditului bancar, leasingului, factoringului și forfetării, riscul de nerambursare este estimat un nivel de 15%, creditul sindicalizat, finanțarea participativă presupun un risc aferent de nerambursare de 20-30%, iar finanțările prin capital de risc sunt considerate cele mai riscante, cu probabilitatea nerambursării de 50-70%, dar ele fiind cele care finanțează prioritar proiectele inovative.

Modalitățile moderne de finanțare, enumerate și descrise mai sus, sunt practicate pe larg în țări cu economie dezvoltată, precum SUA, Franța, Germania și alte state membre ale UE. Modalități precum finanțarea prin granturi, leasingul și factoringul, se regăsesc printre cele practicate de către instituțiile financiare din țările cu economie în tranziție, precum este Republica Moldova.

Evaluarea riscului de credit joacă un rol esențial în peisajul financiar actual, contribuind la gestionarea incertitudinilor și prevenirea pierderilor. Acest proces asigură stabilitatea și profitabilitatea instituțiilor financiare, ajutându-le să anticipeze și să diminueze riscurile asociate împrumuturilor. Prin evaluarea riscului de credit se determină probabilitatea ca un debitor să nu își onoreze obligațiile financiare. Aceasta permite organizațiilor să își administreze portofoliile cu mai multă precizie și siguranță. Monitorizarea constantă a riscurilor le oferă flexibilitatea necesară pentru a se adapta rapid la schimbările pieței, consolidându-și strategiile și pregătindu-se pentru eventuale provocări.

Riscul de credit ocupă un rol central în procesul de finanțare, influențând disponibilitatea capitalului și costul acestuia. Literatura internațională subliniază importanța evaluării riscului de credit atât în cadrul finanțărilor tradiționale, prin credite bancare, cât și în cadrul finanțărilor moderne, cum ar fi capitalul de risc sau finanțările participative [191].

Evaluarea riscului de credit este un proces complex, structurat în jurul unor indicatori specifici care estimează bonitatea debitorului. Acest proces este esențial pentru luarea unor decizii de finanțare corecte și pentru prevenirea pierderilor asociate cu nerambursarea împrumuturilor. Conform autorului Jerab D. [191], bonitatea este un concept financiar ce măsoară capacitatea unei entități de a-și respecta obligațiile financiare, în special rambursarea împrumuturilor. Analiza bonității joacă un rol important în economie, influențând atât deciziile financiare individuale, cât și stabilitatea economică globală. Potrivit acestui autor, motivele pentru care acest subiect este deosebit de important includ următoarele:

1. Impactul economic – bonitatea influențează direct atât persoanele fizice, cât și companiile și economia în ansamblu. Înțelegerea factorilor care determină bonitatea și impactul acestora asupra deciziilor de creditare este esențială pentru stabilitatea și creșterea economică.

2. Accesul la resurse financiare – nivelul bonității determină posibilitatea de a obține credite, împrumuturi sau finanțări. Astfel, afectează capacitatea indivizilor și a firmelor de a realiza investiții, de a accesa educația sau de a dezvolta afaceri.
3. Gestionarea riscurilor financiare – evaluarea bonității este un instrument fundamental în managementul riscului pentru instituțiile financiare. Prin utilizarea scorurilor de credit, creditorii pot estima probabilitatea de nerambursare și pot ajusta condițiile de creditare în consecință.
4. Protecția consumatorilor – înțelegerea bonității oferă consumatorilor posibilitatea de a lua decizii informate în ceea ce privește sănătatea lor financiară. Conștientizarea impactului comportamentului financiar asupra accesului la credite permite o mai bună gestionare a finanțelor personale.
5. Inovație și tehnologie în finanțe – progresele din domeniul fintech și utilizarea inteligenței artificiale transformă modul în care bonitatea este evaluată. În acest context, cercetarea în domeniu devine esențială pentru adaptarea la noile tendințe și pentru dezvoltarea unor sisteme mai eficiente și mai echitabile de evaluare a riscurilor.
6. Reglementare și conformitate – evaluarea bonității este supusă reglementărilor care vizează prevenirea discriminării și asigurarea echității în accesul la credit. Monitorizarea și adaptarea legislației sunt necesare pentru a menține un cadru financiar echitabil și funcțional.
7. Incluziunea financiară – cercetările asupra bonității pot evidenția barierele întâmpinate de anumite categorii de persoane în accesarea creditelor, facilitând astfel elaborarea de politici care promovează incluziunea financiară și reduc disparitățile economice.
8. Stabilitatea financiară globală – studierea mecanismelor de creditare la nivel internațional contribuie la identificarea vulnerabilităților sistemice și la prevenirea crizelor financiare, sprijinind astfel stabilitatea piețelor financiare globale.
9. Pregătirea pentru crize financiare – analiza bonității este esențială pentru prevenirea și gestionarea crizelor economice. Lecțiile învățate din crizele anterioare, precum cea din 2008, pot ghida strategiile de atenuare a riscurilor și pot contribui la dezvoltarea unor politici economice mai reziliente.

În ultimele decenii, cercetătorii și practicienii au dezvoltat o serie de metode de evaluare a riscului de credit, care pot fi, în linii mari, clasificate în două mari categorii: metode statistice tradiționale și tehnici bazate pe inteligență artificială. Astfel, conform cercetărilor realizate de specialiști în domeniu, metodele statistice tradiționale, precum analiza discriminantă multivariată (DA), regresia liniară, regresia logistică (LR) și scalarea multidimensională, au fost cele mai utilizate pentru construirea sistemelor de evaluare a riscului [211].

Acordurile de la Basel, în special Basel II din 2004, au favorizat o creștere considerabilă a utilizării scoring-ului de credit, nu doar în luarea deciziilor de acordare a creditelor, ci și în gestionarea riscurilor. Abordările bazate pe ratingul intern permit instituțiilor financiare să aplice propriile ratinguri pentru a determina parametrii de risc și pentru a calcula capitalul economic al portofoliilor. Basel III, lansat în 2013, oferă calcule mai precise ale riscurilor de nerambursare, luând în considerare agențiile de rating externe, care trebuie să furnizeze evaluări periodice și riguroase, independente de liniile de afaceri analizate, reevaluând constant modelele utilizate. Astfel, necesitatea unui management eficient al riscurilor a determinat instituțiile financiare să caute îmbunătățirea continuă a tehnicilor de analiză a riscului de credit, ceea ce a dus la dezvoltarea și implementarea unui număr considerabil de modele cantitative. Totuși, alegerea metodei potrivite este adesea influențată de subiectivitatea analistului sau de tehnologiile de ultimă oră utilizate. În plus, există și variabile suplimentare care pot influența rezultatele, cum ar fi numărul de seturi de date aplicate pentru evaluarea performanței sau procedurile de validare și clasificare a erorilor. Aceste diferențe sunt normale, având în vedere că scoring-ul de credit este utilizat pe scară largă în diverse domenii, incluzând propunerea de noi metode sau comparația între tehnici utilizate pentru predicție și clasificare.

În ultimele decenii, au fost dezvoltate numeroase metode de evaluare a riscului de credit, grupate în două categorii principale:

1. Metode statistice tradiționale, incluzând analiza discriminantă multivariată (DA), regresia liniară și regresia logistică (LR), utilizate frecvent pentru construirea sistemelor de evaluare.
2. Metode bazate pe inteligența artificială, cum ar fi rețelele neuronale și algoritmi fuzzy, utilizate pentru îmbunătățirea preciziei predicțiilor [211].

În acest sens, Louzada F., și Ara A. au realizat o revizuire cuprinzătoare a literaturii, evidențiind aplicațiile tehnicilor de clasificare în scoring-ul de credit. Potrivit acestor autori tehnicile de credit scoring cele mai utilizate, cum sunt analiza discriminantă liniară (LDA) și regresia logistică (LOG), au demonstrat o performanță competitivă față de metodele mai complexe, menținându-și eficiența chiar și în condiții de dezechilibru al eșantioanelor [211]. Autorii Xolani D, Turgay C., și Potsane M. [213] subliniază că regresia logistică este folosită frecvent în evaluarea bonității debitorilor datorită simplității și transparenței sale în predicțiile realizate.

La acest subiect, autorul Danilă O. afirmă că „evaluarea, modelarea riscului de credit și stabilirea riscului de nerambursare la termen au constituit obiectul de cercetare și analiză ale numeroșilor cercetători, începând cu cele ale lui Beaver (1966, 1968) și Altman (1968) și încheind cu cele realizate în prezent, care în unele cazuri au aplicat metoda analizei liniare discriminante

pentru estimarea falimentului firmei, alții folosind alte modele statistico-matematice de evaluare și prezicere a riscului de nerambursare” [29, p.62].

Reglementările internaționale, precum Acordurile de la Basel, au avut un impact semnificativ asupra managementului riscului de credit, ele promovând utilizarea sistemelor interne de rating pentru determinarea parametrilor de risc și calculul capitalului economic al instituțiilor de credit. Conform Regulamentului (UE) 2020/1503 și Regulamentului (UE) 2022/2118, furnizorii de servicii de finanțare participativă trebuie să utilizeze modele de evaluare a riscului de credit, bazate pe criterii precum sursa și calitatea datelor, mecanismele de guvernanță și validarea periodică a rezultatelor [75, art.6]. Modelele utilizate pentru estimarea riscului de credit pot fi clasificate în trei categorii principale:

1. Modele macroeconomice, care iau în considerare factorii economici generali.
2. Modele credit scoring, bazate pe analiza indicatorilor economico-financiar ai debitorului (lichiditate, rentabilitate, solvabilitate etc.).
3. Modele bazate pe rating, care atribuie scoruri entităților economice în funcție de gradul de risc.

Modelele credit scoring sunt cele mai utilizate de instituțiile de credit, folosind inițial analiza discriminantă liniară, iar ulterior metode mai avansate, inclusiv modele econometrice și algoritmi nonparametrici, precum rețelele neuronale și metoda k-nearest neighbor. Din perspectiva istorică, cele mai utilizate modele parametrice sunt analiza discriminantă liniară (DA) și regresia logistică, ambele fiind ușor de implementat datorită disponibilității lor în pachetele software statistice. Analiza discriminantă liniară a fost prima tehnică parametrică folosită în credit scoring, dar a fost supusă criticii din cauza caracterului său categoric al datelor și a diferențelor între matricele de covarianță ale grupurilor de debitori cu bonități diferite. Regresia logistică a fost introdusă ca o alternativă, oferind o abordare mai flexibilă, ceea ce a făcut-o una dintre cele mai populare tehnici în credit scoring. În ceea ce privește modelele neparametrice, acestea includ rețele neuronale artificiale, programare genetică, sisteme expert, mașini cu vectori de suport și algoritmi de clasificare bazate pe arbori de decizie.

Clasificarea modelelor matematice de evaluare a riscului de credit poate fi realizată în funcție de mai mulți factori, cum ar fi obiectul evaluării (funcția de clasificare a împrumutatului într-o categorie de risc ridicat sau scăzut), tipurile de funcții matematice utilizate sau componentele riscului de credit analizate. Totuși, se recomandă ca această clasificare să fie prezentată într-un sistem coerent care să reflecte caracteristicile și aplicabilitatea fiecărui model.

În procesul de evaluare a bonității debitorului, fiecare instituție de credit, urmând recomandările Autorității Bancare Europene (EBA), își dezvoltă propriile modele de evaluare utilizând tehnici econometrice de modelare dimensională. În acest scop, băncile recurg adesea la modelul regresiei liniare sau la modelele Logit/Probit. În cazul regresiei liniare, se poate obține o

clasificare multidimensională a entităților în funcție de gradul de risc (standard, substandard, supravegheat, dubios, compromis), în timp ce modelele Logit/Probit permit clasificarea entităților în categorii de falimentare și non-falimentare. Un aspect esențial al evaluării riscului de credit îl reprezintă validarea ratingurilor. Validarea sistemelor de rating presupune evaluarea metodelor, modelelor și procedurilor utilizate pentru a asigura respectarea cerințelor minime recomandate.

Necesitatea evaluării bonității debitorului în cadrul finanțărilor moderne este o cerință clară a Autorității bancare europene (EBA) și prevăzută în reglementările UE. Astfel, coonform prevederilor Regulamentului (UE) 2020/1503 cu privire la evaluarea riscurilor aferente împrumuturilor intermediare pe platforma de finanțare participativă, este necesar ca furnizorii de astfel de servicii să acceseze informațiile privind riscul de credit, disponibile în CRC și, pe de altă parte, raportarea la CRC a informațiilor de risc de credit de către furnizorii de servicii de finanțare participativă ar permite o evaluare aprofundată a bonității debitorilor la nivel de sistem, prin accesul instituțiilor de credit la informații privind împrumuturile acordate prin platforme de crowdfunding [74]. Conform Regulamentului (UE) 2022/2118 al Comisiei din 13 iulie 2022 de completare a Regulamentului (UE) 2020/1503 [75] prevederile incluse la art. 5 și art. 6, toți furnizorii de servicii de finanțare participativă trebuie să ofere “informații adecvate cu privire la modelele incluse în metoda utilizată pentru evaluarea riscului de credit al proiectelor de finanțare participativă, pentru evaluarea bonității dezvoltatorilor de proiecte, pentru procesele de aprobare și de monitorizare a creditelor, precum și pentru stabilirea structurii portofoliilor, inclusiv toate elementele următoare:

- (a) sursa datelor utilizate pentru elaborarea modelelor;
- (b) cadrul utilizat pentru a asigura calitatea datelor de intrare;
- (c) existența unor mecanisme de guvernanză adecvate pentru elaborarea și utilizarea modelelor;
- (d) cadrul care asigură evaluarea și validarea regulată a calității rezultatelor modelului și, după caz, revizuirea acestuia” [75, art.6]

Pe lângă evaluarea riscului de credit, care se referă la capacitatea unei companii de a-și onora obligațiile financiare, tot mai multă atenție este acordată riscurilor nefinanciare, în special celor legate de mediu, aspecte sociale și guvernanză (ESG). În procesul de evaluare a riscului de credit, instituțiile financiare nu se mai limitează doar la analiza tradițională a capacității de rambursare a debitorilor, bazată pe istoricul financiar, fluxurile de numerar și garanțiile oferite. În ultimii ani, evaluarea riscului de credit a fost extinsă pentru a include o serie de factori non-financiari, dintre care cei mai relevanți sunt factorii de sustenabilitate ESG (mediu, social și guvernanză). Implementarea considerațiilor ESG în analiza financiară este un proces esențial în contextul actual al schimbărilor climatice și al importanței crescute acordate responsabilității

sociale și de mediu. Initial, EBA preciza în *Ghidul său privind inițierea și monitorizarea creditelor* despre necesitatea introducerii evaluării riscurilor asociate factorilor ESG în procesele de acordare a creditelor și evaluare a debitorilor. Astfel “în cadrul apetitului la risc de credit, al politicilor și procedurilor privind riscul de credit, instituțiile trebuie să țină cont de riscurile asociate factorilor ESG în ceea ce privește condițiile financiare ale debitorilor, în special impactul potențial al factorilor de mediu și al schimbărilor climatice” [40]. În ianuarie 2025 Autoritatea Bancară Europeană (EBA) a publicat un nou *Ghid privind gestionarea riscurilor de mediu, sociale și de guvernanță (ESG)* pentru instituțiile de credit, care completează *Ghidul privind inițierea și monitorizarea creditelor* în ceea ce privește identificarea, măsurarea, gestionarea și monitorizarea riscurilor ESG, în conformitate cu Directiva privind cerințele de capital (CRD VI) [39].

Cercetările arată că companiile care implementează eficient factorii ESG în modelele lor de afaceri tind să fie mai profitabile și să prezinte un risc mai scăzut în fața investitorilor, datorită gestionării eficiente a problemelor de mediu și sociale. Importanța materialității riscurilor ESG este esențială pentru analiza financiară, deoarece presupune identificarea și evaluarea modului în care problemele de mediu, impactul social și factorii de guvernanță pot influența în mod semnificativ sănătatea financiară sau performanța unei companii. Investitorii și instituțiile financiare trebuie să înțeleagă în mod clar cum aceste riscuri pot afecta fluxurile de numerar, costurile de capital și stabilitatea pe termen lung a companiei. Astfel, evaluarea riscului de credit trebuie să ia în considerare nu doar datele financiare, ci și indicatorii ESG, pentru a oferi o imagine completă și detaliată a riscurilor asociate cu fiecare investiție [39].

Integrarea factorilor ESG în analiza riscului permite o evaluare mai completă a sustenabilității unei afaceri pe termen lung. Astfel, companiile care demonstrează o bună gestionare a riscurilor ESG pot beneficia de condiții mai favorabile de finanțare, acces mai facil la capital și o reputație consolidată în fața investitorilor. Prin urmare, înțelegerea și evaluarea riscurilor asociate fiecărui tip de finanțare reprezintă un pas esențial în luarea deciziilor strategice, contribuind la alinierea surselor de capital cu obiectivele și capacitățile reale ale întreprinderii.

1.4. Concluzii la Capitolul 1

1. Realizarea obiectivului privind fundamentarea conceptuală a modalităților moderne de finanțare și delimitarea acestora față de cele tradiționale a permis clarificarea și structurarea teoretică a procesului de finanțare prin diferențierea sursei de finanțare de modalitatea de finanțare, ca elemente interdependente, dar conceptual distincte. În acest sens, autorul definește modalitatea de finanțare ca fiind un proces prin care entitatea este asigurată cu resurse financiare, prin combinarea specifică a unor mijloace și instrumente financiare.

2. Avînd la bază abordările evolutive, autorul delimitează modalitățile de finanțare în două categorii: tradiționale și moderne. Modalitățile clasice de finanțare permit acoperirea necesarului de trezorerie și investiții, dar nu oferă din plin necesarul de finanțare în anumite stadii de dezvoltare a entității, nefiind adaptate specificului entităților nou-create și celor inovative. Lipsa unui concept clar delimitat privind modalitățile moderne de finanțare au determinat definirea acestora de către autor ca fiind *totalitatea instrumentelor, metodelor, procedeele de finanțare, altele decât cele tradiționale, ce combină aspectele creditării, asumării riscului, gestiunii creanțelor și evidenței acestora, realizate pentru o anumită perioadă de timp, în baza unor contracte aferente specifice domeniului respectiv*.
3. Modalitățile moderne de finanțare se diferențiază conceptual de cele tradiționale prin gradul lor de flexibilitate, prin implicarea actorilor non-bancari (investitori privați, platforme digitale, fonduri specializate) și prin capacitatea lor de a răspunde nevoilor de lichiditate în timp scurt, chiar în lipsa unui istoric financiar. Aceste trăsături le conferă un potențial deosebit pentru sprijinirea inovării, dezvoltării sustenabile și extinderii accesului la capital în economiile emergente, precum este economia Republicii Moldova. Această delimitare teoretică propusă oferă un fundament pentru analiza, adoptarea și adaptarea acestor mecanisme în contextul Republicii Moldova.
4. Analiza legăturii dintre teoriile financiare și modalitățile moderne de finanțare a permis evidențierea unei schimbări importante de perspectivă: de la o abordare tradițională, care urmărește doar obținerea profitului financiar, spre o viziune mai extinsă – cea a finanțelor sustenabile. Aceasta urmărește nu doar beneficiile economice, ci și cele sociale și de mediu. O asemenea abordare presupune ca deciziile financiare să țină cont nu doar de interesele acționarilor, ci și de ale altor părți interesate – cum ar fi angajații, clienții, comunitatea sau mediul înconjurător.
5. Teoriile financiare moderne ne arată că alegerea surselor și modalităților de finanțare trebuie făcută în funcție de situația concretă a entității – cum ar fi stadiul ei de dezvoltare, nevoile de investiții și costurile implicate. În contextul actual, aceste decizii trebuie să ia în calcul nu doar profitabilitatea, ci și efectele sociale și de mediu. Astfel, o modalitate modernă de finanțare este eficientă dacă îmbină randamentul economic cu reducerea riscurilor și are un impact pozitiv asupra societății și mediului.
6. Evaluarea riscului de credit reprezintă un pilon esențial în procesul decizional privind accesarea modalităților moderne de finanțare, atât în economiile dezvoltate, cât și în cele aflate în tranziție. În prezent, această evaluare depășește analiza strict financiară, incluzând și factori nefinancieri, în special cei de natură ESG (mediu, social, guvernantă). Integrarea acestor factori în analiza riscului permite o apreciere mai completă a sustenabilității unei afaceri și

favorizează condiții de finanțare mai avantajoase pentru companiile responsabile. Astfel, înțelegerea profilului de risc al fiecărui tip de finanțare devine crucială pentru alinierea surselor de capital cu capacitățile reale și valorile strategice ale întreprinderii.

7. Din analiza modalităților moderne de finanțare, rezultă necesitatea integrării acestora în sistemul financiar al Republicii Moldova, datorită beneficiilor semnificative pe care le oferă. Aceste instrumente contribuie substanțial la dezvoltarea sustenabilă a economiei naționale și la diversificarea surselor de capital, aspecte esențiale pentru consolidarea unui sistem financiar modern și rezilient. Printre cele mai importante avantaje se enumeră:
 - diversificarea surselor de finanțare, prin reducerea dependenței de creditele bancare tradiționale și facilitarea accesului la resurse financiare chiar și în lipsa garanțiilor clasice, prin instrumente precum factoring, forfetare sau crowdfunding;
 - creșterea accesului la capital pentru start-up-uri și întreprinderi mici și mijlocii nou create, care pot obține finanțare pentru dezvoltarea proiectelor inovative și sustenabile prin capital de risc sau crowdfunding;
 - reducerea riscului sistemic bancar, prin diversificarea instrumentelor de finanțare, ceea ce duce la diminuarea presiunii asupra sectorului bancar și la asigurarea unei stabilități financiare sporite, prin repartizarea riscurilor între mai mulți actori financiari;
 - atragerea capitalului străin, prin implicarea instituțiilor financiare internaționale și a investitorilor străini, fapt care contribuie la creșterea încrederii în climatul investițional al Republicii Moldova.
8. Analiza comparativă a practicii internaționale a permis să deducem că modalitățile moderne de finanțare sunt diferite și adaptate profilului de risc și ciclului de viață al întreprinderilor. În economiile cu o piață financiară dezvoltată, acestea includ atât instrumente cu risc redus (leasing, factoring), cât și modalități de finanțare cu risc sporit. Tendințele pe piața internațională este de a combina accesibilitatea finanțării cu evaluarea riscului, inclusiv cel ESG, pentru a mobiliza resursele financiare în mod eficient și sustenabil.

2. TENDINȚE GLOBALE ALE MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE ȘI OPORTUNITĂȚI DE INTEGRARE ÎN REPUBLICA MOLDOVA

2.1 Factoring-ul ca modalitate modernă de finanțare și oportunități pentru dezvoltare

Factoring-ul este o modalitate de finanțare răspândită pe scară largă în țările dezvoltate. Cele mai populare piețe ale factoring-ului sunt piețele statelor dezvoltate, precum SUA, Franța, Marea Britanie, China, Italia, Germania, Spania. Beneficiarii factoring-ului sunt reprezentanți ai industriei alimentare, celei textile, comerțului, precum și companiile prestatoare de servicii de telecomunicații [122, p.37].

Astfel, finanțarea prin factoring asigură finanțarea propriu-zisă, urmărirea creanțelor și protecția riscurilor de credit de către factor, în baza cedării de către beneficiar, cu titlu de vânzare sau de gaj, a creanțelor născute din vânzarea de bunuri sau prestarea de servicii pentru terți. Finanțarea presupune acoperirea imediată în proporție de maximum 80-90% din contravaloarea fiecărei facturi pentru livrările de mărfuri/servicii prestate, din care se scad comisioanele factorului; restul 10-20% se eliberează în momentul încasării (în cazul factoring-ului mixt). Termenul de încasare a facturilor nu trebuie să depășească 180 de zile de la emitere. Comisioanele încasate de către companiile de factoring pentru finanțare variază de la 0,5% la 3% anual. Factorul poate achita întreaga valoare a facturii sau doar o parte, în cuantum de circa 80%. De asemenea, factorul își poate asuma riscul de neîncasare a plății (factoring fără regres) sau nu își asumă riscul de neîncasare (factoring cu regres) în cazul în care factorul debitează contul aderentului.

Factoring-ul reprezintă, pe de o parte, o alternativă de finanțare, iar pe de altă parte, un management eficient al creanțelor cu posibilitatea de a optimiza fluxul de numerar și de a securiza creanțele. Contextul economic actual al sectorului entităților mici și mijlocii evidențiază probleme ce țin de activitatea sectorului IMM și de lipsa de resurse necesare pentru acoperirea cash-flow-ului. În condițiile unui acces anevoios la finanțările tradiționale, utilizarea factoring-ului este o alternativă pentru societățile care, pe de o parte, doresc să-și îmbunătățească fluxul de numerar, iar pe de altă parte, nu doresc creșterea nivelului de îndatorare. Astfel, sintetizând cele menționate mai sus, putem defini factoring-ul ca *o modalitate de finanțare pe termen scurt, prin care aderentul cedează o parte a creanțelor sale factorului care asigură finanțarea imediată, asigurând totodată și gestiunea creanțelor cedate*. Așadar, factoring-ul este o modalitate de finanțare caracterizată de un aranjament continuu de plăți negarantate ce decurg din cedarea creanțelor pe termen scurt factorului care ulterior asigură finanțarea în avans a creanțelor, gestionarea și administrarea lor, precum și acoperirea riscului de neplată [13, p.85].

Finanțarea prin factoring de către instituțiile de credit reprezintă un mecanism prin care întreprinderile pot obține lichidități rapide prin cedarea creanțelor către o instituție financiară (factor). Acest proces implică mai multe etape, atât pentru întreprinderea care solicită finanțarea,

cât și pentru instituția de credit care furnizează serviciul de factoring. În figura 2.1 sunt redate etapele procesului de finanțare prin factoring.

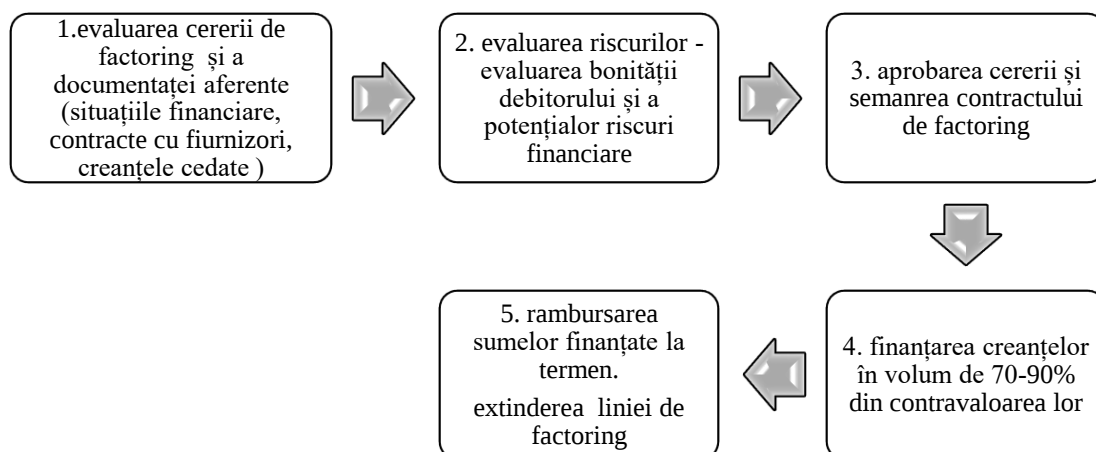


Figura 2.1 Etapele finanțării prin factoring în cadrul băncilor comerciale

Sursa: Elaborată de autor în baza [105; 121; 214]

Prin intermediul factoring-ului, entitățile își pot finanța afacerile pe banii altora. Factoring-ul permite alocarea unei părți din sumele antrenate în tranzacțiile precedente, fapt ce permite finanțarea altor proiecte. Băncile comerciale joacă un rol de bază în cazul factoring-ului prin faptul că facilitează această modalitate de finanțare, prin relaxarea condițiilor de acces și oferirea unei finanțări de până la 100%. Calitatea de finanțator în cadrul factoring-ului revine nu doar băncilor comerciale, dar și instituțiilor financiare nebancare.

Analiza aspectelor teoretice ale factoring-ului permite să concluzionăm că în prezent nu există o clasificare și o delimitare concretă a tipologiilor acestuia. De cele mai multe ori, în literatura de specialitate se regăsesc două clasificări ale factoring-ului, și anume:

- a) după dreptul de regres și
- b) în funcție de locația participanților la factoring.

În urma studierii detaliate a practicii europene, inclusiv a celei franceze, germane și românești, pot fi evidențiate anumite forme ale acestuia, clasificate după anumite criterii prezentate detaliat în Anexa 7.

În timp ce factoringul tradițional continuă să fie o soluție de finanțare utilizată pe scară largă, noile tendințe internaționale evidențiază extinderea factoringului către forme inovatoare precum factoringul revers (invers) și factoringul ESG. Acestea răspund nevoilor tot mai complexe ale lanțurilor de aprovizionare și ale companiilor orientate spre sustenabilitate.

Tendințele recente conturează extinderea factoringului către soluții orientate spre eficiență în lanțul valoric, numit reverse factoring.

Pe măsură ce companiile încearcă să-și optimizeze fluxul de numerar și gestionarea capitalului de lucru, ele apelează la factoring reverse ca soluție. Acest aranjament financiar permite

companiilor să extindă termenele de plată către furnizori, asigurându-se în același timp că furnizorii primesc plăți în avans cu reducere.

După cum susține autorul Popa V., reverse factoring-ul presupune finanțarea lanțului valoric de aprovizionare. Finanțarea lanțului de aprovizionare presupune o „combinație a finanțării comerciale oferită de către o instituție financiară, un furnizor terț sau o societate în sine, precum și o platformă tehnologică care unește partenerii comerciali și instituțiile financiare în format electronic și oferă elemente ce declanșează finanțarea pe baza apariției unuia sau a mai multor evenimente din lanțul de aprovizionare” [66, p.102]. După același autor, reverse factoring-ul ca concept a fost introdus în anul 1990, fiind „primul model de finanțare a comerțului combinat cu managementul lanțului de aprovizionare, printr-un aranjament de finanțare cu o factură inovatoare” [66, p.103].

Față de factoring-ul tradițional, reverse factoring-ul este mai puțin costisitor, taxele și dobânzile percepute fiind mai mici și fiind considerat mai simplu. Procesul de finanțare în cadrul reverse factoring-ului se realizează prin intermediul unei platforme electronice create și gestionate de către finanțator (instituția de credit/banca) după modelul redat în figura 2.2

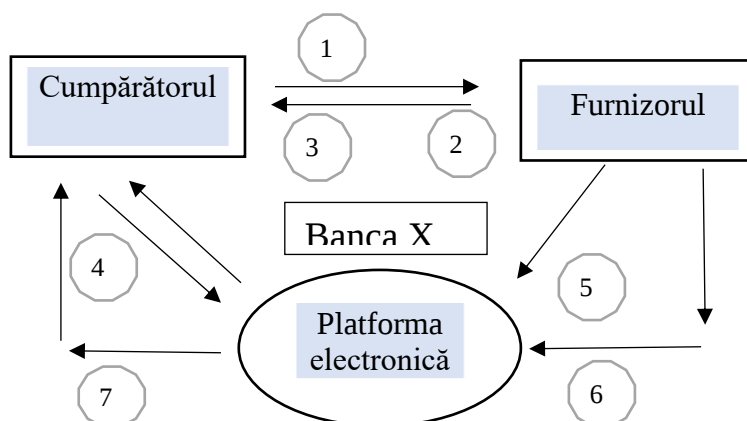


Figura 2.2 Finanțarea prin reverse factoring

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [66, 96,227]

Etapile finanțării prin reverse factoring includ următoarele:

1. cumpărătorul procură marfa de la furnizor, trimite ordinul de cumpărare și notifică finanțatorul;
2. furnizorul prezintă documentele confirmative pentru finanțator;
3. finanțatorul verifică documentele și notifică cumpărătorul;
4. cumpărătorul acceptă documentele sau le poate respinge în cazul depistării unor divergențe, informații contradictorii;
5. finanțatorul notifică furnizorul despre acceptul sau refuzul cumpărătorului;
6. în cazul solicitării plății anticipate de către furnizor, finanțatorul creditează contul furnizorului;

7. finanțatorul debitează contul cumpărătorului la data scadentă.

Reverse factoring-ul este un instrument de finanțare utilizat pe larg în ultimii ani de companiile de factoring din țările UE, SUA, precum și din România, Belarus, Ucraina pentru finanțarea IMM-lor din domeniul comerțului, industriei alimentare, electronicii și TIC.

În esență, reverse factoring, în viziunea autorului, poate fi prezentat ca o *modalitate de finanțare ce implică trei părți: furnizori, cumpărători și finanțatorul (instituția de credit), utilizând o platformă electronică prin intermediul căreia este asigurată finanțarea pentru furnizori, plata în avans a facturilor, plata pentru cumpărător, precum și managementul facturilor*. Reverse factoring-ul se deosebește de factoring-ul clasic prin faptul că inițiatorul este cumpărătorul și nu furnizorul, ca în cazul factoring-ului tradițional.

În contextul global actual, în care sustenabilitatea a devenit un factor esențial în evaluarea performanței financiare, instituțiile financiare încep să își recalibreze ofertele pentru a susține companiile cu un angajament solid față de responsabilitatea socială și de mediu. Un exemplu relevant este inițiativa „Factor de impact” lansată în 2023 de BNP Paribas, destinată clienților corporativi din Franța, care presupune integrarea angajamentelor de tip ESG în evaluarea lanțului de aprovizionare. Soluția permite o susținere coerentă a întreprinderilor de-a lungul întregului lanț de finanțare, încurajând comportamente corporative sustenabile [206]. În Franța, peste 50% dintre companiile cu minimum 50 de angajați desfășoară activități de responsabilitate socială, cu o concentrare accentuată în sectoarele energetic și de mediu. Aceste companii adoptă practici distinctive, cum ar fi respectarea biodiversității sau politici sustenabile de achiziții. În acest context, factoringul ESG oferă o soluție financiară care îmbină avantajele tradiționale ale factoringului (precum îmbunătățirea fluxului de numerar și gestionarea creanțelor) cu beneficii suplimentare pentru companiile care promovează responsabilitatea socială și față de mediu. Astfel, firmele care implementează standarde ridicate de ESG pot beneficia de condiții financiare favorabile, cum ar fi reduceri de dobândă sau comisioane mai mici. În plus, furnizorul de factoring poate oferi rapoarte detaliate care reflectă performanța financiară, dar și impactul ESG al tranzacțiilor.

Această modalitate inovativă de finanțare contribuie nu doar la susținerea activității curente a companiilor, ci și la promovarea proiectelor care sprijină realizarea ODD-lor 2030. În plus, factoringul ESG devine un instrument strategic pentru susținerea atât a IMM-urilor, cât și a marilor corporații, în demersurile lor de adaptare la noile cerințe de piață și de reglementare.

Factoringul ESG se distinge de modelul clasic prin capacitatea de a orienta capitalul spre întreprinderi care îndeplinesc standarde ridicate de mediu, responsabilitate socială și guvernare, creând astfel valoare pe termen lung.

Tabel 2.1 Analiză comparativă: Factoring clasic vs. Factoring ESG

Criteriu	Factoring Clasic	Factoring Sustenabil (ESG)
Obiectiv principal	Obținerea lichidităților rapide prin cesiunea creanțelor comerciale	Finanțarea creanțelor, cu integrarea criteriilor ESG în selecția clienților și tranzacțiilor
Selecția clienților	În baza bonității și istoricului de credit	În baza bonității și performanța ESG a debitorilor și furnizorilor
Evaluarea riscului	Se concentrează pe riscul de neplată al debitorilor	Include riscul ESG (de mediu, social, guvernanta), reputațional și de conformitate
Criterii de eligibilitate	Economico-financiare	Mix între criterii financiare și sustenabilitate (ex. impactul de mediu al firmei)
Beneficiari preferați	Entități din orice domeniu	Entități cu practici sustenabile sau care respectă standardele ESG
Reglementare/raportare	Nu presupune raportări non-financiare	Poate implica raportare ESG (ex: conformitate cu Taxonomia UE, CSRD, etc.)

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [38; 81; 206]

Factoringul clasic rămâne o modalitate popular și eficientă de finanțare pe termen scurt. Factoringul sustenabil integrează o dimensiune etică și responsabilă, aliniindu-se tendințelor globale și criteriilor ESG. Acesta este tot mai apreciat de investitori și instituții care promovează finanțarea durabilă, în special în UE. Factoringul ESG adaugă o dimensiune strategică suplimentară față de forma clasică, contribuind atât la finanțare, cât și la promovarea responsabilității sociale și sustenabilității în relațiile comerciale.

De cele mai multe ori, factoring-ul este perceput de unii drept un simplu credit acordat pentru finanțarea facturilor, dar în realitate lucrurile stau altfel.

Tabelul 2.2 Analiza comparativă dintre factoring și credit

Criterii	Factoring	Credit
Oferta	Include un complex de servicii	Presupune numai finanțare
Destinație	Permite stimularea creșterii vânzărilor cu ritmuri mult mai mari (efectul de multiplicare)	Permite menținerea activității curente a afacerii
garanții	Nu necesită garanții	Deseori solicită garanții suplimentare
Rambursare	Finanțarea se rambursează din contul achitărilor de la debitori	Se rambursează de către furnizor
Impact	Reduce creanțele debitoare fără formarea datoriilor creditoare	Crește conturile de creanță (datoriile creditoare)

Sursa: Elaborat de autor în baza sursei [105, p.29].

Factoring-ul adesea este perceput ca un simplu credit destinat finanțării facturilor, însă, în realitate, acesta reprezintă un mecanism financiar mult mai complex, implicând atât preluarea riscului de neplată, cât și administrarea creanțelor. Pentru a evidenția diferențele esențiale dintre factoring și creditul bancar ca forme de finanțare a activității curente, în continuare este prezentată o analiză comparativă a principalelor caracteristici ale acestora. Tabelul 2.2 include deosebirile dintre credit și factoring. Inițial putem constata că creditul presupune doar o simplă finanțare, comparativ cu factoring-ul care include un set de servicii, inclusiv gestiunea și administrarea creanțelor și acoperirea riscului de credit. Dacă în cazul creditului se solicită anumite garanții,

atunci în cazul factoring-ului nu este necesară prezentarea acestora, totodată, în cazul creditului, datoria se rambursează de către furnizor, iar în cazul factoring-ului, aceasta se achită din contul plăților efectuate de către debitor.

Unii economiști consideră identice modalitățile de finanțare prin factoring și forfetare, însă este necesar de a specifica că fundamentul acestor modalități este același, iar principiile, termenele, domeniul gestiunii riscului aferent sunt totalmente diferite. În vederea delimitării clare a celor două forme de cesiune a creanțelor, tabelul 2.3 prezintă o comparație între factoring și forfetare, sub aspectul volumului finanțării, riscului asumat, duratei și tipului de creanțe finanțate, dreptul de regres și servicii adiacente.

Tabelul 2.3 Analiza comparativă dintre factoring și forfetare

Principiul	Factoring	Forfetare
Documentul operațiunii	Prioritar facturile de plată	Cambii și acreditive
Termenul de finanțare	Finanțare pe termen scurt, până la 180 de zile	Finanțare pe termen lung, de la 180 de zile la 10 ani
Volumul finanțării	Limitat de posibilitățile factorului	Poate fi destul de mare datorită sindicalizării
Servicii suplimentare aferente finanțării	Presupune oferirea și altor servicii financiare, în funcție de necesitățile clientului	Nu presupune alte servicii
Dreptul de regres al exportatorului	Poate fi cu dreptul de regres și fără regres	Forfeiterul procură obligațiunile de credit fără dreptul de regres al exportatorului
Riscuri	Factorul își asumă doar o parte din riscuri	Toate riscurile trec la forfeiter
Ordinea achitării	Factorul achită doar 90% din suma datoriei imediat după livrarea mărfii	Forfeiterul achită 100% din valoarea mărfurilor livrate odată cu recepționarea documentelor
Asigurarea	De regulă, conform factoring-ului tradițional, nu se solicită garanții din partea unei persoane terțe	Este necesară garanția bancară sau avalul din partea unei bănci solide

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [81; 136; 105].

În baza analizelor efectuate, constatăm că între aceste două modalități de finanțare există deosebiri care ne permit să le privim ca concepte aparte, și nu împreună. Astfel, principalele deosebiri dintre factoring și forfetare se rezumă, în primul rând, la termenul de finanțare, astfel că, în cazul factoring-ului, finanțarea se oferă doar pe termen scurt (până la 1 an), iar în cazul forfetării, finanțarea se acordă pe termen mediu și lung, până la 10 ani. Volumul finanțării în cazul factoring-ului constituie 80% - 90% din valoarea totală a facturii, comparativ cu forfetarea, finanțarea în fiind de 100%. La capitolul garanții, factoring-ul nu presupune garantarea finanțării acordate, iar în cazul forfetării este solicitată garanția bancară. Mecanismul detaliat al finanțării prin forfetare, precum și elementele specifice sunt redată în Anexa 8.

În sinteză constatăm că factoring-ul și forfetarea sunt două modalități de finanțare distincte ale comerțului intern și celui extern. Factoring-ul este o modalitate de finanțare pe termen scurt a creanțelor debitorului, comparativ cu forfetarea, care este o modalitate de finanțare utilizată, în

special, în comerțul internațional (export, import), a unei creanțe sau a mai multor titluri de creanță luate împreună, pe termen mediu și lung.

Promovarea și susținerea factoring-ului din partea instituțiilor statului este considerat un lucru firesc. Actuala practică a Chinei relevă subvenționarea unor rate de finanțare pentru factoring, organizarea stagiilor în afara țării pentru managerii companiilor de factoring, invitarea specialiștilor din extern pentru a asigura o eficiență înaltă a activității acestor companii. Tot la acest subiect se poate evidenția și activitatea asociațiilor naționale de factoring care contribuie nemijlocit la dezvoltarea acestei piețe [105].

Analiza tendințelor în ultimele 2 decenii ne permit să constatăm o rata medie anuală de creștere de 8,4%, cea mai mare fiind înregistrată în 2022 cu 18,33%. Pentru anul 2023, volumul factoring-ului pe plan internațional a crescut față de 2022 cu doar 3,6%, constituind un volum de 3.791 mld. Euro [149, p.7]. Astfel putem constata că tendințele factoring-ului pe plan internațional s-au menținut la trenduri ascendente în ultimii două zeci de ani, cu excepția anului 2020, când volumul factoring-ului a înregistrat o scădere de circa 6,5%, acest fapt fiind explicat de pandemia COVID -19, care practic a frânat dezvoltarea economică, în general, și a manifestat un impact negativ asupra tuturor sectoarelor economice, inclusiv asupra celui financiar, în particular. Cea mai mare pondere a pieții factoringului revine continentului european cu o cota de peste 58% (fig.2.3).

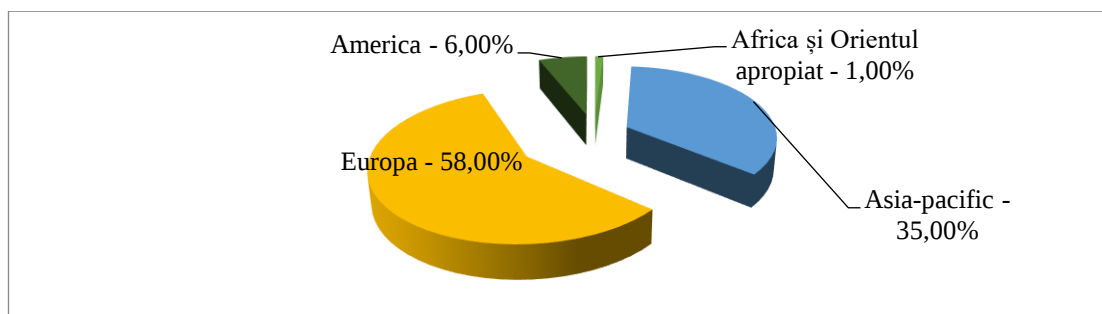


Figura 2.3 Structura pieții factoring-ului pe plan internațional în anul 2023

Sursa: Elaborată de autor în baza [149, p.28]

Topul primelor state care concentrează circa 88% din volumul internațional al factoring-ului este reprezentat de: Spania (19%), Taiwan (13%), Italia (14%), China (10%), Singapore (5%) Hong Kong (5%), Germania (10%), Marea Britanie (7%), Polonia (4%) [149, p.30]. În acest context, menționăm că Republica Moldova se plasează pe ultimul loc, înregistrând un volum al factoring-ului de doar 9 mln. euro, comparativ cu vecinii noștri, Ucraina, care a atins un volum de 592 mln. euro în 2023, și România – cu 8.660 mln. euro [149, p.32].

Analizele realizate reflectă o dată în plus tendințele ascendente ale factoring-ului în ultimii ani, atât a celui național, cât și internațional. Totodată, constatăm o pondere relativ mare a factoring-ului național, de peste 80%, comparativ cu factoring-ul internațional. Din datele prezentate în Anexa 13 observăm tendințele constante ale factoring-ului internațional în perioada 2015-2023,

astfel în această perioadă factoring-ul internațional a oscilat în limitele a 520-696mln. euro. Spre deosebire de factoring-ul internațional, cel național a înregistrat în perioada 2015-2023 o creștere de peste 18%, de la 1.814 mln. euro la 3.094 mln. euro. Tendințele pieții factoringului pentru perioada 2012-2023 sunt redate în Anexele 9-10.

Domeniile care au recurs la finanțarea prin factoring au menținut aceleași tendințe în ultimii 10 ani. Astfel, principalii beneficiari ai factoring-ului pentru anul 2023 au fost: manufactura – cu 48%, care include: producerea bunurilor și serviciilor, industria textilă, mașini și utilaje; comerțul și distribuția marfurilor – cu 16%, construcțiile – 7%, prestarea serviciilor – 9%, transportul și comunicațiile – 4%, și alte sectoare – 12% [149, p.25]. Categoriile de beneficiari ai factoring-ului sunt în continuare entitățile mijlocii care dețin o cotă de 41%, entitățile mici cu o cotă de și doar 29%, iar entitățile mari constituie doar 30% din beneficiari [149, p.25].

Tendințele pieței factoring-ului în spațiul UE sunt ascendente în ultimii ani, această piață fiind prima și cea mai atrăgătoare în acest domeniu. Piața europeană de factoring este cea mai dezvoltată din lume, reprezentând două treimi din cifra de afaceri la nivel mondial, iar aceste date arată cât de apreciat este factoring-ul mai ales în perioadele de criză.

„După criza din anul 2008, când entitățile mici și mijlocii din spațiul european s-au confruntat cu problema contractării unui împrumut bancar, companiile de factoring au fost cele care au intervenit cu soluții” [85, p.63]. Evoluția în dinamică a factoring-ului european este prezentată în figura 2.4. Pentru prima oară în ultimii 10 ani, în 2020 în UE factoring-ul a înregistrat tendințe negative în evoluția sa, de circa 6,4%, micșorându-se în volum de la 1.906 mld. euro în 2019 la 1.844 mld. euro în 2020. Pentru anul 2023 tendințele de creștere au marcat doar 2,4%, sau un volum de 2.440 mld. euro față de anul 2022. Conform informațiilor obținute de la membrii și partenerii EUF, încetinirea creșterii factoring în 2023 a fost cauzată de:

- scăderea creșterii PIB-ului UE,
- rate de bază mai mari în câteva țări, ceea ce a determinat trecerea de la facilitatea de factoring la surse mai ieftine de finanțare,
- lichiditate excesivă în unele sectoare din cauza anilor profitabili anteriori,
- scăderea cererii consumatorilor din cauza inflației și
- încetarea colaborării cu clienții din cauza înrăutățirii situației financiare.

Numărul estimat de clienți activi europeni în 2023 a ajuns la aproape 304.000 și a fost cel mai înalt nivel observat. Creșterea numărului de clienți poate sugera că antreprenorii, în vremuri de imprevizibilitate economică încă ridicată, s-au concentrat pe obținerea de surse suplimentare de finanțare care să le ofere și beneficii suplimentare, acoperirea riscurilor și managementul debitorilor. În 2023, fondurile medii acordate per client au fost cu aproape 3% mai mici decât în

2022 și au ajuns la 1,0 milioane EUR. Aceasta a fost cauzat de scăderea paralelă a volumului avansurilor împreună cu creșterea numărului de clienți.

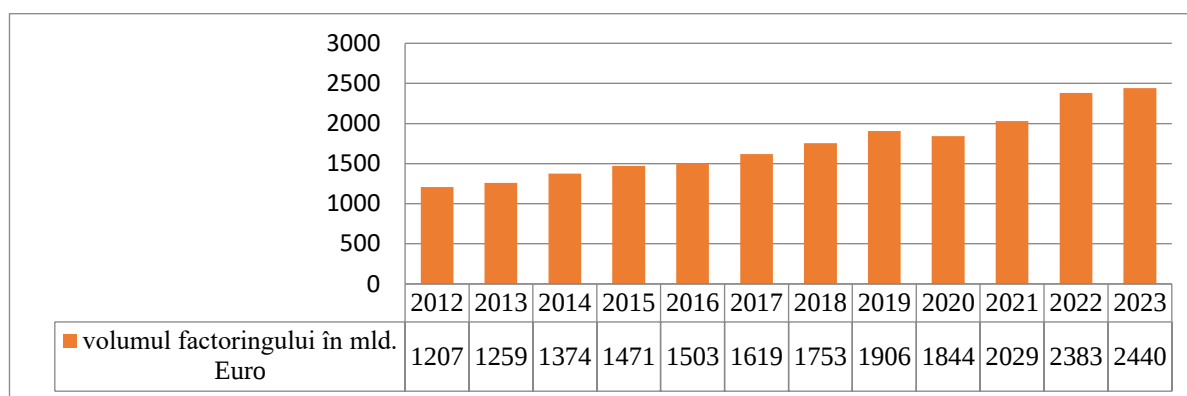


Figura 2.4 Volumul operațiunilor de factoring în spațiul UE în perioada 2012-2023

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor EU Federation for the factoring and Commercial Finance / <https://euf.eu.com/>

Cele mai mari rate de raportare a factoring-ului la PIB în țările UE în anul 2023 s-au înregistrat în: Belgia – 23,2%, Spania – 18,5%, Portugalia – 16,6%, Olanda – 16,3%, Cipru – 16%, Franța – 15,2%, Polonia – 13,8%, Grecia – 12,7%, Marea Britanie – 14,9%, România – 2,7%, iar cel mai mic indicator a fost înregistrat în Luxemburg, cu doar 0,4% [146].

Principalii beneficiari ai factoring-ului în spațiul UE sunt entitățile mici, cu o cotă de 76% din totalul clienților, comparativ cu 24%, care reprezintă entitățile mijlocii și mari.

În România factoring-ul joacă un rol esențial în gestiunea riscului și menținerea stabilității financiare pentru companii. Conform datelor prezentate de Asociația Română de Factoring (ARF), în anul 2022 factoring-ul românesc a înregistrat o creștere de 10,35%. Factoring-ul intern a depășit cifra de 7 mld. euro, fiind în creștere cu 12,5% față de anul precedent. Pe segmentul factoring-ului intern, cea mai mare evoluție de 30%, față de 2021, a fost atestată de reverse factoring, cu un nivel de 3,37 mld. euro. Factoring-ul revers are la bază un alt sistem de inițiere decât cel clasic, el fiind propus furnizorilor de servicii și produse direct de către beneficiarul acestora, împreună cu instituția finanțatoare [3].

Companiile care au beneficiat de finanțare prin factoring și se clasează pe primul loc vin din sectorul bunurilor de larg consum FMCG, având 17% din totalul operațiunilor de factoring intern, cu un volum de peste 636 mln. euro, în timp ce locul al doilea este ocupat de companiile din sectoarele autovehicule, utilaje, echipamente, unde finanțarea prin factoring a atins 516 mln. euro, sau 14% din total, iar locul trei revine companiilor din domeniul IT&C, cu 429 mil. euro, respectiv 12% din totalul operațiunilor [3].

Dacă în Uniunea Europeană factoring-ul s-a dezvoltat într-un sistem bine definit și, reglementat, în Republica Moldova această formă de finanțare se află încă într-un stadiu incipient, confruntându-se cu provocări legate de accesibilitate, costuri și cadrul normativ. Pentru o evaluare obiectivă a poziționării Republicii Moldova în raport cu practicile europene, se impune o analiză

comparativă a dezvoltării factoringului la nivelul UE și cel național. Tabelul 2.4. oferă o privire de ansamblu asupra stadiului de dezvoltare al factoringului în UE și în Republica Moldova, evidențiind discrepanțele și tendințele comune.

Tabel 2.4 Analiza comparativă privind dezvoltarea factoringului în UE și Republica Moldova

Criteriu	UE	Republica Moldova
Reglementare	Reglementat prin directive europene și legislații naționale specifice.	Reglementat prin Codul Civil
Dezvoltarea pieții	Piață matură, cu volum mare de tranzacții. În 2023, volumul factoringului în UE a fost de peste 2,4 trilioane EUR.	Piață emergentă, cu volum redus. Potrivit BNM, factoringul este utilizat marginal față de alte forme de finanțare.
Tipuri de Factoring	Recurs și fără recurs, intern și internațional, deschis și confidențial. Factoringul invers (reverse factoring) este tot mai popular.	Predominant factoring cu recurs și intern. Factoringul invers și cel confidențial sunt puțin utilizate.
Dobânzi și Costuri	Ratele dobânzilor sunt mai mici pieței concurențiale și lichidității ridicate. Costurile variază între 0,5% - 3% pe tranzacție.	Costuri mai ridicate, cu dobânzi ce pot ajunge la 5-10% , din cauza riscurilor percepute mai mari și a pieței mai puțin dezvoltate.
Accesibilitate pentru IMM-uri	Acces facilitat de legislație și competiție între furnizorii de factoring.	Acces limitat din cauza cerințelor stricte impuse de bănci și a costurilor ridicate.

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [41;146;149;151]

Factoringul în UE este mult mai dezvoltat, diversificat și accesibil, beneficiind de un cadru legal bine definit și de o concurență puternică. În Republica Moldova, factoringul este într-o fază de creștere, dar se confruntă cu limitări legate de accesibilitate, costuri și digitalizare. Cu toate acestea, există oportunități de dezvoltare prin adaptarea la practici internaționale și îmbunătățirea cadrului de reglementare. Deși Republica Moldova nu dispune de o lege specială dedicată factoringului, cadrul legal existent în Codul civil oferă o bază pentru desfășurarea acestor operațiuni. Piața locală de factoring este în dezvoltare, cu oportunități de creștere și diversificare a serviciilor oferite. Costurile asociate serviciilor de factoring variază în funcție de mai mulți factori, inclusiv tipul de factoring (cu sau fără regres), durata până la scadența facturilor, volumul tranzacțiilor și riscul asociat debitorilor.

În UE, costurile de factoring sunt influențate de piața competitivă și de variațiile economice regionale. Deși nu există date specifice în sursele disponibile, este de așteptat ca ratele de factoring să varieze semnificativ între țări și industrii. În general, companiile cu volume mari de facturi și cu debitori de încredere pot negocia rate mai favorabile.

Popularitatea factoringului în Republica Moldova este una modestă, fapt confirmat de rapoartele Asociației internaționale de factoring, precum și a studiilor realizate în baza *Chestionarului privind accesul la finanțare și utilizarea altor instrumente de finanțare decât creditul bancar în Republica Moldova* (Anexa 27). Astfel, în baza aplicării metodei chestionarului elaborat de autor privind accesul la finanțare, realizat pe un eșantion de 40 de companii din

Republica Moldova — repartizate pe domenii de activitate după cum urmează: comerț (13), transport și logistica (4), producție (10), agricultura(5), prestări servicii (5), ocrotirea sănătății/farmaceutică (2), construcții (1)) – s-a constatat că factoringul nu se regăsește printre modalitățile de finanțare utilizate de entitățile economice participante. Preferințele acestora se îndreaptă în mod dominant către creditele bancare, utilizate de 40 de respondenți (97,5%), și resursele financiare proprii, indicate de 34 de respondenți (85%). Totodată, o parte dintre companii au recurs și la alte surse de finanțare, precum microfinanțarea oferită de organizațiile de creditare nebancară (OCN) – menționată de 10 respondenți (25%), urmate de granturi și subvenții – 7 (17,5%) respondenți și leasingul financiar indicat de 5 respondenți (12,5%).

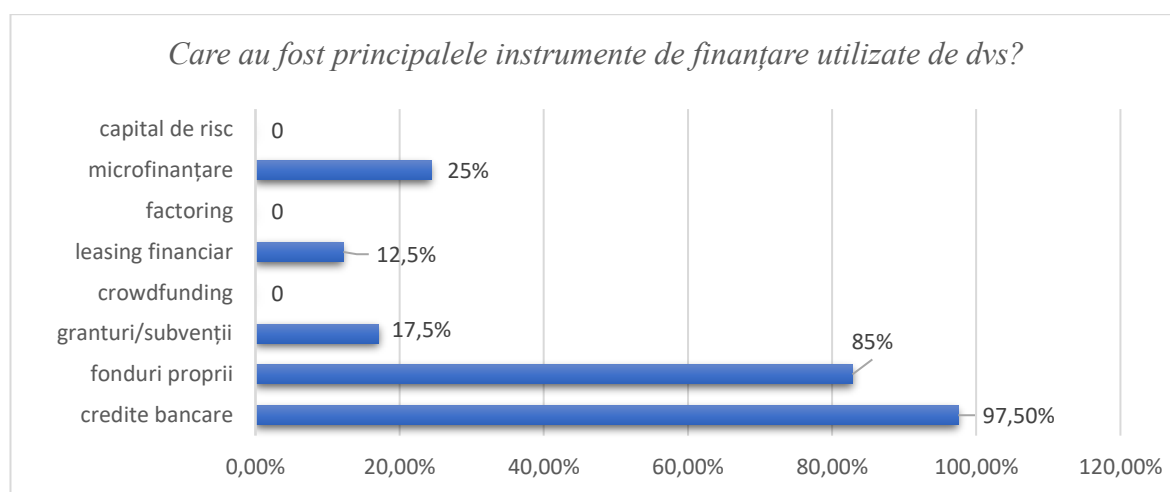


Figura 2.5 Ponderea respondenților după utilizarea instrumentelor de finanțare accesate de respondenți (entități economice)

Sursa: Elaborat de autor în baza analizei *Chestionarelor privind accesul la finanțare și utilizarea altor instrumente de finanțare decât creditul bancar în Republica Moldova.*

Accesarea resurselor prin intermediul modalităților precum factoring, crowdfunding, finanțare prin capital de risc nu a fost menționată de nici un respondent.

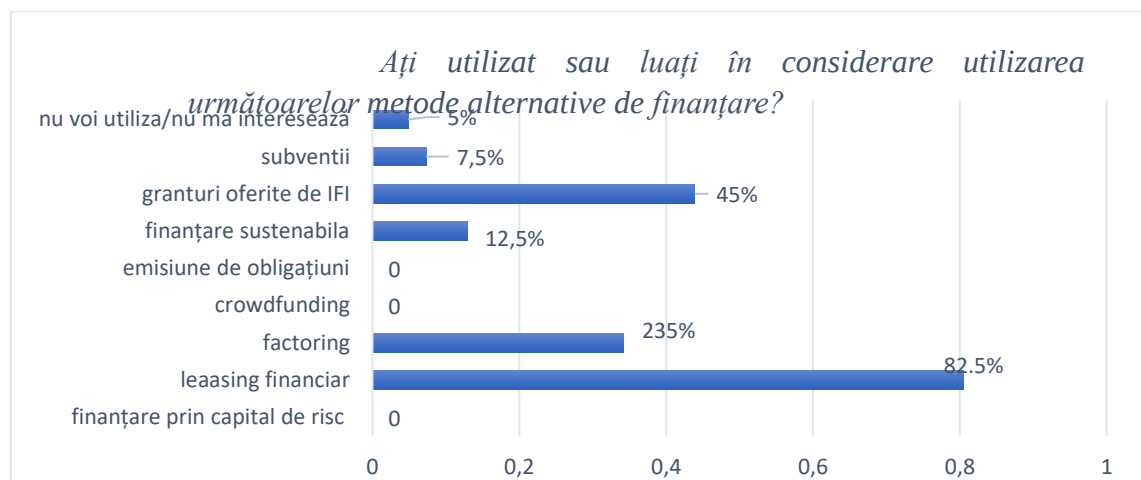


Figura 2.6 Ponderea respondenților după preferințele privind utilizarea altor modalități de finanțare decât creditul bancar

Sursa: Elaborat de autor în baza *Chestionarelor privind accesul la finanțare și utilizarea altor instrumente de finanțare decât creditul bancar în Republica Moldova.*

Analiza datelor colectate prin intermediul chestionarului elaborat de autor relevă că factoringul se situează pe poziția a treia (35% – 14 respondenți din 40), în clasamentul instrumentelor moderne de finanțare percepute ca fiind accesibile în contextul Republicii Moldova. Acesta este precedat de leasingul financiar și granturile oferite de instituțiile financiare internaționale, evidențiind astfel un interes crescut față de factoring ca alternativă la creditul bancar tradițional în procesul de finanțare a activităților economice (figura 2.6).

În baza sondajului realizat nu putem menționa despre necunoașterea factoringului ca modalitate de finanțare în rândul entităților naționale, mai degrabă poate fi constatată o lipsa a unor mesaje de promovare a acestuia pe piața financiară.

Dezvoltarea factoring-ului într-o țară este determinată, într-o măsură oarecare, de cadrul normativ de reglementare. Primul document oficial internațional de reglementare a factoring-ului este Convenția UNIDROIT cu privire la factoring-ul internațional, adoptată la 28 mai 1988 [244]. Referitor la UE, în prezent nu sunt adoptate directive specifice domeniului factoring. În practica europeană, majoritatea participanților la această piață au conexiuni cu băncile comerciale, marea parte a societăților de factoring fiind companiile-fiice ale băncilor. În acest mod, societățile de factoring se află sub supravegherea și controlul sectorului bancar.

În unele țări, factoring-ul este reglementat de către stat, prin norme aparte sau prin prevederi speciale în legislația bancară, printre care putem menționa: Austria, Franța, Grecia, Italia, Portugalia, Spania. Practica unor state, precum Malta și Bulgaria, evidențiază o colaborare strânsă a instituțiilor bancare cu autoritățile centrale (Guvern, Ministerul Finanțelor) pentru susținerea și dezvoltarea continuă a factoring-ului [13, p.88].

Actuala practică internațională a factoring-ului reflectă o infrastructură destul de complexă a acestei finanțări, precum: accesul participanților la o asigurare de credit, personal calificat specific domeniului factoring, accesibilitatea informației, resurse ușor accesibile de finanțare.

La nivel internațional, factoringul a cunoscut o expansiune semnificativă, devenind un instrument esențial pentru finanțarea capitalului de lucru, în special în rândul întreprinderilor mici și mijlocii (IMM-uri). În Uniunea Europeană, dezvoltarea acestui sector a fost susținută de un cadru legislativ armonizat, costuri competitive și o digitalizare avansată, facilitând accesul rapid și eficient la finanțare pentru IMM-uri. În Republica Moldova, deși factoringul este recunoscut ca o modalitate modernă de finanțare, piața rămâne în stadiu incipient. Lipsa unei reglementări clare și adaptate, costurile relativ ridicate și nivelul scăzut de digitalizare constituie bariere semnificative în calea dezvoltării acestui instrument financiar. Totuși, inițiativele recente ale guvernului, precum strategia de transformare digitală și simplificarea procedurilor pentru IMM-uri, oferă oportunități promițătoare pentru extinderea factoringului în țară. Pentru a valorifica pe deplin potențialul factoringului în Republica Moldova, este esențială elaborarea unui cadru legislativ favorabil,

adaptat nevoilor pieței locale și aliniat la standardele europene. De asemenea, promovarea digitalizării serviciilor financiare și creșterea gradului de informare a IMM-urilor cu privire la avantajele factoringului pot contribui semnificativ la dezvoltarea acestui sector. Prin aceste măsuri, factoringul poate deveni un instrument eficient de finanțare, sprijinind creșterea economică și integrarea Republicii Moldova în piața financiară europeană.

2.2 Finanțarea prin capitalul de risc: principii și beneficii pentru IMM-le inovative

Capitalul de risc este un instrument modern în domeniul financiar, utilizat pe scară largă în practica economică internațională, pentru finanțarea unei afaceri inițiale, dezvoltarea ei sau răscumpărarea acesteia de către investitor la restructurarea proprietății. Noțiunea *capital de risc* a fost „imprumutată” în limbajul economic românesc din limba engleză, în care poartă denumirea de „capital venture” și presupune prezența în relația investitorului cu antreprenorul a elementului de „aventură” și risc [36, p.101]. Spre deosebire de finanțarea prin factoring, care este foarte populară în spațiul european, finanțarea prin capitalul de risc este una dintre modalitățile moderne de finanțare, deseori întâlnită în special în SUA, pentru finanțarea entităților mici și mijlocii inovative. Această sursă alternativă de finanțare a business-ului mic își are originea în Statele Unite ale Americii de prin anii '50 ai sec. XX, după care capătă popularitate și se extinde și în țările europene. Capitalul de risc, după cum menționează studiile în acest domeniu, poate îmbrăca atât forma monetară, cât și cea nemonetară, cum ar fi practica managerială sau expertiza tehnică. Practica americană și cea europeană au demonstrat că finanțările prin capitalul de risc au avut un impact benefic pentru strat-up-urile inovative cu potențial de dezvoltare rapidă. Domeniile de succes ale finanțărilor prin capitalul de risc sunt cele ale tehnologiilor avansate și TIC.

Capitalul de risc a contribuit la implementarea în a doua jumătate a secolului trecut a unei serii de inovații majore în domeniul tehnologiilor informaționale, în microelectronică, biotehnologii și în alte sectoare high-tech ale economiei acestor țări. Capitalul de risc a contribuit la succesul unor companii cunoscute, precum Microsoft, Intel, Apple Computer, Lotus, Solectron, Brookstone, GenenTech, Au Bon Pain, Federal Express și multe altele. Trăsăturile distinctive ale finanțării prin capitalul de risc pentru afacerile mici sunt următoarele:

- ✓ fondurile sunt asigurate fără condiția returnării lor la termenul prestabilit;
- ✓ termen determinat și fără plata dobânzii;
- ✓ acordate micilor întreprinderi private fără a li se solicita gaj sau depozit;
- ✓ scopurile și condițiile pentru alocare de fonduri oferite firmelor cu capital de risc diferă de cele ale altor investitori tradiționali.

Există două dezavantaje majore ale finanțării cu capital de risc, care vizează în special entitățile mici:

- pierderea parțială a independenței de către întreprinzător;
- unii investitori de capital de risc pot impune cerințe prea stricte companiilor („capital prădător”).

Finanțarea prin capitalul de risc este efectuată de persoane juridice sau persoane fizice atât prin intermediul fondurilor venture, cât și direct, fără intermediari. Principalele forme de finanțare prin capitalul de risc includ:

- ✓ achiziționarea de acțiuni ordinare cu drept de vot, cu dreptul la dividend numai după acoperirea tuturor celorlalte obligațiuni ale companiei;
- ✓ achiziționarea de acțiuni preferențiale fără drept de vot, dar cu drept prioritar la dividende și răscumpărare;
- ✓ acordarea unui împrumut, adesea convertibil în acțiuni peste o perioadă de timp.

Capitalul de risc provine de la investitorii privați bogați și din fondurile de capital de risc. Pentru proiectele noi, este adesea singura sursă de finanțare. Metodele tradiționale de creditare nu sunt disponibile pentru acestea, astfel băncile nefiind pregătite să acorde împrumuturi pentru astfel de întreprinderi riscante sau sunt de acord să dea bani numai gajând activele corporale. Pentru companiile din domeniul TI, acestea tind să lipsească, iar principalele lor active sunt cele intelectuale, astfel capitalul de risc vine în ajutorul start-up-urilor.

Un investitor de risc nu este constrâns de reglementările legale la care sunt supuse băncile. Nu are nevoie de licență pentru a desfășura afaceri, nu există control din partea Băncii Centrale, nu trebuie să mențină un rating de credit și lichiditate financiară pentru a-și îndeplini obligațiile față de deponenți. Un investitor de risc are libertatea de a gestiona finanțele la propria discreție și de a-și asuma riscuri mari; el înțelege inițial că majoritatea start-up-urilor în care investește nu se vor justifica. Băncile nu își pot permite un astfel de model de afaceri, principiul lor de funcționare se bazează pe primirea dobânzii la credite, astfel că creditele emise trebuie să fie securizate și de încredere. Principalul dezavantaj al acestei metode de finanțare a proiectelor noi este că investitorii de risc primesc, de obicei, o participație în companie. Astfel, ei au dreptul la o parte din profiturile viitoare, au un cuvânt de spus în luarea deciziilor și influențează dezvoltarea ulterioară a proiectului. Pe de altă parte, un investitor de risc își aduce experiența, conexiunile, abilitățile sale de management al unui start-up, care devin adesea un ajutor și impulsionează dezvoltarea eficientă a entității. Potrivit statisticilor, 20% din toate start-up-urile eșuează până la sfârșitul primului an, 50% – până la sfârșitul perioadei de cinci ani, și 70% – în decurs de zece ani [123].

Finanțarea prin capitalul de risc presupune, în faza inițială, cercetarea domeniului în care se va investi ulterior. Majoritatea profesioniștilor în domeniul capitalului de risc au avut o experiență anterioară, ei adesea fiind analiști în cercetare de capital, alții având diplome de masterat în administrarea afacerilor (MBA). De asemenea, profesioniștii în domeniul capitalului

de risc tind să se concentreze într-o anumită industrie. „Un capitalist de risc care se specializează în domeniul asistenței medicale, de exemplu, poate avea experiență anterioară în calitate de analist în domeniul sănătății” [88, p.78]. De asemenea, capitalul de risc reprezintă o modalitate care combină eficient sectorul public și cel privat într-o instituție comună, creează periodic noi rețele de afaceri pentru companii, astfel încât acestea să se dezvolte continuu și să fie profitabile. La fel, prin capitalul de risc pot fi identificate noi companii cărora să le ofere finanțare, consultanță, model de afaceri, expertiză tehnică. Companiile de venture capital sunt specializate pe stagii de dezvoltare (start-up-uri, dezvoltarea de produse, generarea de venituri profitabile) sau pe etape de investiții (seed, inițiale, secundare sau târzii). Mecanismul finanțării prin capital de risc este prezentată în figura 2.7. Companiile integrate în noua rețea de afaceri au șanse mari de reușită și pot elabora și dezvolta produse noi specifice domeniului de activitate.

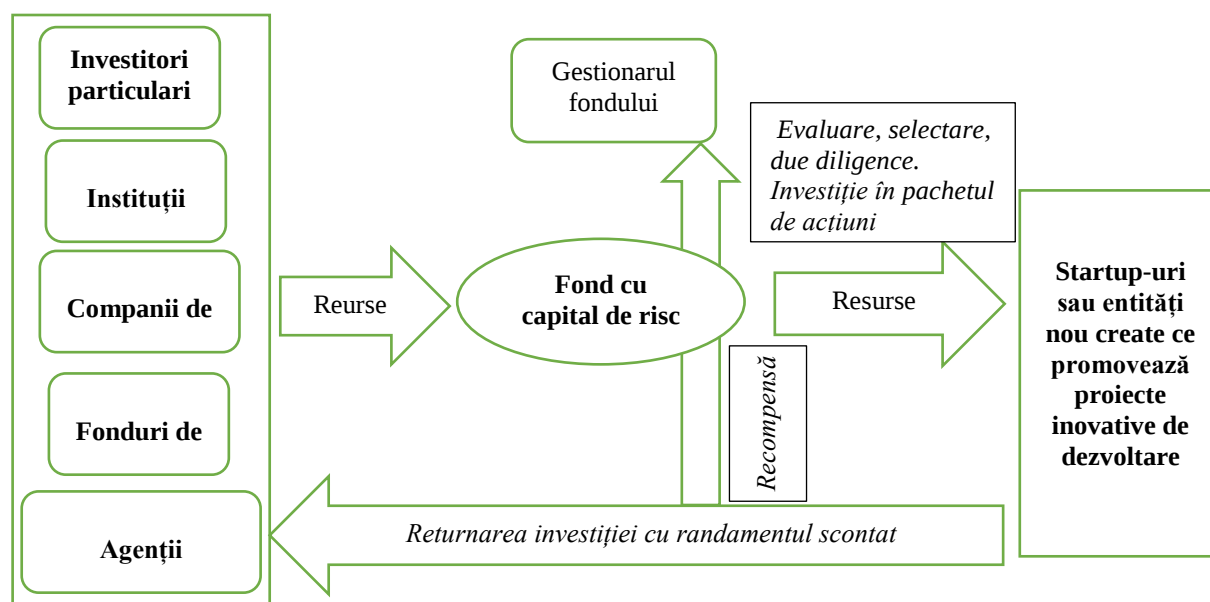


Figura 2.7 Schema de finanțare prin capital de risc

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [99;101; 123]

După verificarea domeniului companiei în care urmează a se investi, firma sau investorul va recurge la finanțare. Aceste fonduri pot fi oferite simultan, însă, mai degrabă, capitalul este furnizat în tranșe. Entitatea sau investorul își asumă apoi un rol activ în compania finanțată, consultând și monitorizând progresul înainte de a elibera fonduri suplimentare. După o perioadă de vreo cinci-șase ani de la investiția inițială, investorul iese din companie, demarând o fuziune, o achiziție sau o ofertă publică inițială.

Procesul de finanțare prin capital de risc este unul complex care presupune parcurgerea câtorva etape esențiale determinate inițial de identificarea oportunităților de investiții și distribuirea resurselor. Etapele finanțării prin capital de risc este investiției prin capitalul de risc este redată în figura 2.8.

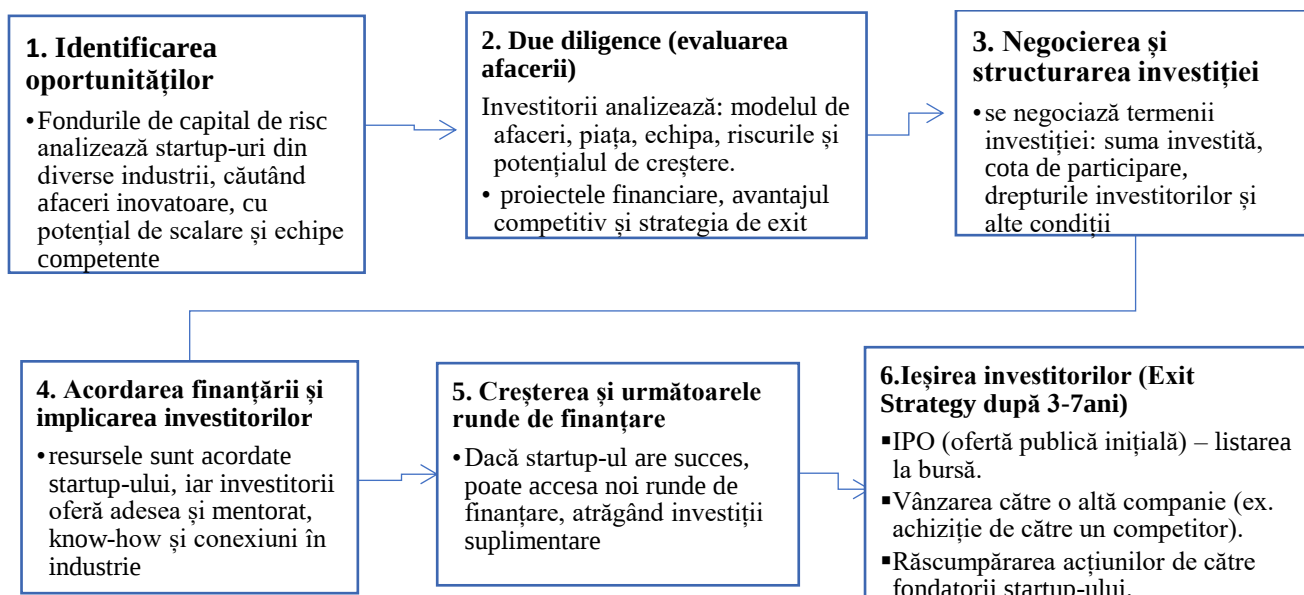


Figura 2.8 Etapele finanțării prin capital de risc realizată de fondurile cu capital de risc

Sursa: Elaborată de autor în baza [99; 123; 179;230]

În general, în mecanismul finanțării prin capital de risc, investitorul asigură o contribuție în capitalul statutar, exact suma necesară care îi asigură cota-parte, iar resursele rămase sunt oferite sub forma unui împrumut negarantat pe termen lung cu o dobândă preferențială. În procesul de finanțare prin capital de risc există posibilitatea convertirii împrumutului în acțiuni sau obligațiuni. Întrucât riscurile din segmentul de risc sunt mult mai mari decât instrumentele tradiționale, un investitor de risc face mize, de obicei, pe câteva zeci de companii simultan. Cele mai multe dintre pariurile sale vor fi epuizate, dar profitul celui care se dovedește a fi câștigător va acoperi practic toate pierderile. Totodată acordarea resurselor în cadrul finanțării prin capital de risc depinde în mare măsură de etapele dezvoltării afacerii. Particularitățile realizării investițiilor prin capital de risc în dependență de etapele dezvoltării afacerii sunt redate în anexa 11. De regulă, cu cât etapa de finanțare este mai târzie, cu atât suma investită este mai mare.

În contextul actual al unei economii orientate tot mai mult spre sustenabilitate, finanțarea prin capital de risc începe să integreze treptat criteriile ESG (mediu, social și guvernare), transformându-se într-un instrument nu doar de sprijin pentru inovație, ci și de promovare a responsabilității corporative. În acest context, capitalul de risc – ca instrument de finanțare destinat în principal întreprinderilor inovatoare, aflate în stadii incipiente de dezvoltare – deține un potențial semnificativ de a contribui la tranziția către un model economic durabil. În ciuda potențialului ridicat, sustenabilitatea nu este încă pe deplin integrată în deciziile strategice ale fondurilor de capital privat și de risc. Multe fonduri continuă să acorde prioritate indicatorilor financiari clasici, în detrimentul celor non-financiari care reflectă impactul social și de mediu al investițiilor. În acest sens, este necesară o reconfigurare a paradigmei investiționale, în care performanța ESG să devină un criteriu esențial în evaluarea riscului și în selecția portofoliului. Deși capitalul de risc are capacitatea de a impulsiona tranziția către modele economice sustenabile,

realitatea arată că integrarea factorilor ESG în deciziile investiționale rămâne limitată. Un studiu recent realizat de Amnesty International evidențiază că majoritatea marilor fonduri de capital de risc la nivel global nu includ criteriile privind drepturile omului în procesul de evaluare a investițiilor. Diversitatea și incluziunea reprezintă singurele dimensiuni ESG abordate în mod sistematic de către industria VC, ceea ce evidențiază un decalaj considerabil între potențialul și practica actuală a sustenabilității în acest domeniu [193]. Totuși, la nivel european, unde investițiile responsabile au o tradiție mai consolidată, se observă o evoluție pozitivă.

Mai multe fonduri de capital de risc au început să îmbrățișeze principiile ESG nu doar declarativ, ci și prin politici concrete și mecanisme de guvernare. Inițiative colective, precum VentureESG – o rețea internațională ce reunește peste 150 de fonduri de VC – promovează schimbul de bune practici și dezvoltarea unor cadre de raportare și evaluare unificate. Exemple notabile în acest sens includ fonduri precum Pitango Venture Capital (Israel), Kinnevik (Stockholm), Kindred Capital și Balderton Capital (Londra), care au devenit veritabili vectori ai schimbării în industrie. Balderton, spre exemplu, a lansat public în 2020 propriul cadru ESG – *Sustainable Future Goals (SFG)* – iar Kindred a publicat recent o politică ESG cuprinzătoare, destinată a fi replicată de alte fonduri. Aceste inițiative demonstrează că, deși lent, integrarea ESG în capitalul de risc capătă o amploare mai mare, cu efecte pozitive asupra transparenței, sustenabilității și responsabilității sociale în procesul investițional [193].

În contextul actual al finanțelor, rolul investitorilor în susținerea anumitor inițiative a devenit una destul de importantă. Totuși fiecare investitor acționează după anumite principii și urmărește anumite obiective, de aceea este necesar de a evidenția diferențele dintre un investitor tradițional, cel de capital de risc și un business angels. Investitorul tradițional operează într-un domeniu mai conservator, construind adesea un portofoliu strategic de diferite clase de active. În acest caz, volatilitatea pieței, adică gradul de volatilitate al profitabilității, și prețurile activelor sunt considerate ca o evaluare a riscului. Un investitor de capital de risc, pe de altă parte, ia în considerare doar proiectele tehnologice, iar o pierdere parțială de capital este luată drept risc. Principalele diferențe dintre abordarea de risc și cea tradițională se rezumă la:

O analiză comparativă între un investitor simplu, investitor de capital de risc (venture capitalist - VC) și business angels este redată în tabelul 2.5. Astfel, un investitor simplu caută cu siguranță și randamente constante, pe când un VC își asumă riscuri mari pentru câștiguri potențial uriașe. Business angels sunt investitori activi, cu un rol strategic în dezvoltarea start-up-urilor, asumând riscuri mari pentru potențial de creștere semnificativ. În schimb, investitorii simpli adoptă o abordare pasivă, orientată spre siguranță și diversificare, fără implicare directă în managementul companiilor.

Business angels sunt investitori de risc privat, care investesc în proiecte aflate în stadiile inițiale de dezvoltare, când sunt încă la nivelul unei idei sau al unui prototip. Riscurile investiției în această etapă sunt maxime, iar sumele investiției sunt de obicei de 50 mii - 300 mii dolari SUA. Prin urmare, Business angels sunt implicați simultan în mai multe proiecte, pentru a crește șansele de a prinde un unicorn.

Tabel 2.5 Analiza comparativă dintre investitor simplu cel de capital de risc și business angels

Criteriu	Investitor Simplu	Investitor de Capital de Risc (VC)	Business angels
Sursă de finanțare	Fonduri proprii sau economii personale.	Fonduri gestionate de un fond de investiții	Proprii (persoană fizică cu experiență)
Nivel de risc	Moderat – investește în active mai sigure cu un grad de risc scăzut.	Ridicat – investește în startup-uri riscante, dar cu potențial mare de profit.	Foarte ridicat – investiții în companii fără istoric solid.
Randament așteptat	Randamente constante și moderate -5-10%.	Randamente mari 20%, dar incerte.	Mari
Grad de implicare	De obicei pasiv – nu participă la deciziile companiilor în care investește. Doar financiar	Activ – oferă mentorat, networking și strategii pentru creșterea afacerii. Financiar- know how,	Ridicat – oferă mentorat, know-how, rețea de contacte, sprijin strategic
Orizont de investiție	Termen scurt, mediu sau lung	Termen mediu-lung (5-10 ani) până la exit (vânzarea acțiunilor).	3–7 ani, cu obiectiv de exit (vânzarea participației)
Tipuri de investiții	Acțiuni, obligațiuni, imobiliare.	Startup-uri din domeniul IT, fintech, biotehnologie etc.	De regulă între 10.000 și 500.000 euro
Obiectiv principal	Creșterea averii, venit pasiv	Maximizarea randamentului prin investiții strategice în afaceri inovatoare.	Sprijinirea dezvoltării unei afaceri promițătoare și obținerea unui randament pe termen lung.

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [17; 88, 175, 246, 248].

În Republica Moldova termenul de business angels este reflectat în actele normative, astfel, în conformitate cu Legea cu privire la entitățile mici și mijlocii, *business angels* sunt „persoane fizice și juridice care investesc propriul capital în dezvoltarea unei afaceri, având ca scop achiziționarea sau subscrierea de acțiuni sau de părți ale capitalului social al entității asistate” [51, art.3]. totodată este necesar să menționăm că legislația Republicii Moldova în domeniul finanțărilor cu capital de risc este foarte săracă, aceasta cuprinzând doar conceptul de business angels, alte reglementări privind acest tip de finanțare fiind incluse doar în unele proiecte legislative. De regulă, un business angel este o persoană inițiată în particularitățile planului de afaceri, lucru confirmat de faptul că acesta se orientează abil în investițiile aflate în stadii incipiente, iar nivelul riscului trebuie estimat corect. În acest sens, elemente, precum capacitatea afacerii de a rezolva o problemă, existența proprietății intelectuale, capacitatea de a genera profit, marjele de profit, mărimea pieței, capacitatea de a schița modelul de afaceri sau situația

acționariatului, reprezintă criterii care pot influența decizia privind investiția într-un start-up inovativ și cu potențial mare de creștere

Finanțarea prin capitalul de risc este nemijlocit legată de fondurile cu capital de risc, de unde la propriu se face finanțarea. Legea Republicii Moldova cu privire la entitățile mici și mijlocii definește fondul cu capital de risc ca „fond constituit din contribuțiile investitorilor mari, care reprezintă o importantă sursă de finanțare pentru entitățile mici și mijlocii cu perspective mari de creștere, dar fără capital financiar. Investitorii individuali pot cumpăra instrumente financiare din emisiunile companiilor, care furnizează capital de risc sau care pot investi în fondurile de investiții specializate în acest domeniu” [51, art.3].

În legislația românească putem regăsi unele referiri cu privire la termenul *fond de investiții de capital de risc*. Astfel, conform definiției propuse de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare din România în Regulamentul privind constituirea și funcționarea fondurilor de capital de risc, „Fondul de capital de risc – organism de plasament colectiv în valori mobiliare, constituit ca un fond închis de investiții sau ca o societate de investiții, prin mobilizarea resurselor financiare de la persoane fizice sau persoane juridice, de drept privat, române sau străine” [78, art.2].

Practica a demonstrat că fondurile de capital de risc au un aport determinant în creșterea eficienței cadrului de administrare și profesionalizare a IMM-urilor de tip start-up finanțate. De asemenea, ele pot impune un control direct asupra sistemului de management și de multe ori pot solicita chiar schimbări de top-management. Studiile din domeniu evidențiază concentrarea acestor fonduri în domeniul TI, biotehnologiilor, tehnologiilor medicale etc. Preferința capitalului de risc pentru serviciile de consum și TIC poate fi explicată prin contactul imediat și direct cu consumatorul, ceea ce permite obținerea unui feed-back rapid cu privire la posibilitatea ca investiția să prezinte rezultate imediate sau rapide. Deși poate fi riscant pentru investitori, randamentul peste medie asociat acestor investiții este un element de atractivitate sporită.

Pentru companiile nou-create sau entitățile cu o istorie limitată de funcționare (sub doi ani), finanțarea din capitalul de risc devine din ce în ce mai populară pentru obținerea de capital, mai ales dacă acestea nu au acces la piețele de capital, împrumuturi bancare sau alte instrumente de finanțare. Beneficiile oferite de finanțarea prin capital de risc sunt enumerate în figura 2.5. Principalul dezavantaj este reprezentat de faptul că „investitorii obțin, de regulă, părți sociale sau acțiuni în companie, deci pot influența fluxul decizional din entitățile respective” [88, p.29]. În esență, finanțarea prin capitalul de risc este o modalitate nouă, preluată din SUA și dezvoltată cu succes în ultimii ani și în țările europene. Pentru Republica Moldova, la fel ca și pentru alte țări din Europa de Est, această modalitate de finanțare rămâne puțin cunoscută și dezvoltată.

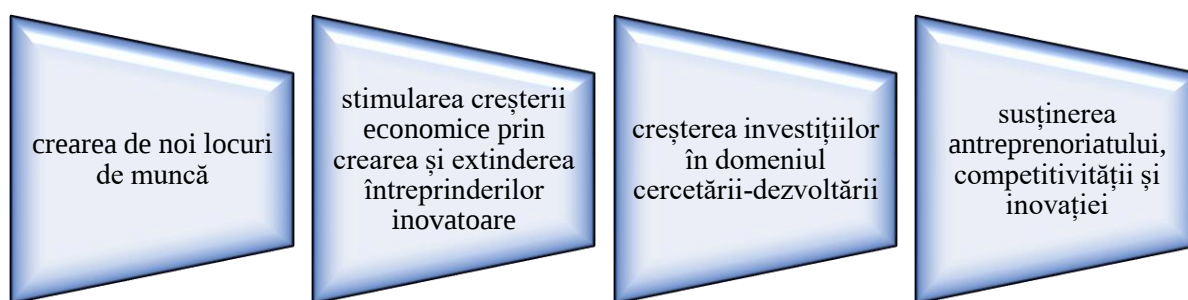


Figura 2.9 Beneficii oferite de finanțările prin capital de risc sistemului economic

Sursa: *Elaborată de autor în baza surselor [36; 88;231]*

Finanțarea prin capital de risc (venture capital – VC) joacă un rol esențial în creșterea economică, stimulând inovația, crearea de locuri de muncă și competitivitatea internațională. Studiile la capitalul de risc au evidențiat anumite facilități pe care le promovează guvernele statelor pentru a stimula finanțările prin capitalul de risc. „Printre facilitățile oferite (pe baza unor criterii bine stabilite în funcție de vârsta și dimensiunea companiilor, dar și prin excluderi sectoriale pentru a ținti firmele antreprenoriale) prin această schemă de stimulare și facilitare, care este supusă anual unei monitorizări transparente pentru a evalua permanent și costurile fiscale, se enumeră:

- ✓ creditele fiscale în avans;
- ✓ amânarea impozitului pe câștigurile de capital în cazul de reinvestire;
- ✓ scutirile la impozitul pe câștigurile de capital realizate;
- ✓ concesiile pentru investitorii individuali - *business angels*” [88, p.136].

Pentru realizarea acestor investiții în entitățile aflate în fază inițială, este necesară stabilirea unor criterii de eligibilitate, cum ar fi excluderea participării părților afiliate. De asemenea, sunt impuse anumite valori maxime pentru investiții, precum și o perioadă minimă de deținere a capitalului investit. Ținem să menționăm că natura antreprenoriatului în Europa a suferit anumite modificări radicale în ultimele două decenii. În ultimii ani au fost înregistrate firme de succes, cum ar fi Shazam, Spotify, Monitise și Seatwave, care dețin capitalizări mai mari de 100 milioane de euro [88, p.138]. La fel, unii investitori de capital de risc au realizat ieșiri foarte profitabile din companiile în care au investit, un exemplu foarte relevant în acest sens fiind Skype, un brand care a devenit o entitate de afaceri importantă pentru cumpărătorii săi [88, p.138].

Nu există limite teritoriale în ceea ce privește investițiile fondurilor cu capital de risc. În acest context, fondurile cu capital de risc pot să investească exclusiv în întreprinderi din țara în care sunt înregistrate, cât și în afara hotarelor țării. Studiile realizate în domeniul finanțărilor cu capital de risc scot în evidență state, precum Franța, Germania, Marea Britanie, care au atras cele mai multe investiții prin capitalul de risc.

Din analizele practicii internaționale putem evidenția finanțarea prin capitalul de risc ca fiind una dintre cele mai avantajoase și eficiente forme de susținere a entităților mici și mijlocii,

aflate în faza de penetrare pe piață. Începând cu anul 2015, finanțările prin capitalul de risc practic s-au dublat față de anul 2011. Acest fapt poate fi confirmat de explozia noilor inovații în domeniul tehnologiilor informaționale și biotehnologiilor pe plan internațional. Pentru perioada 2012-2022, cel mai mare trend al finanțărilor cu capital de risc a fost înregistrat în anul 2018, cu un volum al finanțărilor primare de peste 33 mld. dolari SUA, realizat prin intermediul a peste 8.780 de tranzacții. Pentru anul 2022 se atestă o scădere a pieței finanțărilor prin capital de risc cu 19% după volumul finanțărilor, iar după numărul de tranzacții – cu 13% [201]. Finanțările primare prin capitalul de risc au crescut de peste 2,5 ori în perioada 2012-2021, majorându-se astfel de la 13 mld. dolari SUA la 32 mld. dolari SUA la finele lui 2021. (Anexa 12). Anul 2023 a fost deosebit de provocator pentru investițiile în capital de risc la nivel global, fiind marcat de dificultăți economice semnificative, tensiuni și conflicte geopolitice, precum și de preocupări persistente privind evaluările companiilor finanțate prin acest tip de capital. Atât volumul total al investițiilor globale în capital de risc, cât și numărul tranzacțiilor realizate au scăzut la niveluri nemă întâlnite din 2019, pe fondul unei prudențe accentuate din partea investitorilor, care au adoptat o abordare mai rezervată în procesul de încheiere a tranzacțiilor.

Conform analizelor prezentate de KPMG International, pe parcursul anului 2023, condițiile economice dificile și presiunea tot mai mare exercitată de investitori au determinat startup-urile să își ajusteze strategiile de creștere, concentrându-se tot mai mult pe consolidarea unor traiectorii sustenabile către profitabilitate. În trimestrul al patrulea al anului 2023, investitorii de capital de risc au intensificat solicitările către companiile din portofoliile lor pentru a-și optimiza eficiența operațională și pentru a-și adapta modelele de afaceri astfel încât să prioritizeze generarea profitului. Totodată, în ultimele trimestre, a devenit tot mai evident că anumite startup-uri nu dispun de resursele necesare pentru a supraviețui în climatul economic actual. Sectoare care au beneficiat de o expansiune accelerată în perioada pandemică au fost profund afectate de schimbările economice bruște, inclusiv inflația ridicată și creșterea rapidă a ratelor dobânzilor. Investițiile de capital de risc atât în America, cât și în Asia au scăzut pentru al patrulea trimestru consecutiv în 2023, la fel și Europa a cunoscut un al treilea trimestru de scădere a investițiilor. China a reprezentat majoritatea megaofertelor de peste 500 de milioane de dolari SUA în acest trimestru, inclusiv o acumulare de 2,56 mld. dolari SUA de către GAC Aion, de 1 miliard de dolari de către SHEIN, o afacere de 631 milioane dolari cu SPIC Hydrogen Energy, o afacere de 631 milioane dolari de către Voyah Car Technology, o afacere de 562 milioane dolari de către ESWIN Material și una de 537 milioane dolari de către Fei Hong Technology [202].

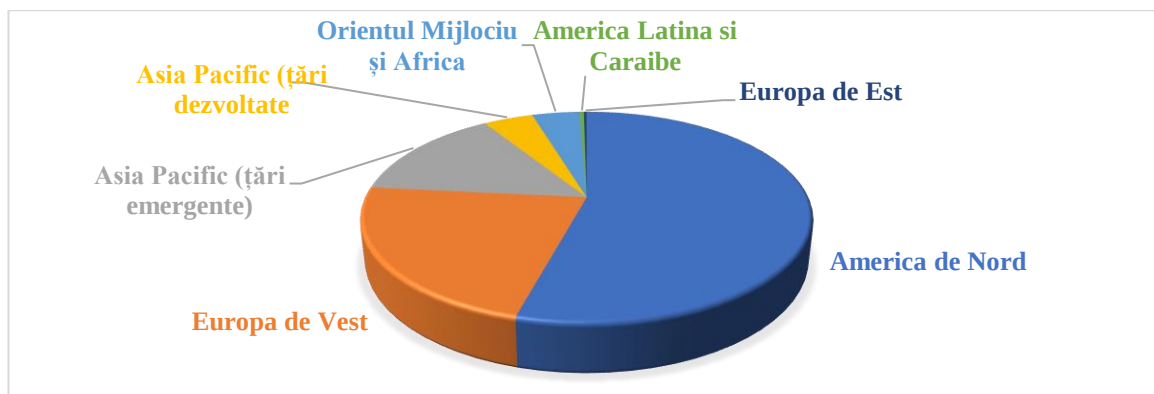


Figura 2.10. Structura pieței internaționale a finanțărilor cu capital de risc după numărul de tranzacții în anul 2023

Sursa: Elaborată de autor în baza sursei [202].

Urmărind volumul tranzacțiilor pentru fiecare regiune, calculat ca pondere în total, observăm o diferență mare între situația din America de Nord, cu peste 54% din volum, și din Europa de Vest, cu circa 22%, aceștia fiind principalii actori internaționali care domină piața. Analiza numărului de tranzacții de finanțare cu capital privat denotă poziția dominantă a Americii de Nord, unde s-au înregistrat peste 50% dintre tranzacțiile finalizate în 2023. În Europa de Vest au fost încheiate circa 15% dintre tranzacții, în timp ce Europa de Est rămâne cu mult în urmă, realizând doar 1% din volumul mondial. În regiunea Asia-Pacific (inclusiv China) au fost înregistrate peste 15% din totalul tranzacțiilor la scară mondială.

Zona Americii (de Nord și de Sud) în ultimii ani a fost caracterizată de anumite performanțe, remarcate în principal în SUA. La acest capitol evidențiem tranzacțiile mari (cu peste 1 mld. dolari SUA) din SUA, realizate de companii, precum Lyft, Grail Technologie, Compass, Faraday Future, Magic Leap. De notat că piața americană a capitalului de risc este una dintre cele mai avansate în ceea ce privește inovarea în domeniul tehnologiilor informaționale.

Sectorul energetic a fost foarte robust în rândul investitorilor de capital de risc în 2022. Astfel, interesul investitorilor de capital de risc global pentru tot ceea ce are legătură cu energia a crescut foarte rapid, fapt determinat, în parte, de decizia unor guverne de a acorda prioritate independenței energetice și numeroaselor companii de a lua în considerare alternativele energetice și modalitățile de a deveni mai eficienți. În 2022, energia a fost un sector incredibil de „fierbinte” pentru investițiile în capitalul de risc, numeroase subsectoare atragând investiții de dimensiuni mari, inclusiv vehicule cu energie alternativă, tehnologii pentru baterii și tehnologii alternative de generare și distribuție a energiei. Un volum crescut al finanțărilor cu capital de risc se atestă în această perioadă doar în domeniul farmaceutic și biomedicinei. Soluțiile mai largi de cleantech și ESG au atras, de asemenea, un mare interes din partea investitorilor de capital de risc.

China a înregistrat câteva dintre cele mai mari runde de finanțare din sectorul energiei în 2022, companiile de baterii EV atragând cele mai mari oferte, inclusiv: GAC Aion (2,56 mld. dolari SUA), SPIC Hydrogen Energy (631 mln. dolari SUA), Voyah Car Technology (631 mln.

dolari SUA), BYVIN Auto (444 mln. dolari SUA), Hithium (280 mln. dolari SUA). În SUA, compania inovatoare de energie nucleară TerraPower a acumulat 830 mln. dolari SUA, în timp ce producătorul de baterii din Seattle, Group 14, a obținut 614 mln. dolari SUA, iar compania de stocare a bateriilor de energie regenerabilă Form Energy a acumulat 450 mln. dolari SUA [202].

Investițiile de capital de risc în Europa au scăzut și în 2023 la un nivel minim în ultimii doi ani, pe fondul unui mediu de inflație ridicat, de creștere a ratelor dobânzilor, a războiului în desfășurare în Ucraina și a creșterii vertiginoase a prețurilor la energie.

Comparativ cu ultimele trimestre, cele mai mari tranzacții din Europa în trimestrul IV 2022 au fost substanțial mai mici, deși încă considerabile și diverse din punct de vedere geografic, conduse de trei tranzacții în vehiculul electric și ecosistemul de mobilitate, cu acumulări de 500 mln. dolari SUA la Einride Suedia, de 295 mln. dolari SUA la compania Volta Trucks, la fel suedeză, și de 245,9 mln. dolari SUA la producătorul francez de baterii Verkor. Criza energetică în curs din Europa a continuat să pună în centrul atenției companiile care operează în spațiile de energie regenerabilă și de stocare a energiei, stimulând investiții mari într-o gamă largă de companii. În trimestrul IV 2022, în Europa s-au înregistrat, de asemenea, investiții semnificative în afacerile ESG și în cele adiacente energiei, inclusiv un capital de 113 mln. dolari SUA din partea Reetec, cu sediul în Norvegia, care produce minerale utilizate în motoarele EV și turbinele eoliene într-un mod sustenabil din punct de vedere ecologic. Ponderea Europei din capitalul de risc global a crescut de la 5%, observată în urmă cu două decenii, la 20% în 2022, majorându-se de la cca 17 mld. dolari SUA în 2015 la 91 mld. dolari SUA în 2022. Sănătatea a fost cel mai finanțat sector din Europa până acum în 2024, urmând de aproape Fintech și Energy. În ceea ce privește ecosistemele naționale de top de pe continentul european, Marea Britanie, Franța și Germania au strâns cele mai multe investiții de capital de risc din Europa în ultimul deceniu. După cum este bine cunoscut, liderii mondiali în finanțările cu capital de risc sunt SUA, urmate de China.

Finanțarea startup-urilor variază semnificativ de la o țară la alta, în funcție de ecosistemul economic, sprijinul guvernamental, cultura investițională și accesul la piețele de capital. Modelele de succes din SUA, China, Marea Britanie și Israel demonstrează modul în care fiecare stat își valorifică resursele locale pentru a stimula inovația și dezvoltarea economică. Studiul acestor practici oferă lecții valoroase pentru construirea unor ecosisteme de finanțare sustenabile și dinamice (tabel 2.6). Statele Unite reprezintă cel mai dezvoltat ecosistem pentru startup-uri, caracterizat printr-o integrare strânsă între investitori, universități și centre de cercetare. Cadrul legislativ favorabil și existența fondurilor de capital de risc mari stimulează permanent apariția unor companii inovatoare globale precum Google sau Tesla. Accentul este pus pe colaborarea dintre cercetare și sectorul privat.

Tabelul 2.6 Bune practici în domeniul finanțării prin capital de risc

Țara	Caracteristici	Exemple de succes. Domenii finanțate
SUA	Ecosistem concentrat pe integrarea dintre investitori, startup-uri și universități, Cadru legal favorabil, inclusiv facilități fiscale pentru investitor. Prezența unor fonduri VC mari (Sequoia Capital, Andreessen Horowitz, Kleiner Perkins). Colaborarea dintre universități de top și investitori (unele startup-uri provin din cercetarea academică).	Facebook, Google, Tesla – Google (Universitatea Stanford) Moderna (Universitatea Harvard & MIT) – biotehnologie SpaceX – aeronautica Palantir Technologies (Stanford) -IA & Big Data analiză avansată de date în securitatea națională
China	Parteneriate între Guvern și fonduri VC private. Guvernul sprijină sectorul prin reglementări favorabile și fonduri naționale de inovare. Protecționism economic – sprijinirea startup-urilor chineze și limitarea accesului companiilor străine. Investiții masive în tehnologie (AI, fintech, e-commerce, biotehnologie).	Alibaba, Tencent, ByteDance (TikTok) – toate susținute de capital de risc intern și guvernamental. Xiaomi- Tehnologie Google a fost interzis, ceea ce a permis creșterea Baidu
Marea Britanie	Fonduri de sprijin pentru startup-uri inovatoare (UK Enterprise Investment Scheme – EIS oferă reduceri fiscale investitorilor în startup-uri). Conexiuni puternice cu SUA și Europa, permițând acces la finanțare internațională. Piața de capital AIM (Alternative Investment Market), oferă o cale ușoară pentru IPO-uri pentru startup-uri.	Revolut, DeepMind (cumpărat de Google), TransferWise (Wise)
Israel	Supranumit "Startup Nation" combinație unică de inovație academică, sprijin guvernamental și investiții private, fiind un hub global pentru cybersecurity, AI, biotehnologie și tehnologie militară. Prezența unor fonduri VC globale care colaborează cu startup-uri locale.	Wase (Navigație GPS) CyberArk (Cybersecurity/ Protecția datelor) Viber (Aplicație de mesagerie și apeluri VoIP)

Sursa: Elaborat de autor în baza informațiilor disponibile pe: <https://dealroom.co/guides/global>

În China, dezvoltarea startup-urilor este puternic susținută de stat prin reglementări favorabile, investiții directe și protecționism economic. Această abordare a permis apariția unor giganți tehnologici precum Alibaba sau ByteDance. Modelul chinez se bazează pe parteneriate public-private și o strategie națională clară de dezvoltare tehnologică. Israelul, supranumit „Startup Nation”, a reușit să combine sprijinul guvernamental cu inovația academică și investițiile private. Accentul este pus pe tehnologii de vârf în domenii strategice precum cybersecurity, inteligență artificială și tehnologia militară.

Deși continentul european înregistrează valori comparative mult mai mici decât cei doi lideri mondiali, în ultimii ani se atestă o creștere considerabilă a finanțărilor prin capital de risc în acest spațiu, în special în Europa de Nord. Lider absolut pe acest segment financiar în Europa de Nord este Marea Britanie.

Datele prezentate într-un studiu efectuat în România în domeniul finanțărilor prin capital de risc evidențiază că fondurile de venture capital se concentrează, de obicei, doar pe câteva industrii: economia digitală (TIC, internet, electronice), sectorul de sănătate (biotech, tehnologii

medicale, științele vieții). În domeniul TIC, software-ul s-a ridicat la 70% din finanțările de venture capital [88, p.29].

Piața financiară privind capitalul de risc din România se dezvoltă mult mai lent decât cea din întreg spațiul european. Un volumul scăzut al acestei modalități de finanțare poate fi explicată de lipsa diversificării finanțatorilor, în condițiile în care piața românească este puternic dependentă de sursele guvernamentale, care includ aici și sursele oferite de instituțiile financiare internaționale, așa ca Fondul European de Investiții (EIF) sau Banca Europeană de Reconstrucție și Dezvoltare (BERD), a căror pondere a constituit 61% din totalul fondurilor colectate în perioada 2018-2021, urmate de afacerile de familie (family offices) și persoanele fizice (34%), precum și de alte tipuri de investitori, cum ar fi fondurile de pensii, băncile și alte fonduri suverane.

În ceea ce privește activitatea Business îngerilor, pe piața românească activează un număr de 14 astfel de finanțatori, cu un total de peste 250 de investitori, la care start-up-urile pot apela în faza de lansare, dar uneori pot apela și în faza de creștere [28].

Deși industria de capital de risc a înregistrat fluxuri semnificative de fonduri de la investitori și a găsit noi oportunități de creștere, diferite țări au sprijinit start-up-urile prin măsuri guvernamentale dedicate, inclusiv în perioada pandemiei. De la criza financiară globală, diferite programe de finanțare guvernamentală au stabilit pentru start-up-uri să obțină mai lejer finanțare prin capital propriu. De exemplu, Fondul European de Investiții și subinițiativele sale, cum ar fi Fondul European Angels, oferă servicii de co-investiție și consiliere tehnică. Acest lucru a dus la un sprijin public tot mai mare pentru firmele de capital de risc, în primul rând prin co-investirea fondurilor publice cu actori privați și a susținut deja în trecut fonduri de capital de risc în faza de strângere de fonduri. În Europa, asistența fiscală în domeniul finanțărilor cu capital de risc este una pozitivă. Cu ajutorul garanțiilor bugetare ale UE, Fondul European de Investiții a reușit să convingă băncile să împrumute lichidități, oferind o posibilitate de investiții de cel puțin 8 mld. euro pentru cel puțin 100 mii de start-up-uri și IMM-uri din UE. Anumite națiuni s-au angajat să realizeze co-investiții de capital sub diverse forme. Un exemplu elocvent ar fi inițiativa guvernului german de a oferi capital propriu sub formă de finanțare cu capital de risc, pentru a permite continuarea rundelor de finanțare a noilor afaceri creative, a asigura crearea locurilor de muncă și dezvoltarea tehnologiilor inovatoare pentru țară. Această schemă include două aspecte: un fond public de capital de risc, în care investitorii pot primi fonduri publice suplimentare pe termen scurt sub forma unei co-investiții pentru runde de finanțare a start-up-urilor și, în al doilea rând, capital de risc simplificat, ce substituie capitalurile proprii pentru start-up-urile create de tinerii antreprenori.

În timp ce la nivel internațional capitalul de risc este un motor esențial al inovației și dezvoltării startup-urilor, în Republica Moldova acest tip de finanțare este foarte limitat. Conform

rezultatelor sondajului realizat de autor privind accesul la finanțare, niciunul dintre respondenți nu au menționat despre utilizarea acestei modalități de finanțare, mai mult ca atât, niciunul din ei nu a menționat despre capitalul de risc ca o posibilă modalitate de finanțare pe care ar intenționa să o aplice în viitor.

În final putem concluziona că capitalul de risc cuprinde, de cele mai multe ori, finanțarea entităților mici, aflate în faza de lansare a afacerii și care presupun un potențial de creștere și dezvoltare în viitor. Finanțarea oferită de fondurile cu capital de risc stimulează creșterea economică prin crearea și extinderea entităților inovatoare, sunt create noi locuri de muncă, cresc investițiile în domeniul cercetării-dezvoltării și sunt susținute antreprenoriatul, competitivitatea și inovația. Succesul acestei modalități depinde de un ecosistem favorabil, ce include politici guvernamentale, reglementări clare și acces la piețe internaționale.

2.3 Crowdfunding-ul: oportunitate de finanțare în condițiile digitalizării economiei

Pandemia provocată de virusul COVID-19 a demonstrat utilitatea tehnologiilor informaționale atât în procesul de gestiune a entităților economice, cât și în procesul de accesare a unor surse alternative de finanțare pentru implementarea și dezvoltarea noilor proiecte în cadrul acestora. Astfel, finanțarea prin crowdfunding rămâne cea mai accesibilă modalitate de finanțare în perioada crizei pandemice și de izolare online.

Deși conceptul de a strânge bani din contribuțiile publicului nu este nou, crowdfundingul ca model digital structurat a început să se dezvolte accelerat din anii 2000, odată cu dezvoltarea internetului și a platformelor digitale, însă rădăcinile sale pot fi identificate mai devreme. În anul 1997 fanii trupei britanice Marillion au strâns bani online pentru a finanța turneul formației în SUA fără implicarea unei case de discuri, fiind considerată una dintre primele forme de crowdfunding. Însă anul 2000 este considerat ca anul în care apare această modalitate de strângere de fonduri, odată cu apariția paginii web ArtistShare, considerată prima platformă modernă de crowdfunding, dedicată finanțării proiectelor muzicale. Urmează perioada 2008–2009 – lansarea unor platforme emblematice precum Kickstarter și Indiegogo, care au contribuit la popularizarea modalității de finanțare la scară globală și extinderea conceptului și către antreprenariat, proiecte sociale, imobiliare și equity crowdfunding (investiții în capitaluri proprii) etc.

Crowdfunding-ul a fost practicat sub o formă sau alta cu sute de ani în urmă până la etapa aplicării lui în economia contemporană. Un exemplu de succes în domeniul crowdfunding-ului este cel prin care a fost ridicată renumita Statuie a Libertății din New York. În anii 1884-1885, Franța a decis să culmineze lumea cu un proiect de excepție, colectând mijloace bănești de la peste 120 mii de persoane din întreaga lume, în sumă de 102 mii dolari SUA pentru Statuia Libertății, care ulterior a fost dăruită SUA cu ocazia a 100 de ani de la proclamarea Independenței. Renumitul

scriitor J. Swift a creat în Irlanda organizația IrishLoanFund, prin intermediul căreia fiecare doritor putea transfera mijloace bănești pentru susținerea familiilor vulnerabile [117].

După cum menționează Gambееva Iu. și Kojuhova N. [102], pe măsura dezvoltării ideii de finanțare populară în era digitală, se pot constata anumite caracteristici și particularități specifice pentru țările anglo-saxone, ale Comunității europene, pentru țările asiatice și ale Europei de Est, unde cel mai activ în ultimii ani crowdfunding-ul se dezvoltă în Rusia și Ucraina.

Lideri în dezvoltarea orientărilor de business în crowdfunding sunt SUA și Marea Britanie. În SUA, conform legislației în vigoare până în anul 2012, companiile private puteau primi investiții doar de la investitori calificați, care înregistrau active minim de 51 mln. dolari și un venit anual de 200 mii dolari. Pe parcursul ultimilor ani, susținătorii start-up-urilor au chemat organele de stat ale SUA să dezvolte sfera de utilizare a mecanismului propriu crowdfunding-ului pentru a satisface necesitățile majore de finanțare ale business-ului mic și mijlociu. Crowdfunding-ul este cunoscut în practica contemporană și ca termen de multifinanțare.

„Crowdfunding-ul funcționează în felul următor: antreprenorul sau solicitantul finanțării își expun pe o platformă online un proiect creativ sau o idee de afacere. Aceste inițiative trebuie să fie însoțite de argumente, care să demonstreze celor care ar putea să le susțină financiar, importanța, necesitatea și utilitatea lor, precum și meritul de a se bucura de sprijinul comunității. Dacă o idee câștigă încrederea publicului, atunci cei care vor să susțină proiectul, pot vira o sumă de bani solicitantului” [11, p.136].

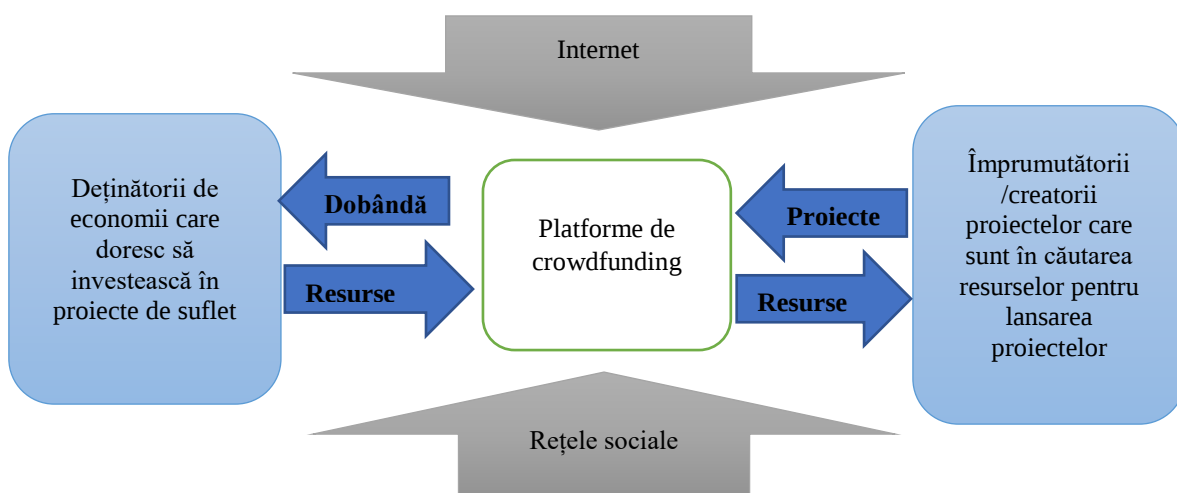


Figura 2.11: Mecanismul finanțării prin crowdfunding

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [73;102;138].

Crowdfunding-ul presupune o platformă care servește în calitate de intermediar, unde se întâlnesc donatorii și solicitanții resurselor financiare, precum și mijloacele de plată (inclusiv banii electronici) pentru finanțarea proiectelor. Organizatorii platformelor percep de la autorii proiectului comisioane de la 5 la 15% din suma adunată pentru finanțarea proiectelor. Mecanismul finanțării prin crowdfunding este prezentat în figura 2.11. Evaluarea proiectelor de finanțare

propușe de debitori persoane juridice prin intermediul crowdfunding-ului implică un proces riguros care asigură atât protecția investitorilor, cât și sustenabilitatea proiectelor, etapele esențiale ale evaluării unui astfel de proiect este redat în figura 2.12:

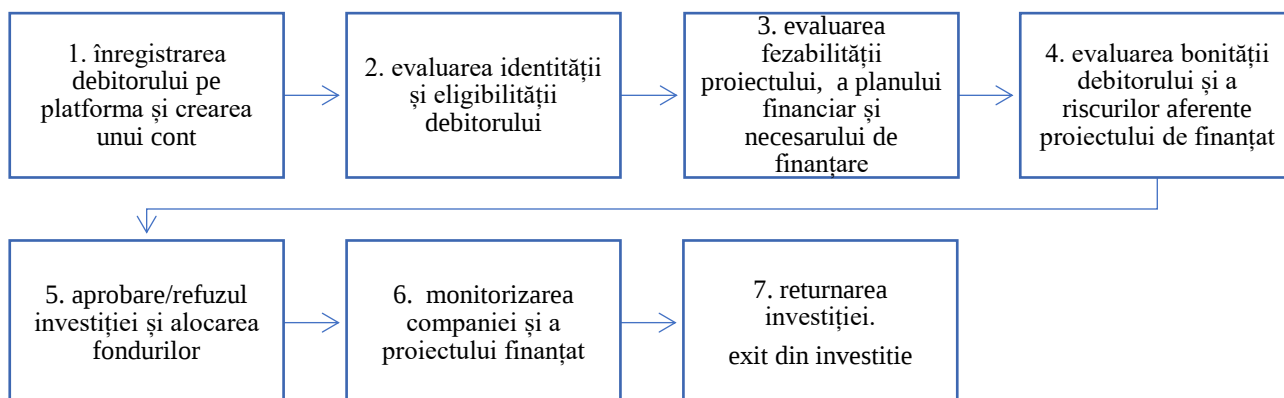


Figura 2.12 Etapele finanțării proiectelor prin crowdfunding

Sursa: Elaborată de în baza surselor [73;75; 176]

Evaluarea bonității debitorului în cadrul unei campanii de crowdfunding, mai ales în modelele de tip împrumut (lending), este esențială pentru a proteja interesele investitorilor și a asigura sustenabilitatea platformei. Acest proces debutează cu colectarea informațiilor inițiale de la solicitant, care poate fi o persoană fizică sau juridică. În această etapă, debitorul completează un formular standardizat și furnizează documente justificative relevante, precum extrase de cont, bilanțuri contabile sau declarații fiscale, în funcție de natura solicitantului. Ulterior, are loc verificarea identității solicitantului și a autenticității documentelor depuse. Platforma aplică proceduri de tip „Know Your Customer” (KYC) și „Anti-Money Laundering” (AML), asigurându-se că debitorul nu este implicat în activități ilegale și că poate fi identificat clar în sistemul financiar. În paralel, se analizează istoricul de credit al solicitantului, prin consultarea bazelor de date ale birourilor de credit sau ale altor instituții relevante. Se evaluează astfel comportamentul anterior de rambursare, existența unor datorii restante, cazuri de insolvență sau alte riscuri financiare. În continuare, se desfășoară analiza financiară a solicitantului. În cazul companiilor, aceasta vizează capacitatea de a genera fluxuri de numerar suficiente pentru rambursarea împrumutului, nivelul profitabilității și structura capitalului. Pentru persoanele fizice, accentul se pune pe raportul dintre venituri și cheltuieli, precum și pe gradul general de îndatorare. Pe baza acestor informații, platforma aplică un model propriu de scorare a riscului (credit scoring), care clasifică debitorii în funcție de gradul de risc identificat. Aceste scoruri influențează rata dobânzii propuse, condițiile de rambursare și atractivitatea campaniei pentru investitori.

După finalizarea evaluării, sunt stabilite condițiile specifice de finanțare: suma maximă ce poate fi atrasă, perioada de rambursare, dobânda aplicată și, dacă este cazul, garanțiile necesare. Campania este publicată pe platformă, iar investitorii pot analiza informațiile și decide dacă doresc să participe. După finanțare, urmează etapa de monitorizare a debitorului, în care platforma

urmărește respectarea obligațiilor de rambursare. În caz de întârzieri sau nerespectarea condițiilor, pot fi aplicate proceduri de recuperare a creanțelor, iar datele privind comportamentul post-finanțare pot fi utilizate pentru îmbunătățirea sistemului de evaluare și pentru informarea altor investitori. Pentru realizarea unei campanii de crowdfunding, se aplică două metode privind modul de finanțare:

- ✓ prima metodă este cea cu buget fix, unde titularul unui proiect are nevoie de o sumă fixă, exactă, care să acopere toate costurile de dezvoltare a proiectului;
- ✓ cealaltă metodă este cea a finanțării flexibile, care presupune acoperirea doar a unei componente, de exemplu, cineva are nevoie doar de 30% din totalul necesar.

Crowdfundingul s-a diversificat semnificativ în ultimele decenii, fiind astăzi structurat în mai multe modele (tabelul 2.7), printre care enumerăm: modelul anglo-saxon, modelul european, specific țărilor UE, cel est-european, precum și cel asiatic.

Tabelul 2.7. Modele de finanțare prin crowdfunding

Modelul de finanțare	Caracteristici
Modelul anglo-saxon (SUA, Marea Britanie)	Mecanismul crowdfunding-ului este reglementat de actele normative cu privire la mediul de afaceri; Platforme specializate în: credite, investiții, platforme de dezvoltare a proiectelor culturale și de cercetare; La burse pot fi tranzacționate cotele de participare obținute din diverse proiecte
Modelul european (țările membre ale UE)	Platforme orientate doar pentru clienți naționali (limite cu privire la reședință, cetățenie și limbă); Prezența cadrului normativ național ce stabilește direcțiile de dezvoltare a crowdfunding-ului (Austria, Italia, Germania, Franța); Orientarea spre finanțarea sectoarelor social-umane (cercetări arhiologice și în domeniul protecției mediului, creditarea socială a familiilor defavorizate (neasigurate))
Modelul asiatic (China, Japonia)	Monopolizarea pieței crowdfunding-ului de către corporațiile mari; Se aplică în domeniul finanțării social-culturale; Forma de finanțare - prin credite; Lipsa cadrului normativ de reglementare (China)
Modelul est-european	Dezvoltare latentă, orientată pe domeniul umanitar (binefacere); Monopolizarea pieței de către platformele mari, care oferă doar două tipuri de finanțări: prin donații (domeniul carității) și revânzare; Posibilități concrete pentru crowdfunding-ul creditar și acționar nu sunt prevăzute; Absența unui cadru normativ bine definit acestui domeniu

Sursa: Elaborat de autor în baza sursei [138].

O altă clasificare a modelelor de crowdfunding scoate în evidență următoarele forme: crowdfundingul bazat pe recompense, crowdfundingul prin donații, crowdfundingul prin împrumuturi (peer-to-peer lending) și crowdfundingul prin investiții (equity crowdfunding), fiecare adresând nevoi și profiluri diferite de finanțare.

Crowdfundingul este dezvoltat atât pe continentul american, cât și pe cel european. Primele platforme de crowdfunding au apărut în 2006 în Germania, în 2007-2008 în Franța, iar începând cu anul 2012 se înregistrează o creștere semnificativă a industriei crowdfunding-ului european. În acest context, printre statele europene care practică astfel de finanțare se pot enumera: Marea Britanie, Franța, Germania.

Începând cu anul 2012, Congresul SUA a elaborat un șir de documente normative care se înscriu în mecanismul popular de investiții în sfera business-ului național. Una dintre aceste legi este Jumpstart Our Business Startups (JOBS) ACT [196], care simplifică procedura de atragere a investițiilor de către companiile aflate în etapa inițială de dezvoltare. În baza acestei legi adoptate, antreprenorii aveau posibilitatea să încarce descrierile proiectelor lor pe platformele de crowdfunding – online și să atragă finanțări reale, uneori până la câteva milioane de dolari. „Legea JOBS prevede că în calitate de participant la crowdfunding poate fi oricare cetățean al SUA, în baza unei limite a investiției de maxim 5% din venitul său anual. Modificările se refereau și la companii, astfel suma investițiilor atrase nu trebuia să depășească 1 mln. dolari” [196]. Cu referire la tendințele crowdfunding-ului pe plan internațional, putem menționa despre tendințele continue de dezvoltare și ascensiune a acestei modalități de finanțare. În anul 2015 volumul acestei piețe era de cca 40 mld. dolari SUA, iar începând cu 2017 aceste valori au depășit cifra de 60 mld. dolari SUA. Numărul companiilor ce au beneficiat de finanțare prin intermediul platformelor de crowdfunding depășește cifra de 150 mii în 2022 (fig.2.13).

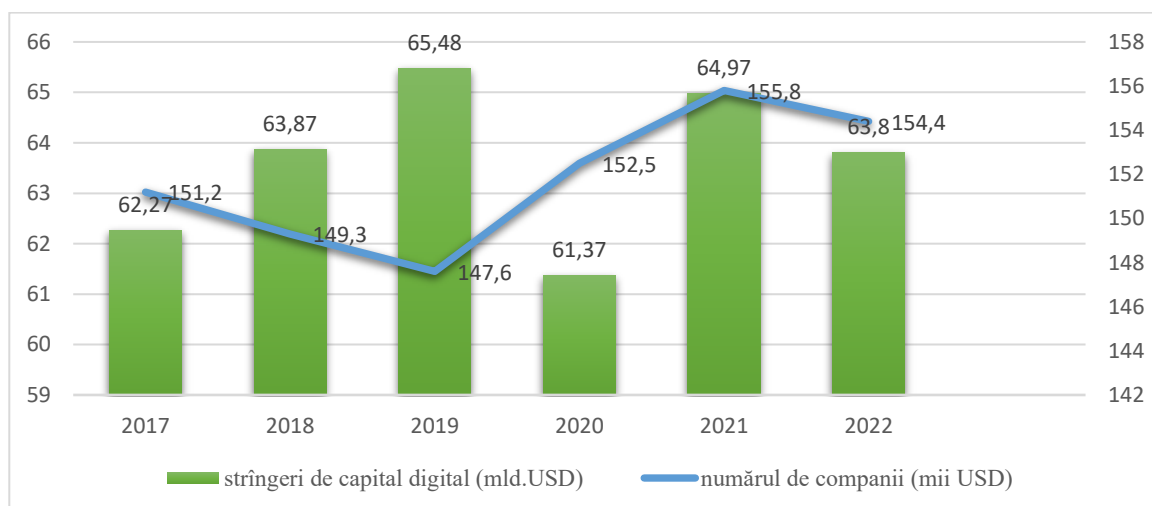


Figura 2.13 Evoluția pieței crowdfunding-ului la nivel mondial în perioada 2017-2022

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor prezentate pe platforma Statista, <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-capital-raising/crowdfunding/worldwide>

Pandemia COVID-19 a avut un impact pozitiv asupra pieței internaționale a crowdfunding-ului. În timpul pandemiei COVID-19, antreprenorii și entitățile mici au folosit pe scară largă crowdfunding-ul pentru a obține finanțare pentru proiectele lor creative. Potrivit Journal of Medical Internet Research, numărul total de campanii GoFundMe legate de COVID-19 a crescut

cu 735% în martie 2020. Potrivit Enventys Partners, în ciuda pandemiei COVID-19, numărul proiectelor Kickstarter a crescut cu 8,8% din ianuarie până în aprilie 2020.

Unele tendințe actuale de pe această piață includ creșterea platformelor de crowdfunding care se adresează unor industrii sau interese specifice, cum ar fi jocurile de noroc sau moda, și popularitatea tot mai mare a finanțării participative cu capital propriu, care le permite investitorilor să dețină o acțiune în companiile pe care le susțin. Creșterea pieței de crowdfunding poate fi atribuită mai multor factori, inclusiv acceptarea tot mai mare a crowdfunding-ului ca mijloc legitim de strângere de fonduri, accesibilitatea tot mai mare a platformelor de crowdfunding și creșterea rețelelor sociale care le permite creatorilor să-și promoveze campaniile unui public mai larg. În plus, pandemia de COVID-19 a accelerat tendința către strângerea de fonduri online, pe măsură ce tot mai mulți oameni apelează la crowdfunding pentru a sprijini entitățile mici și creatorii independenți afectați de blocaje și crize economice.

Se poate evidenția, la capitolul dezvoltării rapide a crowdfunding-ului în multe țări, sprijinul și atenția sporită din partea guvernelor acestora. În prezent, crowdfunding-ul este recunoscut ca o formă legală de relații comerciale în cel puțin douăzeci de țări dezvoltate. La fel, se poate remarca faptul că în Occident este elaborată o bază normativ-legislativă care permite antreprenorilor să colecteze de sine stătător mijloace bănești la scară largă.

Promovarea și dezvoltarea crowdfundingului în statele UE este asigurată prin:

1. Adaptarea unui cadru normativ-legislativ – majoritatea statelor dezvoltate au adoptat reglementări clare și robuste în domeniul crowdfundingului.

2. Regimul fiscal favorabil pentru investitori – unele state au adoptat o politică favorabilă inovației și a sprijinit crowdfunding-ul ca metodă de finanțare pentru startup-uri și IMM-uri. De exemplu, în Estonia, investitorii care participă la proiectele de equity crowdfunding pot beneficia de avantaje fiscale, cum ar fi deducerea impozitului pe venit din câștigurile obținute din investițiile în startup-uri. Deși impozitarea câștigurilor din capital este standard (15%), există anumite condiții fiscale care pot reduce această povară fiscală pentru investitori, în special în cazul startup-urilor care beneficiază de sprijin guvernamental.

3. Scheme de sprijin pentru startup-uri și crowdfunding - startup-urile care primesc investiții prin crowdfunding pot beneficia de diverse scutiri fiscale, inclusiv de scutirea de la plata unor taxe pe venit pentru o perioadă limitată sau de reduceri ale impozitelor pe profit în primele etape de dezvoltare. Acest sistem este destinat să ajute startup-urile să reinvestească profitul obținut în dezvoltarea afacerii și creșterea acestora.

4. Transparență - Platformele de crowdfunding sunt reglementate să ofere un nivel ridicat de transparență și să informeze investitorii cu privire la riscurile financiare implicate.

5. Suport pentru proiecte de impact sociale și de sustenabilitate – Guvernele statelor dezvoltate încurajează și sprijină proiectele de impact social și sustenabilitatea prin diverse fonduri publice și inițiative, inclusiv prin crowdfunding. Startup-urile care promovează inovații ecologice sau sociale pot beneficia de acces mai ușor la capital, iar platformele de crowdfunding pot atrage investitori interesați de proiecte care contribuie la dezvoltarea durabilă.

Practica internațională evidențiază Estonia ca fiind una dintre cele mai avansate țări în privința reglementării și sprijinirii crowdfunding-ului, având un cadru legislativ favorabil și stimulente fiscale care încurajează acest tip de finanțare. Guvernul eston sprijină în mod activ startup-urile și inovațiile tehnologice printr-o gamă variată de stimulente fiscale. Unul dintre cele mai remarcabile stimulente este programul e-Residency, care permite antreprenorilor din întreaga lume să înființeze și să administreze afaceri în Estonia, chiar dacă nu sunt rezidenți. Aceasta oferă un cadru favorabil pentru antreprenori din alte țări care doresc să folosească crowdfunding-ul pentru a-și finanța afacerea.

Tabel 2.8 Bune practici în domeniul crowdfundingului

Țara	Reglementare	Domenii finanțate. Platforme principale
SUA	JOBS Act (2012) a legalizat equity crowdfunding, permițând startup-urilor să atragă capital de la investitori individuali fără a fi listate la bursă. SEC (Securities and Exchange Commission) reglementează procesul	Domenii - tehnologie, jocuri video, filme, produse inovatoare Kickstarter, Indiegogo, GoFundMe, Fundable.
Italia	A reglementat equity crowdfundingul în 2013 printr-un set de norme adoptate de CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). În 2018 au fost adoptate reglementări privind accesul pentru IMM-uri	Domenii: tehnologie, energie verde, imobiliare Opstart, Crowdfundme,
Marea Britanie	Financial Conduct Authority (FCA) supervizează platformele, permițând equity și loan-based crowdfunding și reglementează clar investițiile în start-upuri și IMM-uri. Reguli clare privind transparența, protecția investitorilor, monitorizarea platformelor	Domenii: fintech, imobiliare, startup-uri sustenabile. Crowdcube, Seedrs, Funding Circle, Zopa.
Germania	Autoritatea germană de supraveghere (Bafin) are elaborate reglementări clare privind crowdfundingul creditor și cel de capital. Reglementări clare privind protecția investitorilor și transparența finanțărilor	Domenii: startup-uri tehnologice, energie verde. Companisto, Seedmatch, Betterplace (pentru crowdfunding caritabil).
Franța	Reglementări clare privind crowdfundingul creditor și equity, destinat IMM-ilor și start-upurilor	Domenii: artă, cultură, energie regenerabilă. Ulule, KissKissBankBank, Lendopolis.
China	Reglementări stricte, crowdfundingul fiind permis doar pe platforme interne și sub control guvernamental	Domenii: IT, e-commerce JD Crowdfunding, Taobao Crowdfunding (parte a Alibaba)
Estonia	Leader în dezvoltarea unui sistem robust al crowdfunding, prin utilizarea tehnologiei financiare	Domenii: Fintech, startup-uri internaționale. Funderbeam, Bondora.

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [102;104;138; 155; 173;251]

O sinteza privind cele mai bune practici la nivel internațional în domeniul reglementării crowdfundingului este redata în tabelul 2.8 Printre țările asiatice, cel mai mare succes în dezvoltarea crowdfunding-ului revine Chinei. Având în vedere evoluția tehnologică a țării, al cărei efect este amplificat de apariția în continuu a start-up-urilor, metodele de crowdfunding au obținut o valoare specială pentru business-ul din China. Doar „în decursul a 5 ani (din 2011 până în 2016) au fost create circa 332 de diverse platforme de crowdfunding, ceea ce indică o creștere rapidă a popularității acestei metode de finanțare” [87, p.248].

Procesele din ultimii ani din cadrul economiei mondiale au creat condiții favorabile pentru dezvoltarea instrumentelor de atragere a investițiilor. Printre aceste instrumente se numără, în primul rând, platformele decizionale bazate pe crowd-tehnologii – crowdfunding, crowdlending, crowdinvesting. Noile instrumente financiare presupun o serie de beneficii, precum:

- posibilitatea atragerii resurselor de la un cerc mare de persoane, inclusiv de la cele care nu posedă cunoștințe și nu au experiență în desfășurarea activității pe piața financiară;
- cheltuieli mici de tranzacționare;
- rapiditate în efectuarea calculelor;
- simplificarea bazei normative de reglementare a resurselor investiționale [102].

Riscurile care apar ca rezultat al activității neprofesionale a investitorilor determină majoritatea statelor să adopte reglementări în domeniul crowdfunding-ului. În practica internațională sunt stabilite anumite limite cu privire la suma investițiilor efectuate pentru un anumit proiect și la un anumit investitor. La nivelul Uniunii Europene, finanțarea prin crowdfunding este reglementată de Regulamentul (UE) 2020/1.503 al Parlamentului European și al Consiliului din 7 octombrie 2020 privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri [74], precum și de regulamentele delegate ale Comisiei Uniunii Europene care au aprobat standardele tehnice de reglementare întocmite de Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) și de Autoritatea Bancară Europeană (EBA) [43]. Începând cu anul 2012 se înregistrează o creștere semnificativă a industriei crowdfunding-ului european. Elementele esențiale pe care o societate trebuie să le realizeze pentru a obține autorizarea ca furnizor de servicii de finanțare participativă sunt:

- ✓ ”asigurarea îndeplinirii cerințelor minime prudențiale prevăzute de Regulamentul 1503/2020, inclusiv garanții prudențiale cel puțin de 25.000 euro;
- ✓ identificarea și contractarea la necesitate a serviciilor furnizorilor externi, cum ar fi: prestatori de servicii de plată, servicii TI sau servicii de identificare și recunoaștere a clientelei (KYC);
- ✓ documente conforme standardelor tehnice de reglementare întocmite de ESMA și de EBA și aprobate prin regulamentele delegate ale Comisiei Uniunii Europene. Aceste documente

vizează: programul de activitate, planul de continuitate a activității, descrierea riscurilor operaționale, descrierea garanțiilor prudențiale, descrierea mecanismelor de guvernanță și control intern, descrierea sistemelor, resurselor și procedurilor utilizate pentru controlul și protecția sistemelor de prelucrare a datelor, descrierea regulilor interne privind conflictul de interese, dovada că persoanele fizice care răspund de administrarea furnizorului de servicii de finanțare participativă dețin suficiente competențe și experiență pentru a asigura administrarea furnizorului de servicii de finanțare participativă etc.;

- ✓ efectuarea unui audit TI privind sistemele informatice utilizate de furnizorul de servicii de finanțare participativă” [43].

În România, crowdfunding-ul se dezvoltă destul de lent. După adoptarea Legii nr. 244 din 20 iulie 2022 privind stabilirea unor măsuri de punere în aplicare a Regulamentului (UE) 1503/2020, la începutul lunii decembrie 2023, în Registrul Furnizorilor de Servicii de Finanțare Participativă, ținut de Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF), figurau 16 furnizori care prestează servicii de finanțare participativă în România [43]. Dintre aceștia, trei furnizori au fost autorizați de ASF, iar ceilalți prestează servicii de finanțare participativă transfrontalieră pe baza autorizațiilor emise de autoritățile competente ale altor state membre. În anul 2022, Autoritatea de Supraveghere Financiară a autorizat prima platformă de crowdfunding din România, SeedBlink, administrată de societatea Seedblink Crowd S.A. Pe lângă această platformă națională de crowdfunding, pe piața românească se regăsesc și alte platforme de crowdfunding, care sunt cu origini europene, dar se bucură de succes și în spațiul românesc, cum ar fi: *WhyDonate*, *Indiegogo*, *Kickstarter*, *GoFundMe* ș.a. reflectate în Anexa 15. Deși activitatea de finanțare participativă beneficiază de un cadru de reglementare complex în România, aceasta presupune în continuare o serie de riscuri specifice pentru investitori, având în vedere că cei din urmă nu beneficiază de protecția oferită de fondurile de compensare [43].

Odată cu apariția acestor noi platforme autorizate, piața de capital românească și-a diversificat oferta de finanțare a societăților, care stimulează antreprenoriatul inovator, prin accelerarea alocării eficiente a resurselor financiare. Astfel, sunt create premisele atragerii unor noi categorii de investitori și implementării unui nou model de afaceri pentru companii, precum și ale unei noi alternative de finanțare pentru societățile eligibile.

Tendențele dezvoltării crowdfunding-ului în spațiul european este cu mult mai modest decât cel din SUA. Cu toate că PIB-ul în țările UE depășește cel al SUA cu doar 12%, finanțarea prin crowdfunding, ca și cea prin capital de risc, nu este preferată. Dezvoltarea proiectelor de crowdfunding în Europa a fost realizată ținând cont de specificul național. Platformele de crowdfunding s-au orientat nemijlocit doar pe clienții naționali, stabilind anumite limite și cerințe

cu privire la rezidenți și cunoașterea limbii. Acest fapt a determinat finanțarea doar a propriilor proiecte naționale.

Dezvoltarea rapidă a crowdfunding-ului în multe țări se datorează sprijinului și atenției sporite din partea guvernelor acestora. În prezent crowdfunding-ul este recunoscut ca o formă legală de relații comerciale în cel puțin douăzeci de țări avansate economic. Este de remarcă faptul că în Occident este dezvoltat și cadrul normativ-legislativ care permite antreprenorilor să colecteze de sine stătător mijloace bănești pe scară largă de pe platformele de crowdfunding.

Pe plan internațional sunt sute de platforme de crowdfunding care s-au dezvoltat cu succes, reușind să asigure finanțări pentru proiecte din diverse domenii, de la cultural-artistic la proiecte de finanțare a start-up-urilor. Platformele de crowdfunding asigură o gestiune analitică a fluxului de investitori și proiectele investiționale prin portmonee electronice. Fiecare membru al platformei, investor sau lider de proiect, posedă un portmoneu electronic dedicat care îi permite a interacționa (a investi, a obține fonduri etc.) cu alți membri ai platformei în cadrul operațiunilor autorizate de pe platformele de crowdfunding. Un exemplu destul de elocvent în acest sens este platforma de crowdfunding din Franța, WISEED (Anexa 13). O istorie de succes înregistrată prin intermediul platformei WISEED este cea a start-up-ului ANTABIO, specializat în biotehnologie, mai exact, în dezvoltarea terapiei inovative destinate luptei contra infecțiilor nasocomiale. „ANTABIO a colectat 300.000 euro de la 207 investitori, timp de 2 luni prin intermediul campaniei de crowdfunding. La sfârșitul celor 18 luni, Business angels au răscumpărat acțiunile investitorilor particulari de pe WISEED, ceea ce le-a permis obținerea unui câștig de 44%” [150].

Cele mai populare platforme de crowdfunding inițiate de bănci comerciale pe plan internațional sunt prezentate în Anexa 14. Din informațiile prezentate anexa, constatăm că băncile comerciale se implică activ în dezvoltarea și sprijinirea platformelor de crowdfunding, fie prin crearea propriilor platforme, fie prin parteneriate cu platforme externe. Aceste inițiative contribuie direct la creșterea accesului la finanțare pentru startup-uri și IMM-uri, încurajând în același timp inovația și stimulând economia. Astfel, băncile devin nu doar instituții finanțatoare, dar și catalizatori ai dezvoltării ecosistemelor antreprenoriale. Din cercetările literaturii de specialitate și a practicii internaționale putem stabili un impact pozitiv al crowdfundingului asupra dezvoltării economice al unui stat. Astfel, finanțarea prin crowdfunding contribuie direct la susținerea și dezvoltarea mediului de afaceri, stimularea activităților economice locale, crearea noilor locuri de muncă, stimularea inovării și atragerea investițiilor.

La momentul actual, crowdfunding-ul, în calitate de practică nouă de finanțare, se confruntă cu o reglementare neechilibrată, care impune obligații disproporționate în raport cu natura activităților platformei. Dificultatea adoptării unui cadru de reglementare constituie astăzi o adevărată frână în calea dezvoltării crowdfunding-ului. În țările unde crowdfunding-ul este

susținut și promovat de către instituțiile statului, fiindu-i asigurată și o reglementare pe măsură, această formă de finanțare constituie un factor de succes al dezvoltării economice. Spre deosebire de finanțarea clasică, finanțarea prin crowdfunding oferă câteva șanse de succes unei companii mici aflate la început de cale. În al doilea rând, finanțarea de tip crowdfunding susține companiile cu proiecte ambițioase și inovatoare.

În prezent, în țări precum Republica Moldova, crowdfunding-ul în calitate de nouă practică de finanțare se confruntă cu o reglementare inadaptată, care impune obligații disproporționate în raport cu natura activităților platformei. Dificultatea adoptării unui cadru de reglementare constituie astăzi o adevărată frână în calea dezvoltării crowdfunding-ului. În țările unde crowdfunding-ul este susținut și promovat, fiindu-i asigurată și o reglementare pe măsură, acesta din urmă constituie un factor de succes determinant al dezvoltării economice.

O analiza comparativă dintre dezvoltarea crowdfundingului în spațiul european și cel al Republicii Moldova este prezentată în tabelul 2.9.

Tabel 2.9 Analiza comparativă privind crowdfundingul în UE și în Republica Moldova.

Criteriu	Uniunea Europeană	Republica Moldova
Reglementare	Reglementare clară și robustă prin Regulamentul (UE) 2020/1503 privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri; Regulamentul (UE) 2022/2118 – administrarea de portofolii individuale de împrumuturi de către furnizorii de servicii de finanțare participativă, precizând elementele metodei de evaluare a riscului de credit, informațiile privind fiecare portofoliu individual care trebuie comunicate investitorilor, precum și politicile și procedurile necesare cu privire la fondurile de rezervă Regulamentul (UE) 2022/2119 – standardele pentru fișa cu informații esențiale privind investiții	Reglementare cu caracter general Legea nr. 181/2023 privind serviciile de finanțare participativă
Tipuri de Crowdfunding	Donații, recompense, împrumuturi (P2P lending), capital (equity)	Preponderent donații și recompense, împrumuturi (P2P lending) și capital (equity) slab dezvoltat
Protecția investitorilor	Reglementări stricte pentru transparență și siguranță	Lipsa unor mecanisme clare de protecție a investitorilor
Finanțare pentru startup-uri	Instrument important pentru startup-uri și IMM-uri, susținut de politici publice	Acces dificil la finanțare alternativă, dependență de finanțarea tradițională
Provocări	Costuri ridicate de conformitate, reglementări stricte	Lipsa unei legislații clare, educație financiară insuficientă, bariere logistice
Oportunități	Acces extins la investitori internaționali, sprijin UE pentru dezvoltarea crowdfundingului	Posibilitatea de reglementare inspirată din modelul european, dezvoltarea fintech-urilor locale

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor Comisiei Europene și CNPF. Disponibil https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/crowdfunding_en și <https://www.cnpf.md/ro/finantare-participativa-6522.html>

Crowdfunding-ul este o sursă importantă de finanțare în UE, datorită unui cadru juridic clar și a unei piețe bine dezvoltate. În Republica Moldova, acest mecanism are un potențial semnificativ, dar este necesară o reglementare clară și dezvoltarea unor platforme locale pentru a facilita accesul antreprenorilor la finanțare. Autoritățile moldovenești ar trebui să implementeze politici de stimulare și să creeze un mediu favorabil pentru crowdfunding, inspirându-se din practicile UE. În timp ce decizia finală de investiție este lăsată la latitudinea investitorilor individuali, rolul de intermediar jucat de platformă este crucial în examinarea proiectelor. Platformele de crowdfunding evaluează aplicațiile în funcție de criterii formale, cum ar fi caracterul complet, impresia generală, potențialul de piață, echipa și modelul de afaceri și efectuează diligență, inclusiv cercetări independente, pentru a valida cererile de finanțare. Adesea, platformele de crowdfunding includ factori ESG specifici în criteriile lor pentru a permite companiile să fie listate pe portalul lor [204].

Crowdfunding-ul, în special în formele sale orientate spre proiecte sociale și de mediu, se aliniază tot mai frecvent principiilor ESG, devenind un instrument alternativ de finanțare care facilitează mobilizarea resurselor pentru inițiative sustenabile și responsabilitatea corporativă. Obiectivele de mediu, sociale și de guvernăță (ESG) contribuie semnificativ la atragerea investitorilor pe platformele de crowdfunding, sporindu-le astfel șansele de supraviețuire și dezvoltare durabilă. În primul rând, platformele de crowdfunding bazate pe titluri de valoare susțin antreprenoriul și inovația, iar dispariția acestora ar putea genera efecte economice negative. Aplicarea criteriilor ESG în procesul de selecție a întreprinderilor este esențială pentru viabilitatea pe termen lung a acestor platforme, în special deoarece evidențierea angajamentului față de sustenabilitate atrage un număr mai mare de investitori. Acest efect este cu atât mai vizibil în țările caracterizate printr-o cultură organizațională cu distanță de putere redusă, unde transparența și responsabilitatea joacă un rol important în încrederea investitorilor.

Cercetarea prezentată de autorul Cumming D. documentează un impact pozitiv semnificativ al criteriilor ESG asupra supraviețuirii platformelor de crowdfunding, determinat în principal de componenta de guvernăță. În timp, și factorii de mediu au început să capete importanță, reflectând o schimbare de paradigmă în ceea ce privește integrarea sustenabilității în procesul decizional financiar. De-a lungul timpului, factorii de mediu au câștigat, de asemenea, importanță, evidențiind rolul în evoluție al problemelor de sustenabilitate și al responsabilității societale în modelarea procesului decizional financiar în crowdfunding bazat pe securitate. Studiul realizat de Hornuf și colaboratorii (2022) susține aceste concluzii, arătând că investitorii orientați spre sustenabilitate contribuie cu sume mai mari și participă la un număr mai mare de campanii, comparativ cu investitorii tradiționali [193]. Conform rezultatelor obținute, platformele care integrează mai intens criteriile ESG în selecția afacerilor demonstrează o rată mai mare de

supraviețuire. Această corelație este deosebit de puternică în mediile culturale unde există un nivel mai ridicat de participare și responsabilitate colectivă. Descompunerea efectului celor trei dimensiuni ESG arată că guvernanta are cel mai mare impact, în timp ce componenta de mediu își crește treptat relevanța. Aceste constatări subliniază importanța tot mai mare a sensibilității față de sustenabilitate și a responsabilității societale în configurarea comportamentului investițional în cadrul crowdfundingului bazat pe titluri de valoare [204]. Privind în perspectivă, se așteaptă ca piața de crowdfunding să își continue traiectoria de creștere pozitivă. Această creștere va fi determinată de factori precum disponibilitatea tot mai mare a aplicațiilor mobile de crowdfunding, creșterea investițiilor de impact, care urmăresc să sprijine proiectele responsabile din punct de vedere social. În plus, în timp ce platformele de crowdfunding devin mai stabilite, putem observa o consolidare a pieței, platformele mai mari achiziționând altele mai mici pentru a-și crește cota de piață. Astfel, reeșind din cele menționate mai sus putem stabili perspective viitoare ale crowdfunding-ului destul de optimiste și în continuă creștere, în contextul urbanizării rapide, a schimbărilor demografice și sociale, precum și tendințelor continue ale digitalizării economiilor naționale.

2.4 Finanțarea sustenabilă: noua oportunitate pentru dezvoltarea afacerilor durabile și proiectelor ecoinovative

Abordarea schimbărilor climatice prin finanțare este importantă, deoarece economia globală depinde în mare măsură de utilizarea combustibililor fosili și a altor resurse regenerabile. Pentru a realiza o tranziție către o economie sustenabilă și cu emisii scăzute de carbon, este necesar să se mobilizeze capitalul către activități care promovează sustenabilitatea și reduc impactul negativ asupra mediului. Finanțarea sustenabilă joacă un rol important în cadrul economiei naționale prin redirectionarea investițiilor către proiecte verzi și integrarea factorilor ESG în luarea deciziilor de investiții. Prin stimularea investițiilor în energie regenerabilă, eficiență energetică și alte inițiative sustenabile, finanțarea sustenabilă contribuie la reducerea emisiilor de gaze cu efect de seră, la atenuarea impactului negativ al schimbărilor climatice asupra dezvoltării economice și ajută în mod direct la construirea unei economii globale care promovează pe termen lung bunăstarea socială și de mediu.

La nivel mondial *finanțarea sustenabilă* a devenit o prioritate urgentă pentru toate serviciile financiare, condusă de obiectivul de zero emisii nete de carbon până în anul 2050. Finanțarea sustenabilă încurajează transparența și gândirea pe termen lung a investițiilor care se îndreaptă către obiectivele de mediu și includ toate criteriile de dezvoltare sustenabilă identificate de Obiectivele de dezvoltare sustenabilă (ODD) ale ONU. Finanțarea tradițională direcționează economiile către cele mai profitabile proiecte, fără a lua în considerare aspectele de mediu. Finanțarea sustenabilă, pe de altă parte, sprijină proiectele care nu dăunează mediului, sunt

orientate spre responsabilitate socială și promovează dezvoltarea unui sistem economic circular, eficient, incluziv și ecologic curat.

În esență, finanțarea sustenabilă poate fi tratată ca o modalitate de finanțare ce sprijină proiecte și afaceri cu un impact pozitiv asupra mediului, societății și guvernantei corporative. Spre deosebire de metodele tradiționale care se concentrează în principal pe profitabilitatea pe termen scurt, finanțarea sustenabilă integrează criteriile de sustenabilitate ESG (mediu, sociale și de guvernanță), ce permit evaluarea atât a performanței economice a unui proiect, cât și a impactului acestuia pe termen lung asupra societății și mediului înconjurător.

Obiectivul finanțării sustenabile vizează crearea și dezvoltarea unei economii mai echilibrate, prin redirecționarea capitalului către sectoare care susțin tranziția ecologică, precum energiile regenerabile, eficiența energetică, transportul ecologic, reciclarea sau managementul durabil al resurselor. Organizațiile internaționale care joacă un rol-cheie în finanțarea sustenabilă includ ONU, Banca Mondială, OCDE și FMI. Aceste organizații lucrează îndeaproape cu guvernele și instituțiile financiare pentru a promova eco-investițiile și pentru a pune în aplicare politici și reglementări care încurajează investițiile sustenabile. Instituțiile financiare internaționale sunt, de asemenea, jucători importanți în finanțarea sustenabilă. Acestea oferă capitalul necesar pentru finanțarea proiectelor sustenabile și verzi, revenindu-le un rol crucial în mobilizarea resurselor financiare pentru tranziția către o economie verde.

La nivel național, promotorii finanțelor sustenabile includ guverne, instituții financiare, întreprinderi și investitori. Acești actori joacă un rol esențial în promovarea și dezvoltarea finanțelor sustenabile în țările lor. Guvernele sunt actori-cheie, care pun în aplicare politici și reglementări pentru a încuraja creditarea verde și pentru a asigura transparența și integritatea pieței finanțelor verzi. Instituțiile financiare naționale, cum ar fi băncile și fondurile de investiții, asigură capitalul necesar pentru finanțarea proiectelor verzi și sustenabile. Companiile și investitorii sunt, de asemenea, jucători importanți în finanțarea verde la nivel național.

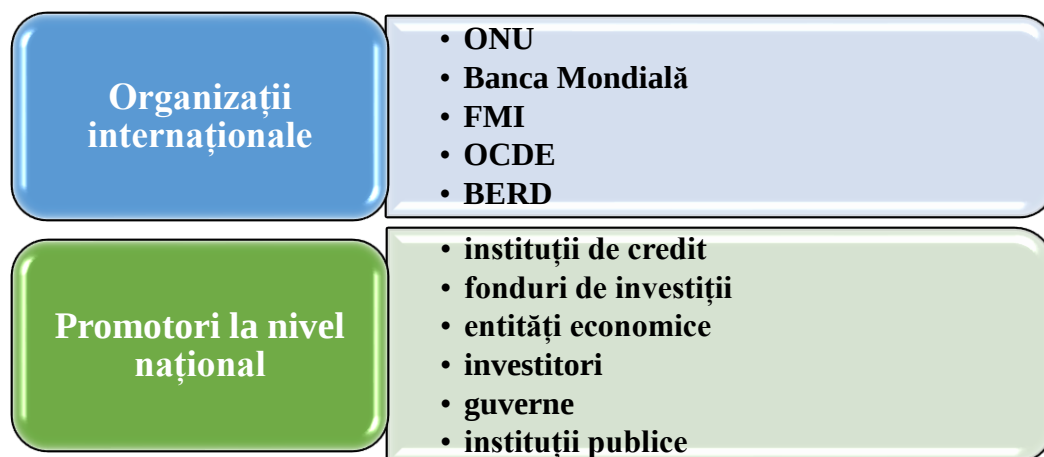


Figura 2.14 Promotorii finanțelor sustenabile la nivel național și internațional
Sursa: Elaborată de autor în baza [233]

Companiile investesc în proiecte verzi și contribuie astfel la tranziția către o economie mai verde și mai sustenabilă. În cele din urmă, asociațiile comerciale și autoritățile de reglementare financiară joacă, de asemenea, un rol important în promovarea finanțării verzi la nivel național. Investiția necesară pentru a susține o lume decarbonizată este imensă.

În mod similar, finanțarea sustenabilă presupune o serie de beneficii economice realizate prin stimulente, cum ar fi furnizarea de oportunități de educație și muncă decentă pentru toți, precum și construirea unei infrastructuri rezistente și promovarea industrializării incluzive. De asemenea, finanțarea sustenabilă oferă beneficii esențiale planetei noastre, deoarece se concentrează pe acțiunile climatice și pe atenuarea schimbărilor climatice, la fel și combaterea pierderii naturii și a biodiversității prin conservarea vieții marine și promovarea sustenabilității în toate ecosistemele. În plus, finanțarea sustenabilă încurajează inovația prin direcționarea capitalului către proiecte inovatoare care abordează provocările globale. Aceasta include tehnologii curate, infrastructură sustenabilă și soluții la problemele sociale și de mediu. Prin sprijinirea acestor inițiative, finanțarea responsabilă promovează o creștere economică atât sustenabilă, cât și dinamică și orientată spre viitor.

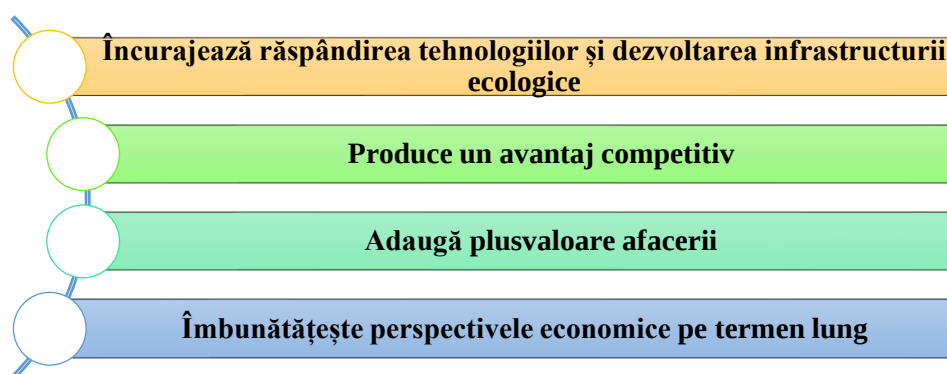


Figura 2.15 Beneficii ale finanțării sustenabile

Sursa: *Elaborată de autor în baza sursei [234]*

Finanțarea sustenabilă are un impact pozitiv asupra economiei în general, stimulând creșterea economică durabilă, reducând riscurile financiare și sociale și promovând inovația. Dar pentru a asigura toate acestea, sunt necesare reglementări clare, transparente și o colaborare strânsă între autoritățile guvernamentale, instituțiile financiare și entitățile economice. Investitorii au început și vor continua favorizarea proiectelor responsabile cu obiective ESG ambițioase pe termen lung. Acest lucru poate contribui la promovarea inovației și la facilitarea comercializării tehnologiilor de decarbonizare în curs de dezvoltare. Ne aflăm într-o eră a ajustării, iar finanțarea sustenabilă rămâne un instrument crucial pentru a oferi sprijin financiar pentru activitățile sustenabile [173].

Pentru viitor se poate estima o creștere a finanțărilor bancare pentru proiectele „verzi” (cu un accent sporit pe tehnologiile eficiente din punct de vedere energetic) sau a celor legate de

integrarea criteriilor ESG, prin intermediul unor mecanisme de creștere/scădere a marjei în funcție de indicatorii-cheie de performanță ESG și cu obligații de raportare și de informare specifice sustenabilității, impuse în sarcina debitorilor. În acest context, aspectele de mediu, sociale și de guvernanță vor progresa, dar urgența de a reduce emisiile și de a atenua riscurile climatice va rămâne o sursă puternică de cerere de finanțare sustenabilă. Acest lucru va contribui la promovarea inovației și facilitarea comercializării tehnologiilor de decarbonizare.

Trecerea către o economie cu emisii scăzute de carbon necesită investiții semnificative, care pot fi finanțate doar printr-un angajament profund al sectorului privat. Încorporarea factorilor de mediu, sociali și de guvernanță (ESG) în investițiile private transformă o strategie internă de management al riscului într-un motor de inovare și de noi posibilități care oferă valoare pe termen lung pentru companie și societate. Domeniile susținute de finanțarea sustenabilă țin de proiectele eficiență energetică și energie regenerabilă, managementul deșeurilor și al resurselor naturale, protecția biodiversității (fig. 2.16).

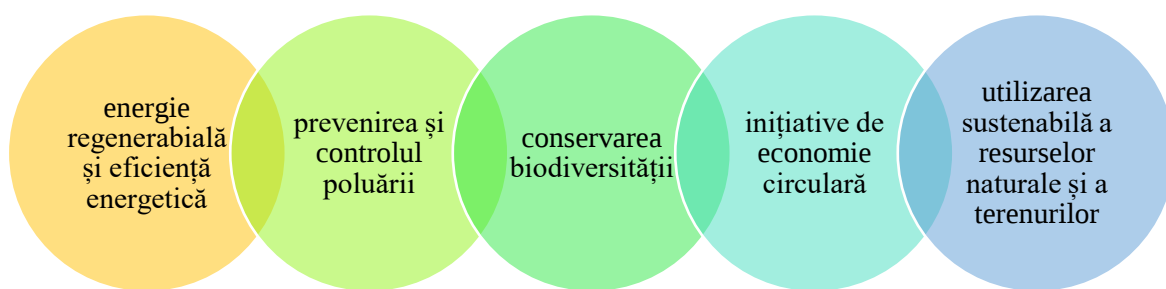


Figura 2.16 Domenii promovate de finanțarea sustenabilă

Sursa: Elaborată de autor în baza [181;189; 234]

Finanțarea sustenabilă poate contribui la lupta împotriva pierderii biodiversității prin finanțarea conservării și refacerii habitatelor naturale.

Instituțiile financiare internaționale, inclusiv Banca Mondială și băncile regionale de dezvoltare, și autoritățile publice naționale sunt cele care joacă un rol principal în promovarea finanțării sustenabile, care reprezintă o pârghie foarte importantă pentru promovarea noilor proiecte de mediu. Investitorii, la rândul lor, adoptă acest tip de produs financiar pentru a satisface așteptările celor ce fac economii și care doresc să le facă mai virtuozose.

Finanțarea sustenabilă oferită de instituțiile de credit este un proces care implică mai multe etape, fiecare având rolul de a asigura că investițiile și împrumuturile respectă criteriile de mediu, sociale și de guvernanță (ESG - Environmental, Social, Governance). Aceste etape sunt esențiale pentru a sprijini afacerile și proiectele care contribuie la dezvoltarea sustenabilă și la atingerea obiectivelor de dezvoltare durabilă (ODD). Principalele etape ale procesului de finanțare sustenabilă realizate de instituțiile de credit sunt redată în figura 2.17:

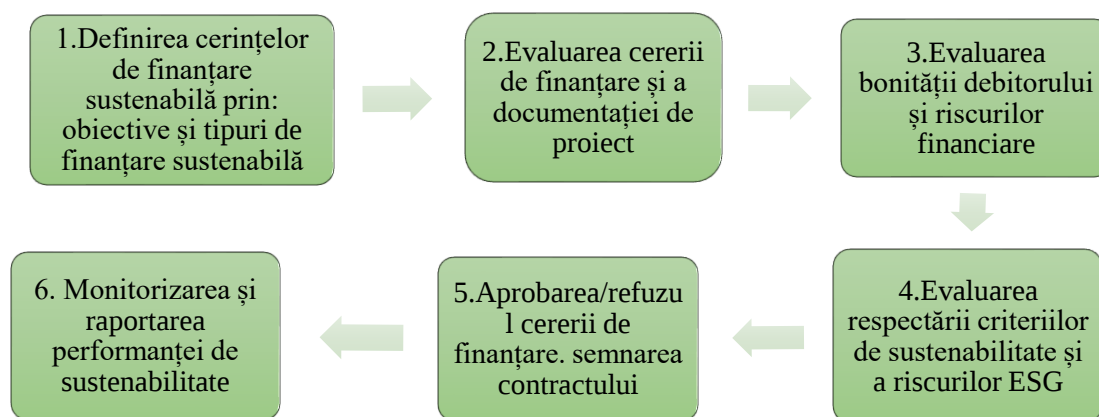


Figura 2.17 Etapele procesului de finanțare sustenabilă

Sursa: Elaborată de autor practicii ING Bank și Raiffeisenbank

Aceste etape reflectă procesul prin care instituțiile de credit sprijină afacerile în dezvoltarea și implementarea unor proiecte sustenabile, asigurându-se că acestea respectă standardele de mediu, sociale și de guvernare. Prin acest mecanism, se urmărește nu doar obținerea unui profit financiar, dar și contribuția la dezvoltarea durabilă a economiei și la protejarea mediului înconjurător.

Deja este un fapt incontestabil că tranziția digitală și cea verde, precum și accelerarea schimbărilor climatice necesită definirea unor noi modele de dezvoltare, ce presupun reziliență, incluziune, egalitate, solidaritate și o relație mai bună a entităților economice cu natura. În timp ce performanța organizațională definită în mod tradițional nu a respectat întru totul cerințele mediului, bunăstării sociale și biodiversității, tot mai multe voci proclamă revizuirea acestei relații de operare prin noi abordări de evaluare a performanței în afaceri.

Din 2014, Asociația Internațională a Piețelor de Capital (ICMA) a dezvoltat Principiile Obligațiunilor Verzi (GBP) având în vedere interesul crescând al investitorilor prin acest instrument de finanțare. Aceste principii-cheie oferă un set de reguli (neobligatorii), care fac posibilă calificarea natura „verde” a unei obligațiuni (ICMA, iunie 2018) ce se referă la:

- ✓ utilizarea de fonduri;
- ✓ procesul de selecție și evaluare a proiectelor;
- ✓ gestionarea fondurilor și raportare [221].

Principiile Obligațiunilor verzi ICMA specifică că toate proiectele ecologice trebuie să definească beneficii clare pentru mediu. Acestea sunt, în general, proiecte destinate energiei regenerabile, eficienței energetice, prevenirii și controlului poluării, gestionării sustenabile a deșeurilor și a apei, exploatării sustenabile a resurselor naturale vii și a solurilor, mijloacelor de transport curate și adaptate la schimbările climatice, și nu în ultimul rând, investițiilor în infrastructură. Finanțarea sustenabilă reprezintă în ultima perioadă o preocupare importantă a Uniunii Europene și este concepută pe termen lung, fiind interpretată ca un tip de finanțare care

sprijină dezvoltarea sustenabilă a economiei, reducând în același timp presiunile asupra mediului și luând în considerare aspectele sociale și de guvernanță.

Astfel, Uniunea Europeană a adoptat în iunie 2020 un cadru legal destinat facilitării investițiilor sustenabile. Acest cadru, cunoscut ca „Taxonomia UE”, este piatra de temelie a Planului de acțiune al UE pentru finanțarea sustenabilă. Astfel, Uniunea Europeană a făcut pași importanți pentru a construi un ecosistem financiar sustenabil. Unul dintre obiectivele principale este identificarea și promovarea investițiilor în activități sustenabile pentru a permite Uniunii Europene să atingă neutralitatea climatică până în 2050 [186].

În acest sens, Taxonomia europeană se află în centrul inovațiilor de la Bruxelles, ea fiind o clasificare standardizată a activităților economice care contribuie substanțial la atingerea obiectivelor de mediu conform criteriilor științifice. Taxonomia UE reprezintă un cadru pentru definirea condițiilor pentru ca o activitate economică să fie considerată sustenabilă conform legislației UE și permite evaluarea sustenabilității a anumitor domenii ale activității economice, ce vizează activitățile cu peste 93% din emisiile de gaze cu efect de seră (GES) din Uniunea Europeană [188].

Potrivit Regulamentului UE de Taxonomie, trei tipuri de activitate economică pot fi clasificate drept sustenabile:

1. activități care contribuie direct la obiectivele de sustenabilitate definite,
2. activități care facilitează atingerea unor astfel de obiective prin furnizarea de tehnologii sau servicii și
3. activități de tranziție care sprijină tranziția către un economie neutră în CO₂ atâta timp cât nu sunt disponibile alte alternative tehnologice [238].

Regulamentul de taxonomie este aplicabil de la 1 ianuarie 2022 pentru obiectivele atenuarea schimbărilor climatice și adaptarea la schimbările climatice și pentru celelalte obiective de mediu începând cu 1 ianuarie 2023 [238].

Planul de acțiuni al CE privind finanțarea creșterii sustenabile, publicat în martie 2018, include zece inițiative (inclusiv taxonomia) și are trei obiective declarate [178]:

- ✓ *Reorientarea fluxurilor de capital către investiții sustenabile, pentru a obține o creștere sustenabilă și favorabilă incluziunii*
- ✓ *Gestionarea riscurilor financiare care decurg din schimbările climatice, degradarea mediului și problemele sociale*
- ✓ *Promovarea transparenței și pe termen lung în activitatea financiară și economică.*

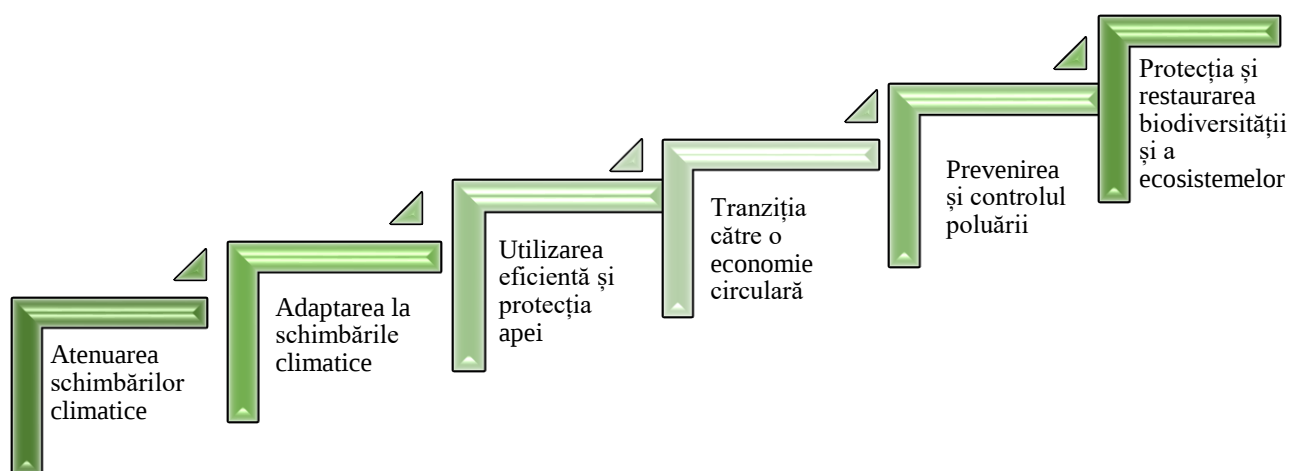


Figura 2.18 Obiectivele de mediu incluse în taxonomia UE

Sursa: *Elaborată de autor în baza [178]*

În plus, multe jurisdicții naționale și regionale și-au dezvoltat taxonomiile naționale de instrumente verzi la nivel național, cum ar fi Regatul Unit, China, Mexic și Maroc, precum și taxonomii regionale, cum ar fi cea a UE.

Astfel, Taxonomia UE nu a fost prima taxonomie a finanțelor sustenabile. În 2015 Banca Populară a Chinei a emis prima iterație a Catalogului său de proiecte aprobate de obligațiuni verzi, denumit în mod obișnuit „Taxonomia chineză”. Comisia de Reglementare a Băncilor și Asigurărilor din China a emis orientări privind creditarea ecologică încă din 2012 - Formulare de statistici de credit ecologic în 2013 și Indicatori cheie de performanță (KPI) pentru implementarea orientărilor în 2014 [186]. Băncile chineze sunt obligate să raporteze la fiecare șase luni soldul creditelor identificate ca fiind verzi și să raporteze impactul acestor credite asupra economiei și mediului. Domeniile de creditare verde sunt agricultura și silvicultura, eficiența energetică, managementul apei, protecția mediului, restaurarea ecologică și proiectele de prevenire a dezastrelor, reciclarea deșeurilor și prevenirea poluării mediului, energia regenerabilă, proiectele de apă curată în zonele rurale, clădirile verzi și transportul ecologic. Obligațiunile verzi aliniate la nivel internațional de la emitenți chinezi reprezintă 18% din emisiunile globale, China fiind cea mai mare țară de emisie a obligațiunilor verzi după Statele Unite [170].

În contextul actual al politicii UE, finanțarea sustenabilă include trei componente principale:

1. mobilizarea de finanțare pentru investiții care ajută la abordarea schimbărilor climatice sau au impact pozitiv asupra mediului sau sprijinirea dezvoltării sustenabile;
2. analiza aspectelor de mediu și sociale și riscurile potențiale atunci când se iau decizii de investiții și finanțare;
3. reflectarea asupra orizontului de timp pe termen mai lung și a impactului asupra pieței economice și financiare

La Summitul privind acțiunea climatică de la New York din septembrie 2019, UE a lansat o platformă internațională privind finanțarea sustenabilă. Membrii Platformei sunt statele membre UE și alte state, din afara UE. Scopul platformei este de a face schimb și de a disemina cele mai bune practici în domeniul finanțării sustenabile din punct de vedere ecologic, de a compara diferite inițiative și de a identifica bariere și oportunități pentru a ajuta la extinderea finanțării sustenabile din punct de vedere ecologic la nivel internațional. Platforma urmărește, de asemenea, să consolideze cooperarea internațională, acolo unde este cazul, respectând în același timp contextele naționale și internaționale. Observatorii ai platformei sunt BERD, BEI și Organizația Internațională pentru Comisiile de Valori Mobiliare.

Finanțarea verde ca derivată a finanțării sustenabile este în plină expansiune și în acest sens toate entitățile economice pot contribui la promovarea acestui sector. Pe de altă parte, statele, marile companii publice/private și multinaționale listate la bursă au puterea de a emite obligațiuni verzi. Un exemplu al finanțărilor verzi poate servi modelul german al Institutului de Credit pentru Reconstrucție „Kreditanstalt für Wiederaufbau” (KfW) (Banca de dezvoltare), care oferă *împrumuturi verzi* pe termen lung, destinate companiilor, comunităților și gospodăriilor din Germania și din străinătate. KfW nu finanțează direct actorii (cu excepția comunităților), ci se bazează pe rețeaua bancară pentru a-și distribui produsele, sporind în același timp capacitatea financiară a băncilor de acordare a împrumuturilor pe termen lung. KfW gestionează, de asemenea, fonduri publice de energie-climat, utilizate pentru îmbunătățirea tarifelor și subvențiilor directe (proiectelor de eficiență energetică), astfel 40% din finanțare este alocată proiectelor legate de tranziția energetică, cu un obiectiv de 50% pe termen mediu. Pentru anul 2021, volumul emisiunilor în obligațiuni verzi realizat de KfW a atins cifra de 13,6 mld. dolari SUA [198].

Programul de eficiență energetică al KfW („Energieeffizienzprogramm”) finanțează:

- ✓ renovarea și construcția clădirilor cu respectarea reglementărilor termice în vigoare;
- ✓ înlocuirea echipamentelor vechi cu altele noi, care consumă cu 20% mai puțină energie decât cel existent;
- ✓ o nouă achiziție de echipamente dacă acestea consumă cu 15% mai puțină energie decât media pe industrie [198].

De remarcat faptul că nivelul de subvenție al acestor împrumuturi este unul destul de înalt. Astfel, rambursarea „bonus” (echivalent subvenție) indexată la performanța energetică a investițiilor realizate (sistem declarație) poate ajunge la 17,5% pentru investițiile de eficiență energetică în imobiliare și de 30% pentru recuperarea căldurii.

Banca Franței recunoaște importanța provocărilor climatice și întreprinde acțiuni ambițioase de a le integra în strategia sa corporativă, acesta fiind motivul pentru care a instituit, prin crearea *Centrului pentru schimbări climatice*, un management prudent al tuturor inițiativelor

sale, pentru a se asigura că acestea sunt bine coordonate și pentru a-și consolida și mai mult capacitatea de a acționa în cadrul sistemului financiar în general. Centrul joacă rolul de *hub* pentru toate instituțiile financiare de credit antrenate în domeniul luptei împotriva schimbărilor climatice. În special, în contextul planului „Construire Ensemble 2024” (noul plan corporativ strategic) se urmărește consolidarea eficacității acțiunilor Băncii Franței în domeniul finanțării sustenabile, bazându-se pe expertiza dedicată și contribuind la dezvoltarea sinergiilor. Centrul asigură, de asemenea, coordonarea inițiativelor cu prioritățile *Rețelei pentru ecologizarea sistemului financiar* (NGFS). În plus, din 2018 Banca Franței dezvoltă o abordare de investiție responsabilă (RI) asupra portofoliilor sale de active, pentru care are responsabilitatea deplină și completă: portofolii susținute din fonduri proprii și angajamente de pensii, ceea ce constituie cca 23 mld. euro. În ultimii ani Franța a dezvoltat câteva direcții pentru a reduce riscul de spălare a banilor în domeniul proiectelor sustenabile și pentru a promova dezvoltarea finanțării sustenabile, printre care menționăm cele destinate investițiilor responsabile și a finanțării verzi [153].

În ceea ce privește finanțarea tranziției energetice, putem menționa aici și practica băncilor comerciale franceze, care își dezvoltă activitățile de finanțare a proiectelor pentru energiile regenerabile și promovează parteneriate relevante pentru finanțarea proiectelor de mediu. Cu referire la gestionarea riscurilor climatice, băncile franceze, lucrează de câțiva ani la capitolul gestiunea eficientă a riscurilor climatice și își propun continuarea acestui concept în următorii ani prin:

- ✓ estimarea amprente de carbon legată de portofoliul său de finanțare și investiții;
- ✓ definirea politicilor pentru sectoarele care reprezintă o mare parte a acestei amprente, scopul fiind acoperirea a 80% din această amprentă;
- ✓ introducerea treptată a unei analize a dosarelor de credit privind luarea în considerare a provocărilor cauzate de încălzirea globală și de prețul emisiilor de carbon. Obiectivul urmărit este de a determina riscurile climatice, cele mai relevante pentru Bancă și de a dezvolta o metodologie pentru evaluarea acestora;
- ✓ dezvoltarea ofertei „finanțărilor ecologice”, ca parte integrantă a inițiativei „Finance for tomorrow”.

Finanțarea proiectelor energiilor regenerabile este o parte integrantă a strategiilor băncilor franceze, unul dintre primii jucători în finanțarea acestor proiecte fiind Banca comercială Crédit Agricole. Prin activitatea sa, Banca este astfel implicată în acest sector din 1997, în special prin finanțarea primelor sale parcuri eoliene și, în 2008, prin finanțarea unui proiect de energie solară în Spania. Linia de afaceri Project Finance a finanțat un total de 435 de parcuri eoliene, cu o putere totală de peste 24.000 MW și 1.006 de parcuri solare, cu o capacitate instalată de peste 9.000 MW. Ca număr de dosare de credit, energiile regenerabile au reprezentat peste 64% din activitatea de

finanțare a proiectelor de generare a energiei electrice începând cu anul 2018 [234]. În esență, abordarea de bancă sustenabilă în Europa nu mai este o tendință de nișă, ci o schimbare fundamentală în industria financiară. Cu un cadru de reglementare fără îndoială îmbunătățit și cu un angajament pentru o activitate bancară responsabilă, Europa deschide calea pentru un sector financiar mai conștient de mediu și social, modelând viitorul finanțelor atât în Europa, cât și pe plan internațional.

Băncile care finanțează proiecte inovatoare și ecologice, precum și activități mai puțin poluante și mai eficiente vor avea un avantaj comparativ în ceea ce privește profitabilitatea durabilă, riscurile de mediu și reziliență climatică, mai mult, ele pot deveni motoarele unei economii mai ecologice și responsabile. În acest context se propune ca băncile să integreze criteriile de sustenabilitate în activitatea de zi cu zi, începând cu integrarea acestora în strategia și modelul de afaceri al băncii, finisând cu monitorizarea și raportarea de sustenabilitate. Procesul de integrare a criteriilor sustenabilitate în procesul de afaceri al băncii este reprezentat în figura 2.19. BERD joacă un rol activ în dezvoltarea pieței finanțelor sustenabile. Menționez aici implicare BERD în susținerea proiectelor sustenabile în țările baltice, respective, primul fond de finanțare imobiliară verde a fost creat în regiunea țărilor baltice. BERD a investit 30 de mln euro pentru a achiziționa o participație la *Fondul Imobiliar Usaldusfond EfTEN*, creat pentru a investi în bunuri imobile în Letonia, Lituania și Estonia. Acesta este primul fond din statele baltice, concentrat pe rezolvarea problemelor climatice și atingerea obiectivelor. Totodată menționăm că, în Letonia, obligațiunile verzi sunt emise de cea mai mare companie Latvenergo, care a anunțat o strategie unificată pentru realizarea schimbărilor climatice conform obiectivelor UE și astăzi este unul dintre cei mai ecologici producători de energie electrică în Europa.

Uniunea Europeană a construit un cadru normativ solid și dedicat finanțării sustenabile, cu scopul de a canaliza capitalul privat către activități economice durabile și de a gestiona eficient riscurile asociate schimbărilor climatice, sociale și de guvernanță. Acest cadru sprijină formarea unei piețe financiare transparente și coerente, aliniate la obiectivele Pactului Verde European, contribuind astfel la tranziția către o economie neutră din punct de vedere climatic până în anul 2050. Un pilon esențial al acestui cadru este Regulamentul privind taxonomia activităților durabile (Regulamentul (UE) 2020/852), intrat în vigoare la 1 iulie 2021 [77]. Acesta stabilește un sistem de clasificare unitar pentru a defini ce activități economice pot fi considerate „durabile din punct de vedere ecologic”. Taxonomia UE are la bază șase obiective de mediu: atenuarea schimbărilor climatice, adaptarea la schimbările climatice, utilizarea durabilă și protecția resurselor acvatice, tranziția către o economie circulară, prevenirea și controlul poluării, precum și protecția biodiversității și a ecosistemelor. Regulamentul se aplică instituțiilor financiare, companiilor mari

și emitenților de instrumente financiare, constituind fundamentul sistemului de finanțare verde în UE.

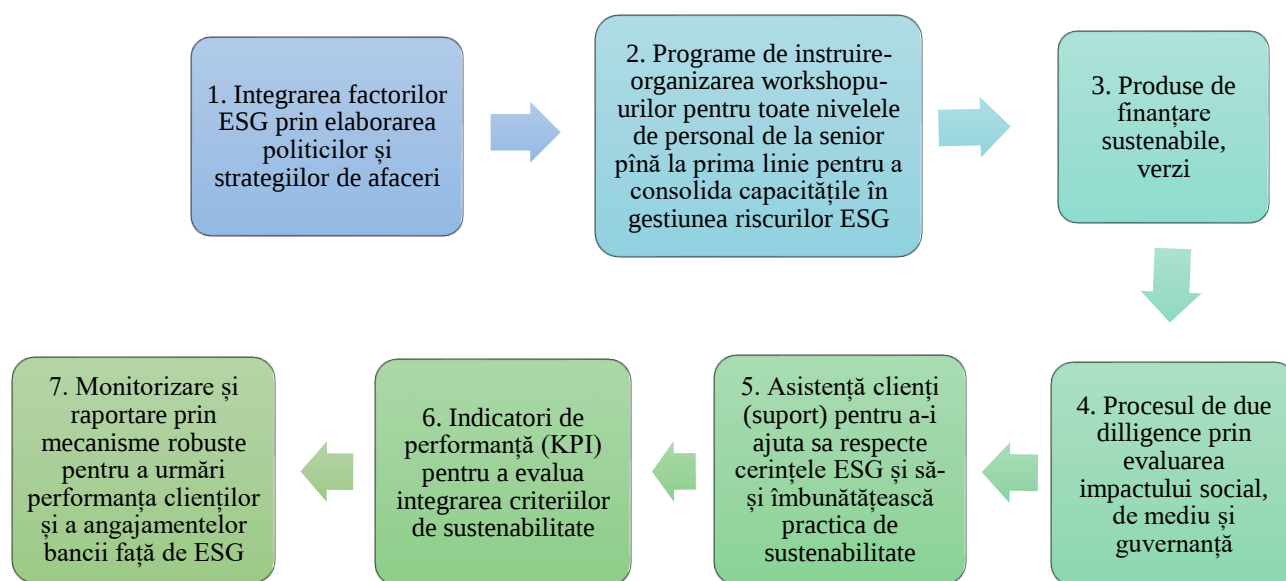


Figura 2.19 Integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG) în activitatea băncilor

Sursa: *Elaborată de autor*

Un pilon esențial al acestui cadru este Regulamentul privind taxonomia activităților durabile (Regulamentul (UE) 2020/852), intrat în vigoare la 1 iulie 2021 [77]. Acesta stabilește un sistem de clasificare unitar pentru a defini ce activități economice pot fi considerate „durabile din punct de vedere ecologic”. Taxonomia UE are la bază șase obiective de mediu: atenuarea schimbărilor climatice, adaptarea la schimbările climatice, utilizarea durabilă și protecția resurselor acvatice, tranziția către o economie circulară, prevenirea și controlul poluării, precum și protecția biodiversității și a ecosistemelor. Regulamentul se aplică instituțiilor financiare, companiilor mari și emitenților de instrumente financiare, constituind fundamentul sistemului de finanțare verde în UE.

În paralel, Regulamentul privind divulgarea informațiilor privind durabilitatea în sectorul financiar (SFDR – Regulamentul (UE) 2019/2088) are drept scop asigurarea transparenței în ceea ce privește modul în care participanții la piața financiară integrează riscurile și factorii ESG în procesele lor decizionale. Prevederile acestuia se aplică atât la nivelul entităților financiare, cât și la nivelul produselor oferite, fondurile fiind clasificate în trei categorii: cele fără obiectiv ESG (Articolul 6), cele care promovează caracteristici ESG (Articolul 8) și cele care au un obiectiv explicit de investiții durabile (Articolul 9) [79].

Pentru a consolida responsabilitatea corporativă, Directiva privind raportarea corporativă de sustenabilitate (CSRD – Directiva 2022/2464/UE) a extins semnificativ cerințele de raportare non-financiară, înlocuind vechea directivă NFRD. Implementarea are loc etapizat începând cu anul 2024 și impune companiilor mari să furnizeze informații detaliate privind impactul lor asupra

mediului, societății și guvernantei. De asemenea, introduce Standardele Europene de Raportare în domeniul Sustenabilității (ESRS), menite să unifice raportarea ESG la nivelul UE.

Un alt instrument aflat în curs de implementare este Regulamentul privind obligațiunile verzi europene (EU Green Bond Standard), care propune un cadru voluntar pentru emitenții de obligațiuni verzi în conformitate cu taxonomia UE. Acesta vizează creșterea transparenței, încrederii și credibilității în instrumentele de finanțare ecologică.

Toate aceste reglementări sunt susținute de Inițiativa Green Deal și Strategia UE pentru finanțare sustenabilă, lansate în 2021. Strategia promovează integrarea principiilor de sustenabilitate în toate politicile economice și financiare ale Uniunii. Printre măsurile incluse se numără: crearea unui standard european pentru ratinguri ESG, etichetarea produselor financiare sustenabile și sprijinirea IMM-urilor în procesul de tranziție verde. Acest cadru normativ amplu reflectă angajamentul ferm al Uniunii Europene de a construi un sistem financiar durabil, capabil să sprijine nu doar tranziția ecologică, ci și reziliența economică și socială pe termen lung.

Un instrument introdus de UE pentru a măsura gradul de aliniere al activelor unei instituții de credit cu Taxonomia activităților durabile este *Indicatorul GAR (Green Asset Ratio)*

$$GAR = \frac{GA(\text{Green Asset} - \text{active verzi})}{TA(\text{Total assets} - \text{total active})} * 100\% \quad (2.1)$$

Scopul principal al indicatorului este de a reflecta proporția activelor „verzi” din portofoliul unei bănci, asigurând astfel transparență în ceea ce privește contribuția instituțiilor financiare la tranziția ecologică. În plus, GAR oferă un instrument comparabil între instituții, facilitând analiza nivelului de sustenabilitate a portofoliilor financiare și sprijinind deciziile investitorilor care urmăresc criteriile ESG. Din punct de vedere juridic, indicatorul este reglementat prin articolul 8 din Regulamentul (UE) 2020/852, iar instituțiile de credit sunt obligate să raporteze începând cu anul 2024, pentru exercițiul financiar 2023, conform standardelor tehnice de implementare elaborate de Autoritatea Bancară Europeană (EBA) [77].

În calculul GAR sunt incluse următoarele tipuri de active: *creditele acordate companiilor nefinanciare, obligațiunile corporative, acțiunile cotate*, precum și alte expuneri considerate eligibile și aliniate cu cerințele taxonomiei europene. Totodată, anumite categorii sunt temporar excluse, precum: *expunerile către administrațiile publice, cele interbancare, portofoliile de tranzacționare și expunerile față de IMM-uri neobligate la raportare ESG* [77].

Dincolo de rolul său tehnic, importanța strategică a indicatorului GAR este semnificativă. Pe de o parte, acesta influențează reputația instituțiilor bancare și le poziționează mai favorabil în ochii investitorilor instituționali orientați spre sustenabilitate. Pe de altă parte, GAR poate deveni în viitor un criteriu de eligibilitate în accesarea unor forme specifice de finanțare verde și sustenabilă.

Anul 2022 a fost unul de schimbări pentru piața globală a finanțelor sustenabile. După câțiva ani de creștere rapidă alimentată de primele valuri de anunțuri net-zero și finanțare de sustenabilitate legată de Covid, piața a fost perturbată în 2022 din cauza tensiunilor geopolitice, a perspectivelor economice incerte și a costurilor de finanțare mai mari. De la acea re-bazare, 2023 a fost un an de testare pentru finanțarea sustenabilă, parțial datorită prudenței din partea mișcărilor regionale anti-mediu, socială și guvernantă (anti ESG) și a unui control mai atent. Optimismul prudent este cauzat de mai mulți factori. O perspectivă mai ridicată de dezvăluire a datelor ESG poate crea un mediu mai ușor de realizat pentru emitere, politicile de energie curată, cum ar fi Legea SUA pentru reducerea inflației, pot continua să stimuleze eforturile de sustenabilitate, evenimentele meteorologice din ce în ce mai extreme ar putea motiva emitenții să finanțeze atenuarea climatului pe termen lung și eforturile guvernamentale pot crește emisiunea de datorie suverană ESG [173].

Piața finanțelor sustenabile crește rapid ca răspuns la urgența climatică. Finanțarea sustenabilă este un subset al pieței financiare generale, care oferă o modalitate structurată de a canaliza capitalul către activitățile economice și proiectele care oferă rezultate durabile. Foarte important este faptul că piața finanțelor durabile contribuie direct și indirect la progresul Obiectivelor de Dezvoltare Durabilă (ODD) ale Națiunilor Unite, care se confruntă cu un deficit de finanțare anuală de 2-4 trilioane dolari SUA. Emisia globală de produse de finanțare sustenabilă a totalizat 1537,9 mld USD în anul 2022 majorându-se de peste 10 ori față de anul 2016 atunci când nivelul finanțărilor sustenabile la nivel mondial constituia 151,4 mld. USD [173]. Volumul total al obligațiunilor verzi emise la nivel mondial a depășit cifra de 480mld. USD pentru anul 2022 [158].

Activitatea piețelor de capital din 2022 din întreaga lume, inclusiv cea a obligațiunilor verzi a fost afectată la nivel global în urma invaziei Rusiei în Ucraina, care a provocat creșteri ale prețurilor la energie, inflație și creșterea ratelor dobânzilor. Aceasta s-a extins la obligațiunile verzi emise care s-au redus semnificativ față de anul 2021. La nivel global, în 2023 valoarea produselor de investiții sustenabile, incluzând obligațiuni și fonduri a atins mai mult de 700 mld. USD, înregistrând o creștere de 3% față de 2022 [158]. Obligațiunile sustenabile au fost principalul motor al creșterii produselor de pe piețele de capital sustenabile. Emisiunea a crescut la 872 mld. USD, creștere cu 3% față de 2022, aducând valoare cumulată pieței din 2018 la mai mult de 4 trilioane de dolari. Cea mai mare pondere în volumul total al emisiunilor obligațiunilor sustenabile revine obligațiunilor verzi care dețin o cotă de peste 60% din volumul emis, obligațiunilor sociale revenindu-le o cotă de peste 18% [174].

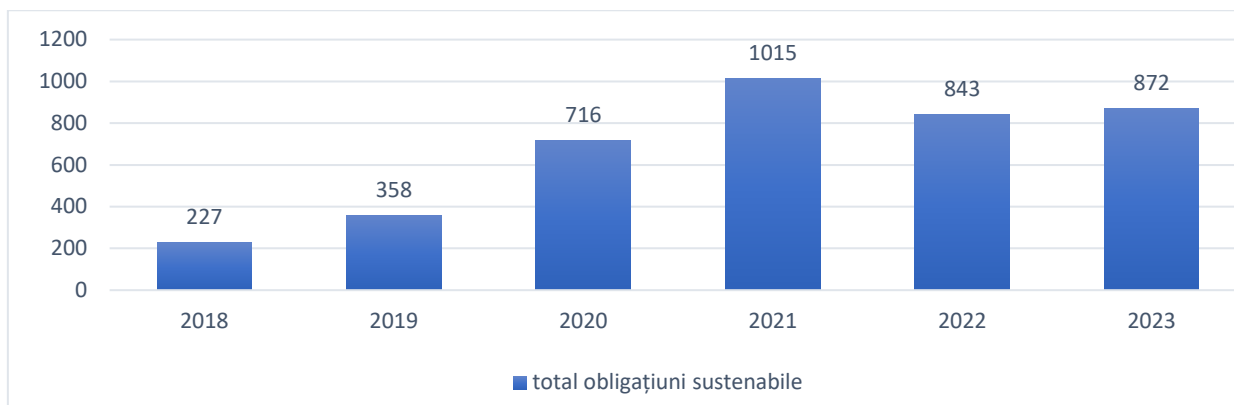


Figura 2.20 Dinamica pieței obligațiunilor sustenabile emise în perioada 2018-2023

Sursa: Elaborată de autor în baza sursei [174]

În 2023, obligațiunile sustenabile au capturat un volum aliniat la 870 mld. USD, cu 3% mai mult decât cifra din 2022 de 843 mld. USD, majorându-se față de 2018 practic de 4 ori. (fig.2.20).

Peste 65% din acestea au provenit din tema verde care a adăugat 587,3 mld. USD, reflectând o creștere de 15% față de anul 2022.

În schimb, a existat o scădere anuală a volumului obligațiunilor sociale și de sustenabilitate cu 7%, respectiv 30%. America Latină este singura regiune în care obligațiunile de sustenabilitate constituie cea mai mare cotă din piața, atingând 47% până la sfârșitul anului 2023 [174]. De asemenea, este singura regiune care și-a crescut constant volumul de obligațiuni de sustenabilitate în ultimii patru ani.

Europa este cea mai mare piață a obligațiunilor sustenabile, cu 405 mld. USD reprezentând 46% din totalul celor emise la nivel global din 2023. La capitolul obligațiuni verzi, la fel, mai mult de jumătate (53%) din volum a provenit din Europa, contribuind cu 309,6 mld. USD și realizând o creștere de 23% față de 2022. Unul dintre cei mai mari zece emitenți ai obligațiunilor verzi din Europa este Marea Britanie, care a concentrat un volum de 22,5 mld. USD. Pentru prima oară, state precum Albania, Cipru, Macedonia și Muntenegru au realizat emisiuni de obligațiuni verzi în 2023. Asia-Pacific a fost a doua cea mai prolifică regiune pentru emisiunea de obligațiuni verzi în 2023, contribuind cu o treime din volumul total de emisiuni aliniate (189,4 mld. USD), din care 44% din China [174]. Dinamica emisiunilor obligațiunilor verzi la nivel global este reprezentată în Anexa 16.

SUA a fost țara cu cea mai mare pondere a tranzacțiilor de sustenabilitate (21,5 mld. USD). China a produs cel mai mare volum de obligațiuni verzi (85,4 mld. USD), în timp ce Franța deținea obligațiuni sociale (54,5 mld. USD). Cea mai mare pondere în emisiunea obligațiunilor verzi revine statelor dezvoltate care dețin un volum de peste 67% din obligațiunile verzi emise, printre care enumerăm: China, SUA, UE, Canada, Marea Britanie, Japonia [188].

Obligațiunile verzi reprezintă un instrument util entităților pentru a finanța trecerea modelului de afaceri la activități mai durabile. Ponderea obligațiunilor verzi în totalul

obligațiunilor emise la nivel de UE este de 6,5%. În baza datelor Eurostat, în 2022 la nivelul UE au fost făcute emisii de obligațiuni publice verzi de 266 mld. euro, comparativ cu 85 mld. euro, în 2019. La nivel global, valoarea obligațiunilor verzi emise a crescut cu 15%, de la 509 mld. dolari SUA în 2022 la 587 mld. dolari SUA în 2023, reprezentând 2/3 din obligațiunile durabile emise. Această creștere puternică a fost detreminată, în principal, de creșterea sectoarelor energiei, transportului, tehnologiei informațiilor și comunicațiilor, deșeurilor și industriei [173].

Companiile financiare au avut cea mai mare contribuție, în domeniul finanțelor sustenabile cu 29% din volume, în timp ce 25% au provenit de la corporații nefinanciare. Companiile europene au fost responsabile pentru aproape jumătate din finanțările verzi din sectorul privat, cei mai mari doi emitenți fiind banca comercială germană Helaba (5,2 mld. USD și 45 de tranzacții) și compania energetică multinațională daneză Orsted (4 mld. USD și șase tranzacții). Domeniile de finanțare verde care însumă un total de 77% din totalul datoriei verzi este reprezentat de domeniul energetic, transportul ecologic și clădirile verzi.

Multe dintre statele dezvoltate au reușit să devină exemple de bune practici în domeniul finanțării sustenabile datorită politicii publice, reglementărilor clare, sprijinului guvernamental și implicării sectorului privat. Aceste strategii contribuie nu doar la protejarea mediului, dar și la stimularea inovației și la crearea de locuri de muncă durabile, asigurându-se astfel un viitor economic sustenabil pe termen lung.

România face pași mici dar siguri către punerea în aplicare a măsurilor de reglementare în domeniul finanțării sustenabile în conformitate cu tendințele la nivelul Uniunii Europene. Ca urmare a adoptării planului de redresare Next Generation EU, România a adoptat Planul Național de Redresare și Reziliență („PNRR”) care stabilește domenii prioritare de investiții pentru depășirea crizei COVID-19 și conține prevederi legate de o tranziție „verde” în anumite domenii economice. Se poate constata că, pentru atingerea obiectivelor stabilite de autorități în cadrul PNRR, o astfel de modalitate de finanțare ar trebui, să vizeze și proiectarea sustenabilă de servicii și produse și să se concentreze pe finanțarea companiilor care au integrat politici ESG solide. Având în vedere că Pactul Verde European acoperă un spectru mai larg de activități economice, se poate presupune că, interesul pentru proiectele „verzi” pot să crească și în alte sectoare ale economiei, precum cel agricol, al infrastructurii și industria IT.

Deși există inițiative importante în ambele regiuni, există diferențe semnificative în ceea ce privește implementarea, reglementările și accesul la finanțare. Republica Moldova este una din țările unde finanțarea sustenabilă nu este atât de popular ca în UE.

Mai multe țări au dezvoltat politici și instrumente eficiente pentru promovarea finanțării sustenabile, fiecare adaptându-se contextului său economic și social. O sinteză a celor mai bune practici în domeniul finanțării sustenabile este redată în tabelul 2.10.

Tabel 2.10 Bune practici în domeniul finanțării sustenabile

Țara	Particularități
Suedia	Pioner în finanțarea sustenabilă și politici fiscale ecologice. Una dintre cele mai avansate țări în domeniul finanțării sustenabile care prima oară a emis obligațiuni verzi în 2008. Subvenții pentru investițiile în energie regenerabilă și eficiență energetică. Banca centrală a Suediei, <i>Sveriges Riksbank</i> , a implementat politici economice care sprijină proiectele ecologice și promovează evaluarea riscurilor climatice pentru băncile comerciale.
Finlanda	Finlanda este renumită pentru integrarea sustenabilității în toate aspectele economiei sale. Guvernul finlandez a creat un program național de sustenabilitate, care include investiții în eficiența energetică a clădirilor, energii regenerabile și inovații ecologice. <i>Banca Finlandeză pentru Dezvoltare</i> oferă împrumuturi tehnologii ecologice și soluții pentru reducerea emisiilor. Fonduri verzi sunt destinate finanțării de proiecte de infrastructură ecologică.
Marea Britanie	Regatul Unit a adoptat reglementări și politici care promovează integrarea criteriilor ESG în deciziile de investiții. London Stock Exchange (LSE) este una dintre piețele financiare cele mai prietenoase cu obligațiunile verzi. Autoritățile locale au implementat inițiative financiare pentru a sprijini proiectele de eficiență energetică și reducere a emisiilor.
China	China a implementat politici agresive de finanțare sustenabilă, incluzând reglementări stricte pentru emiterea de obligațiuni verzi și promovarea investițiilor în energie curată. Banca Populară din China (PBOC) a fost una dintre primele bănci centrale care a înființat un sistem de raportare a riscurilor climatice și de mediu pentru instituțiile financiare.
Japonia	Japonia promovează o politică activă de „Green Growth”, care include investiții masive în tehnologii verzi și infrastructuri ecologice. Tokyo Stock Exchange a implementat un sistem de evaluare și promovare a investițiilor ESG, iar guvernul japonez sprijină companiile să adopte strategii ecologice prin diverse stimulente fiscale.
Olanda	Olanda este un lider în domeniul economiei circulare și proiectelor de infrastructură verde, încurajând reutilizarea materialelor și reciclarea prin politici economice susținute de stat. Fondul Național pentru Mediu al Olandei oferă împrumuturi cu dobânzi scăzute pentru inițiativele verzi și sprijină inițiativele de reciclare și eficiență energetică.
Norvegia	Cunoscută pentru utilizarea fondurilor suverane pentru a sprijini dezvoltarea sustenabilă, prin investiții în energie regenerabilă, tehnologie curată și infrastructură ecologică. Fondul Suveran Norvegian este unul dintre cele mai mari fonduri de investiții din lume și are o politică clară de investiții responsabile, fiind inclus în platformele internaționale pentru susținerea investițiilor verzi. Politica ecologică națională include stimulente fiscale pentru companiile care investesc în energii regenerabile și tehnologii ecologice.

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor disponibile: <https://studyinnorway.no/study-opportunities/sustainable-finance>; <https://www.gu.se/en/research/sustainable-finance> și <https://uksif.org/>

Bunele practici internaționale arată că succesul în domeniul finanțării sustenabile presupune o combinație între politici publice ferme, implicarea activă a sectorului privat și promovarea educației financiare verzi. Modele precum cele din Suedia, Norvegia și Olanda pot servi drept inspirație pentru țările care își doresc să dezvolte piețe financiare sustenabile și reziliente la schimbările climatice. Adaptarea acestor practici la contextul local este esențială pentru a stimula tranziția către o economie verde.

Tabel 2.11 Analiza comparativă privind finanțarea sustenabilă în UE și Republica Moldova

Criteriu	Uniunea Europeană	Republica Moldova
Reglementări privind sustenabilitatea	Extrem de bine reglementată: Regulamente precum Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), Taxonomia UE, și Green Deal-ul European.	Mai puțin reglementată: Legislația privind sustenabilitatea este în proces dezvoltare
Accesibilitate la finanțare	Extrem de accesibilă – prin intermediul fondurilor UE, diverse instrumente financiare dedicate sustenabilității dezvoltate de instituțiile de credit	Acces limitat – majoritatea proiectelor sustenabile se bazează pe finanțări externe, cum ar fi fondurile de la Banca Mondială, BERD, BEI.
Proiecte finanțate sustenabile	Multe și variate – inclusiv proiecte de energie regenerabilă, transport ecologic, infrastructură verde, agricultură sustenabilă, educație ecologică, managementul apelor, gestiunea deșeurilor.	Proiecte puține – majoritatea se concentrează pe sectorul agricol, transport eco și energii regenerabile, dar sunt mai puține inițiative mari și cu impact global.
Criterii de eligibilitate	Criterii clare și stabilite la nivel european, de exemplu, reglementări precum SFDR cer ca instituțiile financiare să raporteze conformitățile ESG ale investițiilor lor.	Criterii mai puțin definite, iar instituțiile financiare nu sunt obligate să prezinte raportarea de sustenabilitate sau să aplice standarde internaționale pentru sustenabilitate.
Educare și conștientizare	Dezvoltată – campanii de informare și formare, instruire în domeniul investitorilor responsabili, sustenabilitate în educație economică.	Mai puțin dezvoltată – nu există un cadru educațional standardizat sau o educație extinsă privind finanțarea sustenabilă.
Cadrul de reglementare al Băncii Centrale	BCE a adoptat o politică verde, iar băncile centrale din UE susțin inițiativele financiare durabile.	Banca Națională a Moldovei nu are încă o politică verde formală, inițial a fost elaborată foia de parcurs.
Parteneriate internaționale	Multe – UE colaborează activ cu instituții financiare internaționale (Banca Mondială, Fondul Monetar Internațional, Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare etc.) pentru a sprijini sustenabilitatea.	Mai puține – Republica Moldova depinde mult de ajutoarele externe și de organizațiile internaționale pentru a implementa proiecte sustenabile.

Sursa: eElaborat de autor în baza [79; 77; 178; 186;189]

Uniunea Europeană beneficiază de un cadru bine reglementat, accesibilitate la finanțare sustenabilă și o gamă largă de oportunități pentru implementarea proiectelor ecologice și sociale, iar procesul de accesare a fondurilor este destul de clar și eficient. Republica Moldova se află într-un stadiu incipient în ceea ce privește dezvoltarea și reglementarea finanțării sustenabile, iar accesul la astfel de fonduri este limitat. Cu toate acestea, există un potențial semnificativ pentru dezvoltarea acestui sector, mai ales în domeniul energiei regenerabile și al agriculturii durabile.

Rezultatele *Chestionarului* realizat de autor privind accesul la finanțare (anexa 27), relevă că la nivel național, finanțarea sustenabilă este cunoscută la un nivel incipient. Astfel, conform datelor prezentate în figura 2.6, doar 5 respondenți (12,5%) au indicat finanțarea sustenabilă ca preferință, ceea ce denotă un interes relativ scăzut. Această situație este explicată în principal prin lipsa informațiilor și absența campaniilor de educație financiară, aspect evidențiat de 100% dintre respondenți. Printre alte bariere și obstacole menționate de respondenți se numără:

- *Lipsa unui cadru normativ* – semnalată de 3 respondenți (7,5%), ceea ce sugerează că, deși unele modalități moderne de finanțare sunt cunoscute, există necesitatea unui cadru legislativ mai clar și a unor reglementări suplimentare pentru facilitarea accesului la aceste instrumente.
- *Costurile mai mari comparativ cu creditul bancar* – menționate de 3 respondenți (7,5%), ceea ce indică faptul că, pentru majoritatea entităților, costurile percepute nu reprezintă un obstacol major în utilizarea alternativelor de finanțare.

Sondajul realizat de autor reflectă o deschidere considerabilă a entităților către utilizarea altor modalități de finanțare decât creditul bancar: 47,5% (19 respondenți) au răspuns „Probabil da”, iar 20% (8 respondenți) au răspuns „Da, sigur”.

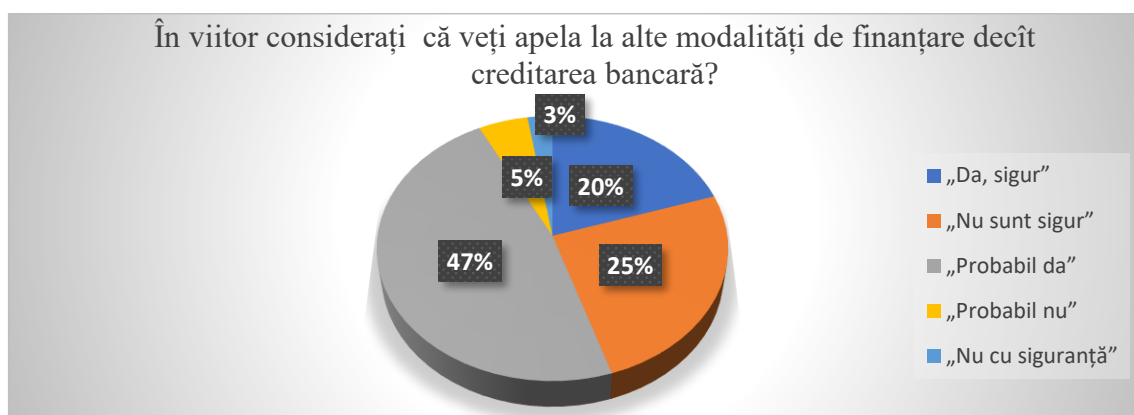


Figura 2.21 Ponderea respondenților după opțiunea de accesare a altor modalități de finanțare decât creditul bancar

Sursa: Elaborat de autor în baza chestionarelor

În urma analizei informațiilor colectate conform sondajului realizat, se constată că majoritatea respondenților sunt deschiși să exploreze alte forme de finanțare, deși nu toți sunt complet siguri de această decizie. Această atitudine reflectă atât dorința de diversificare a surselor de finanțare, cât și incertitudinea privind accesibilitatea și înțelegerea noilor instrumente financiare. În ceea ce privește măsurile recomandate de respondenți pentru facilitarea accesului la alternative de finanțare:

- *Campaniile de educație financiară* au fost susținute de 100% dintre respondenți, confirmând rolul esențial al acestora în dezvoltarea pieței.
- *Oferirea stimulentei fiscale* a fost susținută de 10 respondenți (25%), ceea ce sugerează că reducerile fiscale ar putea încuraja utilizarea instrumentelor financiare alternative.
- *Crearea unui cadru normativ clar* a fost recomandată de 7 respondenți (17,5%).
- *Suportul guvernamental și creșterea transparenței pieței* au fost menționate de câte 3 respondenți (7,5% fiecare).

În concluzie, educația financiară reprezintă o condiție fundamentală pentru depășirea barierelor existente și pentru stimularea utilizării altor modalități de finanțare în rândul entităților economice din Republica Moldova, inclusiv a finanțării sustenabile.

Pe măsură ce Republica Moldova își va dezvolta cadrul legislativ și educațională în domeniul sustenabilității, se așteaptă ca accesul la finanțare sustenabilă să devină mai larg și mai bine reglementat. Prin direcționarea investițiilor către proiecte de energie regenerabilă se promovează tranziția ecologică către o economie mai prietenoasă cu mediul. În plus, finanțarea verde, poate stimula inovația în economia verde. Oferind fonduri pentru cercetarea și dezvoltarea tehnologiilor verzi, poate încuraja apariția soluțiilor ecologice inovatoare.

Pe măsură ce piața finanțelor sustenabile trece de la perioada inițială de creștere rapidă la o fază de maturizare cu mai multe mandate de dezvoltare și control ESG, a devenit important pentru emitenți să treacă prin riscurile de *greenwashing*, cunoscut ca *dezinformare ecologică*, prin creșterea activă a credibilității în materie de sustenabilitate. Generalizând beneficiile oferite de finanțarea sustenabilă asupra sistemului economic putem identifica un impact pozitiv al acesteia marcat prin: promovarea incluziunii sociale, stimularea inovației, dezvoltarea comunităților vulnerabile, creșterea investițiilor, inclusiv a capitalului străin.

Ne aflăm într-o eră a ajustării și digitalizării, iar finanțarea sustenabilă rămâne un instrument crucial pentru a oferi sprijin financiar pentru activitățile durabile. Prin urmare, vedem că piața va continua să crească în viitor. Finanțarea sustenabilă promovează crearea unei piețe financiare mai transparente și mai responsabilă prin stabilirea unor standarde înalte pentru dezvoltarea criteriilor de sustenabilitate ESG și combaterea practicilor *greenwashing*, ceea ce asigură că capitalul este cu adevărat investit în proiecte durabile și responsabile. Acest lucru întărește încrederea investitorilor și a consumatorilor în sistemul financiar, care este unul crucial pentru stabilitatea și creșterea economică pe termen lung.

2.5 Concluzii la Capitolul 2

Capitolul 2 prezintă o analiză complexă și comparativă a principalelor modalități moderne de finanțare – factoring, capital de risc, crowdfunding și finanțarea sustenabilă – reflectând tendințele internaționale și realitățile naționale, în special în contextul Republicii Moldova.

1. Factoringul este un instrument modern de finanțare bine dezvoltat la nivel internațional, în special în Uniunea Europeană, unde infrastructura legislativă, digitalizarea și accesul la resurse susțin utilizarea sa pe scară largă de către IMM-uri. În Republica Moldova, acest instrument se află încă într-o fază incipientă, fiind limitat de lipsa reglementărilor clare, digitalizarea redusă și costurile ridicate. Cu toate acestea, inițiativele recente de transformare digitală și sprijin

pentru IMM-uri oferă un potențial real de extindere a factoringului, dacă vor fi însoțite de măsuri concrete privind informarea, reglementarea și modernizarea infrastructurii financiare.

2. În plan internațional, factoring-ul a cunoscut o dezvoltare accentuată, fiind extins și diversificat prin forme precum reverse factoring și factoring-ul ESG. Aceste forme susțin optimizarea lanțurilor de aprovizionare și încurajează practici responsabile de afaceri. În Republica Moldova, însă, această formă de finanțare se află încă la început, cu o reglementare modestă și o utilizare limitată, deși potențialul de creștere este evident.
3. În contrast, capitalul de risc rămâne aproape inexistent în Republica Moldova, fiind necunoscut sau neutilizat de majoritatea întreprinderilor, ceea ce indică o nevoie urgentă de promovare și dezvoltare a culturii de finanțare inovativă în mediul antreprenorial local. Capitalul de risc reprezintă un instrument esențial pentru finanțarea start-up-urilor inovatoare, având un rol important în stimularea antreprenoriatului tehnologic și a ideilor cu potențial ridicat de creștere. Deși implică un grad ridicat de risc, acesta poate genera beneficii considerabile pentru investitori și economie, în condițiile succesului afacerii. Integrarea factorilor ESG în deciziile fondurilor de capital de risc rămâne un aspect provocator, dar necesar, oferind o oportunitate de aliniere la principiile sustenabilității și de consolidare a impactului pozitiv al investițiilor.
4. Crowdfunding-ul reprezintă o formă alternativă de finanțare participativă, cu un impact tot mai mare în ecosistemul antreprenorial, în special în rândul tinerilor antreprenori și al proiectelor inovative. Deși în UE acest tip de finanțare este reglementat și susținut prin platforme digitale moderne, în Republica Moldova crowdfunding-ul nu este suficient valorificat, confruntându-se cu lipsa unui cadru normativ clar și a unor campanii de educație financiară corespunzătoare.
5. Finanțarea sustenabilă este o tendință majoră pe plan european și global, ce integrează criteriile ESG (mediu, social, guvernanta) în procesul de finanțare. Aceasta devine o direcție strategică pentru investitori, fonduri internaționale și instituții financiare, fiind încurajată prin politici publice și reglementări precum Taxonomia UE sau CSRD. În Moldova, acest segment este încă incipient, necesitând armonizare legislativă, instruire și parteneriate pentru atragerea de finanțări verzi.
6. Comparativ, în Uniunea Europeană piețele de finanțare alternativă sunt dezvoltate, bine reglementate și accesibile, cu accent pe digitalizare, sustenabilitate și sprijin pentru IMM-uri. În schimb, în Republica Moldova, aceste modalități se confruntă cu obstacole precum lipsa reglementărilor dedicate, costuri ridicate, acces limitat pentru IMM-uri și o digitalizare slabă. Cu toate acestea, prin preluarea bunelor practici europene și sprijinul instituțional, Republica Moldova are șansa de a-și moderniza infrastructura financiară și de a oferi întreprinderilor instrumente flexibile de dezvoltare.

7. Integrarea criteriilor ESG (mediu, social și guvernanță) în procesul de evaluare a debitorilor reprezintă o tendință emergentă, dar tot mai relevantă, în cadrul instrumentelor moderne de finanțare, precum factoringul, crowdfundingul și finanțarea sustenabilă. Această abordare permite nu doar o evaluare financiară tradițională a bonității, ci și o apreciere mai amplă a riscurilor nefinanciare, care pot influența atât capacitatea de rambursare cât și reputația debitorului. În cazul factoringului, evaluarea ESG poate contribui la o selecție mai responsabilă a partenerilor comerciali, în special în industriile cu impact ecologic sau social ridicat. În crowdfunding, unde încrederea comunității joacă un rol esențial, criteriile ESG pot spori transparența și atractivitatea campaniilor, oferind investitorilor un cadru suplimentar de luare a deciziilor. În ceea ce privește finanțarea sustenabilă, integrarea ESG este fundamentală, fiind chiar un criteriu definitoriu pentru eligibilitatea proiectelor. Prin urmare, includerea acestor criterii în evaluarea debitorilor nu doar sprijină tranziția spre o economie mai responsabilă, dar contribuie la consolidarea rezilienței portofoliilor financiare, creșterea încrederii investitorilor și alinierea la standardele internaționale de sustenabilitate.
8. Dezvoltarea incertă a modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova este determinată de lipsa dezvoltării unei piețe financiare clar conturate și reglementate. Implicarea instituțiilor guvernamentale prin crearea unui cadru favorabil dezvoltării noilor modalități este imperativă și strict necesară, inclusiv prin ajustarea cadrului normativ de reglementare conform rigorilor europene, elaborarea unei strategii de dezvoltare sustenabilă pe un orizont de timp de 10 ani, promovarea politicilor economice în domeniu, prin facilitarea dezvoltării lor inclusiv prin: acordarea stimulentele fiscale, reduceri la rata dobânzilor, garanții bugetare etc. Oportunitatea dezvoltării factoring-ului, finanțării prin capital de risc, crowdfunding-ului și finanțării sustenabile în țara noastră este una oportună și necesară, reeșind din perspectivele integrării europene ale țării noastre și promovarea dezvoltării unui sistem economic competitiv și sustenabil.

3. PERSPECTIVE ȘI DIRECȚII DE DEZVOLTARE A MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE ÎN REPUBLICA MOLDOVA

3.1 Constrângerile și oportunitățile dezvoltării modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național

Performanța unui sistem economic sustenabil depinde în mod direct de suportul oferit de sistemului financiar. În condițiile în care viabilitatea acestuia este amenințată, efectele negative asupra dezvoltării economice, inclusiv asupra sectorului antreprenorial, se resimt imediat. Prin urmare, crearea unui mediu antreprenorial eficient este strâns legată de stabilitatea și siguranța sistemului financiar.

Sistemul financiar al Republicii Moldova constituie forța motrice a sistemului economic, contribuind la susținerea entităților economice în realizarea proiectelor investiționale de perspectivă. Sistemul financiar național cuprinde în prezent două sectoare: sectorul bancar, reprezentat de bănci, și sectorul nebancar, reprezentat de organizațiile de creditare nebancare, din care fac parte organizațiile de creditare nebancare și companiile de leasing. Deși la prima vedere sistemul pare stabil, în realitate, se confruntă cu provocări și constrângeri ce pot genera riscuri semnificative, afectând stabilitatea și eficiența întregului sistem economic.

Dominația băncilor pe piața resurselor financiare

În acest context, se poate menționa îngrădirea accesului la finanțare pentru entitățile economice, într-un sistem în care băncile dețin o poziție dominantă. Creditele și liniile de credit oferite de acestea reprezintă principalele surse de finanțare, fiind urmate de leasingul financiar și microfinanțare. Această dependență excesivă de sectorul bancar poate restrânge opțiunile de finanțare pentru afaceri, afectând astfel dezvoltarea și inovarea în economie.

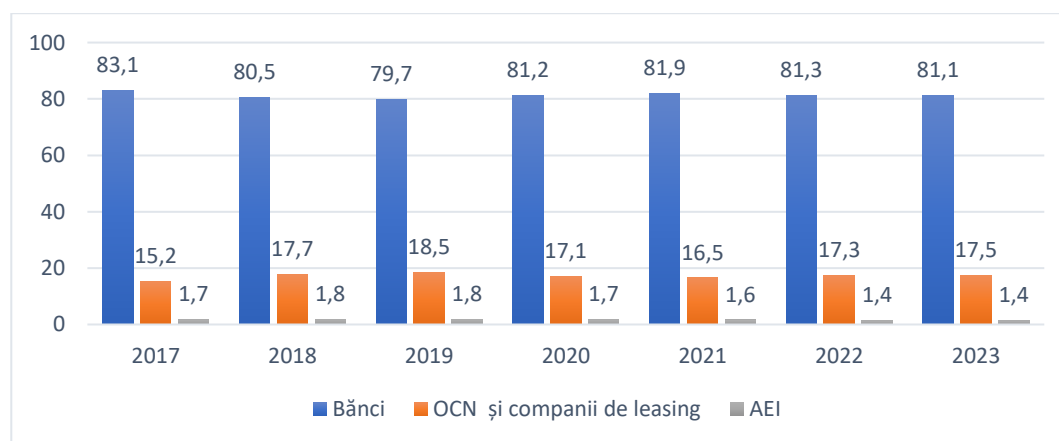


Figura 3.1 Cota portofoliilor de credite și a împrumuturilor acordate de bănci, OCN și AEI în perioada 2017-2023

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor BNM și CNPF

Figura 3.1 reflectă ponderea mare a împrumuturilor acordate de către bănci sectorului antreprenorial, pondere care în ultimii ani s-a menținut la un nivel ce depășește 80% din volumul total al împrumuturilor acordate pe piața financiară. Cu referire la sectorul bancar, menționăm

reticența acestuia în diversificarea spectrului de servicii financiare acordate, alături de creditele clasice, precum și dominanta celor patru bănci mari din sistem – BC „Moldova Agroindbank” SA, BC „Moldindconbank” SA, BC „Victoriabank” SA și OTP Bank SA.

- *Limitarea accesului entităților economice la creditele oferite de bănci și organizațiile de creditare nebancaară*

Principala modalitate de finanțare practică și dezvoltată pe larg în Republica Moldova o constituie creditarea bancară, urmată de microfinanțare. Analizele efectuate demonstrează un nivel destul de înalt al ponderii creditelor în PIB, pentru anul 2023 depășind cifra de 20,5%, fiind înscădere față de anul 2022 cu 2,0 puncte procentuale. Factorii determinanți ai scăderii semnificative ai nivelului de creditare a fost determinat de înăsprirea supravegherii instituțiilor de credit în domeniul creditar, inclusiv creditarea prudentă și calitatea portofoliului creditar, ca rezultat al falimentului celor 3 bănci comerciale. Pentru perioada 2018-2020, a fost înregistrată o înviorare nesemnificativă a acestui indicator, cu peste 4%, majorându-se de la 18,4% la 19,5% la finele anului 2019, la 22,6% pentru anul 2020, la 23,3% pentru anii 2021-2022 și 20,5 pentru anul 2023 [68, p.82].

Ponderea împrumuturilor acordate de către instituțiile de microfinanțare raportate la PIB a înregistrat tendințe pozitive în perioada 2015-2022. Conform calculelor estimative realizate în baza datelor BNM și CNPF pentru anul 2022, ponderea creditelor bancare raportate la PIB a constituit 27,6%, înscriind o sporire față de anul 2020 cu cca 5%, iar ponderea împrumuturilor acordate de OCN în PIB s-a redus nesemnificativ. Jaful bancar din 2014 a marcat puternic activitatea de creditare a sistemului bancar, astfel volumul total de credite s-a redus de la 40% din PIB în 2013 la 27% – în anul 2022, ceea ce înseamnă o scădere reală a volumului de credite cu peste 20%. În structura activelor bancare, ponderea cea mai mare revine creditelor, care la finele lui 2023 au constituit 40,6% din totalul activelor pe sistem, sau 62.481 mln. lei. (Anexa 16). În perioada 2017-2023, soldul total al creditelor acordate s-a majorat cu peste 28%. Începând cu anul 2019 piața creditelor bancare s-a înviorat după măsurile întreprinse de către BNM în vederea reducerii ratei de bază pe piața bancară, precum și politicilor promovate de bănci în domeniul creditării. Astfel, în anul 2019 volumul creditelor bancare acordate s-a majorat practic dublu față de 2018, fiind menținute trenduri ascendente până în 2023, când ritmul de creștere a marcat un volum de peste 62.481 mln. lei față de 35.452 mln. lei în 2018.

- *Procesul birocratic și complicat în examinarea și aprobarea cererilor de finanțare*

Creditele oferite de către bănci sunt credite tradiționale, acordate cu multă birocratie și pachet de documente costisitor. În acest context atragem atenția asupra faptului că aprobarea acordării unui credit de către băncile din țara noastră durează de la 2 la 4 săptămâni, cel mult 60 de zile, fapt cauzat de lipsa unor platforme digitale ce ar permite crearea unui dosar de credit

electronic, prin care se va reduce considerabil timpul de prezentare și analiză a solicitărilor de credit. Mai mult decât atât, pentru minimizarea riscului de credit, în procesul și aprobare și acordare a creditelor, instituțiile de credit au întreprins măsuri prudențiale, care din nou încetinesc procesul de creditare. În acest context menționăm prezența câtorva nivele de luare a deciziilor, stabilite în funcție de suma solicitată și de bonitatea debitorului (istoria de credit pozitivă sau satisfăcătoare).

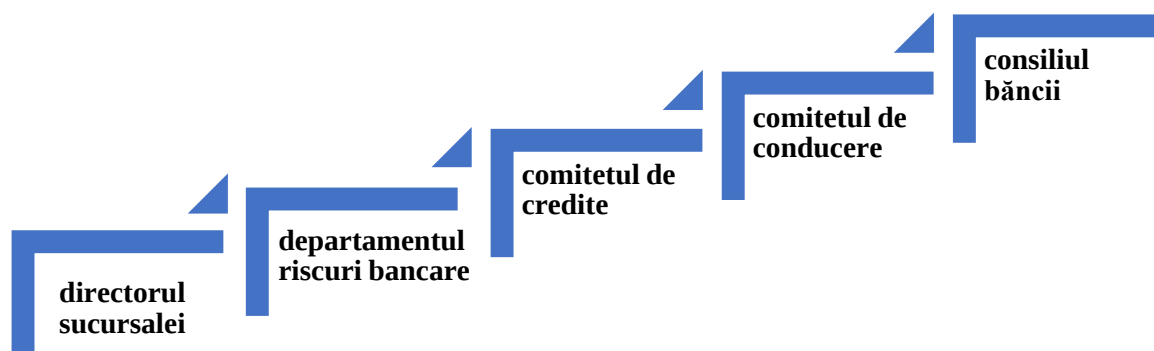


Figura 3.2 Limitele de competență în acordarea creditelor bancare în cadrul băncilor

Sursa: Elaborată de autor

Conform reglementărilor interne ale unor bănci comerciale, sunt stabilite 5 limite de competență (nivele de aprobare) în aprobarea creditelor solicitate de către entitățile economice. Astfel, pentru sumele de până la 2 mln. lei, sau echivalentul în valută (dolari SUA/euro) și a unei bonități sănătoase a entității solicitante, decizia de aprobare a dosarului de credit revine directorului sucursalei. În cazul în care suma este de până la 2 mln. lei, iar istoria de credit a solicitantului este una satisfăcătoare, decizia de creditare este transmisă la următorul nivel, cel al Departamentului riscuri bancare. Pentru sumele cuprinse între 2 mln. și 5 mln. lei, decizia de aprobare/refuz revine Comitetului de credite în baza concluziei prezentate de către Departamentul riscuri bancare. Dacă suma solicitată depășește 3 mln. lei până la un nivel de 5 mln. lei, decizia de creditare este luată de către Comitetul de credite al băncii în baza concluziei Departamentului riscuri bancare. Pentru sumele ce depășesc 5 mln. lei, decizia de creditare este luată de către Comitetul de conducere al băncii în baza concluziei Departamentului riscuri bancare. Pentru creditarea persoanelor afiliate băncii, decizia este înaintată Consiliului băncii. Astfel, prudența bancară în luarea deciziei de creditare cere timp suplimentar la fiecare etapă de luare a deciziei, fapt ce determină solicitanții să refuze finanțarea prin credite bancare și să caute noi soluții de finanțare.

- *Cadrul generalist și imprecis de reglementare în domeniul modalităților de finanțare*

Cadrul normativ de reglementare a sectorului financiar include:

1. Codul civil, care conține prevederi atât pentru domeniul creditării, cât și cele destinate leasingului (capitolul X), factoring-ului (Capitolul XXIV) și gajului (Capitolul V) [23];

2. Legea cu privire la activitatea băncilor nr.202/2018, care reglementează activitatea băncilor în general [53];
3. Legea nr.1/2018 cu privire la organizațiile de creditare nebancară, care vizează direct activitatea companiilor de microfinanțare [47].

Ținem să menționăm că în Republica Moldova a fost elaborată și implementată Legea cu privire la leasing nr.59/2005, dar care a fost abrogată în 2018, iar prevederile acesteia au fost încorporate în Codul civil. Cu referire la alte modalități de finanțare, lipsesc prevederile normative legislative care să reglementeze procesul și mecanismul de finanțare, ceea ce reprezintă un impediment important în calea diversificării accesului la finanțare pentru entitățile economice.

Chiar și actuala legislație specifică domeniului microfinanțării este una foarte generală și imprecisă. Organizațiile de creditare nebancare au drept scop sporirea accesului la sursele financiare pentru populație, antreprenorii individuali și entitățile micro, mici și mijlocii. Conform prevederilor legislației în vigoare, principiile de activitate ale organizațiilor de microfinanțare sunt:

- a) asigurarea unei stabilități financiare în domeniul microfinanțării;
- b) asigurarea transparenței în activitatea de microfinanțare;
- c) respectarea principiului concurenței loiale [47, art.3].

Cât de bine respectă OCN-le principiile enumerate mai sus, precum și obiectivul de sporire a accesului la resurse financiare pentru IMM-uri, rămâne o întrebare la care se încearcă a găsi un răspuns. În acest context, revizuirea și adoptarea unui cadru normativ de reglementare ajustat în special la rigurile europene sunt imperative. Totodată, menționăm că tratarea modalităților de finanțare precum leasing și factoring în legislația națională este una foarte generală, reflectată din punctul de vedere al contractelor încheiate. Prevederi clare în legislația națională în domeniul anumitor forme de finanțare lipsesc, în schimb ele se regăsesc în reglementările interne ale instituțiilor de credit, care tratează mecanismul de finanțare printr-o anumită formă sau alta în mod subiectiv și conservator.

- *Orientarea sectorului nebancar spre creditarea de consum și abaterea activității de la obiectivul de bază – susținerea sectorului IMM*

Scopul inițial al creării instituțiilor de microfinanțare a fost impulsivarea dezvoltării sectorului micro, mic și mijlociu de dezvoltare, prin facilitarea accesului la resurse noi de finanțare. Spre deosebire de scopul inițial, activitatea ulterioară a acestor instituții a fost orientată, în mare parte, spre creditarea de consum și mai puțin spre creditarea sectorului antreprenorial. Spre deosebire de alte state dezvoltate, organizațiile de microfinanțare din Republica Moldova sunt orientate spre creditele de consum, acordate persoanelor fizice, a căror pondere depășea 80% în 2022, sectorului antreprenorial revenindu-i doar 20%.

Este esențial să subliniem discrepanțele semnificative în activitatea raportată de organizațiile de creditare nebancară (OCN) din Republica Moldova. În acest context, se constată că doar 21 de companii dețin active ce depășesc 100 milioane de lei, în timp ce peste 40 de entități, dintr-un total de 148, înregistrează active cuprinse între 10 și 100 milioane de lei. De asemenea, 14 companii dispun de active de aproximativ 1 milion de lei, iar restul prezintă active sub acest prag. Dintre acestea, doar două entități furnizează servicii de finanțare destinate agenților economici, iar patru sunt specializate în leasing financiar. Majoritatea instituțiilor de microfinanțare sunt orientate către creditarea de consum, cu câteva excepții axate pe credite ipotecare, precum ICS „Prime Capital” SRL.

În intervalul 2013-2022, sectorul microfinanțării a înregistrat o evoluție pozitivă, având un impact favorabil asupra economiei reale. Cu toate acestea, contribuția acestuia la PIB rămâne modestă în raport cu cea a sectorului bancar. În acest context, diversificarea serviciilor de creditare complementare este imperativă pentru consolidarea instituțiilor financiare nebancare. Totodată, sunt necesare măsuri eficiente pentru întărirea acestui sector și pentru stimularea dezvoltării unor noi mecanisme de finanțare, care ar facilita accesul economiei la resurse suplimentare de capital.

Un aspect problematic al sectorului nebancar îl reprezintă activitatea companiilor de colectare a datoriilor, a căror funcționare nu este reglementată în prezent. Aceste entități sunt responsabile de recuperarea creanțelor aferente împrumuturilor contractate de persoanele fizice și juridice de la bănci și OCN-uri. O deficiență semnificativă constă în aplicarea unor dobânzi și comisioane excesive, la care se adaugă un comision de recuperare ce depășește 30%, ceea ce afectează considerabil capacitatea de plată a debitorilor. Lipsa unor reglementări clare în domeniul microfinanțării și al colectării datoriilor, în special în ceea ce privește protecția consumatorilor, constituie un obstacol în calea dezvoltării sectorului antreprenorial național. În plus, impactul crizei pandemice, urmat de criza energetică, a generat creșterea aversiunii față de risc în rândul antreprenorilor, afectând semnificativ disponibilitatea acestora de a investi și capacitatea entităților economice de a implementa și dezvolta proiecte de afaceri.

- *Costul ridicat al creditelor oferite de către organizațiile de creditare nebancară*

Ținem să menționăm cu unii întreprinzători, pentru a nu apela la credite bancare, unde decizia de creditare este luată în termen de la 3 la 10 zile și chiar de câteva săptămâni, recurg la creditele acordate de OCN-uri, care chiar dacă sunt cu peste 50% mai scumpe față de cele bancare, sunt mult mai flexibile și rapide în luarea deciziei, care se rezumă la o zi. Astfel, sectorul de microfinanțare este ca o alternativă pentru persoanele fizice și juridice, iar pe de altă parte, acesta crește „povara financiară” a clienților săi, inclusiv prin costuri crescute de finanțare (dobânzi și comisioane ascunse) și decizii netransparente (penalitate de întârziere începând cu a 25-a zi de achitare, penalitate pentru fiecare a 10-a zi de întârziere etc.).

Un alt factor ce inhibă dezvoltarea afacerilor este legat de ratele dobânzilor crescute la microîmprumuturile acordate. Rata dobânzii la microîmprumuturile acordate în spațiul european variază de la 4 la 6% în țări, precum Italia, Germania, Ungaria, Polonia, de la 17% la 20% – în statele din Balcani, precum Turcia, Albania, Muntenegru. În Republica Moldova, chiar dacă OCN-le afișează dobânzi destul de accesibile la prima vedere, de 14-15%, pe lângă acestea se percep comisioane ascunse, care determină o DAE (dobânda anual efectivă) de 50%-150%, chiar și de 750%. Practica țărilor europene evidențiază o „durată maximă a microîmprumuturilor acordate persoanelor juridice de 45 de luni, la o rată a dobânzii medii de 10,9%, iar a microîmprumuturilor acordate persoanelor fizice – de maximum 31 de luni, la o rată medie a dobânzii de 17,6%. Mărimea medie a împrumutului pentru afaceri în spațiul european este de aproape trei ori mai mare decât cea a microîmprumuturilor personale (8.913 euro față de 3.098 euro)” [16, p.152].

- *Dominarea leasingului financiar și absența leasingului operațional*

La ora actuală există deja o piață a serviciilor de leasing în Republica Moldova, fapt ce contribuie la crearea mai multor oportunități în vederea dezvoltării afacerilor. Pentru Republica Moldova este caracteristică prezența leasingului financiar și mai puțin a leasingului operațional. Leasingul operațional este o simplă închiriere a unui bun, utilaj, echipament, mijloc de transport, care pe lângă rata de leasing include și asigurarea obiectului leasingului și eventualele cheltuieli de reparații. După expirarea contractului de leasing, bunul este restituit companiei de leasing, care poate ulterior să-l folosească într-un alt contract.

Conform analizelor efectuate, companiile de leasing din Moldova optează pentru leasingul financiar și mai puțin pentru leasingul operațional, unul din argumentele pro ar fi riscurile sporite și cheltuielile financiare mari. Tot la acest capitol pot fi menționate problemele legate de reglementarea superficială a industriei leasingului și a fiscalității. Legislația fiscală stabilește că operațiunea de leasing financiar nu este impozabilă cu TVA, dar leasingul operațional este impozabil. Acest element determină un preț mai ridicat al bunului procurat prin leasingul operațional. Tentative de prestare a leasingului operațional au avut loc în Republica Moldova, însă în final nu au fost înregistrate operațiuni de acest gen. Din păcate, cererea pe piața autohtonă este foarte redusă, iar cultura financiară a agenților economici în unele cazuri lasă de dorit. La momentul actual anumite avantaje au companiile de comercializare a autovehiculelor de mână a doua din Republica Moldova, care importă în masă autovehicule din țările Uniunii Europene și sunt vândute de companiile de leasing.

Analiza pieței de leasing din Republica Moldova în perioada 2014-2022 scoate în evidență finanțarea mijloacelor de transport prin leasing în proporție de 95% (Anexa 17). Beneficiari ai serviciilor de leasing sunt atât persoanele fizice, cât și entitățile economice naționale. Începând cu sfârșitul anului 2016, ponderea finanțărilor în leasing oferite persoanelor fizice s-a majorat în

detrimentul persoanelor juridice, aceasta constituind, în 2021, 54% din portofoliul total de finanțări acordate. Majoritatea finanțărilor prin leasing se acordă pentru o perioadă de la 3 la 5 ani. Până în anul 2015, leasingul acordat pe un termen de 3 ani constituia 60,5% din volumul total al finanțărilor, iar începând cu anul 2016, scadența finanțărilor prin leasing a crescut până la 5 ani, ponderea acestora fiind de cca 44% în 2021 și de 56% în 2022. Mijloacelor fixe acordate în leasing pe un termen mai mare de 5 ani le revine o cotă minoritară de cca 1%.

După valoarea mijloacelor fixe acordate în leasing, în topul primelor cinci companii de leasing în perioada 2018-2023 se evidențiază: OCN „BT Leasing MD” SRL, SRL „Capital Leasing”, SA „MAIB-Leasing”, SRL „ExpertLeasing”, SRL „Finance Leasing”.

- *Dezvoltarea incipientă a factoring-ului și crowdfunding-ului*

Alte două modalități de finanțare care în statele dezvoltate au înregistrat tendințe pozitive în ultimii ani, iar în Republica Moldova sunt la primele etape de dezvoltare, sunt factoring-ul și crowdfunding-ul. Conform datelor prezentate de CNPF și BNM, putem evidenția o singură companie de factoring, care și-a început activitatea în anul 2017, și anume OCN „Societatea de factoring și finanțare” SRL, precum și o organizație de creditare nebancară specializată în finanțări participative sau crowdfunding, și anume OCN „Fagura Market Place” SRL. Activitatea companiei de factoring pe piața surselor de finanțare în țara noastră este în continuă creștere și dezvoltare. Volumul împrumuturilor acordate de către această companie a crescut de peste 20 ori, adică de la 12.919 mii lei în 2017 la 372.152 mii lei în 2023, profitul înregistrat crescând de peste 10 ori, sau de la 243 mii lei la 116.627 mii lei. Activitatea financiară a companiei a fost finanțată din credite bancare și împrumuturi, care au crescut de la 10 mln. lei în 2017 la 309 mln. lei în 2023.

Cu regret, astăzi nu se poate stabili cu precizie volumul total al factoring-ului național, deoarece în raportările prezentate către autorități, instituțiile financiare bancare și cele de microfinanțare nu se delimitează creditele sau microcreditele acordate de factoring, cum este în cazul leasingului financiar, care începând cu anul 2019 sunt raportate separat de alte forme de finanțări. În același timp constatăm prezența pe piața națională a două companii ce prestează servicii de factoring fără a fi înregistrate la autoritatea de supraveghere, SRL „Axioma Factoring” și „FINTECLY” SRL (tabelul 3.1). Mai mult decât atât, băncile comerciale oferă produse de finanțare prin factoring, inclusiv factoring cu regres, dar o raportare și o evidență concretă ale acestei modalități de finanțare lipsesc.

Astfel, lipsa unor prevederi în legislație prin care autoritatea de supraveghere să includă toate companiile prestatoare de servicii financiare permite activități ce nu pot fi controlate și monitorizate, ceea ce, în mod direct, poate determina implicarea acestora în activități dubioase, inclusiv în scheme de spălare de bani. În acest context este necesar de a prevedea expres în

legislația națională categoriile de servicii financiare prestate de către OCN-uri și bănci, precum și supravegherea exclusivă a acestora doar de către autoritatea de supraveghere.

Tabelul 3.1 Tendințele factoringului și crowdfunding-ului în Republica Moldova

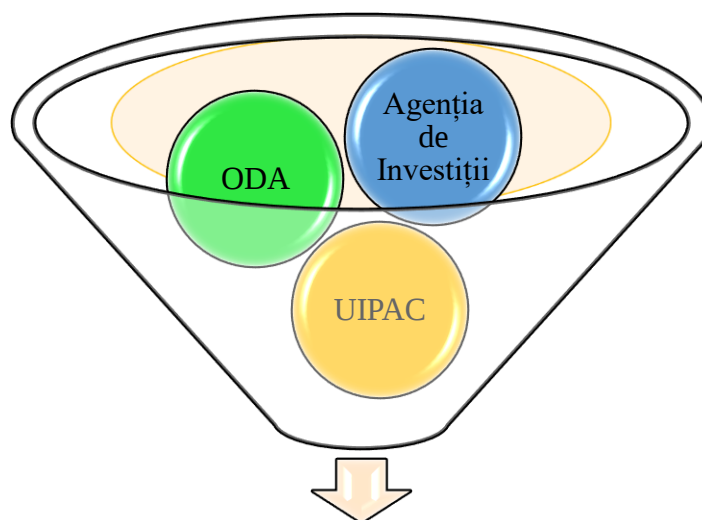
	Anul	Active total (mii lei)	Împrumuturi acordate (mii lei)	Credite bancare și împrumuturi primite (mii lei)	Profit net/Pierdere netă (mii lei)
Societatea de Factoring și Finanțare „Leasing Finance” SRL	2017	15.726	12.919	10.000	243
	2018	26.406	24.327	20.000	1.105
	2019	76.198	74.371	68.000	2.270
	2020	197.040	183.074	39.455	13.943
	2021	341.720	220.580	152.700	10.225
	2022	518.522	279.034	277.550	260.560
	2023	572.017	372.152	309.940	116.627
SRL „Axioma Factoring	2020	8.000	*	*	(164,80)
	2021	2.379.400	*	*	(3,300)
„FINTECLY” SRL (factoring internațional)	2019	6.447	*	*	(415,300)
	2020	18.087	*	*	109,400
	2021	20.021	*	*	(914,800)
OCN „Fagura Market Place” SRL	2018	332,849	0	180,020	(65,444)
	2019	943,377	412,416	1.040,006	(380,415)
	2020	4259,5	2.988,83	3.213,61	*(394,575)
	2021	12.505	10604,2	10.353,43	(132,97)
	2022	26.340	22.710,79	17.817,89	2170,058
	2023	40.555	37.951	27.863	2041,01

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor CNPF și Biroului de credit „Infodebit” SRL.

Crowdfunding-ul, în particular cel creditar, în Republica Moldova este în stadiul inițial de formare și dezvoltare, spre deosebire de crowdfunding, care este bazat pe donații. Crowdfunding-ul creditar este promovat astăzi de OCN „Fagura Market Place”, creată în anul 2018 cu suportul programului PNUD „Accelerarea transformării digitale în sectorul public din Republica Moldova”. Inițial această companie a beneficiat de un grant în valoare de 34.050 de dolari SUA în cadrul programului pentru a lansa o platformă de creditare pentru IMM-uri și start-up-uri. Conform datelor prezentate în rapoartele CNPF, în primii ani de activitate compania a înregistrat pierderi care au crescut de la 65 mii lei în 2018 la 132 mii lei în 2021. Începând cu 2022 această companie a înregistrat profit de 2.170 mii lei, care s-a menținut la același nivel și în 2023 nivelul fiind de 2041 mii lei. Analiza datelor disponibile indică faptul că crowdfunding-ul în Republica Moldova nu este încă suficient de popular și nu generează beneficii semnificative. În acest context, se impune necesitatea intensificării eforturilor de promovare și reglementare a acestei modalități de finanțare. Totodată, pentru a sprijini dezvoltarea acesteia, ar fi oportună implementarea unor facilități, inclusiv de natură fiscală, din partea statului. De asemenea, trebuie avut în vedere riscul ridicat al spălării banilor asociat tranzacțiilor prin platformele de crowdfunding, în contextul dificultății identificării beneficiarilor reali ai fondurilor și a destinației finale a resurselor mobilizate.

- *Accesul limitat la programele de grant oferite de instituțiile financiare internaționale*

Alături de împrumuturile oferite de către bănci și organizațiile de creditare nebancare, entitățile economice pot beneficia de finanțare prin granturi oferite în cadrul anumitor programe de finanțare, susținute de instituții financiare internaționale, precum BERD, BEI, USAID etc. Finanțarea prin granturi este gestionată de ODA, Unitatea de implementare a proiectului de ameliorare a competitivității și Agenția de Investiții, în parteneriat cu băncile comerciale.



Proiecte investiționale de susținere a antreprenorilor oferite de instituțiile financiare internaționale (BM, BERD, BEI etc.)

Figura 3.3 Gestionarii proiectelor investiționale de susținere a antreprenorilor oferite de instituțiile financiare internaționale

Sursa: Elaborată de autor în baza [72]

În anul 2022 a fost creat Fondul pentru Antreprenoriat și Creștere Economică a Moldovei (FACEM), cu susținerea Agenției de Cooperare Internațională a Germaniei. Astfel, entitățile economice puteau beneficia de mijloace financiare acordate prin intermediul celor 8 programe de granturi gestionate de ODA:

1. Programul Start pentru Tineri;
2. Programul Femei în afaceri;
3. Programul PARE 1+2;
4. Programul de ecologizare a IMM;
5. Programul de transformare digitală a IMM;
6. Programul de susținere a inovațiilor digitale;
7. Programul de re tehnologizare și eficiență energetică a IMM;
8. Programul de creștere a competitivității IMM.

Pe parcursul anului 2023 entitățile economice au beneficiat de granturi oferite în cadrul a 7 programe de finanțare, care au oferit resurse pentru 596 de proiecte investiționale în sumă totală de 270,930 mln. lei [72, p.13].

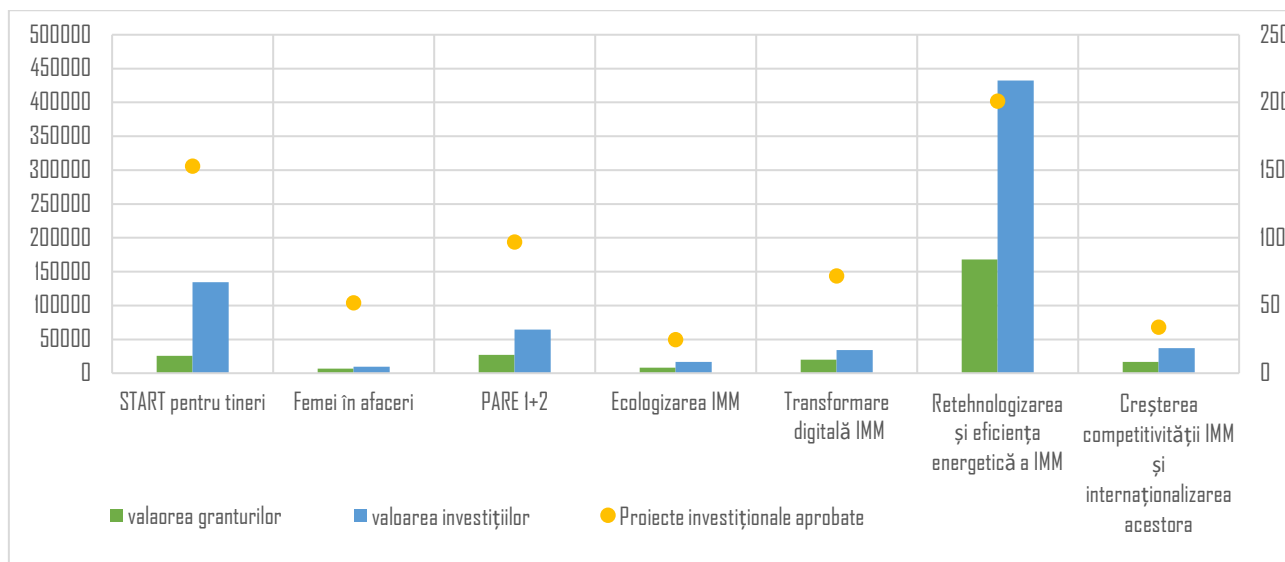


Figura 3.4 Valoarea granturilor acordate prin intermediul ODA pentru anul 2023

Sursa: elaborată de autor în baza datelor prezentate de ODA

Cele mai multe proiecte, în număr de 201, au fost finanțate în cadrul programului

Retehnologizarea și eficiența energetică a IMM, cu partea de granturi oferite în sumă de 168,096 mln.lei, urmate de proiectele finanțate în cadrul Programelor START pentru Tineri, în număr de 153, cu o valoare a granturilor alocate de 25,621 mln.lei și PARE 1+2 cu 97 proiecte finanțate și 27,016 mln. lei grant (figura 3.4).

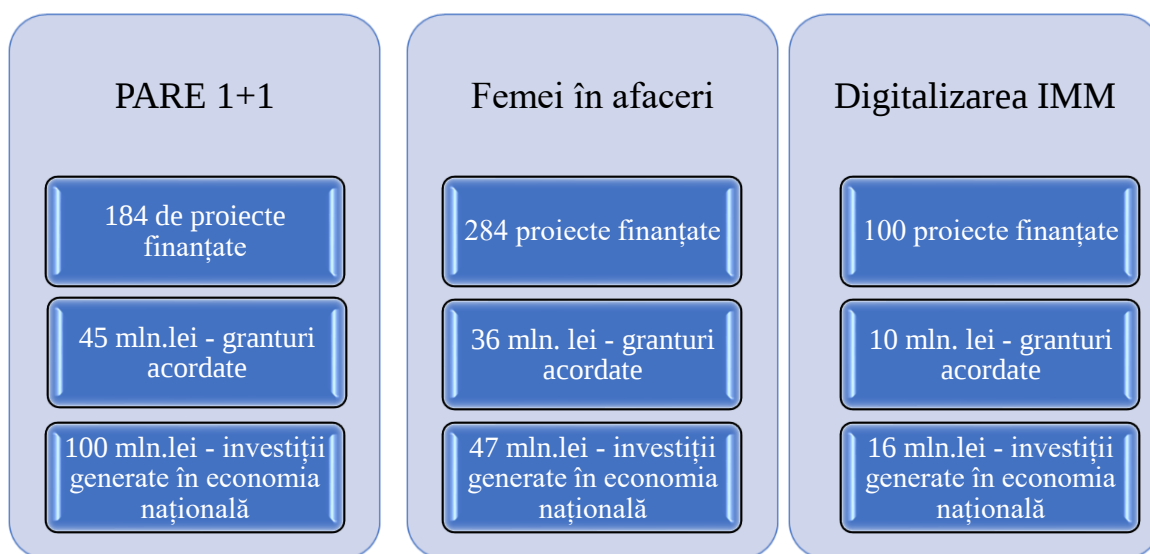


Figura 3.5 Rezultatele proiectului „Suport pentru IMM în zonele rurale”

Sursa: elaborată de autor în baza datelor prezentate de ODA

Unele proiecte de finanțare au fost încheiate cu succes. De exemplu, în cadrul proiectului Suport pentru IMM în zonele rurale au fost finanțate cu succes 568 de proiecte în sumă totală de 163 mln. lei investiți (figura 3.5) în cadrul celor 3 programe aprobate: PARE 1+1, Femei în afaceri și Digitalizarea IMM [72; p.14].

Entitățile economice din Republica Moldova pot beneficia de finanțări în baza granturilor oferite de Agenția Statelor Unite pentru Dezvoltare Instituțională (USAID), noul proiect de

finanțare fiind dedicat inovațiilor digitale, și de Banca Mondială – noul program de internaționalizare a IMM-urilor.

Până în anul 2023 debursările totale ale finanțărilor oferite de instituțiile financiare internaționale țării noastre au constituit 1,439 mld. euro din suma totală a angajamentelor de 3,597 mld. euro, distribuite în cadrul a 885 de proiecte. Analiza ofertelor financiare prin granturile oferite entităților economice este una destul de laborioasă, finanțarea prin grant nefiind destinată tuturor entităților economice, întrucât aceasta nu acoperă necesarul de finanțat solicitat.

- *Piața de capital incertă și slab dezvoltată*

Astăzi piața de capital a Republicii Moldova nu poate fi considerată o piață consolidată care să diversifice posibilitățile de finanțare atât pentru stat, cât și pentru sectorul privat prin accesul la resurse financiare interne și externe. Piața de capital este limitată la o ofertă de acțiuni și obligațiuni, iar o politică de promovare a mobilizării economiilor, încurajarea investițiilor private, inclusiv a celor în capital de risc lipsește.

Mai mult decât atât, în ultimii ani a fost înregistrată o creștere destul de semnificativă a volumelor depozitelor persoanelor fizice, fapt ce reflectă lipsa alternativelor investiționale. Pe parcursul perioadei ianuarie-septembrie 2023 pe piața primară de capital „au fost efectuate 50 de emisiuni de valori mobiliare în valoare totală de 5.408,12 mil. lei, dintre care: 46 de emisiuni de acțiuni în volum de 5.149,88 mil. lei și 4 emisiuni de obligațiuni corporative ale unui emitent, în volum de 258,24 mil. lei, în creștere cu 3.328,24 mln. lei, față de perioada similară a anului 2022” [65]. Comparativ cu anul 2022, au fost realizate doar 40 de emisiuni de valori mobiliare în volum de 2.079,88 mln. lei. Emisiunea obligațiunilor corporative a fost realizată de către BC „Moldova-Agroindbank” SA, ceea ce reflectă deschiderea pieței spre asimilarea de noi instrumente financiare, dar care rămâne încă incertă în acest domeniu. Piața secundară de capital în aceeași perioadă a înregistrat un număr de 3.038 de tranzacții cu valori mobiliare corporative în volum de 434,55 mln. lei, fiind consemnată o descreștere a valorii lor sumare cu 79,69 mln. lei, sau cu circa 15,5%, comparativ cu aceeași perioadă a anului 2022. La fel, un volum al tranzacțiilor pe piața reglementată de 19,97 mln. lei pentru un număr de 69 de tranzacții în aceeași perioadă este foarte puțin [65]. Lipsa unei strategii de dezvoltare a pieței de capital pentru perioada 2024-2030, de asemenea ridică semne de întrebare față de eficiența acestui sector și dependența de șocurile externe și de reziliența economică a țării.

- *Absența finanțărilor prin capital de risc*

Încă din 2015 a fost elaborat un plan de măsuri privind crearea unui cadru normativ aferent finanțărilor cu capital de risc, dar care așa și nu a fost aprobat. Actualmente, investițiile private pot fi realizate cu suportul asociațiilor de business angels, platformelor de crowdfunding, dar, din păcate, legislația națională nu prevede măsuri concrete de stimulare a acestor investiții. Republica

Moldova înregistrează cel mai mic scor la capitolul dezvoltarea cadrului legal și a oportunităților de capital de risc în rândul țărilor Parteneriatului Estic [67]. Dezvoltarea cu succes a finanțărilor prin capitalul de risc este puternic determinată de factori, ca: potențialul entităților inovatoare, inclusiv lansarea proiectelor inovative de către start-up-uri, capacitatea de investiții a entităților, precum și de prezența unor politici naționale care să favorizeze noi investiții în capitaluri proprii. În situația lipsei interesului național față de proiectele inovative și a cadrului normativ de reglementare a finanțărilor cu capital de risc, nu trebuie să ne facem iluzii privind dezvoltarea investițiilor de capital de risc în următorii ani în țara noastră.

- *Lipsa cadrului normativ privind finanțarea sustenabilă*

În contextul în care țara noastră este preocupată de problemele ce țin de încălzirea globală și este semnatară a Acordului de la Paris (2015), politici naționale privind susținerea financiară a proiectelor legate de protecția mediului și a celor orientate spre promovarea și susținerea economiei circulare lipsesc cu desăvârșire. Autoritățile financiare de supraveghere, precum BNM și CNPF, nu au elaborat programe concrete privind dezvoltarea finanțării sustenabile. Mai mult decât atât, Strategia națională de dezvoltare economică 2030 nu conține prevederi privind promovarea și dezvoltarea sustenabilității la nivel național. Pe parcursul perioadei 2022-2023, BNM a lucrat la elaborarea unei *Foi de parcurs privind dezvoltarea durabilă*, care la începutul lui 2024 a fost aprobată și publicată, urmează alte acțiuni din partea BNM care, cu regret întârzie a fi realizate. Ținem să menționăm că, în contextul în care UE promovează o politică de susținere și dezvoltare a economiei verzi, inclusiv aprobarea Pactului verde european, susținut de un șir de reglementări în domeniul finanțelor sustenabile, cerințelor de raportare nefinanciară în domeniul sustenabilității, anumite grupuri de investitori străini prezenți în țara noastră implementează cu succes criteriile de sustenabilitate în afacerile pe care le gestionează. Unele instituții financiare, parte a grupurilor financiare europene, dezvoltă cu succes practici financiare sustenabile. În această ordine de idei, specificăm: BC „Procreditbank” SA, BC „Victoriabank” SA, BC „Moldova-Agroindbank” SA, BC „Moldindconbank” SA. În calea sa spre integrarea europeană, Republica Moldova trebuie să promoveze și să susțină finanțarea sustenabilă ca un pilon esențial al dezvoltării economice durabile.

- *Contextul social-economic și politic incert, caracterizat de deficiențele structurale ale întregului sistem economic*

Republica Moldova poate fi caracterizată printr-un sistem socio-economic instabil, perturbat de crize, care de ani de zile a fost constrâns de deficiențe structurale grave, inclusiv de o guvernare deficitară, de capacitatea instituțională limitată și de un mediu de afaceri neuniform. Emigrarea rămâne ridicată, în special în rândul tinerilor. Deși actuala guvernare s-a angajat într-un program ambițios de reformă condus de aspirațiile europene ale Moldovei, progresul a fost

perturbat de războiul din Ucraina, iar afluxul de refugiați a îngreunat și mai mult serviciile publice și infrastructura. De asemenea, situația macroeconomică s-a înrăutățit semnificativ în 2022, inflația depășind 30%, deficitul public a crescut, iar creșterea PIB-ului a stagnat.

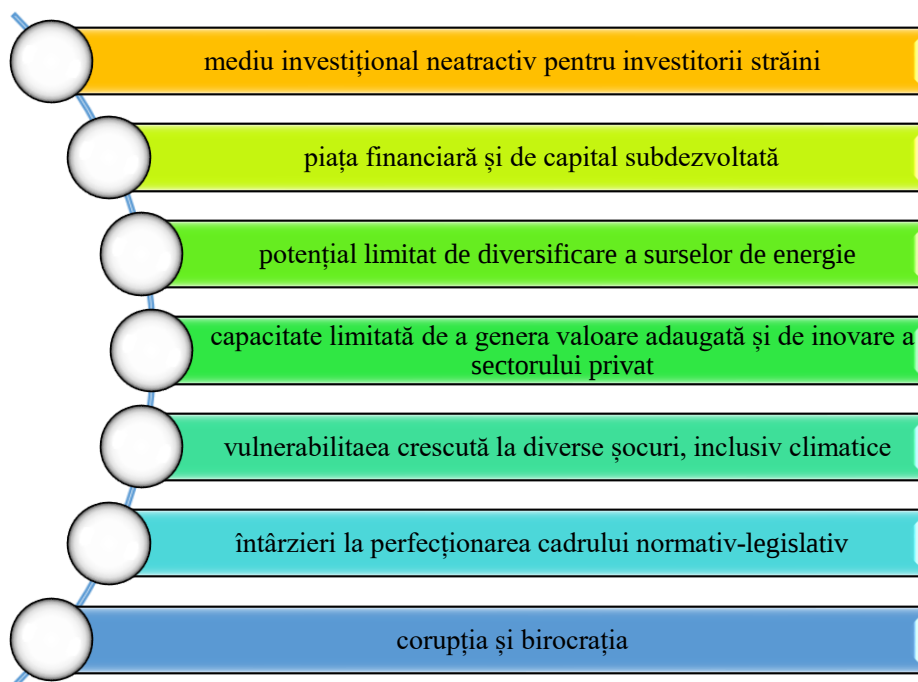


Figura 3.6 Barierele dezvoltării mediului de afaceri al Republicii Moldova

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [67; 81; 90]

Aceste presiuni au exacerbato vulnerabilitățile de lungă durată, cum ar fi sectorul entităților de stat mari, dar ineficiente, un sistem financiar încă fragil, guvernanta ineficientă și insecuritatea energetică acută care rezultă din dependența de lungă durată a Moldovei de o singură sursă de energie și de un singur furnizor. În ciuda unor progrese, mediul de afaceri se confruntă cu constrângeri multiple. Barierele care stau în calea asigurării unui sistem antreprinorial eficient sunt prezentate în figura 3.6. Rata scăzută de supraviețuire a firmelor reflectă un mediu de afaceri dificil și lipsa de continuitate a afacerii. Informalitatea rămâne un factor semnificativ în economia Republicii Moldova și a devenit o problemă mai presantă pentru concurența loială. Aceasta este perpetuată de calitatea scăzută a bunurilor și serviciilor publice, de nivelul scăzut de transparență a cheltuielilor bugetare, de conformitatea fiscală scăzută, de calitatea slabă a instituțiilor și reglementărilor publice și de profiturile mai mari din veniturile parțial sau integral ascunse. Dimensiunea redusă a pieței, exporturile limitate și lipsa infrastructurii prielnice au limitat integrarea comercială europeană până în prezent. În pofida unor îmbunătățiri, deficiențele continue în ceea ce privește statul de drept și mediul de afaceri au încă un impact asupra sectorului bancar și descurajează investițiile străine directe. Împreună cu UE și FMI, continuă reformele din sectorul bancar și mediul de afaceri, ancorate de apropierea de UE. Capacitatea instituțională limitată în cadrul guvernului rămâne o barieră esențială în calea punerii în aplicare a reformelor.

De asemenea, sunt disponibile fonduri multilaterale pentru climă pentru a sprijini tranziția verde, inclusiv Fondul verde pentru climă, care a finanțat deja proiecte de infrastructură în Bălți și Chișinău. Moldova poate accesa, de asemenea, fondurile de investiții climatice. Cel mai mare donator bilateral, Suedia, a oferit sprijin financiar și consultanță de afaceri IMM-urilor din Moldova. Franța, Japonia, China pot oferi granturi TC pentru a atenua efectele războiului din Ucraina. Fondurile pot fi canalizate prin intermediul conturilor cu donatori multipli, cum ar fi Fondul de răspuns la criza din Ucraina, Fondul pentru infrastructură durabilă (SIF) și Parteneriatul pentru politici climatice cu impact ridicat (HIPCA). În cadrul Fondului Special al Acționarilor BERD (FSS), Moldova a fost eligibilă pentru a accesa Pachetul de Reziliență Ucraina, având în vedere vulnerabilitățile grave legate de războiul din țara vecină. Economia este deschisă comerțului extern și investițiilor străine, dar accesul la piața UE ar trebui să fie extins mai mult. Cu toate acestea, decizia UE din iunie 2022 de a acorda Republicii Moldova statutul de țară candidată ar trebui să accelereze reformele esențiale. Deși va fi nevoie de un grad ridicat de flexibilitate, având în vedere incertitudinea economică viitoare, instituțiile financiare europene, precum BERD și BEI, sunt pregătite să consolideze în continuare reziliența Republicii Moldova, să își fortifice capacitatea de a implementa reforme importante prin intermediul echipelor-pilot de sprijin pentru reforme și să susțină tranziția acesteia către o economie modernă.

3.2 Elaborarea modelului de evaluare financiară a clienților băncii, persoane juridice

În cadrul proceselor de acordare a finanțării prin factoring, crowdfunding sau a finanțării sustenabile, modelele de evaluare a bonității debitorilor reprezintă un instrument indispensabil în analiza riscului de credit, permițând instituțiilor financiare să aplice mecanisme prudente de selecție, scorare și monitorizare a expunerii, în conformitate cu cerințele reglementărilor prudentiale și standardelor ESG. În literatura de specialitate pot fi găsite numeroase modele de evaluare a bonității debitorului în scopul estimării probabilității de nerambursare și de identificare a riscului de credit.

Instituțiile de credit naționale utilizează pe larg metoda scoring-ului pentru estimarea și evaluarea riscului de credit. În procesul de evaluare a probabilității de nerambursare, este selectat și utilizat un set anume de indicatori, printre care indicatori economico-financiar și nefinanciar, relevanți pentru aprecierea riscului de credit aferent unei entități economice. Fiecărui indicator i se asociază un punctaj maxim admisibil. Ulterior, domeniul admisibil de variație al fiecărui indicator este divizat în subdomenii, cărora, la fel, le este atribuită, în ordine progresivă sau degresivă, un punctaj aferent (notă). La final se calculează un indicator sintetic agregat, denumit generic credit-scor. Credit-scorul include suma tuturor valorilor punctajelor efectiv acumulate, în funcție de nivelurile corespunzătoare fiecărui indicator.

În procesul de evaluare a potențialului debitor, specialistul în creditare calculează indicatorii cantitativi și calitativi de evaluare a stabilității financiare a solicitantului de credit, specificați în procedurile interne de creditare, elaborate de fiecare bancă în parte. În vederea stabilirii categoriei de clasificare a clientului, se apreciază evoluția unor astfel de indicatori, ca:

- *coeficienții lichidității;*
- *coeficienții rentabilității;*
- *coeficientul suficienței capitalului și a solvabilității;*
- *ritmul de creștere a cifrei de afaceri și a încasărilor din vânzări;*
- *indicatorii vitezei de rotație.*

Fiecărui indicator i se atribuie numărul corespunzător de puncte conform standardului. Numărul punctelor maxim posibile pentru indicatorii cantitativi constituie 75% din suma punctelor total acumulate. Numărul punctelor maxim posibile pentru indicatorii subiectivi constituie 25% din suma punctelor total posibile (fiecarui indicator calitativ, de asemenea, i se atribuie punctajul corespunzător conform criteriilor de evaluare a indicatorilor subiectivi). Evaluarea indicatorilor nefinancieri se efectuează în baza informațiilor disponibile privind calitatea sistemului de management al entității, situația dezvoltării ramurii economice, nivelul de dezvoltare a piețelor de desfacere, precum și calitatea și suficiența obținerii informațiilor despre client. Reieșind din numărul total de puncte acumulate pentru toți indicatorii, precum și conform cerințelor interne stabilite, clientului îi este atribuită una din cele cinci categorii de credibilitate, după cum urmează: *Standard, Supravegheat, Substandard, Dubios, Compromis*. Inițierea procesului privind posibilitatea acordării produselor expuse riscului de credit poate fi efectuată doar pentru solicitanții clasificați nu mai jos de „*Categoria Supravegheat*”.

În unele cazuri, dacă solicitantul a fost clasificat în „*Categoria Substandard*”, dar există unii factori care asigură banca cu o gestionare eficientă a riscului, inclusiv de credit: a înregistrat pe parcursul ultimilor doi ani o dinamică pozitivă de dezvoltare, are o istorie de creditare pozitivă și propune un gaj „sigur și stabil” (imobil, utilaj, transport), a cărui valoare asigură creditul solicitat în mărime nu mai mică de 120-130%, managerul sucursalei poate lua o decizie privind acordarea creditului. Dacă solicitantul a fost clasificat în „*Categoria Dubios*”, cererea privind acordarea creditului urmează a fi respinsă.

În cadrul băncilor comerciale sunt utilizate modele bazate pe rating de evaluare a performanțelor financiare. Aceasta fiind realizat prin calculul anumitor indicatori economico-financieri cărora le este atribuit un anumit punctaj. În dependență de punctajul total acumulat fiecare client se încadrează în una din cele 5 clase de risc. Prin aplicarea modelării econometrice multidimensională, autorul a elaborat un model real care permite identificarea legăturilor indirecte, ascunse în informațiile și datele colectate, necesare unei previziuni și simulări corecte și eficiente.

Modelarea econometrică oferă incertitudinii un rol central în teoria financiară, cât și aplicarea ei ulterioară într-o manieră empirică.

Modelul a fost dedus în baza regresiei lineare multiple:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i \quad (3.1),$$

unde:

Y_i – variabila dependentă a cercetării, respectiv punctajul credit scoring-ului;

$x_1, x_2, \dots, x_p$ – variabile factoriale independente;

α, β_i – parametri necunoscuți;

ε_i – variabila ce descrie eroarea de specificare.

Inițial, pentru estimarea modelului au fost incluse 14 variabile factoriale și o variabilă rezultativă (Anexele 18-20). Ulterior, după excluderea variabilelor nesemnificative, au rămas următorii indicatori incluși în model:

- y – punctajul credit scoring;
- X_1 – coeficientul de autonomie (CA);
- X_2 – rata solvabilității generale (RSG);
- X_3 – rata îndatorării pe termen lung față de capitalul permanent (RITLCperm);
- X_4 – rata de autofinanțare a capitalului permanent (RACperm);
- X_5 – rentabilitatea vânzărilor (RV);
- X_6 – rata lichidității curente (LC).

Pentru a valida rezultatele regresiei liniare multiple, inițial trebuie îndeplinit setul de ipoteze, precum:

1. legătura dintre variabila dependentă și variabilele independente este liniară;
2. heteroscedasticitatea este asigurată;
3. autocorelarea erorilor;
4. termenul de eroare este normal distribuit;
5. ipoteza de multicoliniaritate este emisă.

Dacă sunt respectate aceste ipoteze, atunci regresia este cunoscută ca model clasic al regresiei multiple. Modelul dedus a fost obținut cu ajutorul pachetului de analiză econometrică *EViews 8.0*, respectiv eliminând la fiecare etapă estimatorii nesemnificativi. În tabelul 3.2 sunt reflectate rezultatele modelului dedus.

Ecuția de regresie are următoarea formulă:

$$Y = 38.7948 + 7.0938 x_1 + 3.2477 x_2 + 5.2683 x_3 - 16.1318 x_4 + 20.0019 x_5 + 2.58119 x_6 \quad (3.4).$$

În baza coeficientului de regresie se demonstrează dependența dintre variabila independentă X și cea dependentă Y , astfel la modificarea variabilei X cu „ n ” unități, se modifică

variabila dependentă Y cu „beta” unități, în condițiile în care restul variabilelor independente rămân constante [14, p.154].

Tabelul 3.2 Rezultatele modelului de regresie multifactorial liniar prin MCMMP

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1 53				
Included observations: 53 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	38.79483	3.376053	11.49118	0.0000***
X_1	7.093875	2.669955	2.656927	0.0108**
X_2	3.247660	1.086578	2.988888	0.0045***
X_3	5.268271	1.351706	3.897497	0.0003***
X_4	-16.13183	4.297348	-3.753905	0.0005***
X_5	20.00199	9.519287	2.101206	0.0411**
X_6	2.581196	1.062497	2.429369	0.0191**
R-squared	0.680489	Mean dependent var		59.16676
Adjusted R-squared	0.638814	S.D. dependent var		17.51078
S.E. of regression	10.52376	Akaike info criterion		7.667649
Sum squared resid	5094.480	Schwarz criterion		7.927876
Log likelihood	-196.1927	Hannan-Quinn criter.		7.767720
F-statistic	16.32835	Durbin-Watson stat		1.628457
Prob(F-statistic)	0.000000			

Notă: ***p < 0.01; **p < 0.05; *p < 0.1.

Sursa: *Estimat de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.*

Conform rezultatelor din tabelul 3.3 putem concluziona următoarele:

- termenul liber β_0 al modelului dedus are valoarea de 38.7948, aceasta indicând punctul de egalitate cu zero al tuturor variabilelor independente;
- coeficientul de regresie $\beta_1 = 7.0938$ arată că variabila factorială X_1 (coeficientul de autonomie) are un impact direct, respectiv majorarea lui X_1 cu o unitate crește scoring-ul cu 7.0938 unități;
- dependența dintre X_2 și variabila Y este una directă. Astfel, creșterea lui X_2 (solvabilitatea generală) cu un punct, determină o creștere a scoring-ului cu 03.2477 unități;
- dependența lui X_3 (rata de îndatorare pe termen lung față de capitalul permanent) și a variabilei Y este, respectiv, una directă. Astfel, conform rezultatelor, valoarea lui β_3 este de 5.2683 unități, fapt ce denotă că la creșterea lui X_3 cu un punct, crește punctajul scoring-ului respectiv;
- dependența dintre X_4 , care reprezintă autofinanțarea capitalului permanent, este una indirectă, respectiv, majorarea capitalului permanent cu o unitate, determină o micșorare a scoring-ului cu 16.1318 unități;
- scoring-ul, la fel, este determinat direct și de X_5 , care reărezintă rentabilitatea vânzărilor. Astfel, creșterea cu o unitate a rentabilității date, determină o creștere cu 20.0019 a scoring-ului;

- variabila X_6 , care reprezintă lichiditatea curentă, ne indică un impact pozitiv asupra scoringului, adică creșterea lichidității cu o unitate determină o creștere a scoring-ului cu 2.58119 puncte.

Obiectivul verificării semnificației statistice a fiecărui parametru estimat constă în stabilirea din punct de vedere statistic a valorii estimației deduse, astfel încât să se poată afirma cât mai obiectiv semnificația estimării realizate și excluderea unui rezultat aleatoriu. Ca rezultat al testului obținut, se poate confirma că factorii luați în calcul au un rol cuantificat și realmente determinant în procesul analizat (Tabelul 3.2).

Conform datelor obținute, Raportul de corelație (R) are o valoare de 0,8249, fapt ce demonstrează o legătură puternică dintre scoring-ul acordat și cele șase variabile analizate, luate ca factori de influență. „Coeficientul de determinație se calculează pe baza descompunerii dispersiei totale în dispersia valorilor observate față de cele teoretice și dispersia valorilor teoretice față de medie” [14, p.155].

Tabelul 3.3 Intervalele de încredere ale estimatorilor parametrilor

Coefficient Confidence Intervals							
Included observations: 53							
		90% CI		95% CI		99% CI	
Variable	Coefficient	Low	High	Low	High	Low	High
C	38.79483	33.12758	44.46208	31.99919	45.59047	29.72333	47.86633
X_1	7.093875	2.611928	11.57582	1.719535	12.46821	-0.080330	14.26808
X_2	3.247660	1.423665	5.071656	1.060492	5.434828	0.328010	6.167310
X_3	5.268271	2.999215	7.537326	2.547427	7.989114	1.636218	8.900323
X_4	-16.13183	-23.34562	-8.918047	-24.78195	-7.481722	-27.67887	-4.584804
X_5	20.00199	4.022337	35.98164	0.840657	39.16332	-5.576465	45.58044
X_6	2.581196	0.797626	4.364767	0.442502	4.719891	-0.273746	5.436139

Sursa: Estimată de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

Conform rezultatelor obținute, R -square are valoarea egală cu 0,6805, fapt ce arată că 68,05% din variația valorii punctajului de scoring este influențată de cele șase variabile independente luate în calcul și doar 31,95 % sunt determinate de alți factori ce nu se regăsesc în modelul respectiv.

Un alt element ce indică dependența dintre rezultatul scoring-ului și variabilele luate în calcul este *Adjusted R-squared* (Raportul de determinație ajustat), ce evidențiază o „schimbare a raportului de determinație în care se ia în considerare numărul de variabile cauzale din model, altfel spus numărul de variabile de control” [14, p.155]. Conform rezultatelor obținute (Tabelul 3.2), Adjusted R-squared este de 0,6388, fapt ce demonstrează că valoarea de 63,88% a variației punctajului scoring este determinată de rezultatele modelului obținut ținând cont și de numărul gradelor de libertate.

Pentru a demonstra valabilitatea modelului obținut și eficiența lui, este necesar de a testa autocorelația dintre variabilele luate în calcul, normalitatea distribuției erorilor aleatorii și media acestora utilizând testele statistice respective.

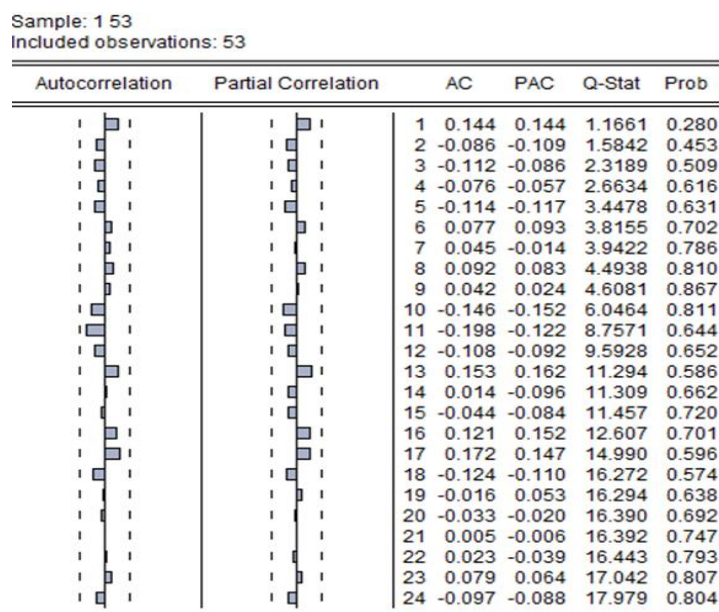


Figura 3.7 Corelograma reziduurilor Q-Statistics

Sursa: Estimat de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

Testul Q-Statistic presupune că pentru o ipoteză nulă nu trebuie să existe o autocorelație. Conform rezultatelor obținute, „probabilitatea asociată testului Q-Statistic este mai mică decât nivelul de semnificație 0,05, deci se acceptată ipoteza nulă și nu există fenomenul de autocorelație” [14, p.157].

Testul *Breusch-Godfrey* se efectuează pentru stabilirea prezenței corelației seriale care nu a fost inclusă într-o structură-model propusă și care, dacă este prezentă, ar însemna că aceste concluzii incorecte vor fi formulate pe baza altor teste sau că sunt obținute estimări suboptime ale parametrilor modelului în cazul în care nu este luată în considerare.

Tabelul 3.4 Verificarea autocorelării erorilor din testul Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.903429	Prob. F(2,44)	0.4126
Obs*R-squared	2.090593	Prob. Chi-Square(2)	0.3516

Sursa: Estimat de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

Rezultatele obținute pentru testul *Fisher-Snedecor* și *LM* și comparând rezultatele obținute cu valorile teoretice a repartițiilor date, probabilitatea de 99% ne indică faptul că erorile nu sunt autocorelate. Probabilitatea de 99% obținută din rezultatele la testul *Fisher-Snedecor* și *LM* comparate cu valorile teoretice ale repartițiilor date, indică faptul că erorile nu sunt autocorelate.

Un alt test statistic ce permite testarea normalității distribuției erorilor aleatorii și mediei acestora este testul *Jarque-Bera*, cu ipotezele:

H_0 : erorile aleatorii au distribuție normală;

H_1 : erorile aleatorii nu au distribuția normală” [14, p.157].

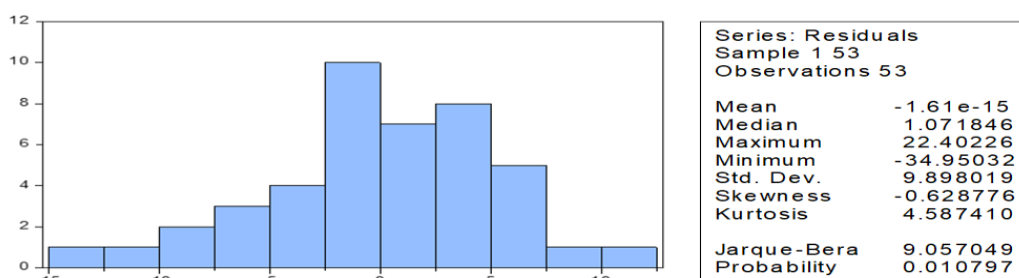


Figura 3.8. Testul Jarque-Bera privind normalitatea erorilor aleatorii

Sursa: Estimată de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

Conform rezultatului obținut, „valoarea testului JB corespunde valorii $9,057 < \chi^2_{(0,01,2)} = 9,21$ respectiv este acceptată ipoteza H_0 , ceea ce presupune că erorile respectă legea normală a mediei zero și a celei de abatere medie pătratică” [14, p. 157].

Așa după cum a fost menționat, proprietățile coeficienților estimați ai regresiei depind direct de proprietățile membrilor individuali ai ecuației de regresie. Una din premisele esențiale ale MCMMP este condiția homoscedasticității, condiția pentru constanta dispersiilor perturbației. Nerespectarea acestei condiții este numită heteroscedasticitate.

Testul *Glejser* se bazează pe relația dintre erorile estimate în urma aplicării M.C.M.M.P. asupra modelului inițial și variabila explicativă, presupusă a fi cauza heteroscedasticității.

Tabelul 3.5 Heteroskedasticity Test: Glejser

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.396530	Prob. F(6,46)	0.8775
Obs*R-squared	2.606423	Prob. Chi-Square(6)	0.8564
Scaled explained SS	2.494183	Prob. Chi-Square(6)	0.8691

Sursa: Estimată de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

În baza rezultatelor testului de heteroscedasticitate putem concluziona că coeficienții parametrilor-pantă sunt nesemnificativi statistic, deoarece probabilitatea acestora este mai mare de 2,5% (valoarea teoretică fiind 2,744), respectiv, se acceptă ipoteza H_0 , iar ca rezultat erorile aleatorii sunt homoscedastice.

Testul *White* stabilește dacă varianța erorilor într-un model de regresie este constantă, adică pentru stabilirea condiției de homoscedasticitate. Aplicarea testului *Fisher-Snedecor classic* (bazat pe ipoteza nulității parametrilor), cât și a testului *LM* (calculat ca produsul dintre numărul de observații corespunzătoare modelului, notat prin n , și coeficientul de determinare, corespunzător acestei regresii auxiliare), au un nivel de semnificație de 2,5 %, (la testului Fisher-Snedecor valoarea tabelară = 1,906; la testului LM = 43,2) ceea ce indică că am verificat ipoteza

nulă și s-a constatat absența heteroscedasticității (adică erorile modelului se presupune a fi homoscedastice – cu variante constante).

Tabelul 3.6 Heteroskedasticity Test: White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.282752	Prob. F(27,25)	0.9991
Obs*R-squared	12.39855	Prob. Chi-Square(27)	0.9926
Scaled explained SS	16.75274	Prob. Chi-Square(27)	0.9370

Sursa: Estimat de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

Testul *Breusch-Pagan-Godfrey* se utilizează atunci când există motive să se creadă că varianța erorilor aleatorii poate depinde de un anumit set de variabile. În acest caz, testul verifică dependența liniară a varianței de erori aleatorii pe un anumit set de variabile. Comparând valoarea calculată a variabilei χ^2 cu valoarea teoretică a lui hi-pătrat în funcție de o probabilitate 99% ($\chi^2_{tab} = 16,81$), se constată că erorile sunt homoscedastice.

Tabelul 3.7 Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.216493	Prob. F(6,46)	0.9696
Obs*R-squared	1.455526	Prob. Chi-Square(6)	0.9624
Scaled explained SS	1.966685	Prob. Chi-Square(6)	0.9227

Sursa: Estimat de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0.

Multicoliniaritatea înseamnă că există cel puțin 2 variabile explicative care sunt liniar dependente sau sunt liniar independente, dar puternic corelate. Pentru a verifica dacă există multicoliniaritatea între variabilele explicative care implică imposibilitatea calculării matricei inverse, vom testa modelul obținut. Pentru detectarea multicoliniarității, cea mai utilizată metodă este studiul matricei de corelație dintre variabilele exogene X_i , prin intermediul căreia putem identifica perechile de variabile independente care sunt mai puternic corelate între ele. Vom calcula determinatul acestei matrice: o valoare apropiată de zero a acestuia indică o legătură puternică între anumite variabile exogene și, deci, prezența multicoliniarității.

Tabelul 3.8 Matricea coeficienților de corelație

	C	CA	RSG	RITLCPERM	RACPERM	RV	LC
C	1,00000	0,52017	0,67232	0,28686	-0,57101	0,14714	0,29383
CA	0,52017	1,00000	0,25541	0,20736	0,03833	-0,12479	0,20061
RSG	0,67232	0,25541	1,00000	0,21593	-0,04444	0,10881	0,15256
RITLCPERM	0,28686	0,20736	0,21593	1,00000	0,15066	-0,03511	0,11566
RACPERM	-0,57101	0,03833	-0,04444	0,15066	1,00000	-0,05761	0,15180
RV	0,14714	-0,12479	0,10881	-0,03511	-0,05761	1,00000	-0,01804
LC	0,29383	0,20061	0,15256	0,11566	0,15180	-0,01804	1,00000

Sursa: Estimat de autor cu suportul soft-ului EViews 8.0

Determinantul în studiul dat a obținut o valoare egală cu 0,748, acesta se apropie de valoarea unitară (în cazul egalității cu unitatea avem ortogonalitate perfectă) [222].

Matricea coeficienților de corelație liniară a variabilelor explicative arată că există legături, dar putem afirma că acestea nu sunt suficient de puternice pentru a introduce multicolinearitatea în datele modelului. Astfel, putem concluziona că ipoteza de necolinearitate a variabilelor explicative este îndeplinită.

Un alt test de verificare a multicolinearității este *Testul Farrar-Glauber* - se calculează, tot cu ajutorul coeficienților de corelație simplă între cele k variabilele explicative și se construiește matricea simetrică a coeficienților respectivi. Pornind de la acest fapt, s-a utilizat testul χ^2 pentru detectarea puterii multicolinearității, având următoarele ipoteze postulând următoarele ipoteze:

H_0 : seriile sunt ortogonale;

H_1 : seriile sunt dependente, deci avem multicolinearitate[145].

Comparând valoarea calculată $\chi^2_{calc} = 14.275$ cu valoarea teoretică χ^2_{tab} , pentru un prag de semnificație de 0,01 și 21 grade de libertate $\chi^2_{tab} = 38,93$. Deci $\chi^2_{calc} < \chi^2_{tab}$, se observă că între variabilele explicative coeficientul de autonomie, rata solvabilității generale, rata îndatorării pe termen lung față de capitalul permanent, rata de autofinanțare a capitalului permanent, rentabilitatea vânzărilor și lichiditatea curentă folosite în modelul econometric realizat, nu există multicolinearitate, acceptăm ipoteza ortogonală de unde rezultă că modelul este bine construit.

Aplicând Criteriul Factorului de Inflație a Variației (FIV) pentru testarea multicolinearității variabilelor exogene, valoarea lui FIV aparține intervalului (1,5), demonstrând că multicolinearitatea modelului este una foarte scăzută.

În procesul de evaluare a bonității, pe lângă indicatorii financiari ce caracterizează activitatea economico-financiară a potențialului debitor, se vor analiza și lua în calcul și alți indicatori așa ca: *istoria de credit* conform rapoartelor birourilor de credit, *relațiile cu furnizorii* și *dinamica venitului din vânzări*. Astfel în urma analizei acestor informații clasa de risc atribuită potențialilor debitori se va clasifica după cum urmează:

Istoria de credit:

- a) clasa de risc C – dacă clientul a admis restanțe mai mult de 60 zile în ultimele 24 luni;
- b) clasa de risc C – dacă clientul a admis restanțe mai mult de 30 zile în ultimile 6 luni;
- c) clasa de risc E- dacă în ultimii 5 ani a avut/are un credit dat la colectare sau este trecut la Extrabilanț.
- d) clasa de risc C- dacă clientul deține un credit activ și acesta a fost prelungit/rescadențat în ultimele 12 luni.

Relațiile cu furnizorii:

- a) clienții care au o dependență economică de un furnizor și acesta nu poate fi înlocuit nu vor fi clasificați mai sus decât clasa de risc B

Dinamica venitului din vânzări:

- a) clienții ai căror venituri din vânzări sunt în scădere cu 15-20% - vor fi clasificați în clasa de risc B;
- b) clienții ai căror venituri din vânzări sunt în scădere cu 30-40% - vor fi clasificați în clasa de risc C;
- c) clienții ai căror venituri sunt în scădere cu 60% vor fi clasificați nu mai sus de clasa de risc D.

Validarea nivelului de risc al potențialului debitor, persoană juridică va fi realizată de către Departamentul riscuri bancare al băncii. Astfel, conform modelului dedus, clientul va fi acceptat pentru finanțare în cazul în care se plasează într-un interval al scoring-ului cuprins între 70 și 100 de puncte; în situația obținerii unui scor mai mic de 70, decizia de finanțare va fi negativă. Utilizarea acestui model în cadrul instituțiilor financiare va permite estimarea corectă și prudentă a situației economico-financiare a entităților economice, fapt ce va determina în mod cert minimizarea riscurilor financiare și evitarea unor așa-numiți clienți „rău-platnici”.

Modelul prezentat mai sus permite evaluarea bonității potențialilor clienți, persoane juridice – întreprinderi mici și mijlocii, solicitanți ai finanțării prin credite la termen (3-5ani), factoring și finanțare sustenabilă. Totodată modelul dat prezintă anumite limite. Astfel, el nu a fost testat în vederea evaluării bonității următoarelor categorii de entități: asociațiilor de economii și împrumut, organizațiile de creditare nebanară, autoritățile administrației publice locale și întreprinderile agricole cu activități sezoniere.

3.3 Proiectarea modelului de evaluarea nefinanciară în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) a clienților băncii, persoane juridice

În ultimele decenii, factorii de mediu, sociali și de guvernare (ESG) au evoluat de la statutul de considerente marginale la elemente esențiale în cadrul analizei financiare și al procesului decizional investițional. Aceste componente permit evaluarea impactului general al activităților unei companii asupra mediului înconjurător, societății și mecanismelor interne de conducere, acoperind aspecte precum emisiile de gaze cu efect de seră, protecția biodiversității, condițiile de muncă, echitatea socială și transparența guvernării corporative. Produsele financiare tradiționale nu reușesc adesea să ia în considerare impactul pe termen lung al factorilor ESG. Cu toate acestea, modelele moderne de evaluare încorporează din ce în ce mai mult considerente de sustenabilitate. Aceasta include măsuri de management al riscului care țin cont de factorii sociali și de mediu, până la emiterea de obligațiuni verzi pentru finanțarea proiectelor de dezvoltare durabilă.

Investitorii instituționali, fondurile de pensii, băncile și autoritățile de reglementare includ tot mai frecvent criterii ESG în modelele de analiză financiară, considerându-le determinante pentru stabilitatea și profitabilitatea pe termen lung. Această tendință este deosebit de pronunțată în Uniunea Europeană, unde inițiativele de finanțare durabilă ocupă un loc central pe agenda politică

și economică. Printre acestea se numără Regulamentul privind Taxonomia UE, Directiva privind raportarea durabilității corporative (CSRD) și Planul de acțiune pentru finanțare durabilă, care impun companiilor și instituțiilor financiare să integreze riscurile și oportunitățile ESG în strategiile lor de afaceri. Astfel, integrarea criteriilor ESG a devenit nu doar un element de responsabilitate socială, ci și un instrument strategic de creștere a rezilienței financiare și de atragere a capitalului, marcând o tranziție către un sistem economic mai echitabil, transparent și sustenabil.

În contextul tendințelor economiei globale, care pun un accent tot mai mare pe integrarea factorilor ESG (mediu, social și guvernanta) în activitatea companiilor și în evaluarea riscurilor de sustenabilitate, se propune adoptarea unei metodologii de evaluare non-financiară a debitorilor din perspectiva criteriilor ESG. La nivel european, integrarea acestor factori în activitatea instituțiilor financiare a devenit o practică uzuală. Astfel, începând cu anul 2020, autoritățile de supraveghere și reglementare, precum Autoritatea Bancară Europeană (EBA), Autoritatea pentru Control și Rezoluție Prudențială din Franța (ACPR) și Banca Centrală Europeană (BCE), au inclus criteriile de mediu și climă în cadrul proceselor de reglementare bancară. În plus, din 2022, instituțiile financiare, inclusiv băncile și companiile de investiții, sunt obligate să asigure transparența față de investitori în ceea ce privește sustenabilitatea portofoliilor lor de investiții. Având în vedere complexitatea și impactul acestor riscuri, factorii ESG pot influența stabilitatea sistemului financiar și a economiei în ansamblu, având potențialul de a genera efecte sistemice. În acest sens, scorurile ESG oferă o metodă simplificată de cuantificare a riscurilor de sustenabilitate, permițând monitorizarea și raportarea performanței sectoriale, a clienților individuali și a portofoliilor de investiții într-un mod coerent și transparent. Aceste scoruri sprijină îmbunătățirea transparenței și facilitează luarea deciziilor atât pentru stakeholderii interni, cât și pentru cei externi.

Criteriile nonfinanciare, grupate sub termenii ESG (Environmental, Social and Governance), au devenit esențiale pentru evaluarea angajamentului responsabil al unei asociații. Organizațiile internaționale majore, cum ar fi ONU, încurajează, dacă nu fac presiuni printr-o reglementare mai puternică, asupra jucătorilor din sectorul financiar să adopte aceste criterii în evaluarea proiectelor de investiții. Această tendință, extinsă deja la proiectele mari, privește acum și inițiative mai modeste, reflectând o dezvoltare majoră în domeniul finanțării responsabile. Partenerii financiari acordă acum o importanță din ce în ce mai mare impactului real al acțiunilor desfășurate de o asociație. Se acordă preferințe pentru proiecte care generează rezultate tangibile sociale, de mediu și economice. Asociațiile care demonstrează un angajament puternic față de practicile responsabile și sunt capabile să demonstreze eficacitatea acțiunilor lor au astfel șanse mai mari de a atrage atenția și sprijinul partenerilor financiari. Dincolo de proiecte, partenerii financiari evaluează și modul în care o asociație își gestionează impactul direct asupra mediului, tratează părțile interesate

interne și externe și asigură o guvernare transparentă și responsabilă. O asociație care adoptă practici responsabile în funcționarea sa de ansamblu, pe lângă proiectele sale, își întărește credibilitatea și își mărește șansele de a obține sprijin din partea partenerilor financiari.

Sustenabilitatea ESG reprezintă un set de criterii fundamentale pentru evaluarea impactului practicilor de sustenabilitate ale unei companii, fiind structurate pe trei dimensiuni: factori de mediu (E - Environmental), factori sociali (S - Social) și guvernanta corporativă (G - Governance). În vederea evaluării sustenabilității proiectelor, autorul propune un model de analiză non-financiară a potențialilor debitori bancari, bazat pe criteriile ESG. În prezent, acest model a fost testat și este utilizat pentru evaluarea riscurilor ESG ale clienților corporativi ai unei bănci comerciale. În perspectiva orizontului 2030, se recomandă extinderea aplicabilității modelului și la nivelul întreprinderilor mici și mijlocii, pentru o evaluare mai cuprinzătoare și eficientă a riscurilor de sustenabilitate.

Scorurile ESG sunt calculate folosind date din practicile de mediu, inițiativele de responsabilitate socială și politicile de guvernare ale unei companii. Scorurile ESG oferă o măsură cantitativă a performanței unei companii în domenii-cheie: mediu, social și de guvernanta. Înțelegerea punctajului unei companii este ca și cum ai dezvălui ADN-ul angajamentului său față de sustenabilitatea și responsabilitățile asumate. Aceste scoruri, extrase dintr-o multitudine de date, oferă investitorilor, clienților și altor părți interesate o imagine clară a devotamentului unei companii față de practicile de afaceri durabile și responsabile.

Un scor ESG oferă perspective asupra modului în care o companie gestionează provocările de mediu, cum ar fi emisiile de carbon și conservarea resurselor. Pe fundalul social, ele reflectă abordarea unei companii cu privire la drepturile angajaților, angajamentul față de comunitate și satisfacția clienților. La nivelul guvernantei, ei măsoară structura de conducere a companiei, politica de remunerare, auditurile realizate și drepturile acționarilor.

La evaluarea sustenabilității proiectului, este realizată analiza informațiilor din următoarele surse: statutul companiei; structura organizatorică, structura de proprietate pentru ultimii 2 ani; raportul anual auditat consolidat (neconsolidat); situațiile financiare pe ultimii 3 ani; documentele care definesc strategia de dezvoltare, inclusiv realizarea obiectivelor de dezvoltare durabilă; informațiile din mass-media și alte portaluri deschise despre reputația companiei; prognozele macroeconomice; datele oficiale ale biroului de statistică și structurilor supranaționale, asociațiilor din industrie.

Pentru evaluarea riscurilor ESG sunt analizate informații/date din diverse surse, precum: indicatori de mediu, sociali și de guvernanta, raportați de către clienți, indicatori/analize specifice, disponibile din surse externe (instituții de cercetare specializate), documente de emisiune, precum și alte informații publice relevante (știri, sancțiuni ale unor autorități de supraveghere și

reglementare etc.) sau rapoarte, politici, documente publicate de instituțiile de supraveghere și control. Evaluarea ESG de bază a unei companii este alcătuită din evaluările individuale a trei componente: de mediu, social și de guvernanță (ESG), în baza chestionarului-model elaborat.

În procesul de evaluare a riscurilor de sustenabilitate, sunt luate în considerare următoarele:

- a) riscuri care decurg din efectele fizice ale schimbărilor climatice;
- b) riscuri asociate răspunderii pentru contribuția la schimbările climatice sau riscurile de tranziție;
- c) riscuri de mediu (resurse epuizabile, biodiversitate, rezerva de apă, poluare, altele);
- d) modificarea conjuncturii pieței și a preferințelor consumatorilor;
- e) riscuri juridice și de reglementare privind protecția mediului;
- f) riscuri tehnologice legate de schimbările climatice, care pot avea ca efect eliminarea anumitor activități sau restructurarea altora;
- g) riscuri sociale (afectarea anumitor comunități din zona proiectului, munca minorilor, accidente de muncă, număr de ore lucrate, număr de incidente, număr de accidente, condiții de muncă (ture de zi/de noapte) etc.

Managementul riscurilor ESG ține cont de impactul corespunzător al acestora, pentru a asigura reziliența modelului de afaceri pe termen scurt, mediu și lung, prin următoarele:

- a) încorporarea parametrilor ce țin de riscurile ESG atunci când se elaborează strategia de afaceri, în special prin extinderea orizontului de timp pentru planificarea strategică la cel puțin 10 ani și prin testarea rezilienței acestora la diferite scenarii;
- b) stabilirea, dezvăluirea și punerea în aplicare a obiectivelor și/sau a limitelor strategice legate de riscurile ESG, inclusiv indicatorii-cheie de performanță aferenți, în conformitate cu apetitul la risc;
- c) evaluarea nevoii potențiale de a dezvolta produse sustenabile sau de a ajusta parametrii produselor existente, ca o modalitate de a contribui la realizarea obiectivelor ESG și de a asigura alinierea la noile criterii ESG.

Procedura de evaluare a riscului ESG vizează procesul de stabilire a ratingului ESG în scopul luării deciziei de finanțare pentru potențialii clienții ai băncii, persoane juridice. Riscurile definite în cadrul evaluării ESG includ riscurile de mediu, sociale și de guvernanță.

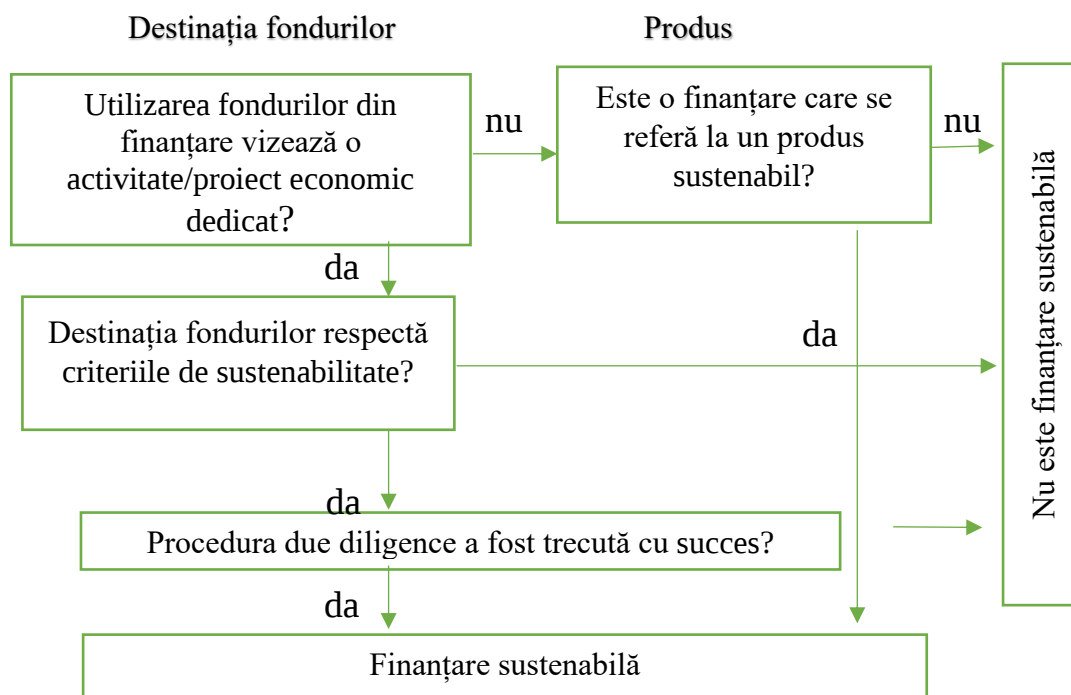


Figura 3.9 Mecanismul de evaluare a sustenabilității proiectelor de finanțat
Sursa: Elaborată de autor în baza analizei practicii băncii Raiffeisen Bank

- Riscurile de mediu – sunt riscurile reprezentate de expunerea față de clienți și contrapărți care pot fi afectate negativ de factorii de mediu, inclusiv factori care rezultă din schimbările climatice și alte degradări ale mediului, precum poluarea, epuizarea rezervelor de apă, contaminarea terenurilor, scăderea biodiversității și defrișările.
- Riscurile sociale – sunt riscurile reprezentate de expunerea față de clienți și contrapărți care pot fi afectate negativ de factorii sociali.
- Riscurile de guvernare – sunt riscurile reprezentate de expunerile față de clienți și contrapărți care pot fi afectate negativ de factorii de guvernare.
- Riscul fizic se referă la impactul financiar al unui climat în schimbare, inclusiv mai multe evenimente meteorologice extreme, frecvente și schimbări treptate ale climei, precum și de poluare a mediului, inclusiv poluarea aerului, apei și a terenurilor, stresul hidric, defrișările.
- Riscul de tranziție se referă la pierderea financiară a unei instituții, care poate rezulta direct sau indirect din procesul de ajustare a unui nivel mai scăzut de carbon, a unei economii sustenabile din punct de vedere ecologic.

În procesul de evaluare, banca utilizează metoda de expunere în baza unui scor rating ESG calculat în baza chestionarului de evaluare prezentat în Anexa 23. Pentru atribuirea ESG ratingului, banca folosește următoarele surse de informații:

- statutul companiei;
- structura organizatorică;
- situațiile anuale consolidate;

- date despre activitatea companiei obținute în timpul întâlnirilor cu reprezentanții companiei, inclusiv:

- structura de proprietate;
- lista companiilor din același grup;
- lista persoanelor afiliate;
- documentele ce reglementează guvernanta corporativă;
- documentele ce definesc strategia de dezvoltare;
- informațiile din mass-media și din alte surse deschise privind respectarea de către entitate a normelor ecologice, protecției sociale și securității muncii;
- alte informații esențiale.

Absența oricăror informații semnificative pentru una din componentele ESG, poate servi drept temei pentru bancă de atribuire a punctajului minim pentru componenta respectivă. Algoritmul pentru determinarea ratingului ESG include următorii pași:

1. evaluarea aspectelor de bază și atribuirea punctajelor pentru fiecare dintre cele trei componente ESG;
2. determinarea sumei ponderate a scorurilor celor trei componente conform ponderilor indicate în tabelul 3.9 și a scorului indicat în tabelul 3.10.

Scorul ESG include scorurile individuale a trei componente (de mediu, social, de guvernanta) care sunt însumate proporțional cu ponderile indicate în tabelul 3.10.

În cadrul analizei componentei de mediu, banca evaluează impactul companiei asupra mediului, eforturile depuse pentru a minimiza daunele aduse mediului și utilizarea optimă a resurselor naturale.

Tabelul 3.9 Ponderea componentelor ESG utilizate în procesul de evaluare a ratingului

Componenta	Ponderea %
Mediu	40
Social	40
Guvernanta	20

Sursa: *Elaborat de autor*

În procesul de analiză a componentei sociale, banca evaluează gradul de responsabilitate socială a companiei atât în raport cu angajații, cât și cu societatea. Ca parte a analizei de guvernanta, banca evaluează sistemul de luare a deciziilor și de dezvoltare a informațiilor privind sustenabilitatea companiei. În procesul de evaluare, banca va ține cont de datele anterioare, cât și de practica curentă a companiei în legătura cu componenta de mediu, socială și de guvernanta. În plus, banca va lua în considerare planurile/prognozele de dezvoltare ale companiei din perspectiva respectării standardelor de mediu, responsabilității sociale și abordărilor de guvernanta corporativă. Scorurile pentru componentele de mediu, sociale și de guvernanta sunt însumate

reieșind din ponderile atribuite componentelor. Scorurile ESG de bază și evaluările de sustenabilitate sunt atribuite de către bancă în conformitate cu o scară specială de rating prezentată în tabelul 3.10.

Pentru a obține un scor ESG, banca va compara suma ponderată a scorurilor componentelor cu intervalele prezentate. Decizia de finanțare este una pozitivă în contextul în care nivelul de risc evaluat este cuprins în limita celui scăzut și mediu.

Tabelul 3.10 Ratingul de sustenabilitate (ESG) atribuit în baza evaluării

ESG rating	Definiție	Punctaj	Nivel de risc
1	Nivel înalt în conformitate cu standardele ESG	10-7,4	Scăzut
2	Nivel mediu de conformitate cu standardele ESG	7,4 – 5	Mediu
3	Nivel scăzut de conformitate cu standardele ESG	< 5	Ridicat

Sursa: *Elaborat de autor*

Criteriile de eligibilitate pentru clasificarea activităților ca fiind sustenabile reflectă standardele și practicile existente recunoscute pe plan internațional. În faza de analiză a unei tranzacții sunt luate în calcul trei considerente de bază:

- 1) activitatea care contribuie la susținerea, îmbunătățirea și protecția mediului;
- 2) activitățile care favorizează dezvoltarea socială, în special grupurile-țintă marginalizate;
- 3) activitățile care contribuie la o economie cu emisii mai scăzute de CO₂ și/sau la Obiectivele de dezvoltare durabilă stabilite de ONU.

În gestionarea riscului de credit, instituțiile trebuie să ia în considerare aspectele climatice și riscurile de mediu în toate etapele relevante ale procesului de finanțare și să monitorizeze riscurile din portofoliile lor. Mai exact, se așteaptă ca instituțiile să-și formeze o opinie cu privire la modul în care sunt legate riscurile de climă și mediu de riscul de nerambursare al împrumutatului. De menționat că practica integrării factorilor de sustenabilitate (ESG) este la etapa de implementare în cadrul instituțiilor bancare naționale, iar modelul de evaluare nefinanciară în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) a fost testat și implementat de una din bancile comerciale pentru debitorii cu expuneri mari, ulterior urmând a fi aplicat la evaluarea întregului portofoliu de finanțare.

În statele dezvoltate finanțarea sustenabilă deține o cotă semnificativă în portofoliul de credite acordate de către instituțiile de credit. Spre regret, în Republica Moldova cota acestora în unele bănci atinge un nivel de 2-3%, iar pentru altele fiind lipsită de interes. În cazul finanțării sustenabile este necesar de a evalua inițial dacă proiectul pentru care este solicitată finanțarea este unul sustenabil din perspectiva responsabilității față de mediu și a celei sociale, ulterior realizând analiza financiară. În această ordine de idei putem menționa avînd în vedere factorul timp, că, scorurile ESG vor deveni esențiale pentru:

- ✓ strategia și modelul de afaceri – identificarea zonelor expuse unor riscuri ESG speciale și alinierea strategiei de afaceri și apetitului la risc;
- ✓ managementul riscurilor – gestionarea riscurilor ESG, cum ar fi prin intermediul stabilirii unor limite ESG pentru expuneri specifice;
- ✓ monitorizarea împrumuturilor – clasificarea clienților (potențiali) în ceea ce privește performanța lor legată de sustenabilitate și identificarea expunerilor ridicate la riscuri ESG;
- ✓ consultanță în investiții – sprijinirea deciziilor de investiții ale clienților prin clasificarea produselor de investiții în termeni de performanță ESG, precum și suport pentru deciziile proprii de investiții;
- ✓ raportare internă și externă – utilizarea scorurilor ESG ca componentă de bază pentru raportarea de sustenabilitate, atât pentru stakeholderii interni, cât și pentru cei externi.

Abordările privind ratingurile ESG pot fi de două tipuri: modele externe (furnizate de companii specializate) sau dezvoltate intern în cadrul instituțiilor financiare. Alegerea unei abordări sau alteia depinde de tipul expunerilor din portofoliu, a investiției, gradului de obiectivitate dorit. Indiferent de modelul ales, un lucru este cert – disponibilitatea și acuratețea datelor folosite sunt esențiale pentru un model de ESG de rating solid.

În esență, scorurile ESG joacă un rol important în asigurarea durabilității pe termen lung, obligând companiile să privească dincolo de profiturile pe termen scurt. Ele încurajează practicile care asigură durabilitatea pe termen lung, nu doar în termeni de mediu, ci și în aspectele sociale și de guvernare. Aceasta înseamnă să ne gândim la modul în care acțiunile de astăzi vor avea un impact asupra lumii de mâine, optând pentru practici de afaceri mai sustenabile, care pot rezista testului timpului.

Practica de evaluare a sustenabilității proiectelor de finanțare este una deja implementată și dezvoltată la nivelul UE. Integrarea criteriilor de sustenabilitate în procesul de evaluare a potențialilor clienți debitori este una inevitabilă și de perspectivă pentru Republica Moldova, în condițiile alinierii la standardele europene.

3.4 Direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național

Dezvoltarea economică a Republicii Moldova este una lentă, incertă și vulnerabilă. Printre problemele actuale ale sistemului economic se pot enumera: instabilitatea politică, mediul de afaceri neatractiv, fluctuațiile ratelor dobânzii, exportul limitat, consumul intern bazat pe remitențe, competitivitatea scăzută a produselor locale, instabilitatea prețurilor, economia tenebră. Spre deosebire de alte state europene, nivelul dezvoltării economice a țării noastre este unul destul de redus. Practica statelor dezvoltate a demonstrat odată în plus rolul semnificativ al sectorului

financiar în susținerea și promovarea dezvoltării economice durabile. Însă, în țara noastră, sistemul financiar se confruntă cu un șir de probleme, ce lasă o amprentă și asupra dezvoltării sistemului economic, printre care enumerăm:

1. limitarea sistemului bancar în resurse pe termen lung;
2. nivelul scăzut al capitalizării sistemului bancar;
3. riscuri investiționale crescute;
4. prețul crescut al resurselor financiare.

Accesul la resursele financiare este limitat de conjunctura pieței produselor financiare, precum și de prețul acestora care, comparativ cu al altor state, este cu mult mai ridicat. Ratele crescute ale dobânzilor creează impedimente reale în calea extinderii și dezvoltării afacerilor, ceea ce obstrucționează indirect creșterea și dezvoltarea economică a statului. Pentru a limita monopolul băncilor și a facilita accesul pe piața produselor financiare, au fost create organizații de microfinanțare, care din 2018, conform modificării cadrului legislativ, au fost redenumite în organizații de creditare nebancare, al căror scop inițial a fost susținerea sectorului mic și mijlociu. Cu regret, 90% din acestea sunt orientate spre creditarea de consum și mai puțin spre susținerea întreprinderilor mici sau chiar a întreprinzătorilor particulari.

Dezvoltarea durabilă pe termen lung a statului Republica Moldova poate fi asigurată prin eforturi comune ale instituțiilor guvernamentale, cât și ale sectorului privat, în particular. În ultimii ani economiile statelor dezvoltate pun un accent tot mai mare pe finanțarea sustenabilă și pe integrarea criteriilor ESG în luarea deciziei de finanțare. Încălzirea globală, poluarea mediului, reducerea biodiversității amenință tot mai mult viitorul planetei și al societății noastre. În consecință, guvernele și autoritățile de reglementare europene iau din ce în ce mai mult în considerare problemele de mediu. Începând cu 2020, criteriile de mediu, climă și guvernanta au început să fie integrate de către organismele de supraveghere și de reglementare ale băncilor europene.. Conform perspectivelor europene, riscurile de mediu vor fi incluse în următorii ani în cerințele de capital ale instituțiilor bancare. În plus, începând cu anul 2022, băncile și companiile de investiții din spațiul european au obligația de a fi transparente față de investitori cu privire la sustenabilitatea investițiilor lor. Includerea riscurilor de mediu, sociale și de guvernanta în reglementările bancare este o noutate cu aport în domeniul schimbării semnificative atât pentru managementul riscurilor, cât și pentru reglementările și strategia de afaceri a băncilor. Deși introducerea acestor riscuri poate fi percepută de instituțiile bancare ca anumite constrângeri prin dificultatea implementării, precum și printr-o posibilă creștere a cerințelor de capital, acest fapt poate constitui și o oportunitate.

Republica Moldova, la fel ca și alte state, poate apela la sprijinul instituțiilor europene (BERD, BEI) și internaționale în vederea integrării echipelor de asistență dedicate pentru

reforme realizate în domeniile strategice. Acest suport poate accelera implementarea politicilor publice în materie de tranziție economică, îmbunătăți îndeplinirea obiectivelor de politici legate de tranzacții, și simultan, facilita reforme sectoriale mai ample. Piața investițiilor verzi continuă să se dezvolte la nivel global, devenind un segment tot mai important al sistemului financiar. Cu toate acestea, provocările persistă, în special din cauza lipsei unui cadru standardizat de reglementare și a unui limbaj comun privind criteriile ESG, metodele de evaluare și definițiile aplicabile conceptelor de „sustenabil” și „verde”. În acest context, armonizarea standardelor și elaborarea unor reglementări clare sunt cruciale pentru consolidarea și eficientizarea pieței investițiilor responsabile.

Practica europeană în domeniul finanțării sustenabile oferă un cadru valoros pentru extinderea măsurilor de eficiență energetică și pentru impulsivitatea inițiativelor de dezvoltare a orașelor verzi. Totodată, Republica Moldova dispune de un potențial semnificativ în domeniul energiei regenerabile, în special eoliană și solară, însă utilizarea acestora rămâne limitată (aproximativ 5%) din cauza lipsei unui cadru de reglementare adecvat pentru licitațiile de proiecte. În acest sens, sprijinul instituțiilor europene este esențial pentru eliminarea barierelor care împiedică dezvoltarea unor proiecte sustenabile viabile din punct de vedere comercial.

Pentru a susține tranziția către o economie verde, este esențială promovarea și dezvoltarea finanțării sustenabile prin instrumente specifice, cum ar fi creditele verzi, obligațiunile verzi și sustenabile, precum și crowdfunding-ul verde. Sectorul financiar joacă un rol esențial în facilitarea acestor investiții prin furnizarea unei game variate de produse financiare sustenabile. Emisiunea de obligațiuni verzi și crearea de fonduri de investiții destinate proiectelor ecologice sunt considerate printre cele mai atractive și eficiente soluții pentru a sprijini această tranziție.

Măsurile propuse de autor pentru promovarea noilor modalități de finanțare din perspectiva asigurării dezvoltării durabile la nivel național sunt reflectate în Anexa 25.

La nivelul autorităților publice centrale (*Parlamentul și Guvernul R.Moldova, Ministerul Dezvoltării Economice și Digitalizării*) se recomandă perfecționarea cadrului normativ-legislativ de reglementare, prin ajustarea legislației privind finanțările participative și finanțările cu capital de risc. Perspectiva dezvoltării noilor oportunități de finanțare trebuie să se regăsească în Strategia națională de dezvoltare, precum și în Politica monetar-creditară a BNM (ca obiectiv al BNM de facilitare) și Politica bugetar-fiscală din perspectiva includerii facilităților fiscale acordate anumitor categorii de finanțare, în special pentru finanțarea sustenabilă.

Recomandări privind domeniul crowdfundingului:

Pentru a îmbunătăți *Legea 181/2023 privind serviciile de finanțare participativă* din Republica Moldova și a o alinia mai bine la cerințele Uniunii Europene, pot fi propuse următoarele modificări și completări:

1. Optimizarea regimului de licențiere și supraveghere - la moment legislația națională nu prevede un mecanism clar de *passporting* care să permită platformelor de crowdfunding din Republica Moldova să atragă investitori din UE sau să opereze pe piețele internaționale. Astfel se impune crearea unui mecanism de licențiere unificat, similar cu cel din UE, care să faciliteze accesul furnizorilor autohtoni de finanțare participativă pe piețele externe. La fel este oportun implementarea unui cadru de cooperare și recunoaștere reciprocă dintre CNPF și autoritățile europene pentru a autoriza platformele naționale în spațiul UE.
2. Stabilirea unui nui cadru comun de autorizare și supraveghere a furnizorilor de finanțare participativă dintre CNPF și BNM. Având în vedere că CNPF nu dispune de instrumentele necesare pentru supravegherea detaliată a tranzacțiilor financiare (inclusiv împrumuturile acordate prin crowdfunding), este recomandată adoptarea unui model similar celui utilizat în Italia. Acest model presupune un parteneriat între autoritatea de reglementare a pieței financiare și banca centrală, permițând astfel o monitorizare mai riguroasă a activităților de finanțare participativă.
3. Crearea unui Registru național al platformelor de crowdfunding. În prezent, nu există un registru public accesibil unde investitorii pot verifica statutul legal al platformelor de finanțare participativă, fapt ce poate determina utilizarea/acesarea unor platforme neautorizate și creșterea riscurilor de fraudă. Drept soluție se recomandă instituirea unui Registru Național al Platformelor de Crowdfunding gestionat de CNPF, care să permită publicului accesul la informații despre platformele autorizate și să impună sancțiuni platformelor neautorizate.
4. Îmbunătățirea mecanismelor de protecție împotriva fraudelor. Actualmente, legislația nu prevede măsuri clare pentru prevenirea și combaterea fraudelor în crowdfunding, ceea ce expune investitorii la riscuri semnificative, inclusiv la scheme frauduloase și proiecte fictive. Se propune introducerea obligației pentru platformele de crowdfunding de a implementa proceduri stricte de verificare a dezvoltatorilor de proiecte, precum regulile Know Your Customer (KYC) și Anti-Money Laundering (AML). De asemenea, ar trebui aplicate sancțiuni mai severe pentru fraudele financiare din acest sector.
5. Implementarea unui mecanism de protecție a investitorilor. Se recomandă introducerea unui mecanism de creare a unui fond de garantare pentru protecția investitorilor în cazul în care proiectele finanțate nu sunt finalizate sau eșuiază. Acest fond ar putea fi finanțat din contribuții minime obligatorii ale platformelor de crowdfunding, având rolul de a reduce riscul pierderii integrale a capitalului investit.
6. Flexibilizarea termenului de finanțare, permițând durate mai lungi pentru proiectele cu impact major. Introducerea unor mecanisme de prelungire dacă proiectul a atins un anumit prag de finanțare. În prezent, durata maximă de acumulare a fondurilor este limitată la 12 luni, însă la

nivel european acest termen variază în funcție de tipul de crowdfunding și poate ajunge la 24 de luni pentru proiecte complexe. Se propune ajustarea legislației pentru a permite termene mai flexibile, în special pentru proiectele cu impact economic și social major.

7. Dezvoltarea unor tipuri de finanțare special adaptate pentru start-upuri. Pentru a stimula dezvoltarea IMM-urilor, se propune introducerea unor instrumente de finanțare dedicate start-upurilor, cum ar fi împrumuturile fără dobândă sau cu dobândă redusă, acordate prin platforme specializate.
8. Armonizarea cerințelor pentru investitori și protecția acestora – în prezent, investitorii nesofisticați din Republica Moldova sunt supuși unor restricții severe, cu un plafon de investiție anual de maximum 10.000 de euro și un maximum de 3.500 de euro pentru împrumuturile de consum. Directiva UE prevede măsuri de protecție prin informare și testare a investitorilor, mai degrabă decât prin limitări rigide. Astfel, se propune:
 - Introducerea unui test de adecvare pentru investitorii nesofisticați, similar cu cel aplicat în UE.
 - Ridicarea plafonului de investiție pentru investitorii care demonstrează cunoștințe și experiență financiară.
 - Crearea unui sistem de asigurare a protecției investițiilor, pentru a limita riscurile pierderii totale a capitalului.
9. Promovarea educației financiare și creșterea nivelului de conștientizare a publicului. Se recomandă dezvoltarea unor programe educaționale dedicate atât investitorilor, cât și antreprenorilor, pentru a le oferi o mai bună înțelegere a riscurilor și oportunităților asociate finanțării participative.
10. Reglementări suplimentare pentru crowdfunding social. Se recomandă adoptarea unui cadru normativ special pentru platformele de crowdfunding destinate proiectelor sociale și de mediu, permițându-le acestora o mai mare flexibilitate în accesarea resurselor financiare și atragerea investitorilor sau donatorilor.

Recomandări pentru dezvoltarea finanțării sustenabile:

În contextul în care finanțarea sustenabilă a devenit o prioritate globală, având ca obiectiv mobilizarea capitalului către proiecte ecologice și sociale, iar Uniunea Europeană a adoptat multiple reglementări în domeniul sustenabilității, inclusiv Strategia pentru finanțarea durabilă, Republica Moldova trebuie să creeze un cadru favorabil pentru finanțarea sustenabilă.

Finanțarea sustenabilă a devenit o prioritate urgentă pentru toate serviciile financiare, condusă de obiectivul „zero emisii nete de carbon până în 2050”. Adoptarea unei strategii de sustenabilitate prudente este esențială, deoarece ecologizarea economiei are un potențial enorm și ar putea deveni „cel mai important factor de oportunitate de afaceri al timpului nostru”. În timp,

investițiile responsabile devin necesare pentru a depăși consecințele încălzirii globale, care devin din ce în ce mai stringente, acestea promovând creșterea durabilă în vederea atingerii Obiectivelor de Dezvoltare Durabilă. În acest context, este esențial ca Guvernul să elaboreze o *Strategie națională privind finanțarea sustenabilă*. În prezent Guvernul Republicii Moldova a elaborat Strategia națională de dezvoltare Moldova Europeană 2030, însă aceasta nu acoperă complet aspectele legate de dezvoltarea durabilă, în special nu se regăsesc aspectele ce țin de stimularea dezvoltării sectorului antreprenorial prin prisma accesului la noi resurse financiare.

Elaborarea Strategiei naționale privind finanțarea sustenabilă trebuie privită ca un proces complex care necesită o abordare integrată, având în vedere specificul economiei naționale, angajamentele internaționale precum și obiectivele de dezvoltare durabile.

Pentru a răspunde provocărilor legate de tranziția către o economie verde și incluzivă, Republica Moldova are nevoie de un cadru strategic bine definit în domeniul finanțării sustenabile. Un model de Strategie în domeniul finanțării sustenabile trebuie să integreze mai multe secțiuni și direcții cheie, în conformitate cu reglementările și tendințele internaționale, pentru a promova investițiile sustenabile și a asigura reziliența sistemului financiar național.

Prima secțiune a strategiei ar trebui să fie dedicată *evaluării contextului actual*. Obiectivul general al acestui demers este crearea unui sistem financiar sustenabil capabil să sprijine tranziția Republicii Moldova către o economie verde, socială și rezilientă la schimbările climatice. Acest obiectiv trebuie ancorat în contextul internațional, în special prin armonizarea cadrului legislativ național cu obiectivele globale de sustenabilitate, precum Agenda 2030 pentru Dezvoltare Durabilă, Acordul de la Paris și reglementările Uniunii Europene în materie de finanțare durabilă. Totodată, este esențială o evaluare realistă a situației actuale din sistemul financiar autohton, identificând deficiențele existente și oportunitățile pentru integrarea principiilor de sustenabilitate în mecanismele de finanțare publice și private.

În continuare, strategia trebuie să contureze obiectivele specifice ale procesului de transformare financiară. Printre acestea se numără promovarea investițiilor sustenabile prin mobilizarea capitalului către proiecte cu impact pozitiv asupra mediului și societății, precum și creșterea transparenței și integrității în raportarea financiară, prin introducerea unor standarde clare privind criteriile ESG (mediu, social și guvernantă). De asemenea, strategia trebuie să prevadă măsuri de suport a sectorului financiar și antreprenorial, în special IMM-urilor, prin facilitarea accesului la finanțare pentru inițiative verzi și sociale. Educația și conștientizarea actorilor financiari și economici în ceea ce privește importanța și aplicabilitatea finanțării durabile trebuie să constituie, de asemenea, o prioritate.

Pentru atingerea acestor obiective, strategia trebuie să se bazeze pe trei piloni principali. Primul pilon este cel al reglementării și suportului instituțional, care include elaborarea unui cadru

legislativ dedicat finanțării sustenabile, reglementarea instrumentelor verzi și sociale (precum obligațiunile verzi sau fondurile sustenabile), dezvoltarea parteneriatelor public-private pentru proiecte de infrastructură durabilă, precum și introducerea unor fonduri verzi și sociale pentru domenii strategice (energie regenerabilă, agricultură sustenabilă, educație, sănătate). Tot în acest pilon se înscriu măsuri ca: introducerea stimulentei fiscale pentru afacerile sustenabile și mecanisme de garantare a împrumuturilor pentru antreprenorii care dezvoltă proiecte verzi sau sociale.

Al doilea pilon vizează încurajarea investițiilor private prin alinierea raportărilor financiare la standardele internaționale ESG și prin crearea unui mediu atractiv pentru investițiile străine în proiecte sustenabile. Cel de-al treilea pilon include dezvoltarea cadrului educațional și de conștientizare, esențial pentru transformarea mentalităților și pentru sprijinirea tranziției. Aceasta poate fi realizată prin campanii educaționale dedicate instituțiilor financiare și antreprenorilor, precum și prin dezvoltarea unor platforme digitale care să ofere acces la informații despre proiectele și oportunitățile din domeniul sustenabilității.

Implementarea acestei strategii trebuie urmată de un plan de acțiune detaliat, cu măsuri concrete, termene clare și responsabili desemnați. De asemenea, este necesar un mecanism eficient de monitorizare și evaluare care să permită analiza periodică a progresului și adaptarea direcțiilor strategice în funcție de realitățile economice și sociale. Coordonarea între Ministerul Finanțelor, Banca Națională a Moldovei, Comisia Națională a Pieței Financiare, autoritățile locale și alte instituții relevante este esențială pentru o implementare eficientă a acesteia.

În final, resursele financiare dedicate punerii în aplicare a strategiei trebuie identificate și mobilizate prin accesarea fondurilor europene, a împrumuturilor internaționale și atragerea de investiții private. Totodată, este necesară crearea unor instrumente financiare adaptate IMM-urilor, facilitând astfel tranziția acestora către modele de afaceri sustenabile. Printr-o abordare strategică coerentă și integrată, Republica Moldova poate deveni un exemplu regional de integrare a sustenabilității în politicile financiare și de dezvoltare economică.

Implementarea *Strategiei naționale privind finanțarea sustenabilă* va contribui la dezvoltarea unui sistem economic rezilient și prietenos cu mediul, facilitând atragerea de investiții verzi și sociale. Strategia trebuie să sprijine crearea de locuri de muncă sustenabile, reducerea economiei informale și îmbunătățirea accesului la infrastructură pentru grupurile vulnerabile.

De asemenea, este esențială promovarea energiei regenerabile, a eficienței energetice, transportului ecologic și combaterea sărăciei energetice. Pentru creșterea economică și consolidarea sustenabilității, strategia trebuie să faciliteze accesul IMM-urilor la finanțare, reducerea corupției și birocrăției, precum și stimularea inovației. Totodată, este crucială asigurarea

unui mediu sănătos, prin protejarea resurselor naturale, extinderea suprafețelor împădurite, îmbunătățirea calității apei și aerului și promovarea soluțiilor de transport prietenoase cu mediul. Adoptarea și implementarea acestei strategii vor asigura un echilibru între dezvoltarea economică și protecția mediului, poziționând Republica Moldova pe un traseu sustenabil de creștere economică și integrare în economia globală verde.

Viziunea asupra elaborării strategiei de finanțare sustenabilă este redată în figura 3.10.

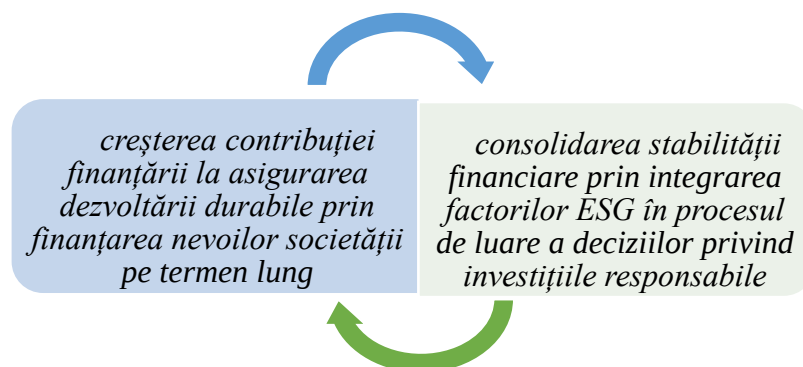


Figura 3.10 Orientări ale strategiei de finanțare sustenabilă

Sura: *Elaborată de autor în baza [237]*

La nivel guvernamental este necesară instituirea unui grup de lucru în domeniul sustenabilității, cu participarea reprezentanților Ministerului Dezvoltării Economice și Digitalizării, BNM, ABM, CNPF, Ministerului Finanțelor, al cărei obiectiv va viza *asigurarea realizării progresive a planului de măsuri privind dezvoltarea durabilă a statului*. Sarcina de bază a acestei comisii va consta în elaborarea unei Taxonomii pentru schimbările climatice, prin stabilirea activităților sustenabile din punctul de vedere al criteriilor ESG. Obiectivul urmărit este de a încorpora viitoarea Taxonomie de sustenabilitate în legislația națională, aliniată la legislația UE, și de a oferi baza pentru utilizarea unui astfel de sistem de clasificare în diferite domenii (de exemplu, standarde, etichete, factori de susținere ecologică pentru cerințele prudențiale, repere de sustenabilitate). Propunerea va include instrumente care să permită stabilirea și actualizarea regulată a unui astfel de sistem de clasificare. În plus, grupul va elabora și propune un plan de măsuri privind dezvoltarea proiectelor eco-inovative, sustenabile și combaterea greenwashingului.

Măsurile întreprinse la nivel guvernamental trebuie orientate spre asigurarea faptului că băncile vor contribui la redresarea economică și la tranziția către o economie verde, în contextul în care sustenabilitatea este pilonul dezvoltării tranziției verzi.

Finanțarea sustenabilă se referă, în general, la procesul de luare în considerare a factorilor ESG în adoptarea deciziilor privind alocarea resurselor financiare, ceea ce va duce la creșterea investițiilor în activități sustenabile și pe termen lung. Elementele derivate ale finanțării sustenabile sunt: *creditele sustenabile, creditele verzi, obligațiunile verzi, obligațiunile legate de sustenabilitate, green banking-ul, crowdfunding-ul verde*. Aceste noțiuni sunt puțin cunoscute

sistemului financiar-creditar național. Astfel, din perspectiva promovării economiei verzi și dezvoltării economice durabile, implementarea acestor concepte în strategia națională de dezvoltare, în politica monetar-creditară, precum și în cea bugetar-fiscală este una necesară și de perspectivă. Prin integrarea evaluării riscului ESG, instituțiile de credit vor fi mai bine pregătite și mai protejate în fața gestionării riscului climatic.

La nivelul sistemului financiar (BNM, CNPF, bănci comerciale)

Sistemul financiar poate fi considerată cea mai sigură și sustenabilă sursă de finanțare a economiei naționale. Un plan de acțiuni și măsuri privind finanțarea sustenabilă s-ar regăsi printre eforturile mai ample de a conecta finanțele cu nevoile specifice ale economiei naționale și globale, în beneficiul planetei și al societății noastre, în particular. În mod specific, *Planul de măsuri al inițiativelor de dezvoltare durabilă* trebuie să includă:

1. reorientarea fluxurilor de capital către investiții responsabile, pentru a obține o creștere durabilă pe termen lung;
2. gestionarea riscurilor financiare care decurg din schimbările climatice, epuizarea resurselor, degradarea mediului și problemele sociale;
3. promovarea transparenței pe termen lung în activitatea economico-financiară;
4. instituirea unui sistem de clasificare a activităților prin prisma sustenabilității;
5. elaborarea standardelor și etichetelor pentru produsele financiare verzi;
6. stimularea investițiilor în proiecte sustenabile;
7. integrarea factorilor ESG în procesul de evaluare a proiectelor investiționale;
8. elaborarea normelor de raportare nefinanciară din punctul de vedere al sustenabilității.

Una dintre primele acțiuni necesare a fi întreprinse pentru a asigura dezvoltarea finanțării sustenabile constă în stabilirea unui sistem de clasificare pentru activitățile durabile, așa ca *Taxonomia națională privind activitățile sustenabile*, având la bază Taxonomia UE. Dezvoltarea durabilă pe termen lung a statului Republica Moldova poate fi asigurată prin eforturile comune ale instituțiilor guvernamentale, cât și ale sectorului privat.

Băncile naționale trebuie să-și alinieze portofoliile de împrumuturi la obiectivele UE prin integrarea criteriilor ESG în structurile de guvernanță și risc. Prin promovarea unor activități mai durabile, băncile vor contribui la reducerea riscurilor lor și la un sistem economic și bancar mai durabil, mai prudent față de mediu și mai rezistent. Integrarea riscurilor de mediu în cerințele de capital ale băncilor nu este încă foarte clară sau foarte bine explicată, totuși, băncilor din spațiul UE li se cere să publice, din iunie 2022, informații prudentiale în legătură cu aceste riscuri.

La nivelul pieții de capital este necesar de a elabora *Strategia națională a pieții de capital pentru 2025-2030*, inclusiv cu prevederi ce se referă la crearea unui cadru normativ favorabil obligațiunilor verzi și a celor sustenabile. CNPF prin politicile promovate ar putea încuraja

investițiile private prin mobilizarea economiilor populației și lansarea unor programe de educație investițională a populației și a micilor întreprinzători.

La nivelul sectorului financiar național se propune realizare unor măsuri orientate spre promovarea și dezvoltarea finanțării sustenabile, precum:

1. elaborarea la nivel de sistem a unei politici de finanțare sustenabilă;
2. optimizarea activității organizațiilor de creditare nebanară și a produselor oferite de către acestea;
3. promovarea finanțării sustenabile la nivelul instituțiilor de credit (bănci, OCN);
4. diversificarea produselor financiare oferite entităților economice, precum: reverse factoring, green factoring, crowdfunding, credite sustenabile/verzi etc.;
5. dezvoltarea programelor de educație financiară sustenabilă pentru mediul de afaceri.

Sistemul bancar trebuie să apară ca cel mai mare contribuitor la bunăstarea consumatorilor, creșterea incluziunii și intermedierei financiare în baza criteriilor ESG și reducerea riscurilor climatice și a barierelor în calea finanțărilor. În acest context precizăm ca BNM a elaborat *Foia de parcurs privind finanțarea durabilă 2024-2028*, iar alte careva acțiuni privind finanțarea sustenabilă nu au fost întreprinse. Băncile joacă un rol-cheie în sprijinirea entităților în tranziția către o economie verde și susțin finanțarea tranziției climatice prin dezvoltarea de produse verzi.

Băncile, inclusiv cele mari, sistemice vor trebui să-și asume o nouă serie de angajamente de finanțare durabilă, inclusiv prin elaborarea planurilor de extindere a finanțării proiectelor în domeniul energiei regenerabile, eficienței energetice, managementului apei și a deșeurilor, transportului ecologic. În procesul de implementare și dezvoltare a finanțării sustenabile, băncile trebuie să-și integreze în activitatea lor factorii ESG, precum și să-și stabilească anumiți indicatori-cheie de performanță (KPI) în acest domeniu. Recomandările pentru băncile din R.Moldova sunt prezentate structura în figura 3.11. Astfel, băncile trebuie să integreze factorii ESG în modelele lor de afaceri și în strategia de dezvoltare. Mai mult, băncile vor elabora propriile strategii de sustenabilitate. Băncile naționale nu au astăzi stabilit un obiectiv clar privind instrumentele de finanțare sustenabilă. Menționăm că la unele ponderea creditelor verzi acordate nu depășește nici chiar 1% din volumul total al portofoliului de credite acordate. Astfel, în contextul alinierii la cerințele pieții europene se propune din perspectiva următorilor 5 ani ca ponderea instrumentelor verzi de finanțare să atingă cel puțin 15-20% din portofoliul total al creditelor acordate.

Noile angajamente ale băncilor vor urmări orientarea portofoliului de credite la obiectivele de dezvoltare durabilă. Băncile își vor elabora și dezvolta propriul program de dezvoltare sustenabilă. Un astfel de program include evaluarea schimbărilor tehnologice necesare în diverse sectoare pentru a atinge obiectivele de sustenabilitate, în raport cu tehnologia utilizată în prezent de clienții băncii, stabilind ulterior direcțiile de aplicare a activităților lor de finanțare. Abordarea

se concentrează pe mai multe sectoare cu emisii mari, inclusiv energia electrică, transportul de marfă și călători, credite ipotecare rezidențiale și care pot ajuta banca să contribuie la promovarea unei economii sustenabile. În următorii ani, băncile naționale vor trebui să-și sporească în mod semnificativ atenția spre finanțarea proiectelor din domeniile: energiei regenerabile, eficienței energetice, agriculturii ecologice, transportului ecologic.

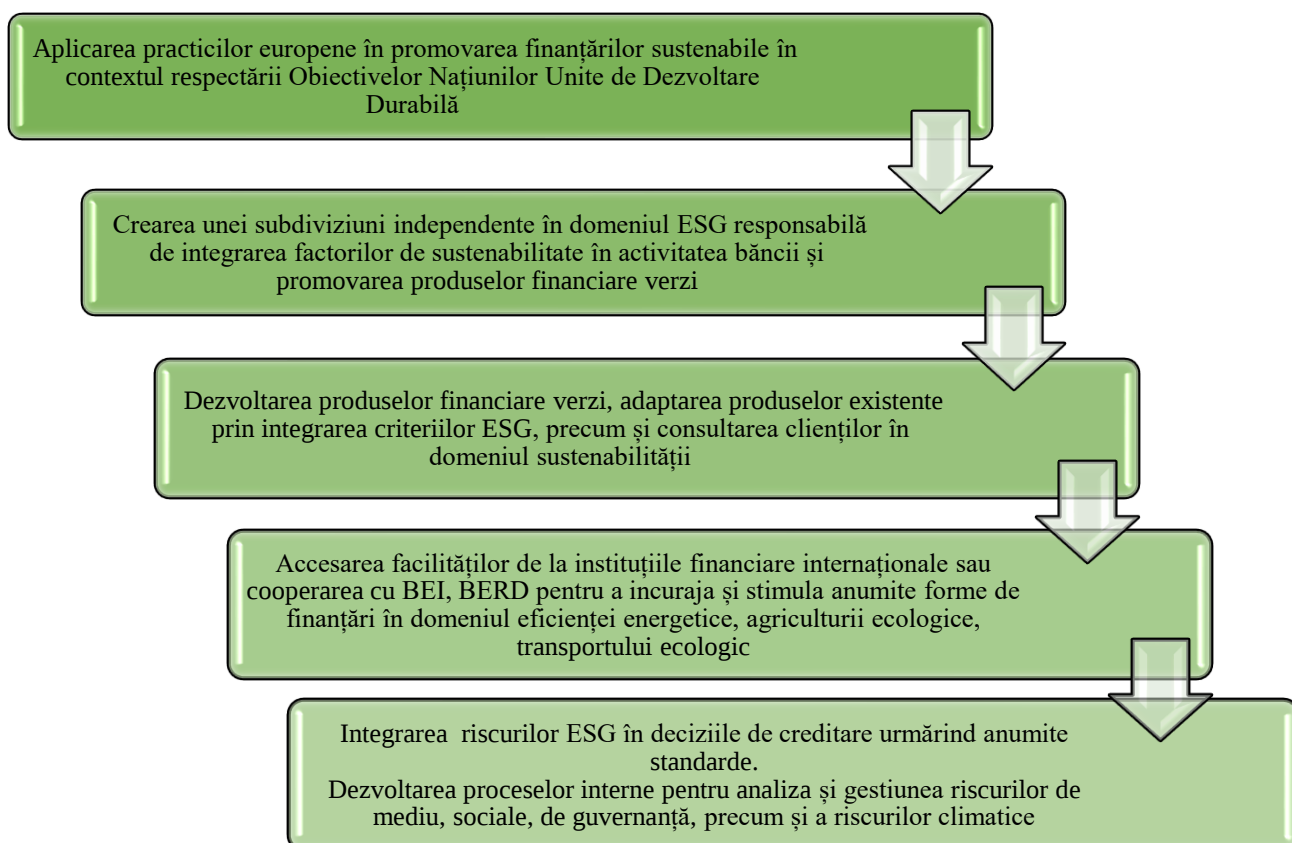


Figura 3.11 Acțiuni întreprinse de bănci în vederea promovării finanțării sustenabile
Sura: Elaborată de autor

În acest scop, drept reper se propune includerea în cadrul de raportare al băncilor a indicatorului ce reflectă ponderea activelor verzi **GAR – Green asset ratio**, calculat ca pondere dintre activele verzi ale băncii și totalul activelor acesteia. Conform acestui indicator, băncile își vor stabili obiective privind creșterea acestuia anual cu cel puțin 5%, astfel ca până în 2030 nivelul atins să constituie cel puțin 20%.

Din perspectiva integrării criteriilor de sustenabilitate, băncile vor fi impuse să renunțe la finanțarea proiectelor cu impact negativ asupra mediului înconjurător. În acest context se propune includerea de către bănci a *Listei excluderilor* ca element de bază al procedurilor interne de creditare, aceasta fiind primul pas de pronire în calea finanțării sustenabile (Anexa 26). Entitățile a căror activitate se va regăsi în *Lista excluderilor*, nu vor beneficia de finanțare. Drept exemplu pot servi băncile europene care și-au asumat deja angajamente pe termen lung în domeniul promovării finanțelor sustenabile, cum ar fi Credit Agricole, BNP Paribas, Societe Generale, HSBC.

În general, putem defini *finanțarea sustenabilă* ca o modalitate ce reprezintă corelarea instrumentelor de finanțare, garantare și asigurare cu nevoile specifice ale economiei naționale, în beneficiul planetei și al societății.

În practica franceză, finanțarea sustenabilă și instrumentele ei sunt supuse monitorizării specifice în sistemele interne ale băncilor comerciale sub controlul echipelor de *Sustainable Banking*. Acestea beneficiază de un cost intern de lichiditate favorabil pentru a contribui la creșterea ponderii creditelor de mediu în bilanțul băncii. Pentru a sprijini finanțarea proiectelor în favoarea mediului, Franța a instituit o serie de mecanisme care pot fi implementate chiar de Guvern, dar și de autoritățile locale, diverse agenții și instituții financiare. Angajamentele suplimentare legate de sectorul energetic, stabilite de băncile naționale vor include creșterea concentrației pe energiile regenerabile și infrastructura cu emisii scăzute de carbon.

Noile opțiuni de finanțare oferite clienților de către bănci contribuie în mod direct la dezvoltarea unei societăți sustenabile. În acest context, băncile pot oferi produse inovatoare și servicii care vor ajuta clienții să ia decizii financiare sustenabile și să îmbunătățească performanța socioeconomică a persoanelor fizice și juridice, inclusiv a IMM-urilor, a instituțiilor publice/private și a întregii comunități. În domeniul îmbunătățirii eficienței energetice și dezvoltării energiei regenerabile, se propune ca băncile să promoveze implementarea tehnologiilor energetice eficiente și dezvoltarea rețelelor electrice inteligente, inclusiv prin finanțarea proiectelor de exploatare a energiei eoliene, solare și geotermale, la fel și susținerea proiectelor ce vizează producerea de biocombustibil. Pentru a promova finanțarea sustenabilă, băncile trebuie să integreze treptat factorii ESG în cadrul general de gestionare a riscurilor, ținând seama de o evaluare a semnificației acestora pe diferite perioade de timp, prin:

- a) integrarea riscurilor ESG în cadrul apetitului pentru risc;
- b) stabilirea unor politici adecvate care să țină seama de riscurile ESG pentru evaluarea stabilității financiare a contrapărților;
- c) identificarea metodelor de evaluare și monitorizare a riscurilor ESG la nivel de contraparte și portofoliu;
- d) elaborarea scenariilor de stres testate privind riscurile ESG.
- e) Monitorizarea și raportarea sustenabilității (conform rigorilor europene)

În același timp, băncile trebuie să-și consolideze, într-un mod proporțional și bazat pe riscuri, integrarea factorilor ESG în strategia și modelul de afaceri, în mecanismele de guvernare internă și în cadrul de gestionare al riscurilor. Pentru evaluarea riscului de sustenabilitate internă a băncii cât și a contrapărților, inclusiv debitorii persoane juridice, se propune un *Chestionar de evaluare a riscului ESG* după modelul prezentat în Anexa 32. În baza acestui chestionar se va aprecia nivelul de integrare a criteriilor de sustenabilitate în activitatea contrapărților, iar ulterior acesta va servi

drept baza pentru raportarea de sustenabilitate, care din perspectiva orizontului de timp va fi obligatorie și pentru Republica Moldova, în contextul alinierii la practicile europene, unde raportarea de sustenabilitate este obligatorie începînd cu 2024.

Sectorul financiar îi revine joacă un rol din ce în ce mai mare în promovarea și dezvoltarea finanțărilor sustenabile. Analizele domeniului respectiv confirmă că finanțarea sustenabilă are un impact pozitiv real asupra mediului și a sistemului economic prin încurajarea investițiilor responsabile, însă pentru a atinge cu adevărat obiectivele de sustenabilitate, este esențială:

- susținerea proiectelor de finanțare sustenabilă, inclusiv a celor din domeniul eficienței energetice, agriculturii ecologice, produselor bio, transportului ecologic, biotehnologiilor, cu impact pozitiv asupra protecției mediului;
- blocarea proiectelor cu consum mare de energie, inclusiv cu emisii crescute de carbon sau care dăunează ecosistemului prin stoparea finanțării acestora;
- facilități de finanțare a proiectelor sustenabile prin stimulente ce includ: reduceri la rata de dobîndă (cu 30% mai mici), facilități de creditare prin includerea perioadelor de grație la finanțare, scutiri fiscale, inclusiv cota zero la profitul reinvestit în astfel de proiecte;
- finanțarea mai multor proiecte ecologice de impact;
- crearea unui cadru comun cu reguli și obiective clare pentru toți actorii implicați, ce vizează integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG), transparența fondurilor accesibile tuturor;
- eliminarea riscului *greenwashing-ului* în calitate de strategie de marketing care oferă o imagine eco-responsabilă unui proiect care nu corespunde criteriilor de sustenabilitate.

Dacă facem trimitere la practica internațională, beneficiari ai factoring-ului sunt reprezentanții agențiilor de distribuție a produselor alimentare, cosmetice, de uz casnic, a medicamentelor, băuturilor alcoolice și răcoritoare, a textilelor, majoritatea fiind parte componentă a sectorului întreprinderilor mici și mijlocii. Toate aceste domenii sunt caracterizate de o lichiditate înaltă a mărfii comercializate, deoarece și cererea de piață a acestor produse este în continuă creștere. Utilizarea factoring-ului de către IMM-uri se datorează faptului că acestea sunt adesea dependente de marii lor cumpărători, care lucrează exclusiv în condiții de împrumuturi comerciale. De exemplu, termenii contractuali în cadrul lanțurilor de retail includ neapărat o plată amînată, care poate varia de la 30-45 de zile calendaristice până la șase luni. Dacă pentru întreprinderile mari durata întîrzierii nu este o problemă gravă, deoarece veniturile și resursele interne permit identificare fondurilor pentru a achita diverse nevoi, atunci pentru IMM-uri înghețarea fondurilor în creanțe pune în pericol onorarea comenzilor clienților și, uneori, funcționarea ulterioară a afacerii, în general. În astfel de situații, factoring-ul ajută într-un timp scurt la eliberarea numerarului sub formă de creanțe. Factoringul apare ca un *outlet* pentru afacerile ce desfășoară activități sezoniere sau care se confruntă cu dificultăți financiare temporare. În plus, factoring-ul

este cel mai solicitat în sectoarele cu prezență în număr mare a micilor producători și a comercianților cu amănuntul. Cu toate acestea, factoring-ul se aplică doar într-un stadiu al dezvoltării unei afaceri, când este atins un anumit nivel de încredere și a fost dovedită capacitatea de a oferi produse de calitate. Ca o alternativă de finanțare a sectorului IMM, pe lângă factoring-ul clasic, cu regres este oportună implementarea și dezvoltarea în cadrul instituțiilor de credit a *reverse factoring-ului*. Minimizând riscul de neplată, această modalitate de finanțare poate fi dezvoltată cu succes și în țara noastră. Astfel, după cum demonstrează practica internațională, factoring-ul este o modalitate de finanțare accesibilă, rapidă, eficientă și avantajoasă întreprinderilor mici și mijlocii, contribuind, pe de o parte, la creșterea volumului producției fabricate, iar pe de altă parte, a volumului vânzărilor. Dat fiind faptul că mai mult de 98% din întreprinderile înregistrate în Republica Moldova sunt întreprinderi mici și mijlocii, oportunitatea implementării și stimulării dezvoltării factoring-ului clasic și a reverse factoring-ului este una actuală.

O recomandare aferentă dezvoltării factoring-ului ține de *asigurarea factoring-ului*. Dezvoltarea factoring-ului asigurat pare destul de logică, mai ales dacă luăm în considerare experiența mondială relevantă. Asigurarea este aplicată activ în străinătate pentru a proteja împotriva riscului de credit. Ca și la asigurarea creditelor, același concept este imperativ și în cazul factoring-ului. Practica internațională evidențiază asigurarea obligatorie a tranzacțiilor fără drept de regres, dacă există riscul plății la timp a debitorului de către marea majoritate a companiilor de factoring pe plan internațional. În acest context, societatea de asigurări stabilește o limită în care este pregătită să își asume riscurile de credit ale clientului (la factoring-ul cu regres) și ale debitorilor (în cazul factoring-ului fără recurs). În acest caz, problema evaluării stării financiare a împrumutatului este transferată către asigurător. Asigurarea factoring-ului este necesară atunci când numărul debitorilor crește și volumul operațiunilor furnizorilor este la fel în continuă ascensiune, respectiv atunci când crește nevoia de extindere a limitelor de finanțare. Avantajele asigurării factoring-ului pot fi rezumate la:

- minimizarea riscului de credit;
- posibilitatea de a accepta spre finanțare portofolii ce cuprind un număr mult mai mare de debitori;
- posibilitatea de a oferi clienților servicii de factoring cu limite mai mari pentru un debitor;
- minimizarea activității de evaluare și monitorizare a capacității de plată și a situației financiare a debitorului;
- posibilitatea majorării portofoliului operațiunilor de factoring.

Pe lângă avantajele asigurării factoring-ului, este necesar de a menționa prezența unor costuri suplimentare ale factoring-ului legate de asigurare, fapt ce poate determina un preț mai ridicat al acestei finanțări.

Recomandări pentru mediul academic.

Mediului academic îi revine un rol esențial în promovarea educației financiare și a cercetărilor în domeniul financiar, astfel se propun următoarele măsuri concrete:

- Implementarea Sistemului de "Endowment Funds" pentru Universități - crearea unor fonduri de dotare universitară (similar modelului american). Crearea unor fonduri de dotare universitară (Endowment Funds) reprezintă o soluție strategică pentru asigurarea sustenabilității financiare a universităților și pentru dezvoltarea cercetării academice. Acest model, inspirat din sistemul american, permite instituțiilor de învățământ superior să își diversifice sursele de finanțare și să atragă resurse pe termen lung pentru sprijinirea activităților academice, cercetării și inovării. Universitățile din țară vor putea investi resurse financiare obținute de la donatori (care pot fi și foști absolvenți ai acestora) pentru a genera venituri pasive, folosind ulterior aceste fonduri pentru dezvoltarea infrastructurii și cercetării. Pentru donatorii care contribuie la aceste fonduri pot fi stabilite anumite facilități fiscale, inclusiv reducerea impozitelor pentru companiile care susțin universitățile.

- Instituirea fondurilor de capital de risc dedicate universităților pentru sprijinirea proiectelor de cercetare aplicată și a startup-urilor academice (*spin-off-uri*). Pentru a stimula inovația și antreprenoriatul în cadrul universitar, este esențială crearea unor fonduri de capital de risc specializate. Aceste fonduri ar putea fi gestionate printr-un parteneriat public-privat, având ca obiectiv sprijinirea proiectelor de cercetare aplicată și a startup-urilor rezultate din activitatea academică (*spin-off-uri*). Printr-o astfel de inițiativă, cercetătorii și studenții ar beneficia de resurse financiare și mentorat pentru a transforma ideile inovatoare în soluții viabile din punct de vedere comercial. De asemenea, atragerea investitorilor privați și a marilor companii ar putea facilita creșterea acestui segment, asigurând sustenabilitatea pe termen lung a ecosistemului de inovare.

- Dezvoltarea centrelor de inovare și transfer tehnologic care să faciliteze colaborarea dintre universități și mediul de afaceri. Un element esențial în stimularea progresului tehnologic și a dezvoltării economice este crearea unor centre de inovare și transfer tehnologic (CITT). Aceste centre ar avea rolul de a facilita colaborarea dintre universități, sectorul privat și instituțiile publice, asigurând transferul rapid al rezultatelor cercetării în economie. Prin oferirea de infrastructură modernă, acces la laboratoare performante și servicii de consultanță, CITT-urile ar putea contribui la dezvoltarea unor produse și servicii inovatoare. În plus, parteneriatele cu companii locale și internaționale ar putea facilita accesul la finanțare, promovarea brevetelor și integrarea absolvenților pe piața muncii. Germania are cele mai mari centre de cercetare din spațiul European,

unul dintre ele fiind Fraunhofer-Gesellschaft, care colaborează cu companii și universități pentru a dezvolta tehnologiile inovatoare.

Aceste măsuri, implementate în mod coerent, ar putea avea un impact semnificativ asupra dezvoltării economice și sociale a Republicii Moldova, consolidând legătura dintre educație, cercetare și mediul de afaceri.

Pentru dezvoltarea afacerilor, băncile și piețele financiare joacă deja un rol major în finanțarea investițiilor lor cu impact social și asupra mediului. Abordând clima și mediul dintr-o perspectivă de risc, sectorul financiar își poate crește rolul în investițiile ecologice și poate sprijini progresul acestora către niveluri compatibile cu atingerea obiectivului de neutralitate climatică.

Perspectiva unui viitor economic mai sustenabil pe termen lung presupune conștientizarea noilor riscuri globale pentru adoptarea de măsuri adecvate, inclusiv pentru asigurarea securității și tranziției energetice, creșterea rezilienței lanțurilor de producție prin diversificarea surselor de import, dar și reorientarea economiei către producerea de bunuri cu valoare adăugată mai ridicată.

3.4 Concluzii la Capitolul 3

1. Dezvoltarea modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova este limitată de mai multe constrângeri sistemice, precum dominația băncilor pe piața financiară, reglementările neclare, orientarea excesivă a OCN-urilor către creditul de consum și costurile ridicate ale finanțărilor alternative. În plus, accesul redus la leasing operațional, factoring și crowdfunding reflectă o piață fragmentată și insuficient adaptată la nevoile IMM-urilor. Aceste carențe afectează direct capacitatea entităților economice de a accesa finanțări rapide, flexibile și sustenabile.
2. Cu toate aceste limitări, sistemul financiar național oferă oportunități reale pentru extinderea modalităților moderne de finanțare, prin consolidarea cadrului legal, digitalizarea serviciilor financiare și încurajarea inițiativelor private inovatoare. Creșterea rapidă a activității în domeniul factoring-ului și apariția platformelor de crowdfunding demonstrează un interes sporit pentru instrumente financiare alternative, care, susținute corespunzător, pot contribui semnificativ la finanțarea dezvoltării afacerilor și la modernizarea infrastructurii financiare naționale.
3. Evaluarea bonității debitorilor reprezintă un element esențial în procesul de acordare a finanțării prin instrumente moderne precum factoringul, crowdfundingul și finanțarea sustenabilă, contribuind la estimarea corectă a riscului de credit și la aplicarea unor decizii prudente de finanțare. Integrarea indicatorilor financiari și nefinanciari, precum istoricul de credit, relațiile cu furnizorii și dinamica vânzărilor, permite o clasificare detaliată a riscului și previne finanțarea entităților cu bonitate scăzută.

4. Modelul econometric multidimensional elaborat de autor contribuie la îmbunătățirea procesului de evaluare a bonității IMM-urilor, permițând identificarea riscurilor ascunse și simularea scenariilor financiare complexe. Aplicarea acestui model în instituțiile financiare naționale poate sprijini selectarea clienților eligibili și poate reduce riscul de credit, însă validarea sa pentru alte tipuri de entități, precum cele din sectorul agricol sau organizațiile de creditare nebanclară, rămâne o direcție necesară de extindere și testare.
5. Integrarea criteriilor ESG (mediu, social, guvernantă) a devenit o componentă esențială a proceselor moderne de analiză financiară și de evaluare a riscului de credit, în special în economiile dezvoltate. Această schimbare reflectă tranziția de la o abordare strict financiară la una holistică, în care sustenabilitatea și responsabilitatea socială sunt condiții esențiale pentru accesul la finanțare și pentru luarea deciziilor investiționale pe termen lung.
6. În Republica Moldova, integrarea factorilor ESG în analiza și finanțarea proiectelor se află într-un stadiu incipient, cu aplicare limitată la nivelul unor bănci comerciale și o cotă redusă a finanțărilor sustenabile în portofoliile instituțiilor de credit. Extinderea acestei practici necesită dezvoltarea unor metodologii de evaluare nonfinanciară, consolidarea capacităților instituționale și creșterea transparenței prin raportare ESG, în vederea alinierii la standardele internaționale și a facilitării tranziției către o economie responsabilă și durabilă.
7. Evaluarea bonității debitorului este un pas esențial realizat de instituțiile de credit în procesul de finanțare. Practica de specialitate reflectă prezența unor modele calitative și cantitative de evaluare a performanțelor debitorului care permit aprecierea bonității reale și determină decizia finală în procesul de creditare. Unele bănci naționale au dezvoltat modele proprii de evaluare a bonității, altele se bazează pe indicatori de analiză financiară și nefinanciară care includ o categorie numeroasă de indicatori economico-financiar. Reieșind din realitățile sistemului național de credit, autorul a elaborat un model de evaluare a bonității debitorului, având la bază regresia liniară multiplă, destinat finanțărilor oferite de instituțiile de credit pe termen scurt și mediu. Pe lângă analiza stabilității financiare, autorul propune o analiza nefinanciară bazată pe factorii de sustenabilitate (ESG), în condițiile în care tendințele actuale sunt orientate spre sustenabilitatea și protecția mediului, iar instituțiile de credit se implică în promovarea acestora prin politicile sustenabile de finanțare oferite.
8. Studiile privind accesul la finanțare au evidențiat un șir întreg de probleme ce creează impedimente în calea dezvoltării afacerilor în țara noastră. Printre ele se enumeră: corupția, birocrăția, instabilitatea politică, mărimea impozitelor, accesul la finanțare, cadrul normativ de reglementare imperfect etc. În acest context, autoritățile guvernamentale trebuie să formuleze soluții concrete, expuse în strategii viabile pentru anihilarea constrângerilor la finanțare, promovarea și dezvoltarea modalităților moderne de finanțare, care vor asigura afacerile cu

resurse financiare necesare, iar aceasta va contribui în mod direct la dezvoltarea economică a statului.

9. Din perspectiva aderării Republicii Moldova la UE, este necesar de a adapta cadrul normativ și cel instituțional pentru excluderea constrângerilor de finanțare și oferirea noilor oportunități financiare entităților economice. Pentru dezvoltarea cu succes a noilor modalități de finanțare în Republica Moldova, este necesar de a depune eforturi și de a întreprinde măsuri concrete privind facilitarea dezvoltării, alături de creditare, și a altor modalități de finanțare practicate la scară largă în țările dezvoltate, inclusiv în statele membre ale UE.
10. În scopul asigurării unui viitor sustenabil, atât instituțiile bancare cât și cele nebancare vor juca un rol destul de important în vederea implicării lor prin susținerea proiectelor inovative și cu impact redus asupra mediului înconjurător.

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

Cercetările efectuate în cadrul prezentei teze de doctor, în temeiul obiectivelor setate, permit formularea următoarelor concluzii:

1. Cercetarea fundamentelor conceptuale ale finanțării a evidențiat relația de interdependență și complementaritate dintre conceptele de „sursă de finanțare” și „modalitate de finanțare”, aceasta din urmă reprezentând mecanismul prin care se asigură acoperirea necesarului de finanțare al unei entități. În urma fundamentării teoretice, modalitățile moderne de finanțare au fost delimitate conceptual de cele tradiționale, fiind definite ca un ansamblu de instrumente și mecanisme caracterizate prin flexibilitate, inovație și adaptabilitate. Acestea presupun implicarea unor noi actori financiari – investitori privați, platforme digitale, fonduri specializate – și sunt menite să răspundă necesităților de finanțare ale întreprinderilor în stadii incipiente de dezvoltare, contribuind astfel la diversificarea surselor de capital și la reducerea dependenței de sectorul bancar tradițional.
2. Lipsa unui concept clar definit a permis autorului să considere modalitățile moderne de finanțare ca *totalitatea instrumentelor, metodelor, procedeele de finanțare, altele decât cele tradiționale, ce combină aspectele creditării, asumării riscului, gestiunii creanțelor și evidenței acestora, realizate pentru o anumită perioadă de timp, în baza contractelor aferente specifice domeniului dat*. Procedura de obținere a unei surse de finanțare, termenul și costurile negociate, metoda de rambursare sunt elemente specifice modalității de finanțare.
3. Analizele efectuate în domeniul accesului la finanțare au evidențiat existența unei corelații directe între dimensiunea întreprinderii și gradul de dificultate perceput în obținerea resurselor financiare. Întreprinderile mari întâmpină, în general, mai puține obstacole, beneficiind de credibilitate, garanții și istorii financiare solide, în timp ce întreprinderile mici și mijlocii sunt mai expuse constrângerilor de ordin financiar și procedural. Cercetarea realizată în contextul Republicii Moldova a identificat o serie de factori restrictivi — precum cadrul legislativ insuficient adaptat, lipsa garanțiilor, costurile ridicate și gradul redus de informare — care limitează accesul la finanțare. Gestionarea eficientă a acestor bariere poate contribui esențial la dezvoltarea pieței locale a resurselor financiare și la extinderea accesului întreprinderilor la o diversitate de instrumente de finanțare.
4. Cercetarea a scos în evidență schimbări profunde ale paradigmei financiare actuale, în care teoriile moderne pun accent pe integrarea dimensiunilor sociale, de mediu și de guvernare (ESG) în deciziile financiare. Modalitățile moderne de finanțare se bazează pe o viziune sustenabilă asupra capitalului, în care eficiența economică este completată de responsabilitate socială și ecologică, iar deciziile de investiții se aliniază tot mai mult la Obiectivele de Dezvoltare Durabilă (ODD).

5. Analiza comparativă a practicii internaționale a arătat că, în economiile dezvoltate, modalitățile moderne de finanțare – precum factoringul, capitalul de risc, crowdfundingul și finanțarea sustenabilă – sunt utilizate pe larg și bine reglementate, susținute de infrastructuri digitale avansate, cadru normativ clar și strategii publice. În Republica Moldova, aceste instrumente se află într-un stadiu incipient de dezvoltare, fiind limitate de constrângeri legislative, lipsa unei culturi antreprenoriale moderne și acces restrâns la infrastructuri financiare digitale.
6. Pe baza cercetării empirice și a analizei cadrului legal, s-a constatat că Republica Moldova nu dispune încă de un mediu normativ și instituțional suficient de pregătit pentru adoptarea pe scară largă a modalităților moderne de finanțare. Totuși, inițiativele guvernamentale recente, orientate spre digitalizare, dezvoltarea antreprenoriatului și susținerea IMM-urilor, creează oportunități reale pentru integrarea acestor instrumente în sistemul financiar național, în special dacă sunt însoțite de reforme structurale și reglementări adecvate.
7. Dezvoltarea incipientă a modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova precum factoringul, capitalul de risc, crowdfundingul și finanțarea sustenabilă este determinată de absența unei piețe financiare bine structurate și reglementate. Spre deosebire de economiile dezvoltate, unde instituțiile guvernamentale joacă un rol activ în crearea unui cadru favorabil accesului la finanțare, în Republica Moldova implicarea instituțională rămâne limitată. În acest context, este imperativă consolidarea cadrului legislativ prin alinierea la standardele europene, elaborarea unei strategii naționale pentru finanțarea sustenabilă pe termen mediu și adoptarea unor politici economice care să stimuleze utilizarea acestor instrumente moderne. Măsuri precum oferirea de stimulente fiscale, reducerea costurilor de finanțare, garantarea accesului la fonduri publice și facilitarea parteneriatelor public-private pot crea un mediu propice dezvoltării acestor mecanisme financiare. Oportunitatea adoptării lor este deosebit de relevantă în contextul actual al integrării europene și al necesității de modernizare a sistemului economic național.
8. Sectorul financiar al Republicii Moldova este reprezentat de bănci și instituțiile financiare nebancare. Acesta se caracterizează printr-o concentrare a băncilor mari: mai mult de 70% din activele sectorului bancar revin celor 3 bănci mari sistemice. Elementul de bază al activelor bancare îl reprezintă creditul, ce include creditarea afacerilor, de consum și ipotecară. Prezența altor modalități de finanțare precum crowdfunding, finanțare prin capital de risc sau finanțare sustenabilă este slab resimțită în cadrul sistemului financiar național.
9. Evaluarea riscului de credit rămîne un subiect de actualitate în contextul finanțărilor moderne, evaluarea bonității debitorului fiind una din etapele de bază ale procesului de finanțare și esențial pentru toate modalitățile de finanțare. Prin aplicarea unui model econometric

multidimensional și a unei metodologii de analiză nonfinanciară pot fi reduse riscurile aferente finanțării prin modalități modern de finanțare. Astfel, devine importantă evaluarea riguroasă a bonității debitorilor în procesul de acordare a finanțării prin modalități moderne. Această abordare complexă, care include atât indicatori financiari, cât și factori ESG, contribuie la reducerea riscului de credit, creșterea transparenței și consolidarea portofoliilor financiare ale instituțiilor de credit. Modelele propuse de autor pot fi utilizate ca instrumente aplicative în procesul decizional al băncilor și al investitorilor.

10. Integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG) devenit o practică relevantă în spațiul european, atât la nivelul entităților economice, cât și al instituțiilor de credit. Evaluarea sustenabilității debitorilor este aplicată de către instituțiile de credit din spațiul european în vederea aprobării finanțărilor destinate proiectelor sustenabile. În Republica Moldova aceasta practica este una suficient de dezvoltată, fiind aplicată preponderent în cadrul liniilor de credit oferite de instituțiile financiare internaționale, precum Banca Europeană de Investiții (BEI) sau Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD). În acest context, autorul propune un model de evaluare nefinanciară bazată pe criterii de sustenabilitate (ESG), în condițiile în care tendințele naționale actuale sunt orientate spre realizarea obiectivelor de dezvoltare durabilă, responsabilitate socială și responsabilitatea față de mediu, iar instituțiile de credit se implică tot mai activ la acest capitol.
11. Valorificarea graduală a modalităților moderne de finanțare de către sistemul financiar al Republicii Moldova este o direcție strategică, necesară pentru realizarea unei economii deschise, competitive și sustenabile. În acest sens, se impune adoptarea unei strategii naționale privind finanțarea sustenabilă, armonizarea legislației cu acquis-ul european, promovarea instrumentelor financiare verzi și participative, precum și sprijinirea culturii financiare în rândul antreprenorilor. Aceste măsuri vor facilita accesul la finanțare alternativă, vor stimula inovația și vor contribui la transformarea structurii economice naționale în concordanță cu obiectivele integrării europene.

Rezultatele cercetării confirmă faptul că dezvoltarea și integrarea modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova reprezintă nu doar o necesitate impusă de limitele sistemului financiar actual, ci și o oportunitate strategică pentru adaptarea economiei naționale la exigențele pieței globale și a celei europene. În acest context, elaborarea unor politici coerente, dezvoltarea infrastructurii financiare și promovarea pe larg a modalităților moderne de finanțare devin elemente esențiale pentru consolidarea unui sistem financiar incluziv, flexibil, deschis inovației și aliniat la valorile sustenabilității economice, sociale și de mediu. Cercetarea deschide totodată perspective relevante pentru aprofundarea studiilor în domeniul evaluării integrate a riscurilor

(financiare și ESG), al eficienței investițiilor sustenabile și al proiectării modelelor financiare adaptate economiilor emergente.

Rezultatul obținut care contribuie la soluționarea unei probleme științifice importante constă în fundamentarea teoretico-metodologică a rolului modalităților moderne de finanțare în cadrul sectorului economic și stabilirea direcțiilor prioritare de dezvoltare a acestora în cadrul sistemului financiar național, având ca scop promovarea unui sistem economic sustenabil, adaptat noilor condiții internaționale și regionale.

Sinteza cercetărilor realizate permite identificarea unui set de obiective strategice esențiale pentru sistemul financiar național, care, odată implementate, ar contribui semnificativ la crearea unui mediu de afaceri competitiv și la asigurarea unei creșteri economice sustenabile. Aceste obiective includ:

1. **Integrarea sistemului financiar național în cadrul Uniunii Europene:** Acest obiectiv vizează alinierea reglementărilor, instituțiilor și practicilor financiare ale țării la standardele și reglementările Uniunii Europene, pentru a facilita accesul la piețele financiare internaționale, pentru a încuraja fluxurile de capital și pentru a susține dezvoltarea economică pe termen lung.
2. **Lansarea și promovarea campaniilor de educație financiară pentru mediul de afaceri:** Implementarea unor campanii educaționale vizând îmbunătățirea cunoștințelor financiare ale antreprenorilor și ale managerilor de afaceri. Aceasta ar include formarea unor abilități financiare de bază și avansate, esențiale pentru luarea deciziilor strategice, înțelegerea diverselor opțiuni de finanțare și gestionarea riscurilor financiare într-un mediu de afaceri tot mai complex.
3. **Integrarea criteriilor de sustenabilitate în toate domeniile sistemului economic:** În contextul tendințelor globale de dezvoltare durabilă, acest obiectiv presupune integrarea principiilor de sustenabilitate (environmental, social, governance - ESG) în procesele economice și financiare. Se va pune accent pe promovarea proiectelor verzi, eco-inovative și pe stimularea investițiilor care contribuie la protejarea mediului, la responsabilitatea socială și la buna guvernare în toate sectoarele economiei.

Aceste direcții strategice sunt menite să sprijine dezvoltarea unui sistem economic rezilient, capabil să răspundă provocărilor actuale și viitoare, și care să faciliteze integrarea națională într-o economie globală tot mai rezilientă și sustenabilă.

Cercetarea realizată a permis autorului să formuleze recomandări menite să contribuie la consolidarea cadrului financiar național și la integrarea treptată a modalităților moderne de finanțare în Republica Moldova:

1. Se recomandă elaborarea *Strategiei naționale privind finanțarea sustenabilă*, care să stabilească obiective clare și măsuri specifice pentru integrarea principiilor de sustenabilitate în toate sectoarele economice. Această strategie trebuie să includă direcții concrete de

stimulare a proiectelor inovative și sustenabile, având ca obiectiv general tranziția spre o economie verde și rezilientă.

2. În vederea stimulării dezvoltării produselor financiare destinate investițiilor inovative și responsabile este necesară alinierea cadrului normativ-legislativ la cadrul elgal al Uniunii Europene, care reprezintă o prioritate strategică. Ajustarea cadrului normativ privind finanțarea participativă este necesară pentru a asigura supravegherea eficientă, protecția investitorilor și încurajarea transparenței și competitivității pieței.
3. Cu scopul de a impulsiona finanțarea prin capital de risc și de a atrage investitori în economia locală se recomandă revizuirea, modificarea și adoptarea proiectului de lege privind Fondurile cu capital de risc, elaborat încă din 2018, pentru a sprijini start-upurile și întreprinderile inovative.
4. Este necesară implementarea conceptului de finanțare sustenabilă în cadrul sistemului financiar național, prin promovarea instrumentelor precum creditul verde, ipoteca verde, obligațiunile verzi și cele sustenabile.
5. Pentru a încuraja finanțarea responsabilă a proiectelor inovative și sustenabile și a alinia portofoliile de finanțare la obiectivele de dezvoltare durabilă recomandăm instituțiilor de credit și entităților economice în scop de autoevaluare, aplicarea modelului de analiză nonfinanciară a debitorilor, persoane juridice, în baza criteriilor ESG, elaborat de autor.
6. Pentru implementarea standardelor ESG în politicile economice și financiare naționale, care să stabilească criterii clare de clasificare a proiectelor eco-inovative se recomandă elaborarea unei Taxonomii naționale în domeniul finanțării sustenabile. La fel se propune integrarea factorilor ESG în strategiile și modelele de afaceri ale instituțiilor de credit și ale entităților economice, ca parte a alinierii la obiectivele naționale și europene privind dezvoltarea durabilă.
7. În scopul încurajării subiecților economici să adopte principii de responsabilitate corporativă, socială și de mediu, prin promovarea celor mai bune practici internaționale recomandăm autorităților să ofere stimulente, fiscale, pentru investiții sustenabile.
8. Se recomandă instituțiilor de credit aplicarea modelului econometric de evaluare a bonității și eligibilității afacerilor în contextul accesării surselor prin modalități moderne de finanțare – precum factoringul, crowdfundingul și finanțarea sustenabilă. Modelul elaborat oferă o bază analitică pentru luarea deciziilor de creditare și reducerea riscurilor asociate.

Implementarea propunerilor prezentate va contribui la consolidarea unui sistem financiar național rezilient, competitiv și aliniat la exigențele și standardele internaționale, în special ale Uniunii Europene, facilitând tranziția către o economie inovativă, sustenabilă și digitalizată.

BIBLIOGRAFIE

Surse în limba română:

1. ALBUL E. Particularitățile specifice ale contractului de leasing ale bunurilor imobile. În: „Legea și viața,” 2009, nr. 81, p. 40
2. ARITON, D. – Finanțele întreprinderii, Editura Fundației Universitare “Dunarea de Jos”, Galați, 2004, ISBN 973-627-154-4
3. Asociația Română de factoring. Piața factoringului în România [online]. Disponibil: <https://asociatiadefactoring.ro/2023/03/16/crestere-record-de-30-a-pietei-de-factoring-in-2022-operatiunile-au-atins-7-85-miliarde-de-euro/> [cit 24.01.2024]
4. AVARE, P., LEGROS, G., LEMONNIER, P. – Gestione și analiză financiară, Editura Economică, București, 2002, ISBN 973-590-596-5
5. BANCILĂ N., POPOVICI L., Constrângeri și oportunități de finanțare a întreprinderilor din Republica Moldova, [online] Revista/Journal „ECONOMICA” nr.3 [121] 2022, p.74-90. Disponibil: <https://doi.org/10.53486/econ.2022.121.074> [cit 14.08.2024]
6. BĂNCILĂ, N., MIHALACHE, R. Practici europene de finanțare a întreprinderilor, Relații economice internaționale, Revista/Journal „ECONOMICA” nr. 3 [77], ASEM, Chișinău, 2011, 169 p.
7. BOTNARI NADEJDA, Finanțele întreprinderii, Academia de Studii Economice din Moldova, Editerra Prim, Chișinău, 2008, p. 240., ISBN 978-9975-78-482-5
8. **BUMBAC D., ȘTEFANIUC O.**, Practica și tendințele dezvoltării operațiunilor de forfetare, Conferința Științifică Internațională "Creșterea competitivității economice în contextul formării societății bazate pe cunoaștere", 28 octombrie 2016, 0,3ca, p.485-483, ISBN 978-9975-71-838-7
9. **BUMBAC D.** Creditul sindicalizat –noua practică modernă a băncilor comerciale. Conferința științifică internațională "Inovație, performanță și competitivitate în sectorul financiar", USM, 30 octombrie 2015, p.166-172, 0,3 c.a ISBN 978-9975-71-712-0
10. **BUMBAC D.** Mezaninul financiar-noua tehnică alternativă pentru finanțarea afacerilor. Conferința științifică internațională "Politici și mecanisme de inovare și dezvoltare a proceselor economico-financiare și sociale pe plan național și internațional", USM, 31 octombrie 2014, p.178-181 0,33 c.a ISBN 978-9975-71-574-4
11. **BUMBAC D.** Modalități moderne de finanțare: particularități și oportunități. Relații Internaționale Plus Nr.21[6]/2019/ISSN 1857-4440, p.130-140
12. **BUMBAC D.**, Particularitățile dezvoltării pieței factoringului în Franța, Studia Universitatis Moldaviae, 2017, nr.7 [107] ISSN 1857-2073 ISSN online 2345-1033 p.68-71
13. **BUMBAC D.**, Conceptul, tipologia și principalele aspecte ale reglementării factoringului pe plan internațional, Studia Universitatis Moldaviae, 2018, nr.2[112] ISSN 1857-2073 ISSN online 2345-1033 p.85-91
14. **BUMBAC D.**, Hîncu L., Model de evaluare a potențialilor clienți ai instituțiilor de credit, beneficiari ai finanțării prin factoring, Studia Universitatis Moldaviae, 2019, nr.2 [112] ISSN 1857-2073 ISSN online 2345-1033 p.153-158
15. **BUMBAC D.**, Particularități și tendințe actuale ale pieței factoringului în România În: Priorități strategice de modernizare inovațională a economiei Republicii Moldova și politici de dezvoltare durabilă la nivel mondial. - 2015. - P. 277-282; Universitatea de Stat din Moldova. — Chișinău, 2015, 578 p.
16. **BUMBAC D.**, Sectorul financiar-nebancar al Republicii Moldova: realități și soluții de reformare, Moldoscopie, Probleme de analiză politică ISSN 1812-2566, An. 23 [2019], nr. 3 [86], p.150-162
17. **BUMBAC D.**, Finanțările prin capital de risc: oportunități și tendințe europene, Conferința internațională Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a

- zonelor transfrontaliere, IASI, 2020, p.79-87/ Disponibil
https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag_file/Iasi.volum%20ESPN%2037.pdf
18. **BUMBAC D., ȘTEFANIUC O.**, Sistemul de credit al Republicii Moldova: probleme actuale și perspective de dezvoltare, Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere, ICSE Gh.Zane, Vol.XXXV, Iași 2019, p.52-58,ISBN: 978-606-685-687-4
 19. **BUMBAC D.**, Tendințele dezvoltării sectorului financiar nebanca din Republica Moldova, Conferința științifică Internațională jubiliară „Paradigme moderne în dezvoltarea Economiei naționale și mondiale”, Chișinău 2018, p. 171-176,ISBN 978-9975-142-571
 20. **BUMBAC D, ȘTEFANIUC O.** Sustenabilitatea și rolul ei în cadrul sistemului bancar. In: *Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale*. R, 28-29 octombrie 2022, Chișinău. Chișinau, Moldova: CEP USM, 2022
 21. **BUSMACHIU E., COBZARI L., SULA V.** Structura financiară, riscul și optimizarea capitalului întreprinderii, Chișinău, ASEM, 2002. 231 p.
 22. **CARAIANI GH.**, Tranzacții internaționale, București, LuminaLex2006, 460p
 23. Codul civil al Republicii Moldova N 1107-XV din 06.06.2002
 24. **CONTOLENCU M.** Optimizarea structurii de finanțare și evidențierea factorilor determinanți,[online] Disponibil:
<http://www.dafi.ase.ro/revista/5/Contolencu%20Mihaela.pdf>[cit 15.01.2023]
 25. Creditul sindicalizat – aspecte juridice și economice, [online] Disponibil:
<https://www.juridice.ro/242501/ionut-adrian-sandor.html> [cit 24.02.2022]
 26. **CERBUȘCĂ V.** Finanțarea întreprinderilor mici și mijlocii din Republica Moldova: specificul întreprinderilor inovatoare/Teza de doctor în științe economice, 2016 [online] /Disponibil: http://www.cnaa.md/files/theses/2016/50540/viorica_cerbusca_thesis.pdf [cit 19.04.2022]
 27. Crowdfunding pentru ONG-uri, [online] Disponibil:
<https://www.techsoup.ro/sites/default/files/crowdfunding-pentru-ong-uri-techsoup.pdf> [cit 24.02.2022]
 28. Deloitte România. Piața de capital de risc din România. [online] Disponibil :
<https://www2.deloitte.com/ro/ro/pages/about-deloitte/articles/piata-locala-de-capital-privat-si-de-capital-de-risc-este-mai-putin-dezvoltata-decat-cea-din-europa.html> [cit 15.08.2024]
 29. **DANILA O.M** Evaluarea riscului de credit din perspectiva Acordului Basel, Economie teoretică și aplicată Volumul XIX [2012], [online] No. 3[568], pp. 60-75, Disponibil:
http://store.ectap.ro/articole/699_ro.pdf [cit 01.02.2022]
 30. **DINCĂ M.** Gestiunea financiară a firmei. Brașov: Ed. Universității Transilvania din Brașov, 2011. 280 p., ISBN 978-973-598-900-2
 31. **DINU M, BUCUR C.**, Crowdfunding o alternativă pentru start-up-uri? [online] Disponibil:<http://www.wall-street.ro/articol/Legal-Business/157145/crowdfunding-o-alternativa-pentru-start-up-uri.html> [cit 03.03.2022]
 32. Dicționar explicativ al limbii române. [online]_Disponibil:
<https://dexonline.ro/definitie/specific> [cit 09.08.2024]
 33. **DOGA-MÎRZAC Mariana**, Abordări conceptuale a sistemului de finanțare și mecanismului financiar în sfera imm – urilor, Buletinul Științific al Universității de Stat „Bogdan Petriceicu Hasdeu” din Cahul №. 2 [14], 2015, p.63-73
 34. **DRAGOTA M.**, Abordări practice în finanțele firmei, Ed. Ericson, București 2005, 378 p., ISBN 973-87304-6-9
 35. **DUMITRESCU D., BARSU E.**, Eficiența fondurilor de investiții în capitalul IMM-urilor, Romanian Statistical Review - Supplement nr. 10 / 2018, p.174-182, ISSN 2359-8972
 36. **ERHAN L.** Capitalul de risc – vector Prioritar în finanțarea Întreprinderilor mici și Mijlocii, Revista / Journal „ECONOMICA” nr. 1 [79] 2012, p.101-108, ISSN 1810-9136

37. Finanțarea nebancaară a întreprinderilor mici și mijlocii prin intermediul business angels și a capitalului de risc. [online] Disponibil:<http://edufin.md/finantarea-nebancara-a-intreprinderilor-mici-simijlocii-prin-intermediul-business-angels-si-a-capitalului-de-risc> [cit 15.02.2022]
38. Factoringul și valoarea adăugată în business. Disponibil : https://ing.ro/inbusiness-blog-antreprenori/business-abc/Factoringul-si-valoarea-adagata?utm_source=chatgpt.com
39. EBA Ghid privind administrarea riscurilor de mediu, sociale și de guvernanță (ESG). Disponibil: <https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/guidelines-management-esg-risks> [cit 19.03.2025]
40. EBA Ghidul EBA privind inițierea și monitorizarea creditelor. EBA/GL/2020/06
41. GRABAROVSKI L., BORDEIANU OL. Factoringul o modalitate modernă de recuperare a creanțelor, Revista / Journal „ECONOMICA” nr.3[77] 2011, p.103-109, ISSN1810-9136
42. FRUNZĂ I., Modalități de finanțare accesibile a întreprinderilor mici și mijlocii din Republica Moldova/ Potențialul de finanțare al pieței financiare nebancaare și perspectivele dezvoltării acesteia p.140-146
43. IVAN MADALINA, Crowdfunding-ul în Romania la final de 2023/ [online] Disponibil:<https://www.juridice.ro/717456/crowdfunding-ul-in-romania-la-final-de-2023.html> [cit 19.10.2024]
44. ILIE V. Gestiune financiară a întreprinderii, ASE, Meteor Press 2010, 424 p, ISBN 9789737280688
45. ILIE V., Teodorescu M. Factoringul – modalitate de ameliorare a lichidității întreprinderii. [online]/ Disponibil: <https://www.researchgate.net/publication/267226728> [cit 10.02.2022]
46. IVANESCU, Dan Nicolae, Factorii determinant ai structurii financiare, Editura ASE, Bucuresti, Bucuresti, 2007, 234p., ISBN: 978-973-594-956-3
47. LEGE Nr. 1 din 16.03.2018 cu privire la organizațiile de creditare nebancaare, Publicat: 30.03.2018 în Monitorul Oficial Nr. 108-112
48. LEGE Nr. 129 din 13.07.2018 pentru aprobarea Strategiei de dezvoltare a pieței financiare nebancaare pe anii 2018–2022 și a Planului de acțiuni pentru implementarea acesteia Publicat: 24.08.2018 în Monitorul Oficial Nr. 321-332
49. LEGE Nr. 202 din 12.07.2013 privind contractele de credit pentru consumatori Publicat: 06.09.2013 în Monitorul Oficial Nr. 191-197
50. LEGE cu privire la Banca Națională a Moldovei nr. 548-XIII din 21.07.1995 [în vigoare 12.10.1995] Republicat: Monitorul Oficial al R. Moldova nr.297-300 art.544 din 30.10.20
51. LEGE Nr.179 din 21.07.2016 cu privire la întreprinderile mici și mijlocii Publicat: 16.09.2016 în Monitorul Oficial Nr. 306-313
52. LEGE Nr.192 din 12.11.1998 privind Comisia Națională a Pieței Financiare, Publicat: 14-08-2007 în Monitorul Oficial Nr. 117-126
53. LEGE privind activitatea băncilor nr. 202 din 06 octombrie 2017, Publicat în Monitorul Oficial al R. Moldova nr. 434-439 art. 727 din 15.12.2017
54. LEGEA ROMÂNIEI nr. 120/2015 privind stimularea investitorilor individuali-business angels: [online] Disponibil:<https://lege5.ro/Gratuit/gy4dinrsgi/legea-nr-120-2015-privind-stimularea-investitorilor-individuali-business-angels> [cit 15.10.2022]
55. LEGEA ROMÂNIEI nr. 93 din 8.apr.2009 Monitorul Oficial, Partea I 21.apr.2009 Intrare în vigoare la 21.apr.2009 privind instituțiile financiare nebancaare
56. LEGEA ROMÂNIEI nr.469 din 9 iulie 2002 privind unele măsuri pentru întărirea disciplinei contractuale. Publicat în Monitorul Oficial al României. nr. 529/19 iulie 2002
57. Managementul granturilor, Manualul Nr.15 Seria de manuale de instruire în domeniul managementului financiar pentru administrația publică locală, [online] Disponibil: http://www.conta-ro/miscellaneous/574_miscellaneous_contabilitate_files%20574_.pdf

[citat 15.10.2023]

58. MARTIN C. Privire generală asupra obiectului contractului de leasing: realități și perspective. În: „Revista Națională de Drept,” 2005, nr. 4,21, p. 31
59. MAXIM C.L. Posibilități de finanțare exogenă a firmelor, [online] Rezumat teza de doctorat, Universitatea Babeș- Bolyai, Cluj-Napoca, 2013/ Disponibil: <https://teze.doctorat.ubbcluj.ro/doctorat/teza/fisier/1058> / [citat 24.05.2022]
60. MIHALCA- BRENDEA G., “Efectele condițiilor de piață asupra structurii capitalului entităților economice” Univ.Babes-Bolyai, [online] Rezumatul Tezei de doctorat, Iasi, 2011/ https://doctorat.ubbcluj.ro/sustinerea_publica/rezumate/2011/finante/Mihalca_Brendea_Gabriela_RO.pdf / [citat 24.05.2022]
61. MIHALCIUC C.C, STECLARU R. Analiza Rentabilității operațiunilor de factoring la o entitate economică, European Journal of Accounting, financea and Business, Vol.2017,p. 37/54
62. NASTASE G, Gestiunea financiară a întreprinderii, Note de curs, Universitatea Creștină Dimitrie Cantemir, Ed. Produniversity 2011, ISBN 978-973-129-502-2
63. PASCARU S. Prezentarea modelelor de evaluare a riscului de faliment prin prisma managementului anticriză, [online] Disponibil: <https://utm.md/meridian/2017/MI-1-2017/13-pascaru-s-prezentarea-modelelor-de-evaluare.pdf> [citat 12.05.2022]
64. PĂUN Cristian, Finanțarea afacerilor. Oportunități de finanțare în contextul integrării europene, București 2008
65. Piața de capital în nouă luni ale anului 2023: un debut reușit pentru emisiunile de obligațiuni corporative/ [online] Disponibil: https://www.cnpf.md/ro/piata-de-capital-in-noua-luni-ale-anului-2023-6307_93789.html [citat 19.10.2024]
66. POPA V. Managementul financiar al lanțului de distribuție/aprovizionare: o nouă soluție pentru reziliență, [online], Amfiteatrul economic Vol. XV No. 33 Februarie 2013, p.98-112, Disponibil: https://www.amfiteatruleconomic.ro/temp/Articol_1181.pdf [citat 15.04.2022]
67. Programul național pentru promovarea antreprenoriatului și creșterea competitivității 2023-2027 [PACC 2027] [online]/ Disponibil: <https://cancelaria.gov.md/ro/content/cu-privire-la-aprobarea-programului-national-pentru-promovarea-antreprenoriatului-si> [citat 20.10.2024]
68. Raportul anual al BNM 2023, [online] Disponibil: www.bnm.md
69. Raportul anual al BNM anul 2022 ISBN 978-9975-4353-0-7
70. Raport de stabilitate financiară al BNM 2022 [online] Disponibil: https://www.bnm.md/files/RSF-2022_v1_2.pdf [citat 20.05.2023]
71. Raportul anual al CNPF anul 2021/ [online] Disponibil: http://old.cnpf.md/file/Publicatii/Raport_Anual_2021.pdf [citat 09.05.2022]
72. RAPORT privind evaluarea progresului în implementarea programelor de stat și proiectelor de asistență, anul 2023 <https://www.oda.md/ro/transparenta-decizionala/declaratii> [citat 20.10.2024]
73. Reglementarea activității de finanțare participativă [crowdfunding] [online]/ Disponibil: www.juridicemoldova.md [citat 10.03.2022]
74. Regulamentul [UE] 2020/1503 privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri / [online] Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/RO/legal-content/summary/european-crowdfunding-service-providers-for-business.html> [citat 12.03.2022]
75. Regulamentul delegat (UE) 2022/2118 al Comisiei din 13 iulie 2022 de completare a Regulamentului (UE) 2020/1503 în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare referitoare la administrarea de portofolii individuale de împrumuturi de către furnizorii de servicii de finanțare participativă, precizând elementele metodei de evaluare a riscului de credit, informațiile privind fiecare portofoliu individual care trebuie comunicate

- investitorilor, precum și politicile și procedurile necesare cu privire la fondurile de rezervă. Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:32022R2118>
76. Regulamentul [UE] nr. 345/2013 din 17 aprilie 2013 privind Fondurile europene cu capital de risc/ [online] Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX:32013R0345>, [citat 24.08.2022]
 77. Regulamentul (UE) 2020/852 privind instituirea unui cadru care să faciliteze investițiile durabile Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj> [citat 20.09.2024]
 78. Regulamentul nr. 5/1998 al Comisiei Naționale de Valori Mobiliare a României privind constituirea și funcționarea fondurilor de capital de risc, în vigoare de la data de 7 mai 1998 [online] / Disponibil: <https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/14658> / [citat 20.05.2022]
 79. Regulamentul (UE) 2019/2088 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:32019R2088> [citat 20.09.2024]
 80. ROLLER A., ZUBIC A., Necesitatea și avantajele finanțării prin operațiuni de factoring în Republica Moldova, Analele ASEM, ediția a XIII-a. Nr.1/2015, ISBN 978-9975-75-760-7
 81. ROVENTA M. Introducere în forfetare și factoring. Tehnici moderne de finanțare a activității de export. București, 2002, 168 p.
 82. Sondaj realizat de Banca Națională a României privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România august 2020. [online] Disponibil: <https://www.bnro.ro/DocumentInformation.aspx?idDocument=41332&idInfoClass=15748> [citat 09.08.2024]
 83. STANCU, I. [coordonator] – Finanțe – Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Economică, București, 2003, ISBN 978-973-709-320-2
 84. ȘANDOR I.A Creditul sindicalizat – aspecte juridice și economice [online]// Disponibil: <https://www.juridice.ro/245039/partile-contractului-de-credit-sindicalizat.html> [citat 20.08.2022]
 85. ȘTEFANIUC O., BUMBAC D., Tendințele dezvoltării factoringului în spațiul Uniunii europene, Studia Universitatis Moldaviae, 2017, nr.7 [107] ISSN 1857-2073 ISSN online 2345-1033 p.61-67
 86. STOICA R., Model de evaluare a performanțelor și a trendului societății comerciale utilizând metoda regresiei multiple ca instrument de analiză, [online] Revista Română de Statistică - Supliment nr. 2 / 2020/ Disponibil: http://www.revistadestatistica.ro/supliment/wp-content/uploads/2020/02/rss_02_2020_1ro.pdf [citat 24.05.2022]
 87. STRATAN S., Finanțarea prin crowdfunding a activității inovatoare: experiența mondială Culegere de articole selective ale Conferinței Științifice Internaționale „Competitivitatea și Inovarea în Economia Cunoașterii” 22-23 septembrie 2017, Vol.1. - P. 245-250. Chișinău, Vol. I E-ISBN 978-9975-75-893-2
 88. STUDIU de impact cu privire la înființarea și operaționalizarea unui fond de investiții cu capital de risc, Academia Română, Creșterea capacității administrative a Ministerului pentru Mediul de Afaceri, Comerț și Antreprenariat de dezvoltare și implementare a sistemului de politici publice bazate pe dovezi" - SIPOCA 5, București 2018, 576 p.
 89. STUDIU privind constrângerile în accesul la finanțare și planul de acțiuni Iulie 2017 Fondul de dezvoltare durabilă Moldova. [online] Disponibil: http://www.sda.gov.md/upload/documents/0221181519201541Studiu_Analiza_Constrangerilor_in_Accesul_La_Finantare_si_Planul_de_Actiuni_Iulie_2017.pdf [citat 15.06.2022]
 90. Strategia Națională de Dezvoltare Moldova 2020 [online]/ Disponibil: <https://mecc.gov.md/ro/content/strategia-nationala-de-dezvoltare-moldova-2020> / [citat 24.01.2022]

91. TIMUȘ A. Posibilități de finanțare ale business-ului prin societăți de capital-risc. În: Conferința științifică internațională „Creșterea competitivității și dezvoltarea economiei bazate pe cunoaștere”, 28-29 septembrie 2007, Chișinău 2008.-Vol. 2. P. 54-56.
92. TIMUȘ A. RAILEAN V., Metode moderne de finanțare a activităților științifice și tehnologice: practici relevante pentru Republica Moldova, Revista/Journal „ECONOMICA” nr.4 [106] 201860, p. 60-72, ISSN 1810-9136
93. TOMA, MIHAI, F. ALEXANDRU, Finante si gestiune financiara de intreprindere, Ed. Economica, Bucuresti, 2003, 416 p., ISBN 973-590-771-2
94. TUDOSE Mihaela, Gestiunea capitalurilor întreprinderii, București 2006, 335 p., ISBN 973-709-263-5
95. TURCU Adina, Finanțarea prin factoring: mecanisme, costuri și riscuri. Rezumatul tezei de doctorat, UNiversitatea Babeș-Bolyai, Cluj-Napoca, 2010
96. Universul Juridic nr. 2/2019 Reverse factoring - funding the un fundable? de Ioana Regenbogen [online] Disponibil: <https://lege5.ro/Gratuit/gmytsnzugm4q/reverse-factoring-funding-the-un-fundable> [cit 22.04.2022]
97. VINTILA G., Gestiunea financiara a întreprinderii, ed. Didactica si pedagogica, editia a 5a, Bucuresti, 2005, 432 p., ISBN 973-301-3986

Surse în limba rusă:

98. АЛЕКСЕЕВА А. Н. Альтернативные источники финансирования малого и среднего бизнеса в России [online] // Disponibil: <http://a-economist.narod.ru/section2/2008-2009/alekseeva.htm> [cit 25.06.2024]
99. АРКЕЛЯН А. Обзор тенденций формирования венчурных Систем финансирования инноваций в мире и России, Вестник Финансового Университета, Nr.4, 2014 с.90-97
100. БУМБАК Д., Венчурное финансирования в США, Збірник матеріалів III Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 100-річчю Університету державної фіскальної служби України «Економічні перспективи підприємництва в Україні», 10–11 жовтня 2019 року, Університет ДФС України, 2019, с. 92-94, ISBN 978-966-337-548-4
101. ВОЛОДИН А., Сравнительный анализ развития венчурного предпринимательства в России, США и Европе, Вестник Университета № 6, 2013, p.133-138
102. ГАМБЕЕВА Ю.Н., КОЖУХОВА Н. Н. Краудфандинг как инновационный финансовый инструмент цифровой экономики: национальные модели, Государственное управление. Disponibil: Электронный вестник Выпуск № 77 Декабрь 2019. Disponibil: [e-journal.spa.msu.ru/uploads/vestnik/2019/vipusk_77_dekabr_2019_g./gambeeva_kozhukhova.pdf](http://journal.spa.msu.ru/uploads/vestnik/2019/vipusk_77_dekabr_2019_g./gambeeva_kozhukhova.pdf) [cit 24.08.2024]
103. ДАНИЛОВ Ю. Устойчивые финансы: новая теоретическая парадигма. Мировая экономика и международные отношения, 2021, т. 65, № 9, сс. 5-13. [online] Disponibil: <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2021-65-9-5-13>, [cit 19.10.2024]
104. Европейский рынок краудкредитования и крауд-инвестирования — рост, тенденции, влияние covid-19 и прогнозы [2023–2028] [online] / Disponibil: <https://www.mordorintelligence.com/ru/industry-reports/europe-crowd-lending-and-crowd-investing-market> [cit 20.04.2022]
105. ЕМЕЛЬЯНОВ В., Развитие деятельности факторинговых компаний на российском финансовом рынке, Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук, спец. 08.00.10, "Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации". Москва 2016, 195 с.
106. ЕРШОВ Д. Н. Альтернативные источники финансирования и инструменты для малых предприятий: зарубежный и российский опыт //Russian Journal of Entrepreneurship #5'2018 [May], с. 1391-1408, ISSN 2370-1172 [cit 14.10.2024]

107. ЖУКОВ И., Банки и небанковские финансовые институты, Москва «Финансы и статистика», 2005. – 372 с., ISBN 978-5-955-800-110
108. ЖУРАВСКАЯ К. Рынок зеленых облигаций: глобальные тренды и особенности в европейских странах // Банковский вестник. 2022. № 10 [711]. С. 47–56.
109. ЗАДОРОЖНАЯ А. Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании, Омск: «ЮНЗ», 2015. 175 с.
110. Зелёное финансирование, ESG и перспективы их развития в Беларуси [online] / Disponibil: <https://bikratings.by/analitika/zelyonoe-finansirovanie-esg-i-perspektivy-ih-razvitiya-v-belarusi-dekabr-2021> [citat 15.02.2022]
111. ИВАСЕНКО А.Г Факторинг, Москва, КНОРУС 2013, 220 с., ISBN 5-87693-2205
112. Информационный обзор рынка факторинга по итогам 2018 года, [online] http://asfact.ru/wp-content/uploads/2018/02/AFC-Y2018_open.pdf [citat 08.11.2021]
113. Информационный обзор рынка факторинга по итогам 2021 года, [online] http://asfact.ru/wp-content/uploads/2021/02/AFC-Y2021_open.pdf [citat 02.03.2022]
114. ФЕДОРОВА Е.П Роль государства в решение проблем развития «зеленого финансирования» [online]/ Disponibil: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-gosudarstva-v-reshenii-problem-razvitiya-zelenogo-finansirovaniya> [citat 25.03.2022]
115. КАНЫГИН Г.В, ХОРЕВА Л.В Концептуальное моделирование ESG – рейтингов: новый подход к принятию коллективных решений [online]/ Disponibil: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontseptualnoe-modelirovanie-esg-reytingov-novyy-podhod-k-prinyatiyu-kollektivnyh-resheniy> [citat 01.03.2022]
116. КИСЕЛЁВА М. «Секьюритизация факторинговых активов» Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук, Москва 2012
117. КЛИМЕНКО Г. Краудфандинг: рубашка для стартапа, [online] «Бизнес-журнал» №10, 2012 // Disponibil: <https://www.cfin.ru/investor/venture/crowdfunding.html> [citat 22.02.2022]
118. КОВАЛЕВ В. Финансы организаций [предприятия], Москва ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007, ISBN 978-5-392-16757-9
119. КОВАЛЁВ В. Управление финансовой структурой фирмы. Москва: Изд. Проспект, 2011, 256 с., ISBN 978-5-482-01996-2
120. КОЖАНОВА А. В. Развитие финансирования стартапов в России диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук Москва – 2021/ [online] Disponibil: https://guu.ru/files/dissertations/2021/03/kozhanova_a_v/dissertation.pdf [citat 14.10.2024]
121. КОЛОБАНОВ Д.Е., ПАРФЕНОВА Л.Б. Факторинг: международный аспект. Ярославль: Канцлер, 2010. 200 с.
122. КОРОТИНА М.А Мировой опыт осуществления факторинговых операций// Вестник Самарского финансового-экономического института. 2012. 4[16] с.36-41, ISSN1993-0453
123. КОТЕЛЬНИКОВ Вадим, Венчурное финансирование, [online] Disponibil: <https://www.cfin.ru/investor/venture/e-coach.shtml> [citat 22.12.2022]
124. Краудинвестинговая платформа ZORA // Портал крауд-сервисов, [online] Disponibil: <http://crowdsourcing.ru/sites/105> [citat 23.03.2022]
125. Краудфандинг в Японии // WikiHub. [online] Disponibil: <https://wikihub.ru/kraudfanding-vyaponii/> [citat 22.04.2022]
126. КУРНОСОВА Т.И. Отечественный и зарубежный опыт использования ESG-принципов в разработке стратегии развития нефтегазового бизнеса Экономика, предпринимательство и право Том 12, Номер 1 λ Январь 2022 Journal of Economics, Entrepreneurship and Law ISSN 2222-534X
127. ЛАЗАРЕВА Т. П. Нетрадиционные формы кредитования внешнеэкономической деятельности // Право и экономика, 2011. – № 1. – с. 15-16., ISSN 0869-7671

128. ЛАСКИНА Л.Ю., ПОГОСТИНСКАЯ Н.Н. Сравнительная характеристика инновационных форм финансирования бизнеса, Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент» № 3, 2014 [online] / Disponibil: <https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitelnaya-harakteristika-innovatsionnyh-form-finansirovaniya-biznesa> [citat 12.03.2022]
129. ЛЕДНЕВ М.В., ПОКАМЕСТОВ И.Е. - Факторинг. - Инфра-М, 2011. - 89 с., ISBN 978-5-16-004128-5
130. ЛУКАСЕВИЧИ И. Финансовый менеджмент Москва, ЮРАИТ 2019. с.165, ISBN 978-5-534-03726-5
131. ЛУШИН С.И. Финансы: учебник, Москва, Экономистъ, 2007, ISBN 5-98118-0420
132. МОКИНА Л.С. Форфейтинговое финансирование в России: особенности и проблемы осуществления // Вестник Прикамского социального института. 2017. № 1[76], с.74-80, ISSN 2071-3622
133. Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России. Disponibil: <https://www.csr.ru/upload/iblock/d43/d43abe96c5e5a9cc5dea8c673f5028e1.pdf> [citat 24.03.2022]
134. ОВАНЕСОВА, Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России/ Ю.С.Ованесова /Управленческий учет и финансы. – 2015. № 04[44]. 282-294.
135. ПАНОВА ЕКАТЕРИНА Применение факторинга малыми и средними предприятиями и влияние на него развития информационных технологий Государственное управление. [online] Электронный вестник Выпуск № 80. Июнь 2020 г/ Disponibil: <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-faktoringa-malymi-i-srednimi-predpriyatiyami-i-vliyanie-na-nego-razvitiya-informatsionnyh-tehnologiy> [citat 27.02.2022]
136. ПОПОВА Е. Совершенствование инновационно-финансового инструментария форфейтинговой формы финансирования, Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, Иркутск 2014 [online] / Disponibil: <https://www.dissercat.com/content/forfeiting-kak-instrument-finansirovaniya-transgranichnoi-torgovli> [citat 15.10.2023]
137. РОГОВА Е., ТКАЧЕНКО Е. Финансовый менеджмент, Москва 2019 -540с ISBN-978-5-534-015225
138. СПИРИДОНОВА Е.В., ШУМОВСКАЯ А.С., СОШНИКОВ Д.С. Инновационные способы финансирования проектов: теория и практика краудфандинга // Российское предпринимательство. 2016. Том 17. № 17. С. 2179–2192, [online] Disponibil: <https://cyberleninka.ru/article/n/innovatsionnye-sposoby-finansirovaniya-proektov-teoriya-i-praktika-kraudfandinga> [citat 27.04.2022]
139. СЫСОЕВА Е. Финансовые ресурсы и капитал организаций: сущность, воспроизводство, управление: диссертация доктора экономических наук, Волгоград 2008, 411 с.
140. ТАВАСИЕВ А.М. Банковское дело. Дополнительные операции для клиентов. Москва, Юрайт, 2015, 647 с., ISBN 978-5-9916-2489-3
141. УКСУСОВА М. Микрофинансирование: содержание, особенности, проблемы и перспективы развития. С 50-66, [online] Disponibil: <https://cyberleninka.ru/article/n/mikrofinansirovanie-soderzhanie-osobennosti-problemy-i-perspektivy-razvitiya> [citat 24.04.2022]

Surse în limba engleză și franceză:

142. A whiterpaper The EU Federation for the Factoring and Commercial Finance Industry, [online] January 2022//: Disponibil: <https://fci.nl/about-factoring/white-paper-final.pdf> [citat 10.09.2022]

143. Accès au financement - comparaison international, [online], Disponibil: <https://economie.fgov.be/fr/acces-au-financement> [citat 21.02.2024]
144. ADAIR Ph., ADASKOU M., Théories financières et endettement des PME en France Une analyse en panel Mohamed, Université Paris-Est Créteil, Revue internationale P.M.E., vol. 24, nos 3-4, 2011,p.138-171, [online] Disponibil: <https://www.erudit.org/fr/revues/ipme/2011-v24-n3-4-ipme0404/1013665ar.pdf> [citat 25.02.2022]
145. Akinniyi, Alaba Joseph, Sanni Eneji Ademoh, *The Farrar-Glaubar approach in testing for multicollinearity in economic data*, International Journal of Research in Business, Management & Accounting, Volume 02 Issue 01 January 2016, ISSN [Online]:2455-6114, pag. 31-46
146. Annual Factoring Data. [online]/ Disponibil <https://euf.eu.com/> [citat 18.03.2022]
147. Annual review Factor-Chain International, 2016 [online] / Disponibil: https://fci.nl/downloads/annual_review_2018pdf [citat 24.01.2022]
148. Annual review Factor-Chain International, 2020. [online] Disponibil: https://fci.nl/downloads/annual_review_2020.pdf [citat 10.09.2023]
149. Annual review Factor-Chain International, 2023. [online] Disponibil: https://fci.nl/en/annual-review?language_content_entity=en [citat 10.09.2023]
150. Antabio and WiSEED announce the first successful round of crowdfunding applied to biotech start-up financing/ [online], Disponibil: <https://antabio.com/2012/10/01/antabio-wisede-announce-first-successful-round-crowdfunding-applied-biotech-start-up-financing/> [citat 22.01.2022]
151. Association Francaise des Societes Financieres, Rapport annuel 2021. [online], Disponibil:<http://www.asf-france.com/wp-content/uploads/RA/2021-rapport-annuel-de-l-ASF.pdf> [citat 11.05.2022]
152. BAKER M. and WURGLER J. Market Timing and Capital Structure, The journal of finance, vol. Lvii, no. 1 feb. 2 002, [online], Disponibil: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/CapitalStructure_27299fdc-42fa-4a25-a869-b3907cd4f7eb.pdf [citat 01.05.2022]
153. Banque de France Enquête sur l'accès des entreprises au financement: poursuite du durcissement des conditions de financement déclarées [online]. Disponibil: <https://www.banque-france.fr/fr/communiqués-de-presse/enquete-sur-lacces-des-entreprises-au-financement-poursuite-du-durcissement-des-conditions-de> [citat 22.09.2024]
154. BARESA S., SINISA B., Factoring perspective: Croatia VS European Union, UTMS, Journal of Economics 3 [2]: 141-166 p.
155. Baromètre du crowdfunding en France 2020, [online] Disponibil: <https://www.mazars.fr/Accueil/Insights/Publications-et-evenements/Etudes/Barometre-2020-du-crowdfunding-en-France/> [citat 12.02.2022]
156. BARTON ET GORDON, "Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?", *Academy of Management Review*, janvier 1987; Barton et Gordon, "Corporate Strategy and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 1988.
157. BELGHITI H Les déterminants de la structure du capital: application pour les entreprises canadiennes et américaines de 1995 à 2005. [online] /Disponibil: <https://archipel.uqam.ca/834/1/M9694.pdf/> [citat 15.02.2022]
158. Big swings in 2023, but global sustainable finance remains in rude health [online]. Disponibil: <https://think.ing.com/articles/big-swings-in-2023-but-global-sustainable-finance-remains-in-rude-health/#a11/> [citat 10.10.2023]
159. BOURDIEU J. & COLIN-SEDILLOT B. [1993], Structure du capital et coûts d'information: le cas des entreprises françaises à la fin des années 80, *Économie et Statistique*, 268/267, p. 87-100 / [online] Disponibil: https://www.persee.fr/doc/estat_0336-1454_1993_num_268_1_5812 [citat 17.04.2022]

160. BRADLEY M., JARRELL G. & KIM E. [1984], "On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence", *Journal of Finance*, 39, p. 857-880. [online]/Disponibil: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x> [citat 24.03.2022]
161. BREALEY R. MYERS S. Allen F. *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill Irwin, ISBN 978-0-07-353073-4
162. BROWN i., MUES C., An experimental comparison of classification algorithms for imbalanced credit scoring data sets, *Expert Systems with Applications*, Volume 39, 2012, [online]/ Disponibil: <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2011.09.033>
163. **BUMBAC D.**, Modern modalities for the financing of economic agents: theoretical aspects, *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere*, ICSE Gh. Zane, Vol.XXXV, Iași 2019, p.46-5, ISBN: 978-606-685-6874
164. **BUMBAC D., ȘTEFANIUC O.**, La titrisation – caractéristiques, avantages et risques. Conferința științifică internațională „Politici și mecanisme de inovare și dezvoltare a proceselor economico-financiare și sociale pe plan național și internațional,, USM, 30 octombrie 2015, 0,28 c.a, p.201-207 ISBN 978-9975-71-711-3
165. Capital Markets Union: progress on building a Single Market for capital for a strong Economic and Monetary Union European Commission [online] / Disponibil: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190315-cmu-staff-working-document_en.pdf [citat 12.01.2022]
166. CARPENTIER C & SURET J.M. [1999], *Stratégies de financement des entreprises françaises: une analyse empirique*, Série Scientifique [CIRANO], 99s-09, p. 1-33. [online]/ Disponibil: https://www.researchgate.net/publication/4817345_Strategies_de_financement_des_entreprises_francaises_Une_analyse_empirique [citat 19.02.2022]
167. CARPENTIER C., *La recherche et la finance d'entreprise: des théories peu pratiques*, Gestion: La finance d'entreprise moderne, automne, Disponibil: http://www.fsajense.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilité/Publications [citat 07.02.2022]
168. CHARREAUX GERARD *Théorie financière et stratégie financière/ Revue française de gestion* 2006/1 [n° 160], pag.109 -137 [online]/ Disponibil: <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2006-1-page-109.html> [citat 02.02.2022]
169. CHERVYAKOV DMITRY and Jörg Rocholl How to make crowdfunding work in Europe Dmitry Chervyakov and Jörg Rocholl Policy Contribution Issue n°6 | March 2019/ [online] Disponibil: https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp-content/uploads/2019/03/PC-06_2019_-1.pdf [citat 15.02.2022]
170. China's green bond issuance more than doubled last year as nation stares down climate goals [online]. Disponibil: <https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/2022/07/report-china%E2%80%99s-green-bond-issuance-more-doubled-last-year-nation> [citat 14.11.2023]
171. COLOT O., CROQUE M. Les déterminants de la structure financière des entreprises belges Étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie des préférences de financement hiérarchisées et la détermination d'un ratio optimal d'endettement, [online], Disponibil: <https://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2007-2-page-177.html> [citat 02.09.2024]
172. *Critères ESG: L'intégration de critères ESG dans les financements, les investissements et les services aux TPE-PME*, PWC. Disponibil <https://www.orse.org/fichier/3029>
173. Country Climate and Development Reports [CCDRs]. [online] Disponibil: <https://www.worldbank.org/en/publication/country-climate-development-reports> __[citat 10.08.2024]
174. Climate Bonds Initiatives[online] Disponibil:<https://www.climatebonds.net/market/data/> [citat 22.09.2024]

175. Crunchbase Venture Financing [online]/ Disponibil: www.crunchbase.com/statistics [citat 15.02.2022]
176. Douglas Cumming ESG and crowdfunding platforms. Disponibil: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2023.106362>
177. DITTMAN MAHRT Smith Coporate governance and value of cash holdings [online]/ Disponibil: [https://www.fbv.kit.edu/symposium/10th/papers/Mahrt-Smith_Dittmar%20-%20Corporate%20Governance%20and%20the%20Value%20of%20Cash%20Holdings.p](https://www.fbv.kit.edu/symposium/10th/papers/Mahrt-Smith_Dittmar%20-%20Corporate%20Governance%20and%20the%20Value%20of%20Cash%20Holdings.pdf)
[df](https://www.fbv.kit.edu/symposium/10th/papers/Mahrt-Smith_Dittmar%20-%20Corporate%20Governance%20and%20the%20Value%20of%20Cash%20Holdings.pdf) [citat 18.02.2022]
178. EU taxonomy for sustainable activities. [online] Disponibil: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en citat 20.10.2023]
179. European Investment found European Small Business Finance Outlook, Working Paper 2019/57 [online] Disponibil: https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2019_57.pdf [citat 02.02.2022]
180. FAMA E. & FRENCH K.F. [2002], Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, [online] Review of Financial Studies, 15 p. 1-33. Disponibil: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/15/1/1/1618822?redirectedFrom=fulltext> [citat 24.01.2022]
181. Finance verte: mieux comprendre l-economie responsable. [online] Disponibil: [/https://www.3vfinance.com/infinance-le-blog/fr/tout-savoir-sur-la-finance-verte](https://www.3vfinance.com/infinance-le-blog/fr/tout-savoir-sur-la-finance-verte) [citat 22.09.2024]
182. Financement Participatif France - La finance participative 4 ans après [online] /Disponibil: https://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2019/01/FPF-bilan-4-ans-de-crowdfunding_20190124.pdf [citat 15.02.2022]
183. Financez les entreprises du domain. Crowdfunding. [online] Diponibil: <https://www.wiseed.com/> [citat 18.03.2022]
184. Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard, OECD Publishing. [online]. Disponibil: http://read.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2018_fin_sme_ent-2018 [citat 10.09.2024]
185. FLANNERY M.J. & RANGAN K.P. [2006], “Partial adjustment toward target capital structures”, Journal of Financial Economics, 79[3], p. 469-506.
186. FRANZISKA SCHÜTZE & JAN STEDE The EU sustainable finance taxonomy and its contribution to climate neutrality. [online] Disponibil: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2021.2006129> [citat 18.10.2024]
187. Fundingcircle Platforma de crowdfunding [online] Disponibil: <https://www.fundingcircle.com/uk/> [citat 12.02.2022]
188. Green financing. [online] Disponibil: <https://www.unep.org/regions/asia-and-pacific/regional-initiatives/supporting-resource-efficiency/green-financing> [citat 22.08.2024]
189. IMBERT H., La finance verte Les nécessaires adaptations à mener pour saisir un nouveau levier de croissance. [online] Disponibil: <https://www.noveoconseil.com/wp-content/uploads/2021/07/Finance-verte-3.pdf/> [citat 22.08.2024]
190. Investing in Europe: Private Equity Activity 2022. [online] Disponibil: https://www.investeurope.eu/media/6809/invest-europe_pe-activity-2022.pdf [citat 06.02.2022]
191. JERAB D., Assessing Creditworthiness in the Modern Financial Landscape: A Comprehensive Analysis, [online] [citat 06.02.2025] Disponibil: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4580124
192. JENSEN M. & MECKLING W.H. [1976], “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of Financial Economics, vol. 3, october,

- p. 305-360. [online]/ Disponibil:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X7690026X> [citat 9.01.2022]
193. Johannes Lenhard & Susan Winterberg How Venture Capital Can Join the ESG Revolution. Disponibil:
https://ssir.org/articles/entry/how_venture_capital_can_join_the_esg_revolution#
 JOFFRE O., TRABELSI D., Le crowdfunding Concepts, réalités et perspectives, *Revue française de gestion* 2018/4 [N° 273], p. 69-83, [online] Disponibil /
<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2018-4-page-69.htm> [citat 14.06.2022]
 194. JOHN THOMPSON, KRIS BOSCHMANS, LORA PISSAREVA Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The case of capital market finance OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 10 [online], Disponibil: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/dbdda9b6-en.pdf?expires=1685672108&id=id&accname=guest&checksum=ACF89D913544BF9F10115521E0F3DC78> [citat 12.02.2022]
 195. JOHNSON S.A. [1997], “An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure”, *European Economic Review*, 44, p. 281-304. [online] Disponibil: <https://pdfs.semanticscholar.org/1ac8/6b59f339ad0f3a9da636bdec23f497f14601.pdf> [citat 22.01.2022]
 196. Jumpstart Our Business Startups [JOBS] Act, [online] Disponibil: <https://www.investopedia.com/terms/j/jumpstart-our-business-startups-act-jobs.asp> [citat 02.01.2022]
 197. KAPLAN S., LERNER J., Venture Capital Data: Opportunities and Challenges. [online] Disponibil: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/17-012_10de1f93-30e4-4a98-858c-4137556ec037.pdf/ [citat 02.02.2022]
 198. KfW and French promotional bank Bpifrance invest in international venture capital fund/ [online] Disponibil: https://www.kfw.de/About-KfW/Newsroom/Latest-News/Pressemitteilungen-Details_307968.html [citat 19.02.2022]
 199. KIM E. [1978], “A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity”, *Journal of Finance*, 33, p. 45-63/ [online] Disponibil: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1978.tb03388.x/> [citat 12.02.2022]
 200. KIVA Platforma de crowdfunding [online] Disponibil: <https://www.kiva.org/> [citat 02.02.2022]
 201. KPMG Enterprise, Venture Pulse Q4 2022, Global analysis of venture funding, [online] Disponibil: <https://kpmg.com/xx/en/home/campaigns/2022/01/q4-venture-pulse-report-global.html> [citat 02.02.2022]
 202. KPMG Venture Pulse Q4 2023, Global analysis of venture funding. [online] Disponibil: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2023/01/venture-pulse-q4-2022.pdf> [citat 22.12.2023]
 203. KRAUS A. & LITZENBERGER R.H. [1973], A state-preference model of optimal financial leverage, *Journal of Finance*, 28, p. 911-922. [online] Disponibil: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x/> [citat 15.02.2022]
 204. HORNUF L., VANACKER T., S. The entrepreneurial finance markets of the future: a comparison of crowdfunding and initial coin offerings. Disponibil: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-020-00330-2>
 205. L'intégration des critères extra-financiers dans le choix de financement d'une association. Disponibil <https://www.associatheque.fr/fr/financement-de-l-association/integration-criteres-extra-financiers-choix-financement-association.html> [citat 17.02.2022]
 206. L'affacturage, un secteur en pleine mutation. [online] Disponibil <https://group.bnpparibas/actualite/laffacturage-un-secteur-en-pleine-mutation/> [citat 17.01.2022]

207. Le financement des PME et des entrepreneurs 2020 TABLEAU DE BORD OECD 2020 [online] Disponibil: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/le-financement-des-pme-et-des-entrepreneurs-2020-version-abregee_1e7beb64-fr [citat 10.09.2024]
208. Le financement des PME et des entrepreneurs 2024 [version abrégée] [online] Disponibil: https://www.oecd.org/fr/publications/le-financement-des-pme-et-des-entrepreneurs-2024-version-abregee_4e1ae8fa-fr/full-report.html [citat 10.09.2024]
209. LendingClub Corporation. [online] Disponibil: <https://www.ftc.gov/legal-library/browse/cases-proceedings/162-3088-lendingclub-corporation> [citat 15.06.2022]
210. LEROUX FRANCOIS, La titrisation, [online] Disponibil : <http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf> [citat 22.01.2024]
211. LOUSADA F., ARA A., Classification methods applied to credit scoring: Systematic review and overall comparison [citat 09.09.2024], Disponibil : <https://doi.org/10.1016/j.sorms.2016.10.001> [citat 15.02.2024]
212. LONG M. & MALITZ I. [1985], “Investment patterns and financial leverage”, in Corporate Capital Structure in the United States, B. Friedman ed., Chicago IL: University of Chicago Press, p. 325-348 [online] /Disponibil: <https://dokumen.tips/documents/investment-patterns-and-financial-investment-patterns-and-financial-leverage-michael.html?page=2> [citat 15.02.2022]
213. XOLANE D., TURGAY C., POTSANE M., Statistical and machine learning models in credit scoring: A systematic literature survey, Disponibil: <https://doi.org/10.1016/j.asoc.2020.106263> [citat 20.03.2024]
214. MANEA DANIELA, Postolache Rada, Internal factoring realities and perspectives in Romania, „Valahia” University, Târgoviste, [online] Disponibil: <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/920071/38.pdf> [citat 15.02.2022]
215. Mezzanine finance: Overwiev, [online] Disponibil: <https://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1004.pdf> [citat 10.02.2022]
216. MODIGLIANI F. & MILLER M. [1958], “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, The American Economic Review, 58, [3], june, p. 261-297. [online] Disponibil: https://gypesquisa.fgv.br/sites/gypesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf/ [citat 18.02.2022]
217. MODIGLIANI F. & MILLER M. [1963], “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, The American Economic Review, 53, p. 433-443/ [online] Disponibil: <https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2012?action=AttachFile&do=get&target=Paper8.pdf> [citat 16.02.2022]
218. MOLAY E. [2006], « Un test de la théorie du financement hiérarchisé sur données de panel françaises », Association Française de Finance, Finance d’entreprise et finance de marché: quelles complémentarités; Poitiers, p. 1- 24., [online] Disponibil: https://shs.hal.science/halshs-00515707/file/Un_Test_de_la_ThA_orie_du_Financement_HiA_rarchisA_sur_DonnA_e_s_de_Panel_FranA_aises_MOLAY_2006_.pdf [citat 14.01.2022]
219. MYERS S.C. & MAJLUF N.S. [1984], “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, Journal of Financial Economics, 13, p. 187-221. [online] Disponibil: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1396/w1396.pdf [citat 18.02.2022]
220. NEMESH P., NESTEROVA I. Economic and legal characteristics of factoring operation in Ukraine, Baltic Journal of Economic studies, Vol.4, Nr.3, 2018, p.198-202/

- [online] Disponibil:
<http://www.baltijapublishing.lv/index.php/issue/article/view/443/pdf> [citât 20.04.2024]
221. Neutralité carbone: la nouvelle taxonomie verte européenne. [online] Disponibil:
<https://www.gouvernement.fr/actualite/neutralite-carbone-la-nouvelle-taxonomie-verte-europeenne> [citât 12.09.2024]
222. O'BRIEN, R. M. [2007]. "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors". *Quality & Quantity*. 41 [5]: 673–690
223. Private equity invests in record 566 CEE companies in 2020/ [online] Disponibil:
<https://www.investeurope.eu/news-opinion/newsroom/private-equity-invests-in-record-566-cee-companies-in-2020> [citât 12.02.2022]
224. RAJAN G.R. & ZINGALES L. [1995], "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data", *The Journal of Finance*, 50 [6], p. 1421-1460/ [online] Disponibil: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x> [citât 15.02.2022]
225. Recueil des préférences ESG: source de défis et d'opportunités pour les acteurs du marché. [online] Disponibil: <https://www.linfodurable.fr/investir-durable/analyses/recueil-des-preferences-esg-defis-et-opportunités-34457> [citât 21.10.2023]
226. Fundingcircle.Results, reports and presentation. [online] Disponibil:
<https://www.fundingcircle.com/uk/> [citât 20.03.2022]
227. Reverse Factoring [online]/Disponibil: <https://www.tradefinanceglobal.com/finance-products/reverse-factoring/> [citât 17.05.2022]
228. Romanian Private Equity and Venture Capital, mai 2023, [online] Disponibil:
<https://ropea.ro/wp-content/uploads/2023/05/Romanian-private-equity-and-venture-capital-study.pdf> [citât 20.08.2024]
229. ROSS S. The determination of financial structure. *Belle Journal of Economics*, Vol.8, p.33-40/ [online] Disponibil:
https://www.researchgate.net/profile/Stephen_Ross3/publication/24048376_The_Determination_of_Financial_Structure_The_Incentive_Signaling_Approach/links/55a65e1608ae25a698e01ec4/The-Determination-of-Financial-Structure-The-Incentive-Signaling-Approach.pdf [citât 17.03.2022]
230. SCHOENMAKER D., Schramade W. *Principles of Sustainable Finance*. Oxford, Oxford University Press, 2019. ISBN: 9780198826606
231. STEFANOVA, JULIA. Venture capital in Central and Eastern Europe: A comparative analysis and implications for Bulgaria. // În: *Journal of US-China Public Administration*, January 2015, Vol. 12, No. 1, pp. 51-59.
232. Sustainability and Finance: Integrating ESG Factors in Financial Analysis. Disponibil:
<https://financejourneys.com/integrating-esg-factors-in-financial-analysis/>
233. Strategy for financing the transition to a sustainable economy. [online] Disponibil
https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy_en [citât 19.10.2023]
234. Sustainable Banking Practices in the EU: Shaping the Future of Finance. [online] Disponibil: <https://www.wavestone.com/en/insight/sustainable-banking-practices-in-the-eu-shaping-the-future-of-finance/> [citât 20.08.2024]
235. Sustainable Finance Market Research [online] Diponibil:
<https://www.alliedmarketresearch.com/sustainable-finance-market-A19436/> [citât 18.10.2024]
236. Sustainable Finance Market Size, Share & Trends Analysis Report By Asset Class, By Offerings, By Investment Style, By Investor Type, By Region, And Segment Forecasts, 2023 – 2030. [online] Disponibil: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/sustainable-finance-market-report/> [citât 22.11.2023]

237. TANIA ZIEGLER, Rotem Shneor, and Bryan Zheng Zhang The Global Status of the Crowdfunding Industry [online]/ Disponibil: <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-03> [citat 15.02.2022]
238. The European Green Deal. [online] Disponibil: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en [citat 18.10.2024]
239. [The Sustainable Development Report 2024](#). Disponibil: <https://sdgtransformationcenter.org/reports/sustainable-development-report-2024> [citat 15.09.2024]
240. Théories financières et endettement des PME en France/ [online] Disponibil: <https://www.erudit.org/en/journals/ipme/2011-v24-n3-4-ipme0404/1013665ar/abstract/> [citat 18.03.2022]
241. THOMAS ENZ, Financement mezzanine – un instrument hybride prometteur, Economic Briefing No 42, Credit Suisse, Economic Research, 2006
242. TITMAN S. & WESSELS R. [1988], “The determinants of capital structure choice”, Journal of Finance, 43, p. 1-19. [online] Disponibil: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x> [citat 15.02.2022]
243. TRAHAN E.A. & GITMAN L.J. [1995], “Bridging the theory-practice gap in corporate finance: a survey of chief financial officers”, The Quartely Review of Economics and Finance, spring, 35, 1, p. 73-87/ [online] Disponibil: https://www.academia.edu/22759128/Bridging_the_theory-practice_gap_in_corporate_finance_A_survey_of_chief_financial_officers [citat 25.03.2022]
244. Understanding Endowements. Types and Policies/Investopedia 2021 [online] Disponibil: <https://www.investopedia.com/terms/e/endowment.asp> [citat 01.02.2022]
245. Unidroit Convention on International Factoring [Ottava, 1988], [online] Disponibil: <https://www.unidroit.org/instruments/factoring> [citat 15.01.2022]
246. VAN OSNABRUGGE, M., & ROBINSON, R. J., Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up Companies--The Guide for Entrepreneurs, Individual investors, and Venture Capitalists. San Francisco: Jossey-Bass Inc., 2000. [online]/ Disponibil: [https://www.researchgate.net/publication/279495797 BUSINESS ANGELS IN SWEDEN The entrepreneur as an Investment Project and Capital Seeker](https://www.researchgate.net/publication/279495797_BUSINESS_ANGELS_IN_SWEDEN_The_entrepreneur_as_an_Investment_Project_and_Capital_Seeker) [citat 24.03.2022]
247. Venture Capital: What Is VC and How Does It Work? [online] Disponibil: <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp> [citat 25.02.2022]
248. Venture Pulse Q4 2023: Global analysis of venture funding/ [online] Disponibil: <https://home.kpmg/cn/en/home/insights/2023/03/venture-pulse-q4-2023.html> [citat 12.02.2025]
249. VIZJAK, ANA, VIZJAK, MAJA. The role of „Business Angels” in the Financial Market. /În: Management International Conference Portoroz, Slovenia, 28-30 mai 2015, [online] Disponibil: <http://www.fm-kp.si/zalozba/ISBN/978-961-266-181-6/234.pdf> [citat 15.01.2022]
250. WILLIAMSON O., “Corporate Finance and Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. 43, juillet 1988, The Journal of Finance,. 43[3], 567–591. [online] Disponibil: <https://doi.org/10.2307/2328184> [citat 18.02.2022]
251. ZHAO L. Crowdfunding in China: Potentials, Challenges, Risks and Solutions [October 6, 2015]. [online] Disponibil: <https://www.crowdfundinsider.com/2015/10/75384-crowdfunding-in-china-potentials-challenges-risksand-solutions/> [citat 14.03.2022]
252. ZIDER B, How venture capital work [online] Disponibil: <https://motamem.org/wp-content/uploads/2020/04/How-Venture-Capital-Works-Bob-Zider.pdf> [citat 15.03.2022]

Tipologia formelor de finanțare a entității

Tipul finanțării	Sursele de finanțare	Forma de finanțare/ instrumentele finanțării
Nerambursabilă		
Finanțarea prin dotare	- Instituții publice; - Bănci publice; - Fonduri publice - Instituții de cercetare	Granturi subvenții
	- Organizații de caritate; - Mecenazi	Donații
Rambursabilă		
Autofinanțarea	- Antreprenori; - Prieteni; - Rude	Finanțare din resurse proprii - Aporturi în capitalul statutar; - Procurarea unei cote din pachetul de acțiuni
Finanțarea tradițională prin instituțiile de credit și cele financiare nebancare	- Bănci comerciale - Instituții financiare nebancare (companii de leasing, factoring)	Finanțare din resurse împrumutate: - Credit bancar - Obligațiuni - Credit subordonat - Warant - Credit de tip mezzanin - Împrumut convertibil - Leasing; - Factoring; - Forfetare
Finanțarea prin capitalul de risc	- Fonduri cu capital de risc - Business Angels; - Investitori strategici; - Fonduri de investiții	Finanțare din resurse împrumutate - Împrumutul prin capital de risc - Procurarea pachetului de acțiuni; - Împrumuturi convertibile; - Aporturi în capitalul statutar - Credit mezzanin - Warant
Finanțarea alternativă	- Fonduri de investiții; - Platforme de crowdfunding; - Platforme de crowdfinancing - Burse ICO	Finanțare din resurse proprii; Finanțare din resurse împrumutate; - Aporturi în capitalul propriu; - Procurarea pachetului de acțiuni - Împrumut la termen - ICO
Finanțare de portofoliu	Investitori de portofoliu	- Procurarea pachetului de acțiuni - Obligațiuni

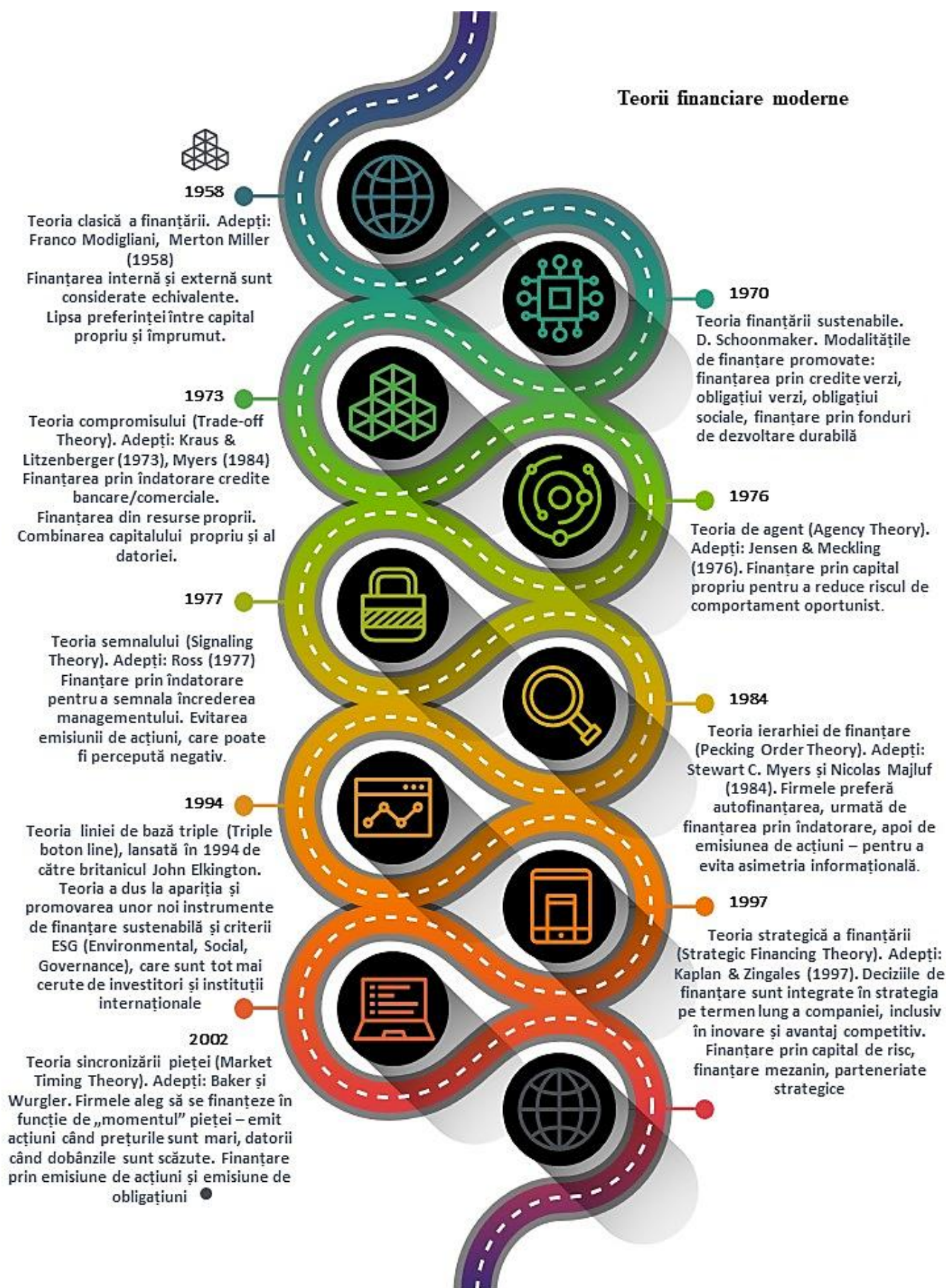
Sursa: Elaborat de autor în baza sursei [120, pag.56].

Avantajele și dezavantajele surselor interne și externe de finanțare

Surse proprii	Surse externe
Avantaje	
• creșterea valorii bursiere a companiei: în momentul în care o parte din profitul companiei este convertită pentru investiții în active imobilizate, valoarea companiei crește și această creștere este evidențiată în cursul ascendent al acțiunilor, astfel că acționarii sunt direct interesați și avantajați; • creșterea autonomiei financiare față de bănci și alți creditori: acest lucru înseamnă foarte mult pentru puterea de negociere a companiei în relația cu creditorii săi; • costuri mai reduse: prin faptul că nu se apelează la piața financiară și la intermediari nu se plătesc comisioane, dobânzi, speze bancare; • regimul fiscal favorizant: în foarte multe țări reinvestirea profitului este scutită de impozite sau fiscalizată mai puțin, reducerile substanțiale aplicate profitului reinvestit impulsionează această formă de finanțare;	• pot fi utilizate de către companii aflate în faza de dezvoltare când profitul este insuficient pentru finanțarea afacerii; • costul capitalului este de cele mai multe ori mai redus decât în cazul autofinanțării; • termenul rambursării poate fi extins la perioade de timp mari; • resursele financiare ce pot fi atrase sunt semnificativ mai mari decât în cazul autofinanțării; • anumite domenii (cu o rată de profitabilitate mai redusă) pot accesa aceste fonduri fără să fie condiționate de un nivel ridicat al veniturilor sau cifrei de afaceri; • dobânzile plătite în contul finanțării din surse externe sunt deductibile fiscal.
Dezavantaje	
costul acestora - măsurat prin <i>costul de oportunitate</i> generat de câștigul potențial ce ar fi putut fi obținut din plasarea profitului în alte proiecte de investiții. De exemplu, costul de oportunitate pentru profitul reinvestit este format din dobânda ce ar fi putut fi încasată de la o bancă dacă acei bani ar fi fost depuși în bancă sau alt plasament financiar similar, ajustată cu impozitele plătite. Practic a demonstrat că acest cost este în majoritatea cazurilor peste costul finanțării din surse atrase.	legate în principal de costul adițional al acestei finanțări (dobânzi, comisioane și speze), de dependența față de creditori, existența unui plan de amortizare strict care impune companiei o anumită conduită legată de profitabilitatea sa și de modul de repartizare a veniturilor.

Sursa: Elaborat de autor în baza sursei [81;106].

Sinteza teoriilor financiare moderne și modalitățile de finanțare promovate



Sinteza abordărilor conceptuale privind teoriile financiare moderne privind finanțarea entității

Autori	Abordările conceptuale
Rajan Zingales (1995)	Studiul lor demonstrează că îndatorarea (măsurată în termeni de valori contabile și de piață) este corelată pozitiv cu tangibilitatea activelor. Această constatare contrazice preceptele Teoriei Pecking order (POT) (o companie care dispune de mai multe active tangibile ar prezenta, pentru potențialii investitori mai puține riscuri asociate de asimetrie informațională, fapt ce ar favoriza deci emisiunea de acțiuni).
Titman & Wessel (1988); Rajan & Zingales (1995); Booth et al. (2001);	Nivelul îndatorării depinde de anumite caracteristici ale companiilor, precum ar fi: profitabilitatea, mărimea firmei, opțiunile de creștere, valoarea lichidității activelor, în conformitate cu previziunile Teoriei Trade-off (TOT)
Hovakimian et al. (2001)	Ajustarea structurii financiare se realizează conform unui nivel țintă de îndatorare prestabilit. Companiile se pot îndatora pînă când nivelul datoriei lor atinge nivelul țintă stabilit, în caz contrar renunță la finanțarea prin îndatorare
Fama & French (2002)	Abordarea acestora presupune că există o relație negativă între rentabilitate și nivelul îndatorării, care tinde să valideze POT și să invalideze TOT. Cu toate acestea, se pare că POT nu se referă la entităților mici, cu potențial de creștere înalt; acestea se finanțează în esență prin emiterea de acțiuni, și asta în ciuda nivelului redus de îndatorare.
Lemon & Zender 2003	Companiile emit certificate de creanțe (obligațiuni) dacă capacitatea lor de îndatorare nu este limitată; în caz contrar, emit acțiuni
Benito 2003	POT permite explicarea structurii financiare a companiilor spaniole. Această constatare a fost verificată și de Duran și Ubeda (2005) pentru companiile multinaționale spaniole.
Frank Goyal 2004	Studiile realizate au demonstrat că autofinanțarea nu a fost cea mai importantă sursă de finanțare în anii 1980 și 1990, cea mai utilizată finanțarea externă.
Agca & Mozumdar 2004	Structura financiară a firmei este nemijlocit legată de mărimea și capacitatea ei. Altfel spus, abordarea finanțelor în cadrul entităților mici diferă totalmente de cea a entităților mari. Această constatare aruncă o lumină suplimentară asupra faptului că companiile mici cu potențial ridicat de creștere sunt finanțate aproape exclusiv prin emisiunea de acțiuni, în ciuda nivelului scăzut al îndatorării (vezi Fama și franceză, 2002). Agca și Mozumdar explică acest fenomen folosind noțiunea de capacitate de îndatorare. Aceste întreprinderi mici, cu creștere rapidă, recurg la piața de capital pentru că nu au o altă soluție; capacitatea lor de îndatorare fiind foarte scăzută. În consecință, există într-adevăr o ordine ierarhică de finanțare chiar și în cadrul acestor forme specifice a entității. Acești autori încearcă să demonstreze că teoria de compromis și cea a finanțării ierarhice se completează reciproc.
Galpin 2004	Prezența asimetriilor informaționale nu determina companiile să ierarhizeze preferințelor lor de finanțare.
Autore Kovacs 2004	Acestea arată că costurile de selecție adverse afectează opțiunile de finanțare ale companiilor, așa cum sunt prevăzute de POT. Astfel, companiile apelează la surse externe de finanțare atunci când costurile de selecție asociate cu aceste surse de finanțare sunt scăzute.
Halov Heider 2005	Principalele lor concluzii sunt: • companiile par să evite să se îndatoreze dacă investitorii externi nu cunosc nivelul de risc al companiei; • ratingul pare să completeze lipsa de informații cu privire la nivelul riscului companiei a investitorilor externi
Leary and Roberts 2005	Companiile nu respectă adesea ierarhia propusă de POT fie prin emiterea de capital atunci când capacitatea lor de autofinanțare pare a fi suficientă, fie prin emiterea de capital în schimbul îndatorării

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [144;171;168;176;180]

Teorii financiare moderne

Teorie	Caracteristici
Teoria semnalului	Pe baza asimetriei informațiilor deținute de manageri și partenerii externi ai companiei, teoria semnalului oferă managerilor, care sunt cel mai bine informați cu privire la calitatea activităților companiilor lor, să comunice aceste informații acționarilor și creditorilor prin intermediul semnalelor transmise. Prima aplicare a teoriei semnalului la analiza structurii financiare a firmelor se datorează lui Ross (1977), care a dezvoltat „un model bazat pe următoarele ipoteze: - piețele de capital sunt perfecte; - nu există costuri de tranzacționare și/sau anumite efecte fiscale; - costurile de agent sunt zero, informațiile de piață fiind asimetrice; - managerii dețin informații privilegiate cu privire la calitatea companiei lor”. Pe baza acestor ipoteze, Ross S. [227] concluzionează că valoarea unei firme este corelată pozitiv cu gradul ei de îndatorare. Se poate observa că modelul lui Ross este identic în termeni de rezultat cu cea de-a doua teză a lui Modigliani și Miller. Astfel, o îndatorare maximă înseamnă o valoare maximă a firmei. Însă, cu toate acestea, cele două contribuții sunt divergente în ceea ce privește abordarea care a determinat acest rezultat. În timp ce Modigliani și Miller justifică corelația pozitivă dintre valoarea firmei și nivelul de îndatorare al acesteia prin existența anumitor economii fiscale legate de deductibilitatea cheltuielilor financiare, Ross ajunge la această corelație bazându-și modelul pe ipoteza asimetriei informațiilor deținute de manageri și investitorii externi ai companiilor. Conform abordărilor moderne ale acestei teorii, obiectivul de bază vizează transmiterea unor semnale în cazul apariției eventualelor situații de risc.
Teoria de agent	Aceasta se bazează pe asimetria informațiilor deținute de diferiți agenți economici și pe divergența de interese dintre manageri și acționari (precum și creditorii și acționarii). Această divergență de interese își are originea în principiul neoclasice, conform căruia fiecare agent economic tinde să-și maximizeze interesul particular înaintea interesului general. Teoria de agent face posibilă caracterizarea contractelor optime, care pot fi încheiate între două persoane și explicarea comportamentului anumitor companii atât timp cât există o relație de agent. În cadrul companiei există o relație de agent dintre acționari și manageri: primii delegă o parte din împuternicirile lor către aceștia din urmă, iar această delegare poate fi o sursă potențială de conflicte. Managerii se angajează să acționeze în interesul agenților, dar pot fi tentați să își maximizeze averea mai presus de orice. Acest tip de comportament poate fi explicat prin faptul că managerii nu dețin personal toate drepturile de proprietate asupra companiei. După Adair Ph. și Adaskou M. [144] costurile de agent rezultă atunci din delegarea puterii de care se bucură managerii. Cu siguranță, întrucât agentul nu beneficiază de profitul total al activității sale, el poate diminua bogăția nefinanciară a companiei. Potrivit lui Jensen M. și Meckling W., această „delapidare este baza conflictelor dintre acționari și manageri, care pot genera costuri de agent. Acestea pot fi de trei tipuri: - costuri de supraveghere și control: cheltuielile rezultate din necesitatea ca directorul să supravegheze acțiunile agentului și să îl încurajeze să acționeze în interesul său; - costuri de justificare: includ cheltuielile suportate de agent pentru a demonstra calitatea deciziilor luate și pentru a convinge mandatarul că acționează în interesul său; - costuri reziduale: costurile justificării rezultate din dorința celor două părți contractante de a limita pierderea de valoare cauzată de natura suboptimă a deciziilor luate de agent”. Contrar teoriei compromisului, care afirmă că o structură financiară optimă rezultă dintr-un compromis între avantajele fiscale legate de datorii și costurile de gestiune în cazul apariției dificultăților financiare, teoria de agent afirmă că compromiterea costurilor de agent ale capitalurilor proprii și costurilor

	de agent legate de relațiile cu creditorii determină o structură financiară optimă pentru firmă. De fapt, conflictele dintre acționari și manageri pot fi rezolvate prin emiterea unor certificate de îndatorare care, drept efect, reduc costurile capitalurilor proprii ce se explică prin faptul că creșterea ponderii datoriilor în pasivele companiei vor avea ca efect o creștere a controlului de către bancă asupra calității managementului. În plus, plata regulată a dobânzii la datoriile acumulate va avea ca efect reducerea probabilității investiției suboptimale din partea administratorului, deoarece fluxul de numerar liber este redus. Astfel, creșterea îndatorării sporește riscul de faliment și, ca rezultat, apare riscul pierderii locului de muncă de către manager, lucru care îl va încuraja pe acesta din urmă să facă eforturile necesare pentru a maximiza valoarea firmei și, prin urmare, de a mări veniturile acționarilor.
Teoria sincronizării pieței	Această teorie presupune că alegerea modalităților de finanțare depinde nemijlocit de conjunctura pieței, una din condițiile de atragere a resurselor și de creștere a capitalului fiind apelarea la piața bursieră. Teoria, numită și „Market Timing”, reflectă abordarea prin care structura financiară a entității este rezultatul noii conjuncturi a pieței financiare. Decizia de a recurge la o modalitate de finanțare sau alta este luată în funcție de anumite situații de pe piața financiară. De exemplu, în cazul în care conjunctura pieței bursiere este una favorabilă anumitor tranzacții, compania poate să recurgă fără nicio îndoială la majorări de capital. Acest fapt este indicat în situația când prețul acțiunilor la bursă crește, ceea ce trezește un optimism al investitorilor. Compania va manifesta interes să își răscumpere valorile mobiliare sau să se îndatoreze atunci când pesimismul domnește pe piața de capital. Astfel, Baker M. și Wurgler [159] afirmă că structura capitalului este rezultatul dorinței succesive de „timp” a pieței. În această condiție, structura de capital a firmelor nu mai rezultă din alegerea conștientă a unui grad de îndatorare țintă, nici din preferințele ierarhice de finanțare, ci din acumularea de decizii luate în trecut în funcție de contextul actual al pieței de valori .
Teoria costurilor de tranzacționare și proiectarea instituțională a finanțelor corporative	Deși teoria costurilor de tranzacționare are o serie de asemănări cu teoria de agent. Analiza politicii de finanțare propuse de Williamson O. [244] conduce la un concept foarte diferit al deciziei de finanțare. În baza cadrului tradițional al teoriei costurilor de tranzacționare, Williamson analizează decizia de finanțare ca o anumită tranzacție în care gradul de importanță al activului finanțat joacă un rol central.
Teoria strategică de finanțare	Teoria are la bază abordarea propusă de Barton și Gordon [163], presupunând că deciziile privind structura financiară sunt fundamentate în raport cu valorile și obiectivele stabilite de lideri, cu anumiți factori interni sau externi care pot determina un anumit grad de risc al firmei. În această teorie se transpune abordarea cu privire la legătura dintre strategie și structura organizațională. Folosind tipologia strategiilor lui Rumelt, aceasta reflectă prezența unei relații între tipul de strategie de urmat și structura de finanțare. În lucrările ulterioare, autorii Barton și Gordon [163] încearcă să stabilească o legătură între abordarea strategică și abordarea sugerată de Cornell și Shapiro prin aproximarea noțiunii de capital organizațional cu tipul de strategie urmat.

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [109,144, 168, 199]

Modalitățile moderne de finanțare corelate cu tipul entității, domeniul de activitate, riscul aferent și avantajele

Modalitate de finanțare	Tip întreprindere	Domenii de activitate	Risc	Avantaje
Factoring	IMM-uri	Comerț, producție, transport, servicii B2B	Scăzut pentru firmă, mediu pentru factor	Flux de numerar rapid, externalizare a riscului de neplată
Forfetare	Mici și medii, exportatori	Export de echipamente, infrastructură	Scăzut pentru exportator, ridicat pentru forfetor	Încasare rapidă, fără recurs, protecție față de riscul de țară
Leasing	Oricare	Transport, agricultură, construcții, producție	Scăzut	Acces rapid la echipamente, fără blocarea capitalului
Securitizarea creanțelor	Mari corporații	Financiar-bancar, telecom, energie	Scăzut pentru emitent, distribuit investitorilor	Eliberare de capital, optimizare bilanț
Finanțare Mezanin	Mici/mari în expansiune	Tehnologie, retail, producție, infrastructură	Ridicat pentru investitor	Flexibilitate, nu diluează acționariatul direct
Capital de risc	Start-upuri, IMM-uri inovative	Tehnologie, biotehnologie, fintech, energie verde	Foarte ridicat pentru investitor	Acces la capital fără garanții, know-how strategic
Finanțări structurate	Mari corporații, proiecte complexe	Energie, infrastructură, logistică	Mediu spre ridicat	Soluții personalizate, folosire de active ca garanții
Credit sindicalizat	Mari corporații	Energie, construcții, telecom, logistică	Distribuit între bănci	Acces la sume mari, flexibilitate, termen lung
Note de credit	Mari corporații cu rating bun	Orice domeniu cu cash flow stabil	Scăzut pe termen scurt	Costuri mai mici decât împrumuturile bancare
Crowdfunding	Start-upuri, mici firme, proiecte creative	Tehnologie, artă, educație, agricultură, sustenabilitate	Foarte scăzut pentru inițiator	Finanțare fără intermediere bancară, validare din partea publicului
Granturi	IMM-uri, ONG-uri, autorități locale	Inovație, mediu, digitalizare, agricultură, educație	Inexistent (fonduri nerambursabile)	Fără rambursare, sprijin pentru proiecte riscante sau sociale
Microfinanțare	Microîntreprinderi, persoane fizice antreprenori	Comerț, servicii, agricultură	Ridicat pentru creditor	Acces facil, puține condiții, sprijină incluziunea financiară
Endowment	Universități, Fundații	Educație, cultură, sănătate	Scăzut, bine administrat	Finanțare sustenabilă pe termen lung, independență financiară
Finanțare LBO	Fonduri de private equity, investitori	Orice domeniu, cu companii stabile financiar	Ridicat (se bazează pe datorii)	Achiziții cu capital minim propriu, profit mare la exit
Finanțare sustenabilă	IMM-uri, corporații mari	Energie verde, reciclare, agricultură ecologică, construcții verzi	Mediu, dar în scădere datorită sprijinului public	Acces la fonduri verzi, reputație bună, condiții financiare avantajoase (ex. dobânzi mai mici)

Sursa: Elaborat de autor

Tipologia operațiunilor de factoring

Criteriul	Formele factoring-ului	Particularitățile
În funcție de locația participanților	Factoring intern sau național	Operațiunea se desfășoară pe teritoriul aceleiași țări și, în cadrul ei, intervine un singur factor
	Factoring extern sau internațional	Presupune existența unui contract comercial internațional; în cadrul operațiunii intervin doi factori: factorul de export și cel de import
Dreptul de regres	Factoring cu regres	În caz de neplată, factorul își va recupera sumele neîncasate de la aderent prin exercitarea dreptului de regres
	Factoring fără regres	Creanțele aderentului sunt plătite în momentul exigibilității acestora
Modalitatea administrării creanțelor	Factoring total	Toate facturile sunt acceptate pentru finanțare
	Factoring parțial	Nu toate facturile sunt acceptate pentru finanțare, fiind selectate după anumite principii și categorii (după termen sau gradul de risc)
Momentul efectuării plății	Factoring cu plată imediată	Factorul plătește contravaloarea facturilor în momentul preluării acestora
	Factoring la scadență	Creanțele aderentului îi sunt plătite în momentul exigibilității acestora
	Factoring mixt	Factorul plătește o parte din valoarea facturilor în momentul prezentării acestora sub formă de avans, diferența urmând să fie plătită la o anumită dată ulterioară
Confidențialitatea operațiunii	Factoring închis sau confidențial	Permite clientului să păstreze confidențial faptul că a apelat la un factor
	Factoring deschis	Aderentul cedează factorului toate creanțele notificând debitorii
Serviciile aferente oferite de factor	Factoring de încasare sau de colectare	Factorul se angajează să țină contabilitatea debitorilor, să încaseze creanțele la scadență și să verse suma în contul aderentului la aceeași dată acoperind și riscul de insolvabilitate a clienților
	Factoring de finanțare sau cu avansuri	Factorul își asumă aceleași responsabilități ca și în cazul precedent, dar aderentul îi poate solicita plata creanțelor înainte de scadență

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [45; 81; 95; 105;122].

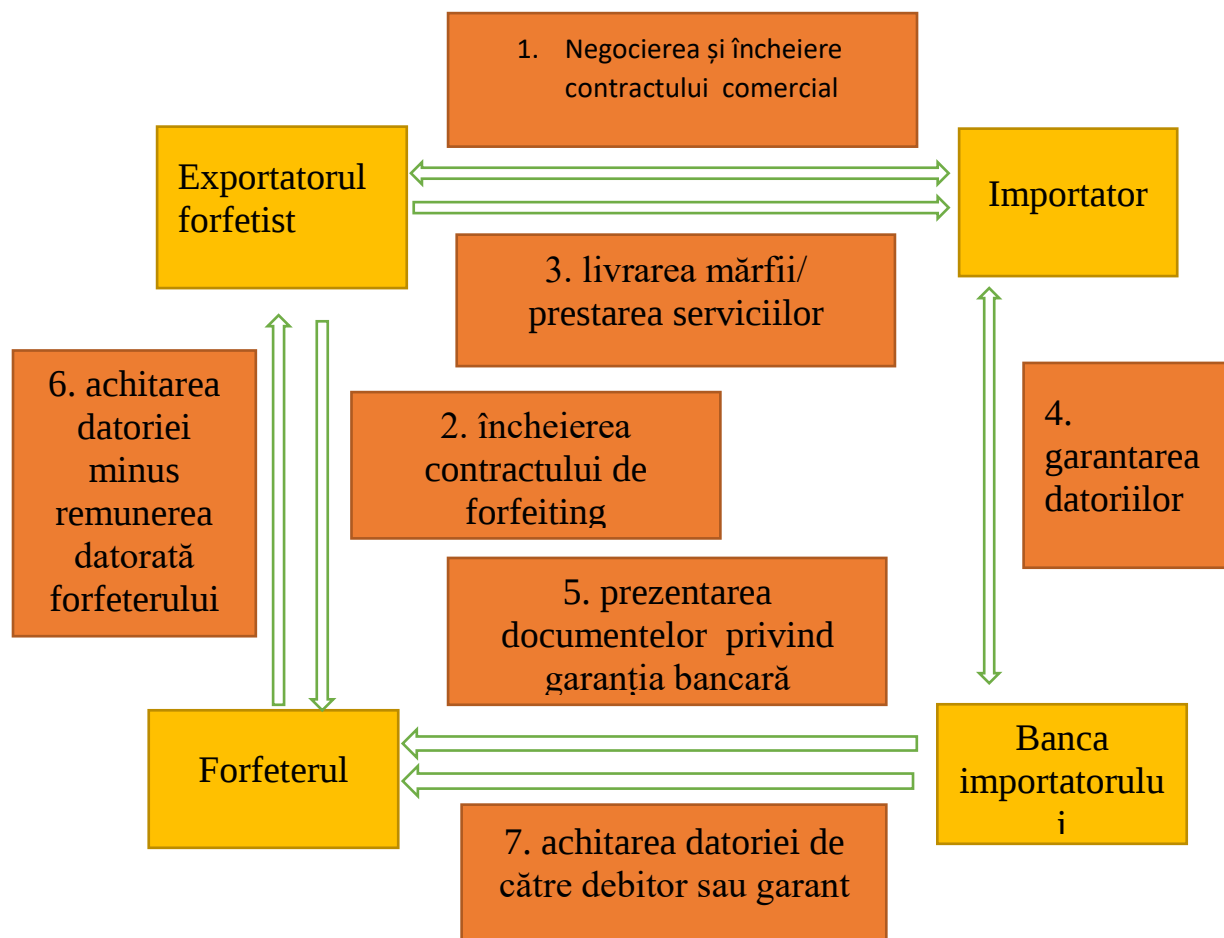


Figura A.8 Schema derulării operațiunii de forfeitare

Sursa: Elaborată de autor

Elementele operațiunii de forfeitare

Instrumentele de plată	dacă inițial operațiunile de forfeitare se efectuau numai pentru creanțe încorporate în titluri de credit (cambii sau bilete la ordin avalizate sau garantate la plată prin scrisori de garanție), în prezent, se pot efectua operațiuni de forfeitare și pentru creanțe plătibile prin metode de plată asiguratorii, și anume: ✓ Acreditivul documentar irevocabil; ✓ Scrisoarea de garanție de plată;
Perioada de finanțare	la început operațiunile de forfeitare erau efectuate numai pentru valori mari, ce depășeau o anumită limită, de ex. 1 mln USD. În prezent se efectuează operațiuni de forfeitare și pentru valori sub 100000 USD. Valoarea creanței nu condiționează finalizarea operațiunii de forfeitare, ci numai negocierea termenilor și condițiilor între finanțator și vânzătorul creanței;
Moneda operațiunii	finanțatorii efectuează operațiuni de forfeitare, de regulă, pentru valutele stabile, caracterizate printr-o volatilitate redusă. Principalele valute agreate de finanțatori sînt: dolarul american, euro, francul elvețian, lira sterlină. Totuși instituțiile finanțatoare nu exclud efectuarea operațiunilor de forfeitare și în alte valute, mai puțin stabile, dar se acceptă asemenea tranzacții pe un termen cît mai scurt.
Sindicalizarea	deoarece operațiunea de forfeitare reprezintă o finanțare pe termen mediu și lung a livrărilor de bunuri sau servicii, uneori de valori importante, în ultima perioadă de timp s-au dezvoltat operațiunile de sindicalizare a garantării creanțelor tranzacționate.

Sursa: Elaborat de autor[81,136]

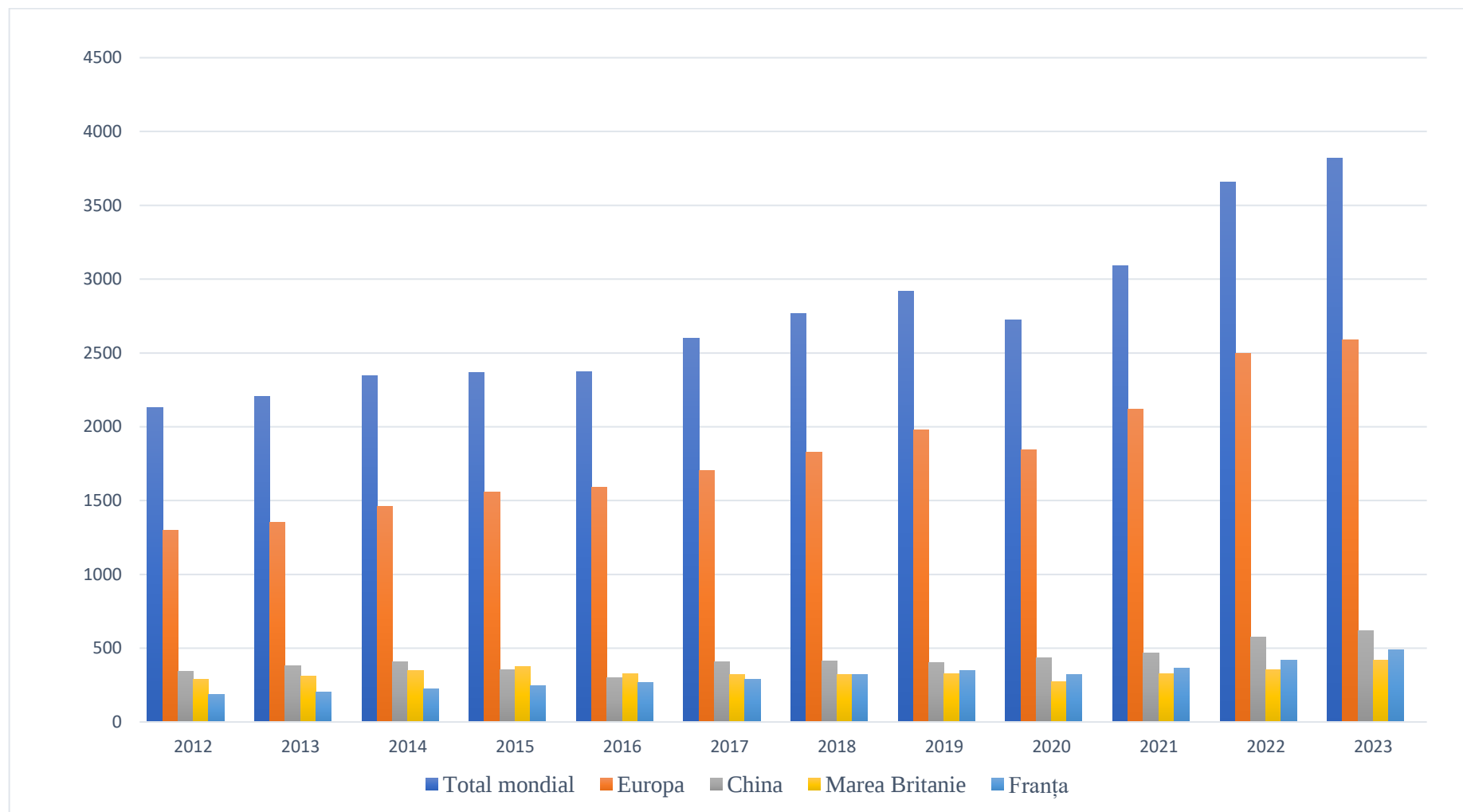


Figura A.9 Tendințele factoring-ului pe plan internațional, anii 2012-2023
Sursa: Elaborată de autor în baza datelor Factor Chain International/ www.fci.nl

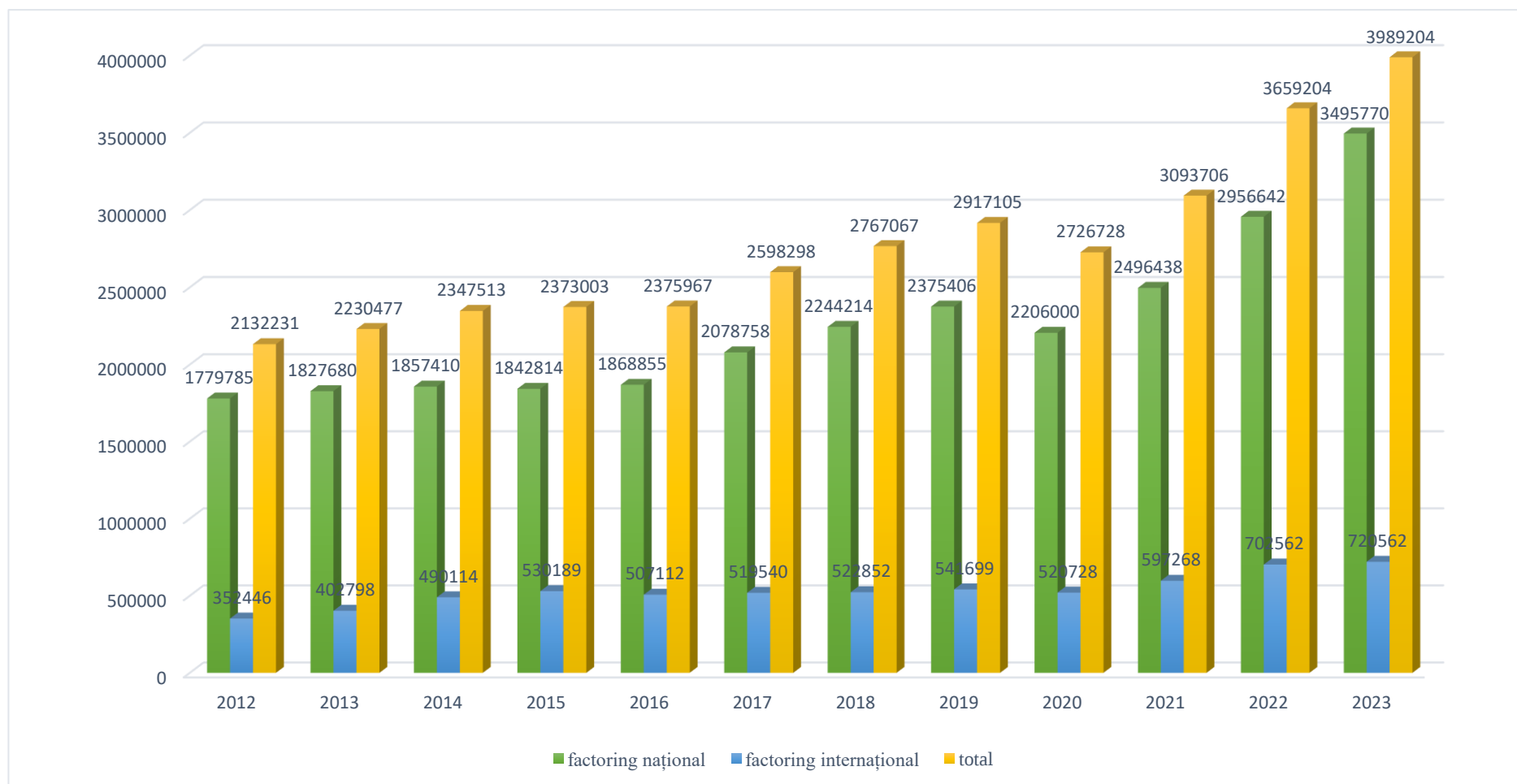


Figura A.10 Evoluția factoring-ului național și celui internațional în perioada 2012-2022

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor Factor Chain International [149, 147, 148].

Etapale investiției de risc

Etapa	Caracteristicile investiției
Etapa de sămânță	Inițial compania are un concept clar definit, dar nu există un produs finit. Lucrările la prototip sunt abia în derulare. În această etapă, antreprenorul trebuie să convingă investitorii că start-up-ul său va fi viabil și de succes pe piață. Potențialul investitor examinează apoi aspectele tehnice ale produsului și fezabilitatea economică a investiției. La această etapă, antreprenorul colectează adesea capitalul inițial de la prieteni, rude sau prin platforme online – un astfel de capital se numește capital de bază. Dacă este posibil să găsească un investitor profesionist, adică un Business angel, un astfel de capital s-ar numi <i>angel capital</i> . De obicei, acest capital nu depășește 300 000 dolari SUA.
Etapa de pornire	Această etapă diferă de etapa de sămânță, deoarece compania are deja o versiune-pilot a produsului și este în curs de testare. De asemenea, este necesară cercetarea de piață și elaborarea specificațiilor produsului. Bani sunt folosiți și pentru a atrage personal suplimentar de conducere. Investițiile de risc în acest punct pot ajunge la 1 mln. dolari SUA. Dar acestea sunt încă modeste, comparativ cu etapele ulterioare.
Etapa incipientă	produsul companiei intră pe piață. Afacerea are deja date confirmate empiric, astfel încât riscurile investiției în această etapă sunt mult mai mici decât în cele precedente, iar pragul minim pentru capitalul de risc este mai mare – de la 10 000 la 30 000 dolari SUA.
Etapa de expansiune	produsul este acceptat de piață și are loc o creștere rapidă a vânzărilor și a cererii. Compania are un model de afaceri solid, o bază de clienți și venituri în creștere, scopul finanțării în această etapă fiind extinderea pieței. Suma investițiilor de risc poate ajunge la 100 000 dolari SUA. Investițiile la această etapă merg, de obicei, către extinderea afacerii. Fondurile sunt direcționate, de exemplu, spre crearea unităților de producție în străinătate, lansarea unei noi campanii de marketing și a noilor linii de produse
Etapa târzie faza pre-IPO	Compania se transformă într-o entitate mare și dă semne de „companie publică”. Aceasta este, de obicei, ultima etapă a capitalului de risc. Scopul principal al capitalului de risc este de a face compania publică, astfel încât investitorii de risc să poată ieși din proiect după ce și-au primit profitul. Investițiile de risc în această etapă sunt folosite pentru a pregăti o fuziune, pentru a lua măsuri de preluare a concurenților sau pentru a finanța pașii privind o IPO. În etapa târzie a dezvoltării sale, capitalul de risc al companiei este scos prin: 1. absorbția proiectului de către o altă corporație; 2. intrarea pe bursă printr-o IPO, adică o ofertă publică; 3. o vânzare OTC (cea mai rară opțiune).

Sursa: Elaborat de autor în baza [123]

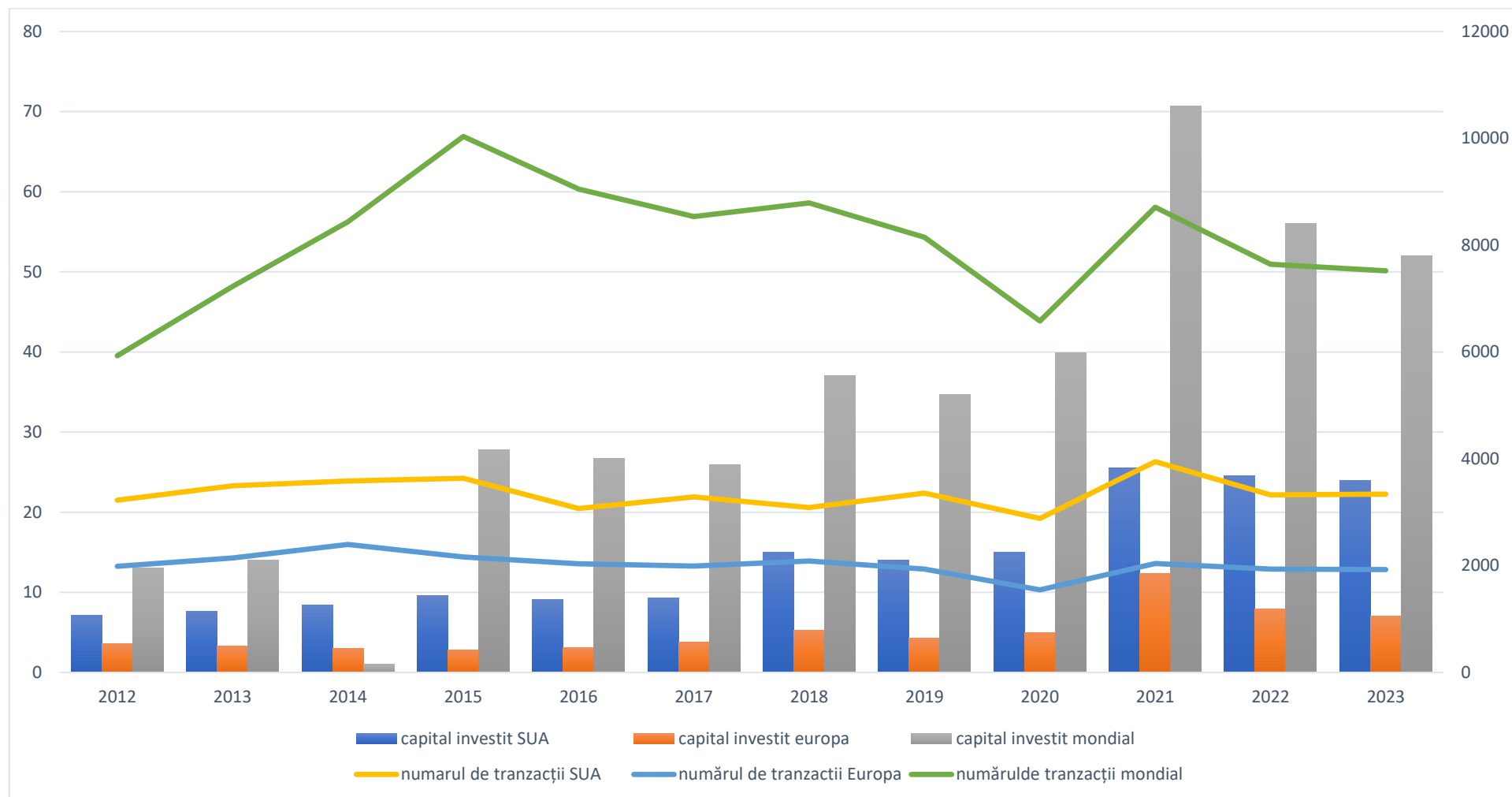


Figura A. 12 Finanțarea primară a companiilor prin capitalul de risc în perioada 2012-2023

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor KPMG International / www.kpmg.com

Platforme de crowdfunding la nivel european

	Platforme și caracteristici specifice
1.	WISEED platformă de equity crowdfunding, lansată în 2008 în Franța, ce propune o ofertă de investiții largă, care acoperă mai mulți subiecți, precum start-up-uri, cooperative, proiecte de energie regenerabilă. Platforma a permis finanțarea a cel puțin 172 de proiecte cu participarea a peste 84.000 de membri, pentru o sumă de peste 76 mln. euro [248]. Modelul de business al platformei WISEED este următorul: - comisioanele de administrare de 5% din sumele strânse sunt facturate investitorilor la nivelul holdingului. Platforma va primi un comision de succes egal cu 20% din câștigul de capital net realizat de investitori; - costurile administrative corespunzătoare formalităților ce depășesc 5.000 de euro fără impozit și un echivalent de 8-10% din fondurile primite de la start-up-uri conform unei cote forfetare pe tranșă de 100.000 de euro (sau taxe de succes).
2.	Crowdcube platformă de crowdfunding de succes este din Marea Britanie, creată în 2011 și este la moment una dintre cele mai active din lume. Aceasta a permis finanțarea a 514 întreprinderi cu un volum total de 236 mln. lire sterline de la 378.000 de investitori. Platforma este remunerată cu un comision de succes de 7% din fondurile ridicate. Crowdcube este autorizată de autoritatea engleză de reglementare, Financial Conduct Authority. Întrucât este lider în acest sector, Crowdcube a fost selectat în 2014 de guvernul britanic pentru a obține 5 mln. lire sterline pentru a le investi în start-up-urile din Londra, selectate de platformă
3.	LendingClub este înregistrată oficial la Comisia Valorilor Mobiliare (SEC) a SUA. În 2014 LendingClub a fost introdusă la Bursa din New York cu o sumă evaluată la 8 mld. dolari. În martie 2015, LendingClub a anunțat un parteneriat strategic cu o platformă chineză de e-commerce, Alibaba, pentru a facilita finanțarea entităților americane care doresc să se aprovizioneze de la furnizorii chinezi în condiții de finanțare mult mai avantajoase. Începând cu 2009, LendingClub a acordat până în primul semestru al anului 2021 peste 2 mln. de împrumuturi în sumă de peste 24,6 mld. dolari SUA [210]. Împrumuturile acordate sunt împrumuturi personale (persoane fizice) sau împrumuturi pentru întreprinderi. Platforma percepe un comision de 1% din sumele colectate. Finanțarea proiectelor pe această platformă se realizează în baza anumitor criterii de rating. Astfel, LendingClub analizează proiectele, atribuindu-le un nivel de risc de credit de la A la G. Cu cât proiectul este mai riscant (risc de faliment) cu atât nivelul ratei dobânzii va fi mai mare. Entitățile eligibile pentru finanțare pe platforma LendingClub trebuie să satisfacă următoarele criterii: - „să aibă minimum 24 luni de activitate; - cifra de afaceri să fie de minimum 75.000 dolari SUA; - să fie fără faliment înregistrat sau în așteptare; - a înregistrat o istorie bună a rambursărilor, inclusiv a celor personale” [210]. Mai mult decât atât, LendingClub permite instituțiilor financiare, precum băncile comerciale, companiile de asigurări, să investească în portofoliile de credit destinate finanțării proiectelor pe platforme.
4.	KIVA platformă cunoscută, specializată în microcredite. Această platformă, creată în 2005, este printre primele din lume, care permite particularilor să acorde împrumuturi în sume mici persoanelor care locuiesc în țări în curs de dezvoltare. Din momentul creării sale, Kiva a oferit la peste 2,4 mln. de împrumutători (debitori) (din care 81% sunt femei), din 83 de țări, împrumuturi în sumă de peste 699 mln. dolari SUA, de la 1,6 mln. de creditori. La moment, Kiva înglobează o rețea de 6.180 de instituții de microfinanțare partenere. Politica de împrumut a platformei Kiva presupune: creditele pot varia în sumă de la 25 până la 50.000 dolari SUA; - termenul de creditare este de maximum 20 de ani; - calendarul de rambursare este ajustat în funcție de situația debitorului; - împrumuturile sunt fără dobândă; - partenerii sunt autorizați să solicite debitorilor o rată a dobânzii rezonabilă, dacă aceștia demonstrează o viabilitate a programului de împrumut; - creditorii își asumă în totalitate riscurile aferente împrumuturilor acordate [252].

Sursa: Elaborat de autor

Cele mai mari Platforme de crowdfunding create de bănci, la nivel european

Banca	Platforma de crowdfunding. Caracteristici
Banco Santander (Spania)	Santander X. Platforma conectează startup-uri și antreprenori cu investitori. În cadrul acestei platforme, startup-urile pot beneficia de oportunități de crowdfunding și mentorat, iar investitorii pot sprijini proiecte inovative. Această platformă se concentrează pe startup-uri din diverse industrii, precum tehnologie, sănătate și energie regenerabilă.
Deutsche Bank (Germania)	Deutsche Bank Crowdfunding Platform În 2015, banca a lansat o platformă proprie pentru a sprijini antreprenoriatul și inovația în Germania. Deutsche Bank a fost un jucător important în dezvoltarea acestui tip de finanțare pentru IMM-uri. Platforma a fost un pas către integrarea mai multor metode de finanțare pentru startup-uri, oferind acces la capital și noi oportunități de investiții.
BBVA (Spania)	BBVA Open Innovation. Banca organizează competiții și provocări de crowdhacking, unde antreprenorii pot lansa idei de afaceri și pot primi susținere financiară și expertiză. Platforma a fost utilizată pentru a conecta investitori cu startup-uri inovative. BBVA a fost una dintre băncile de top care a încurajat startup-urile să-și prezinte ideile și să obțină finanțare dintr-o gamă largă de investitori, contribuind la dezvoltarea ecosistemului antreprenorial.
Lloyds Bank (Regatul Unit)	Lloyds Bank Business Platforma conectează startup-urile și IMM-urile cu investitori, facilitând crowdfunding-ul pentru a sprijini creșterea afacerilor. Banca a fost activă în colaborarea cu platforme externe de crowdfunding, oferind antreprenorilor mai multe modalități de a atrage capital. Lloyds Bank a sprijinit diversificarea surselor de capital pentru afaceri, încurajând micile afaceri să se dezvolte prin acces la investitori externi.
ING Bank (Olanda)	ING Innovation Lab Platforma include o componentă de crowdfunding pentru startup-uri în domeniul tehnologiei și al inovației financiare. Banca colaborează cu platforme externe de crowdfunding pentru a susține dezvoltarea startup-urilor inovative care utilizează tehnologia pentru a soluționa problemele economice sau sociale. ING Bank se află în fruntea băncilor care susțin inovația prin integrarea crowdfunding-ului în serviciile sale, ajutând în acest fel startup-urile să acceseze rapid capital pentru dezvoltarea ideilor lor.
UniCredit (Italia)	UniCredit Start Lab Platforma sprijină startup-urile italiene printr-o serie de inițiative, inclusiv crowdfunding-ul. Platforma le permite antreprenorilor să-și prezinte ideile și să strângă fonduri pentru dezvoltarea acestora, conectându-i cu investitori strategici. UniCredit Start Lab a devenit un instrument important în sprijinirea startup-urilor din Italia, stimulând inovarea și dezvoltarea acestora.
Crédit Agricole (Franța)	Crowd Crédit Crédit Agricole a colaborat cu platforma Crowd Crédit, care permite finanțarea directă a IMM-urilor prin crowdfunding. Platforma este folosită pentru a sprijini antreprenorii locali și proiectele inovative prin mobilizarea investitorilor. În Franța, această inițiativă a contribuit la dezvoltarea pieței de crowdfunding și la susținerea întreprinderilor mici și mijlocii, care au obținut fonduri esențiale pentru creșterea și extinderea lor.

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor platformelor de crowdfunding.

Principalele platforme de crowdfunding din România

Denumire platformă	Caracteristici	Taxe și comisioane
WhyDonate	este cea mai mare platformă europeană de crowdfunding, cu peste 1.000.000 de vizitatori și 700.000 de donatori. Are funcții premium care nu necesită taxe suplimentare	0% comision de platformă comision de tranzacție – 1,9% + 0,25€.
GoGetFunding	platformă de strângere de fonduri cu sediul în Marea Britanie. Permite tuturor tipurilor de strângere de fonduri, de la proiecte personale la proiecte creative și acțiuni caritabile, permițându-le să își valorifice raza de acțiune globală. Interfața ușor de utilizat permite oricui să își creeze campania de strângere de fonduri pentru România în mai puțin de cinci minute	Fără taxă de înscriere 4% comision de tranzacție
Mightycause	lansată în 2007, cunoscută anterior sub numele de Razoo. Platforma oferă numeroase servicii, cum ar fi asistență pe tot parcursul anului, marketing și CRM, pentru a simplifica procesele de strângere de fonduri. Acesta permite organizațiilor non-profit să își înceapă campaniile de strângere de fonduri pentru România la orice scară și oferă instrumente excelente de gestionare a donatorilor, măsurători și rapoarte detaliate	Planul Essentials – \$59/lună Planul avansat – \$99/lună 0.95% și 29¢ Rata medie de procesare -1.99% și 49¢ Rata de procesare fixă (PayPal)
GoFundMe	Lansată în 2010 este una dintre cele mai populare platforme de strângere de fonduri. Este o opțiune pentru persoanele fizice, organizațiile non-profit și grupurile care caută fonduri. Spectrul său larg de opțiuni de finanțare include cheltuieli medicale, costuri educaționale, ajutor în caz de dezastre, proiecte creative și cauze caritabile. Datorită rețelei lor extinse de donatori, organizatorii de campanii pot ajunge la mii de donatori și își pot raționaliza strategiile de marketing prin e-mail, SMS și social media	Fără comision de platformă Comision de tranzacție – 2,9% + £0,25
Kickstarter	una dintre cele mai bune platforme de crowdfunding România. Din 2009, a finanțat peste 200 000 de proiecte. Platforma de pionierat este cunoscută pentru că se concentrează pe proiecte creative și inovatoare, care acoperă categorii precum tehnologie, artă, design, muzică, film și multe altele. Abordarea de tip „totul sau nimic” îi obligă pe cei care fac campanii să creeze obiective realiste, deoarece nu vor primi nimic dacă obiectivul nu este atins.	% Costul tranzacției + 3-5% Taxa de procesare a plăților (Stripe)
Justgiving	este o altă opțiune de încredere în lista celor mai importante platforme de crowdfunding din România. Înființată în 2000, JustGiving a jucat un rol esențial în sprijinirea persoanelor fizice și a organizațiilor non-profit în strângerea de fonduri pentru o gamă diversă de acțiuni caritabile, inclusiv pentru sănătate, educație, ajutor în caz de dezastre și multe altele. Interfața sa prietenoasă, oportunitățile diverse de finanțare, procesarea eficientă a donațiilor și analiza datelor o ajută să se diferențieze de diversele platforme de crowdfunding România.	Taxa de platformă – voluntară 5% Taxa Gift Aid + 1,9% + 20p Taxa de procesare a plăților (sau 2,90%+20p pentru alte monede)
Indiegogo	lansată în 2008 și a câștigat recunoaștere pentru versatilitatea sa, răspunzând unei game largi de nevoi de crowdfunding, inclusiv inovații tehnologice, eforturi creative, cauze caritabile și proiecte personale. Cu modelul său flexibil de finanțare, participanții la campanie pot alege dacă vor primi fonduri chiar dacă campania lor nu își atinge obiectivul (flexibil) sau doar dacă își atinge ținta (fix). Desfășurarea unei campanii de succes pe Indiegogo necesită abilități eficiente de marketing, comunicare și gestionare a campaniei.	3%* + 0.20€ comision de tranzacție 25€ comision de transfer (variază de la o monedă la alta)

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor platformelor de crowdfunding

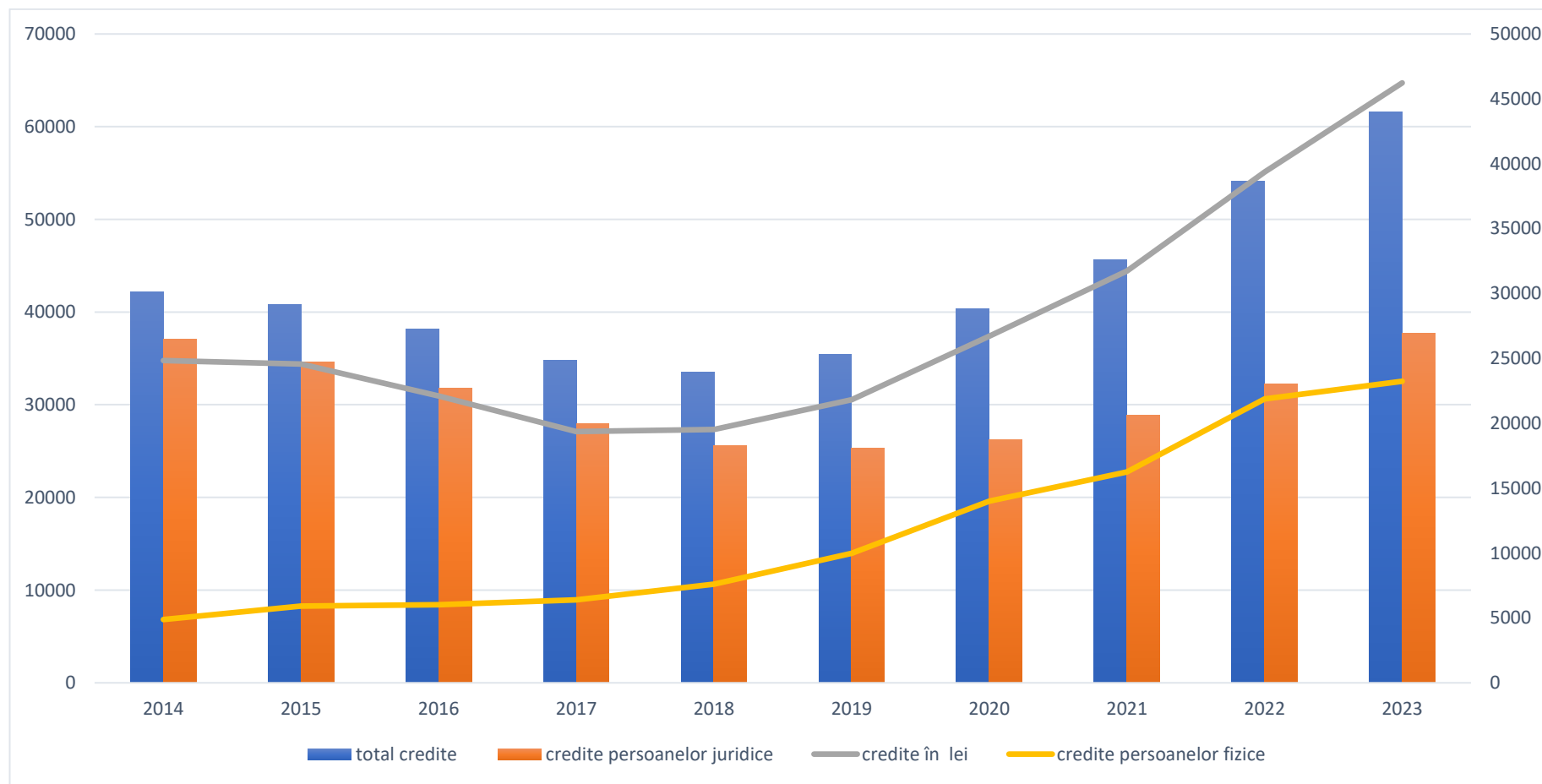


Figura A. 16 Dinamica creditelor bancare acordate în perioada 2013-2023

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor BNM.

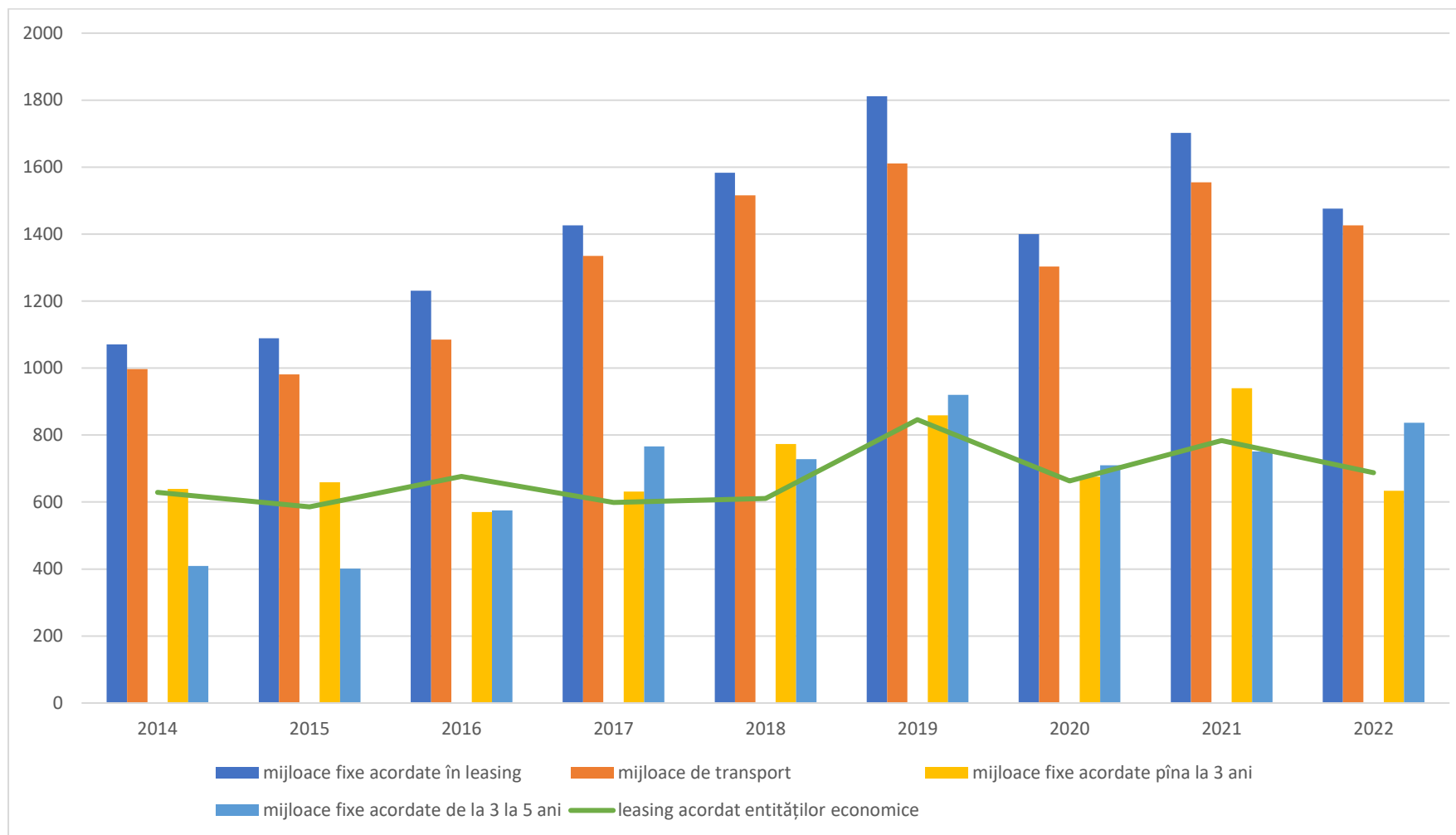


Figura A.17 Evoluția leasingului în Republica Moldova în perioada 2014-2022

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor BNS și CNPF.

Indicatorii economico-financiari utilizați în calcul pentru deducerea modelului de evaluare a bonității debitorului

Denumire Indicator	Interpretare
Coeficientul de autonomie (CA) = Capital propriu/Total pasiv	Coeficientul în cauză reflectă ponderea patrimoniului format pe seama surselor proprii în suma totală a activelor entității. Acest indicator se interpretează prin aprecierea modificărilor lui în dinamică și, nemijlocit, prin compararea cu nivelul teoretic recomandat – 50%. În acest caz, dacă jumătate din patrimoniul companiei este format pe seama surselor proprii, atunci aceasta servește drept garanție privind achitarea tuturor datoriilor față de creditori. Creșterea acestui indicator dovedește drept sporirea independenței financiare, precum și micșorarea riscului în cazul greutăților financiare
Coeficientul de atragere a surselor împrumutate (CSI) = Total datorii/Total pasiv	Indicatorul reflectă ponderea mijloacelor împrumutate în suma totală a valutei bilanțului. După conținutul economic, acest coeficient caracterizează structura surselor de finanțare a activelor din punct de vedere al cotei surselor împrumutate. Acest coeficient desemnează nivelul de îndatorare al entității și în mod normal trebuie să oscileze în limitele 0 – 50%.
Rata solvabilității generale (RSG)=Total activ/Total datorii	Indicatorul este o măsură a capacității unei companii de a-și plăti toate datoriile curente și pe termen lung utilizându-și activele disponibile. Aceasta este o măsură importantă pentru a evalua capacitatea financiară a unei companii de a face față obligațiilor sale financiare și de a supraviețui în viitor. O rată de solvabilitate generală mai mare de 1 indică faptul că compania are mai multe active decât datorii, ceea ce sugerează o poziție financiară mai solidă. În general, o rată de solvabilitate generală de cel puțin 1,5 este considerată sănătoasă pentru o companie.
Rata de acoperire a capitalului propriu (RACP)= Total pasiv/Capital propriu	Reflectă ponderea surselor de finanțare aflate în utilizare pe perioade medii și lungi în totalul surselor deținute de entitatea economică pentru acoperirea mijloacelor economice
Rata stabilității financiare (RSF)=Capital permanent/Total pasiv	Exprimă cota surselor de finanțare care întreprinderea poate să utilizeze pentru finanțarea activității economice într-o perioadă îndelungată. Se apreciază pozitiv creșterea acestui coeficient în dinamică, ceea ce reflectă întărirea stabilității financiare a întreprinderii
Rata de îndatorare pe termen lung față de capitalul permanent (RITLCPERM)= Datorii pe termen lung/Capital permanent	Coeficientul cel mai frecvent utilizat în practica țărilor cu economie dezvoltată, se mai numește coeficientul de atragere pe termen lung a mijloacelor împrumutate sau coeficientul de dependență de sursele de finanțare împrumutate pe termen lung. Din punctul de vedere al creditorului, creșterea acestei rate în dinamică reprezintă o tendință negativă care reflectă majorarea riscului potențial de a nimeri sub influența externă, care nu poate fi controlată de către conducerea entității sau proprietarii ei. În practica mondială se consideră convenabil nivelul ratei în cauza de circa 26-40 %
Rata de autofinanțare a capitalului permanent (RACPerm)= Capital propriu/Capital permanent	Indicatorul este cunoscut ca rata independenței financiare a surselor capitalizate ori rata solvabilității patrimoniale. Acest coeficient, de asemenea, exprimă structura capitalului permanent care asigură o finanțare îndelungată a activității întreprinderii. în practica mondială se indică și limita de jos a acestei rate - 60 %
Rentabilitatea vânzărilor (RV)=Profit	Rentabilitatea vânzărilor arată care este venitul entității câștigat de la fiecare MDL obținut din producția vândută.

brut/Venituri vânzări	din	rentabilitatea vânzărilor sau rata profitului brut, ca măsură de performanță depinde de structura costurilor specifice ramurii de activitate. De regulă reducerea nivelului rentabilității vânzărilor semnifică că în perioada curente entitatea nu a majorat prețurile de vânzare. Dacă o entitate are un nivel al rentabilității, calculat în baza profitului brut, mai mic decât la o altă entitate similară, atunci apare necesitatea de a efectua un control riguros al costurilor
Rentabilitatea economică (RE)= Profit până la impozitare/Valoarea medie a activelor	la	Acest indicator caracterizează profitul obținut în mediu de la fiecare leu investit în activele entității indiferent de modalitatea de finanțare a acestora. În calculul acestui indicator sunt cointeresați investitorii, creditorii, conducerea entității și furnizorii. În baza acestui indicator se poate analiza capacitatea entității de a genera profit indiferent de structura de finanțare a activelor. Cu cât nivelul acestui indicator este mai mare, cu atât activele entității sunt implicate mai activ în obținerea profitului.
Coeficientul de levier financiar (LF)=Datorii pe termen lung/Capital propriu		Levierul financiar reprezintă măsura în care o companie utilizează datorii în raport cu capitalul propriu pentru a finanța activitățile sale. Acesta se referă la proporția dintre datoriile totale ale companiei și capitalul propriu și poate fi exprimat sub formă de raport datorie/capital sau ca grad de îndatorare. Astfel, levierul financiar poate avea un efect semnificativ asupra performanței financiare a unei companii. O valoare mare a levierului financiar poate indica un nivel ridicat de risc și vulnerabilitate financiară, în timp ce o valoare scăzută a levierului poate indica o situație financiară mai stabilă și mai sigură. În general, nivelul optim de levier financiar depinde de situația specifică a companiei și de obiectivele sale financiare. prin prisma interesului creditorilor se apreciază negativ nivelul supraunitar al acestui coeficient. Totodată, este de menționat faptul că un grad ridicat al coeficientului în cauză (ca și al altor coeficienți de îndatorare) permite proprietarilor să beneficieze de surse împrumutate, cât timp rentabilitatea investițiilor în activitatea entității depășește rata dobânzii.
Rata de acoperire a datoriilor pe termen lung cu capital social (RADTLCS)= Capital social/Datorii pe termen lung		În practica de audit pentru evaluarea riscului de faliment al întreprinderii pe larg se aplică acest coeficient. În țările cu economie dezvoltată pentru determinarea acestui coeficient capitalul social deseori se evaluează la prețuri de piață ale acțiunilor aflate în circulație.
Lichiditatea curentă (LC)=Active curente/Datorii pe termen scurt	pe	Acest coeficient caracterizează cota datoriilor pe termen scurt care entitatea este capabilă să achite imediat utilizând numai mijloacele bănești disponibile la moment. Nivelul insuficient al coeficienților lichidității poate cauza un șir de consecințe negative (valoarea max.2,5)
Durata de încasare a creanțelor (DI)		Este exprimat în număr de zile. O valoare în creștere sau mai ridicată decât media sectorului, poate indica că firma analizată își încasează mai greu creanțele de la clienți.

Sursa: elaborat de autor

Punctajul Scoring atribuit indicatorilor economico-financiari calculați pentru entitățile analizate

1. Coeficientul de autonomie= Capital propriu/Total pasiv

Min		Max	Punctaj
0,75	$\leq x <$	1	7
0,5	$\leq x <$	0,75	5
0,25		0,5	3
0	$\leq x <$	0,25	1

2. Coeficientul de atragere a surselor împrumutate= Total datorii/Total pasiv

Min		Max	Punctaj
0,75	$\leq x <$	1	1
0,5		0,75	3
0,25	$\leq x <$	0,5	5
0	$\leq x <$	0,25	7

3. Coeficientul de corelație dintre sursele împrumutate și proprii=Total datorii/Capital propriu

Min		Max	Punctaj
0,75	$\leq x <$	1	1
0,5		0,75	3
0,25	$\leq x <$	0,5	5
0	$\leq x <$	0,25	7

4. Rata solvabilității generale=Total Pasiv/Total datorii

Limite și scor

Min		Max	Punctaj
3			7
2	$\leq x <$	3	5
1,5	$\leq x <$	2	3
1	$\leq x <$	1,5	1

5. Rata de acoperire a capitalului propriu= Total pasiv/Capital propriu

Limite și scor

Min		Max	Punctaj
2			0
1,75		2	1
1,5	$\leq x <$	1,75	3
1,25	$\leq x <$	1,5	5
1	$\leq x <$	1,25	7

6. Rata stabilității financiare=Capital permanent/Total pasiv

Limite și scor

Min		Max	Punctaj
0,75	$\leq x <$	1	7
0,5		0,75	5
0,25	$\leq x <$	0,5	3
0	$\leq x <$	0,25	1

7. Rata de indatorare pe termen lung față de capitalul permanent= Datorii pe termen lung/Capital permanent

Min		Max	Punctaj
0,75	$\leq x <$	1	1
0,5		0,75	3
0,25	$\leq x <$	0,5	5
0	$\leq x <$	0,25	7

8. Rata de autofinanțare a capitalului permanent=Capital propriu/capital permanent

Min		Max	Punctaj
0,75		1	7
0,5	$\leq x <$	0,75	5
0,25	$\leq x <$	0,5	3
0	$\leq x <$	0,25	1

9. Coeficientul de levier financiar=Datorii pe termen lung/Capital propriu
Limite și scor

Min		Max	Punctaj
1			0
0,75		1	1
0,5	$\leq x <$	0,75	3
0,25	$\leq x <$	0,5	5
0	$\leq x <$	0,25	7

10. Rata de indatorare pe termen lung față de capitalul social=Datorii pe termen lung/Capital social

Min		Max	Punctaj
1			0
0,75		1	1
0,5	$\leq x <$	0,75	3
0,25	$\leq x <$	0,5	5
0	$\leq x <$	0,25	7

11. Rata de acoperire a datoriilor pe termen lung cu capital social= Capital social/Datorii pe termen lung

Min		Max	Punctaj
0,75		1	7
0,5	$\leq x <$	0,75	5
0,25	$\leq x <$	0,5	3
0	$\leq x <$	0,25	1

12. Rentabilitatea vânzărilor=Profit brut/Venituri din vânzări
Limite și scor

Min		Max	Punctaj
0,25	$\leq x <$		5
0,10	$\leq x <$	0,25	3
0	$\leq x <$	0,1	1

13. Lichiditatea curentă=Active curente/Datorii pe termen scurt

Limite și scor

Min		Max	Punctaj
1,75	$\leq x <$	2	7
1,5		1,75	5
1,25		1,5	3
1	$\leq x <$	1,25	1
0	$\leq x <$	1	0

14. Durata încasării creanțelor

Limite și scor

Min		Max	Punctaj
90	$\leq x <$		1
60	$\leq x <$	90	3
30	$\leq x <$	60	5
0	$\leq x <$	30	7

Scor maxim – 100 puncte

Scor minim – 15 puncte

Clasificarea clientilor după de gradul de risc si provizioanele aferente

Clasa de risc	Punctaj	Provizioane în fondul de risc
Standard	90-100	0,02
Supravegheat	65 – 80	0,05
Substandard	40 – 65	0,3
Dubios	25-40	0,75
Compromis	14-25	1

Notă: Punctajul atribuit fiecărui indicator a fost stabilit în baza *Procedurii interne a băncii comerciale de clasificare a clienților persoane juridice*

	CA	CASI	CCSIP	RSG	RACP	RSF	RITL CPerm	RAC Perm	LFin	RITLCS	RADTL CS	RV	LC	DÎC	Y	ANEXA 20 DATE ÎNȚĂLĂLE (Indicatori activității economico-financiare luată în calcul pentru deducerea
1.	0.980	0.011	0.011	94.360	1.011	0.980	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.120	0.900	30	76	
2.	0.530	0.470	0.900	2.110	1.900	0.560	0.070	0.930	0.070	0.320	3.040	0.170	1.300	55	64	
3.	0.500	0.500	1.000	2.000	2.000	0.500	0.000	1.000	0.000	0.000	0.170	0.019	1.860	35	60	
4.	0.280	0.720	2.580	1.390	3.660	0.830	0.660	0.340	1.980	5.820	0.170	0.030	1.160	48	38	
5.	0.880	0.140	0.160	6.900	1.160	0.880	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.600	1.100	27	86	
6.	0.550	0.450	0.810	2.240	1.810	0.910	0.390	0.600	65.100	8.620	0.110	0.120	2.500	42	58	
7.	0.830	0.160	0.200	5.980	1.200	0.862	0.024	0.966	0.258	0.032	0.316	0.125	1.340	45	80	
8.	0.530	0.470	0.870	2.150	1.870	0.625	0.745	0.853	0.873	3.550	0.281	1.485	0.900	35	46	
9.	0.760	0.240	0.240	4.171	1.310	0.851	0.107	0.892	0.120	0.000	0.000	0.960	1.160	25	80	
10.	0.530	0.330	0.500	2.990	1.500	0.670	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.215	1.500	30	76	
11.	0.660	0.335	0.505	2.980	1.504	0.687	0.330	0.966	0.034	1.820	0.548	1.485	2.400	30	64	
12.	0.920	0.080	0.080	12.920	1.080	0.920	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.358	0.800	28	84	
13.	0.310	0.690	2.200	1.455	3.196	0.456	0.314	0.685	0.460	8.869	0.112	0.031	1.870	45	38	
14.	0.600	0.400	0.660	2.510	1.660	0.697	0.138	0.860	0.160	1.566	0.630	0.046	1.670	55	58	
15.	0.869	0.130	0.150	7.670	114.970	0.880	0.012	0.988	0.149	0.194	5.143	0.082	0.720	40	76	
16.	0.870	0.129	0.148	0.077	1.148	0.871	0.011	0.998	0.110	0.290	3.420	0.117	1.120	45	74	
17.	1.120	2.120	1.900	0.472	0.895	1.120	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.364	1.110	30	68	
18.	0.390	0.610	1.560	1.634	2.560	0.390	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	1.460	0.900	30	54	
19.	1.269	0.212	0.269	4.710	1.269	0.780	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	3.710	0.318	40	76	
20.	0.134	0.860	6.420	1.150	7.420	0.699	0.807	0.192	4.190	21.800	0.049	0.027	0.850	37	22	
21.	0.540	0.450	0.830	2.190	1.830	0.540	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.830	2.870	30	74	
22.	0.670	0.329	0.492	2.560	1.490	0.730	0.080	0.910	0.088	0.097	10.317	0.023	1.609	30	70	
23.	0.250	0.750	3.350	1.320	4.040	0.550	0.550	0.440	1.230	73.330	0.013	0.260	0.550	35	38	
24.	0.610	0.390	0.650	2.530	1.650	0.610	0.017	0.980	0.650	0.088	11.360	0.025	1.570	28	66	
25.	0.820	0.180	0.220	5.490	1.220	0.950	0.130	0.860	0.160	1.220	0.820	0.200	2.430	20	84	

	CA	CASI	CCSIP	RSG	RACP	RSF	RITL CPerm	RAC Perm	LFin	RITLCS	RADTL CS	RV	LC	DÎC	Y	Continuarea ANEXA20 DATE ÎNȚĂLE (Indicatorii activității economico-financiare lași în calcul pentru deducerea modelului)
26.	0.417	0.583	1.390	1.710	2.390	0.660	0.368	0.632	1.396	0.581	0.588	0.061	0.725	45	66	
27.	0.558	0.441	0.790	2.265	1.790	0.150	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.224	1.310	30	50	
28.	0.227	0.773	3.409	1.293	4.409	0.227	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.134	0.828	40	72	
29.	0.551	0.401	0.401	4.517	1.813	0.918	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.056	1.590	30	36	
30.	0.250	0.750	3.050	1.330	4.050	0.650	0.610	0.380	1.610	3.400	0.290	0.110	0.550	45	76	
31.	0.980	0.020	0.020	50.400	1.020	0.980	0.992	0.990	0.007	0.017	58.800	0.170	1.160	38	42	
32.	0.030	0.970	38.090	1.020	39.090	0.030	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.110	0.440	55	38	
33.	0.250	0.750	3.050	1.330	4.040	0.550	0.550	0.450	1.220	71.330	0.013	0.260	1.170	30	45	
34.	-0.74	1.740	-2.360	0.580	-1.360	-0.740	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	-0.09	0.900	30	72	
35.	0.700	0.300	0.420	3.360	1.420	0.700	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.130	0.650	24	66	
36.	0.679	0.320	0.471	3.120	1.470	0.670	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.090	0.310	45	66	
37.	0.039	0.960	4.185	6.180	0.250	0.039	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.400	2.670	30	56	
38.	0.570	0.430	-2.760	0.640	1.750	0.870	1.660	0.660	2.520	71.610	-0.400	0.230	2.860	20	56	
39.	-0.05	1.050	-20.70	0.951	1.140	-0.050	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.120	0.940	45	51	
40.	-0.17	1.170	-6.630	0.840	-5.360	-0.170	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.440	0.650	45	36	
41.	0.087	0.912	10.420	1.095	11.423	0.646	0.864	0.135	6.380	9.202	0.108	0.130	2.540	20	86	
42.	0.840	0.160	0.190	6.310	1.190	0.850	0.015	0.985	0.015	0.223	4.490	0.030	3.140	30	38	
43.	0.250	0.740	2.900	1.340	3.900	0.810	0.680	0.310	2.190	22.120	0.040	0.140	1.010	40	34	
44.	-3.71	4.706	-1.270	0.213	-0.270	-0.600	0.500	0.500	0.500	0.990	0.004	0.750	0.483	60	80	
45.	0.810	0.190	0.230	5.330	1.230	0.880	0.010	0.990	0.010	1.120	0.900	0.190	1.700	30	32	
46.	-0.40	1.850	-2.170	0.530	-1.170	-0.290	-4.260	-15.46	-1.080	3.040	0.320	0.230	0.400	45	68	
47.	0.930	0.050	0.120	11.720	1.090	0.950	0.034	0.960	0.030	0.102	9.719	0.120	4.640	20	78	
48.	0.910	0.090	0.200	11.700	2.380	0.950	0.110	0.950	0.054	0.110	8.510	0.100	0.800	55	44	
49.	0.440	0.560	1.280	1.780	2.280	0.870	0.500	0.500	0.990	14.160	0.071	0.026	3.820	35	68	
50.	0.670	0.330	0.480	3.070	1.480	0.950	0.290	0.710	0.420	2.240	2.490	0.140	9.300	24	84	
51.	0,79	0,01	0,0105	2,3	0,01	0,88	0	1	0	0	0,05	0,1	1,15	35	80	
52.	0,88	0,14	0,16	4,3	1,16	0,88	0	1	0	0	0,08	0,18	1,1	27	82	
53.	0,89	0,12	0,14	3,6	1,01	0,85	0	1	0	0,03	0,02	0,125	1,34	45	80	
54.	0,62	0,42	0,22	2,2	1,65	0,68	0	1	0	0	0,04	0,11	1,6	24	70	
55.	0,82	0,18	0,22	3,6	1,22	0,95	0,13	0,86	0	1,22	0,15	0,2	2,43	30	84	

Testele heteroscedasticității utilizate în modelul de evaluare

Tabelul 21.1. Heteroskedasticity Test: Glejser

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.396530	Prob. F(6,46)	0.8775
Obs*R-squared	2.606423	Prob. Chi-Square(6)	0.8564
Scaled explained SS	2.494183	Prob. Chi-Square(6)	0.8691

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Sample: 1 53

Included observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.528895	2.083725	3.133281	0.0030
CA	0.186713	1.647915	0.113303	0.9103
RSG	0.004748	0.670644	0.007080	0.9944
RACPERM	-0.034039	0.834283	-0.040800	0.9676
RITLCPERM	1.427708	2.652354	0.538280	0.5930
RV	-0.857737	5.875373	-0.145989	0.8846
LC	0.585120	0.655781	0.892249	0.3769

R-squared	0.049178	Mean dependent var	7.590197
Adjusted R-squared	-0.074842	S.D. dependent var	6.265124
S.E. of regression	6.495342	Akaike info criterion	6.702548
Sum squared resid	1940.716	Schwarz criterion	6.962775
Log likelihood	-170.6175	Hannan-Quinn criter.	6.802619
F-statistic	0.396530	Durbin-Watson stat	1.538832
Prob(F-statistic)	0.877450		

Tabelul 21.2. Heteroskedasticity Test: White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.576351	Prob. F(6,46)	0.7471
Obs*R-squared	3.705758	Prob. Chi-Square(6)	0.7164
Scaled explained SS	5.007165	Prob. Chi-Square(6)	0.5429

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 53

Included observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	73.51606	39.40022	1.865880	0.0684
CA^2	10.06485	16.92163	0.594792	0.5549
RSG^2	1.654153	2.339727	0.706985	0.4831
RACPERM^2	-8.065663	4.907212	-1.643634	0.1071
RITLCPERM^2	102.7920	64.43717	1.595229	0.1175
RV^2	-171.5838	244.9479	-0.700491	0.4871
LC^2	0.494367	2.153202	0.229596	0.8194

R-squared	0.069920	Mean dependent var	96.12227
Adjusted R-squared	-0.051395	S.D. dependent var	183.8022
S.E. of regression	188.4663	Akaike info criterion	13.43822

Sum squared resid	1633899.	Schwarz criterion	13.69844
Log likelihood	-349.1127	Hannan-Quinn criter.	13.53829
F-statistic	0.576351	Durbin-Watson stat	1.657564
Prob(F-statistic)	0.747111		

Tabelul 21.3. Heteroskedasticity Test: ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.856865	Prob. F(1,50)	0.3591
Obs*R-squared	0.876125	Prob. Chi-Square(1)	0.3493

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	81.97499	28.86687	2.839760	0.0065
RESID^2(-1)	0.130032	0.140473	0.925670	0.3591

R-squared	0.016849	Mean dependent var	94.15237
Adjusted R-squared	-0.002814	S.D. dependent var	185.0297
S.E. of regression	185.2899	Akaike info criterion	13.31942
Sum squared resid	1716617.	Schwarz criterion	13.39447
Log likelihood	-344.3050	Hannan-Quinn criter.	13.34819
F-statistic	0.856865	Durbin-Watson stat	1.991649
Prob(F-statistic)	0.359064		

Tabelul 21.4 Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.216493	Prob. F(6,46)	0.9696
Obs*R-squared	1.455526	Prob. Chi-Square(6)	0.9624
Scaled explained SS	1.966685	Prob. Chi-Square(6)	0.9227

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 53

Included observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	60.97863	61.82511	0.986309	0.3291
CA	28.22742	48.89444	0.577313	0.5665
RSG	4.447989	19.89833	0.223536	0.8241
RACPERM	-10.66438	24.75357	-0.430822	0.6686
RITLCPERM	55.70398	78.69662	0.707832	0.4826
RV	23.39638	174.3251	0.134211	0.8938
LC	3.561597	19.45733	0.183047	0.8556

R-squared	0.027463	Mean dependent var	96.12227
Adjusted R-squared	-0.099390	S.D. dependent var	183.8022
S.E. of regression	192.7199	Akaike info criterion	13.48285
Sum squared resid	1708485.	Schwarz criterion	13.74308
Log likelihood	-350.2956	Hannan-Quinn criter.	13.58292
F-statistic	0.216493	Durbin-Watson stat	1.735526
Prob(F-statistic)	0.969650		

Tabelul 21.5 Testul de autocorelării a erorilor Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.903429	Prob. F(2,44)	0.4126
Obs*R-squared	2.090593	Prob. Chi-Square(2)	0.3516

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Sample: 1 53

Included observations: 53

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.639797	3.424139	-0.186849	0.8526
CA	-0.185089	2.679553	-0.069075	0.9452
RSG	0.074288	1.101013	0.067472	0.9465
RACPERM	-0.192096	1.363236	-0.140912	0.8886
RITLCPERM	0.565194	4.327778	0.130597	0.8967
RV	1.256885	9.613388	0.130743	0.8966
LC	0.241291	1.081017	0.223208	0.8244
RESID(-1)	0.187541	0.158195	1.185509	0.2422
RESID(-2)	-0.144949	0.165657	-0.874999	0.3863
R-squared	0.039445	Mean dependent var	-1.61E-15	
Adjusted R-squared	-0.135201	S.D. dependent var	9.898019	
S.E. of regression	10.54593	Akaike info criterion	7.702877	
Sum squared resid	4893.528	Schwarz criterion	8.037454	
Log likelihood	-195.1262	Hannan-Quinn criter.	7.831539	
F-statistic	0.225857	Durbin-Watson stat	1.953908	
Prob(F-statistic)	0.984230			

**Lista entităților economice în baza carora a fost dedus modelul econometric de
evaluare a bonității debitorului**

	Denumirea companiei
1.	SA Grupa financiară
2.	SRL ALFA
3.	ICS Nutsi International SRL
4.	SRL Bicar -Bimpex
5.	SRL Pescarus-Dancen
6.	SRL Habrex
7.	SRL Bandaira
8.	II Tineretea Hariton
9.	SRL Ogorodnicova IUTA
10.	SRL GCC Securitate
11.	SRL Pascari Petrol
12.	SA Supraten
13.	SA BS Leasing Grup
14.	SA Vitanta
15.	SA Hidroconstructor
16.	SRL Davida Impex
17.	SRL Grumeza Maria
18.	SRL Actiprodnet
19.	SRL Alvalex-Grup
20.	SRL Minser and CO
21.	ICP Panicoop
22.	II Cristin Racul
23.	SRL Grandmaster
24.	SA Floare Carpet
25.	SA Zorile
26.	SRL Comcorn Cimi
27.	SRL Strapit

28.	SA Red Union Fenosa
29.	SRL Gujuman Impex
30.	SRL Slavena Lux
31.	SRL Codru Companie
32.	Î Nicolae Iarmaliuc
33.	SA Steaua Reds
34.	SRL Solo Trans Agro
35.	ÎM Alimcom SA
36.	SRL Rapid Link
37.	SRL Camagentur
38.	SA FEE Nord
39.	SRL Orhei Ggaz
40.	SA Drumuri Floresti
41.	SA Drumuri Strasen
42.	Î Salcis Agro
43.	SRL Auto- Prezent
44.	SRL Adelvig
45.	SRL Crisvalnin
46.	SRL Nialid Grup
47.	SRL Digricom
48.	SRL ShanLian International Group
49.	SRL Damidari-PSV
50.	SRL Farna
51.	SRL Sematrus
52.	SRL Prestigiu A-Z
53.	SA Ocnita gaz
54.	SRL Vibimobil
55.	SRL Imoval

Chestionar de evaluare ESG a debitorilor băncii

Denumirea clientului	Data _____		
Mediu	Da	Nu	Punctaj
Activitatea companiei are un impact negativ nesemnificativ asupra mediului, depășind normele stabilite			
Compania nu admite în activitatea sa poluarea mediului și a atmosferei			
Compania introduce și (sau) aplică tehnologii care permit utilizarea resursele naturale în cel mai optim mod, inclusiv:			
• Economie de energie/eficiență energetică			
• Utilizarea energiei regenerabile			
• Reducerea amprente de carbon			
• Economisirea resurselor de apă			
• Gestiune eficientă a deșeurilor			
Compania investește în proiecte de valorificare a resurselor naturale inclusive			
• Restaurarea spațiilor verzi			
• Prelucrarea solului			
• Colectarea, eliminarea și reciclarea deșeurilor			
• Curățarea apei			
Participarea companiei în calitate de inculpat la procese legate de încălcări ale legislației de mediu sau existența amenziilor în temeiul mediului regulamentat			
Compania oferă preferințe semnificative proiectelor ecologice			
Furnizorii cheie ai companiei nu permit încălcări grave ale mediului legislație și/sau abateri de la standardele din industrie			
Concluzii			
Impact negativ regulat asupra atmosferei, resurselor de apă sau a solului la o scară care depășește semnificativ cerințele de reglementare și standardele industriei			
Impact negativ asupra atmosferei, resurselor de apă sau a solului la o scară care nu depășește în mod semnificativ cerințele de reglementare și standardele industriei			
Nu admite impact negativ asupra atmosferei, resurselor de apă, sau solului peste cerințele de reglementare și standardele industriei			
Total punctaj acumulat componenta Mediu			
Social			
Compania permanent încalcă legislația muncii			
Compania respecta normele de drept al muncii			
Compania promovează o politică de personal echitabilă și non-discriminatorie			
Compania are o politica de remunerare a muncii care prevede motivarea personalului prin remunerări variabile			
Stimulentele materiale pentru personal se bazează pe o distribuție echitabilă a performanțelor financiare			
Angajații companiei sunt angajați oficial, în baza contractelor de muncă			
Compania respectă tehnica securității și protecției muncii			
Compania investește în tehnologii care asigură sănătatea și securitatea în muncă			
Situații de conflict în interiorul colectivului, litigii de muncă și sau conflicte cu populația locală			
Încălcări ale securității muncii, inclusiv accidente la locul de muncă în ultimii 3 ani de activitate			

Compania investește în dezvoltarea mediului social și a spațiului public în special:			
• Îmbunătățirea mediului urban			
• Crearea infrastructurii sociale			
• Finanțarea proiectelor educaționale și sociale			
• Activități de caritate și filantropice			
Scurgeri de date cu caracter personal			
Societatea își asumă obligații suplimentare de natură social în ceea ce privește angajații, inclusiv acoperirea medicală extinsă			
Impact negativ asupra securității și sănătății populației, utilizarea metodelor de concurență neloială			
Concluzii			
Impact negativ semnificativ asupra securității și sănătății muncii, protecției sociale, fără implicare la dezvoltarea mediului social și a mediului urban			
Impact negativ mediu asupra securității și sănătății muncii, protecției sociale, cu implicare la dezvoltarea mediului social și a mediului urban; încălcări nesemnificative ale cadrului normativ în domeniul muncii și protecției sociale			
Impact redus asupra securității și sănătății muncii, protecției sociale, implicare la dezvoltarea mediului social, respectarea cadrului normativ în domeniul muncii și protecției sociale			
Total punctaj acumulat componenta Social			
Guvernanță			
Structura acționariatului transparentă			
Tehnologiile utilizate și sistemele de automatizare corespund standardelor de calitate tehnică			
Compania are elaborate planuri de continuitate a activităților în cazul apariției riscurilor operaționale			
Strategia companiei conține informații complete privind indicatorii operaționali, investiționali, financiari și de credit			
Reglementări interne adecvate, conforme			
Compania dezvăluie informații privind activitatea sa, inclusive publica strategia și politica de dezvoltare durabilă			
Compania întocmește și publică situațiile financiare IFRS în ultimii 2 ani de activitate			
Implicarea membrilor organelor de conducere/managementului companiei în acte de corupție, escrocherii, fraude etc.			
Prezenta sistemului de control intern			
Realizarea auditului intern/extern			
Concluzii			
Compania desfășoară o activitate netransparentă, caracterizat de lipsa unui sistem de control intern adecvat, a strategiei de dezvoltare pe termen mediu și lung, lipsa planurilor de continuitate și tehnologii învechite			
Compania are un sistem de reglementare internă bine conceput inclusive strategii de dezvoltare, prezenta unui sistem de control intern adecvat, activitate transparentă și prezenta unui sistem managerial eficient			
Total punctaj acumulat componenta Guvernanță			
Total punctaj ESG			

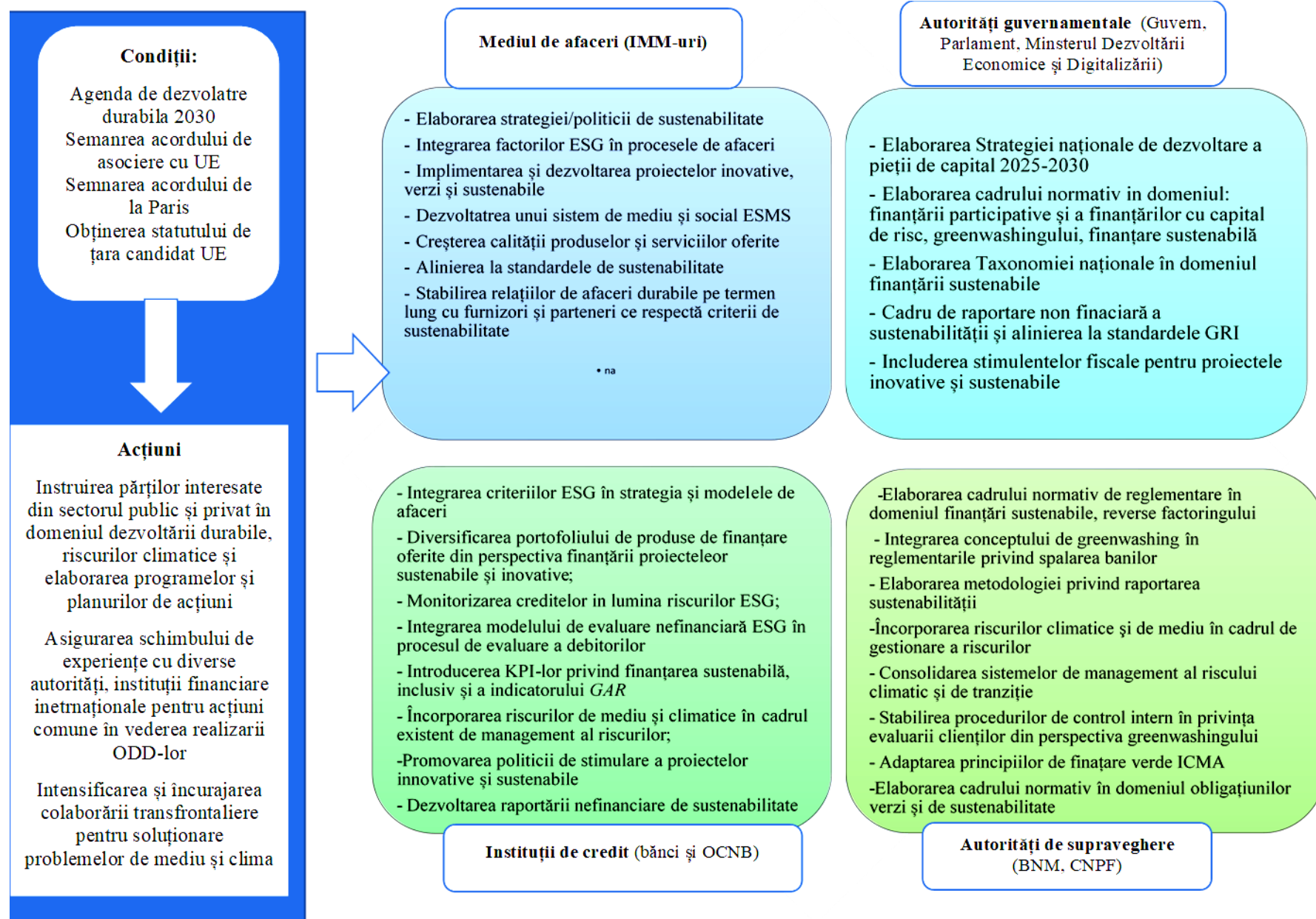


Figura A.24 Recomandări privind dezvoltarea modalităților moderne de finanțare în R.Moldova

Lista excluderilor

Respectînd obiectivele de sustenabilitate, banca va asigura în mod rezonabil că nu va finanța direct prin intermediari financiari proiecte asociate cu următoarele activități:

1. Producerea sau comercializarea oricărui produs sau serviciu considerat ilegal conform prevederilor reglementărilor naționale sau acordurilor și convențiilor internaționale;
2. Producția sau orice activitate care implică munca forțată sau munca copiilor;
3. Producția sau activități care implică practici discriminatorii, sau cele care împiedică angajații de la exercitarea drepturilor lor legale de asociere și negocieri colectivă;
4. Exploatarea și producerea de combustibili fosili;
5. Comerțul cu animale sălbatice sau produsele regnului sălbatic, reglementate în conformitate cu Convenția de la Washington (CITES);
6. Producția sau comerțul cu materiale periculoase cum ar fi materiale radioactive și fibre din azbest libere sau produse care conțin azbest;
7. Producerea sau comerțul produselor care conțin bifenili policlurați (PCB);
8. Fabricarea de echipamente electrice și aparate care conțin clorofluorocarburi (CFC), substanțe reglementate de Protocolul de la Montreal;
9. Producerea și fabricarea materialelor rasiste și antidemocratice;
10. Fabricarea, transportarea substanțelor periculoase și/sau a materialelor toxice interzise;
11. Depozitarea deșeurilor periculoase, prelucrarea, transportul sau eliminarea lor;
12. Defrișarea ilegală sau degradarea pădurilor;
13. Orice proiect cu impact negativ asupra zonelor din arii protejate;
14. Producția, utilizarea sau comerțul cu substanțe chimice, substanțe care reduc stratul de ozon și alte substanțe periculoase ce constituie obiectul unei retrageri internaționale din circulație sau interdicții;
15. Producția sau comerțul cu arme și muniții;
16. Producția sau comerțul substanțelor stupefiante;
17. Producția sau comerțul băuturilor alcoolice tari (excepția berii și vinului);
18. Producția și comerțul produselor petroliere;
19. Producția sau comerțul cu materiale radioactive. Aceasta nu se aplică achiziționării de echipamente medicale, echipamente de control al calității (măsurare) și orice echipament în care IFC consideră sursa radioactivă ca fiind nesemnificativă și/sau suficient de protejată;
20. Producerea organismelor modificate genetic fără aprobarea autorităților competente;
21. Jocuri de noroc, inclusiv jocuri de noroc on-line, cazinouri și afaceri similare;
22. Exploatarea terenurilor noi, decopertarea sau denivelarea terenurilor;
23. Dezvoltarea bazinelor hidrografice, inclusivă termo și hidroenergeticii;
24. Reamplasarea și toate subproiectele cu impact potențial negativ major asupra populației;
25. Pescuitul cu plase în derivă, în mediul marin, utilizînd plase cu lungimea mai mare de 2,5 km;
26. Modificarea semnificativă, deteriorarea sau înlăturarea oricărui element al patrimoniului cultural;
27. Proiecte de energie nucleară.

Anexa 26 Chestionar de evaluare a riscului ESG (pentru autoevaluare)

Direcții	Tema de sustenabilitate	Impact	Criterii de evaluare a impactului (de la 1 la 5)					Orizontul de timp	Evaluare
			Domeniu impactului	Scala de impact	Domeniul	Reparabilitatea	Probabilitatea		
Mediu	Climă și energie	Decarbonizarea producției/transportului și depozitării							
		Măsurile/activități de adaptare la schimbări climatice							
		Creșterea eficienței energetice							
	Poluare	Poluarea aerului							
		Poluarea apei							
		Poluarea solului							
		Utilizare substanțe periculoase							
	Apă	Consumul de apă/sursele de apă							
		Tratarea apelor							
	Biodiversitate și ecosisteme	Activități pentru prevenirea și protecția biodiversității și ecosistemelor							
	Practici și soluții circulare	Consumul eficient al resurselor necesare procesului de producție							
		Gestionarea deșeurilor din activitate							
		Reciclarea, reutilizarea deșeurilor							
Social	Implicarea și dezvoltarea capitalului uman	Dezvoltarea profesională a angajaților							
		Atragerea și reținerea personalului/fluctuația de personal							
		Beneficii sociale pentru angajați							
	Condiții de muncă	Măsurile pentru un mediu de lucru sănătos și sigur							
		Absența accidentelor de muncă							
		Politici și proceduri privind securitatea și sănătatea la locul de muncă							
		Respectarea drepturilor omului							

	Drepturile omului și Relațiile de muncă	Respectarea legislației muncii							
		Libertatea de asociere							
		Măsuri de prevenire a tuturor formelor de muncă forțată și muncă a copiilor							
	Diversitate și incluziune	Promovarea diversității și incluziunii							
		Anti-discriminare							
		Egalitatea de șanse pentru dezvoltarea carierei							
	Standarde sociale în lanțul de aprovizionare	Principii etice pentru furnizori și parteneri							
		Cerințe/recomandări pentru selectarea furnizorilor							
		Monitorizarea conformității cu standardele de muncă și drepturile omului de către furnizori și parteneri							
	Practici ecologice în lanțul de aprovizionare	Cerințe privind selectarea furnizorilor care respectă anumite cerințe							
		Gestionarea responsabilă a resurselor din lanțul de aprovizionare							
Guvernanță	Etica de afaceri și practici durabile	Cod de conduită în afaceri							
		Politica de remunerare							
		Reguli de raportare a încălcărilor							
		Conflictul de interese							
		Anti-corupție							
		Dezvoltarea relațiilor de afaceri și a parteneriatelor							
	Securitate și confidențialitate	Protecția datelor cu caracter personal							
		Securitatea cibernetică							
	Managementul riscului	Plan de continuitate a afacerii							
		Identificarea, analiza și evaluarea riscurilor							

	Transparență și dialog	Partajarea de informații despre activitate							
		Raportarea non-financiară							
		Apartenență la organizații de afaceri							
	Responsabilitate față de utilizatori	Menținerea calității produselor							
		Siguranța consumatorilor							
		Urmărirea satisfacției clienților							
	Inovație și dezvoltare	Digitalizare							
		Investiții în cercetare dezvoltare							
		Optimizări și eficiență operațională							
		Investiții în echipamente							
	Contribuția socio-economică	Contribuții sociale- angajare directă/indirectă							
		Stabilitate financiară							
		Contribuție la economia națională (impozite, taxe)							
		Suport pentru comunitățile locale							
		Donații și programe de voluntariat							

Notă: Acest chestionar a fost elaborat de autor reeșind din prevederile Standardelor europene de sustenabilitate și analiza practicii băncilor comerciale europene (Raiffeissen Bank, ING Bank, Credit Agricole, BNP Parisbas)

Continuarea Anexei 26

Explicații privind conținutul chestionarului:

Scopul raportării de sustenabilitate este de a încuraja subiecții economici să-și atenueze impactul social și asupra mediului printr-o gestiune eficientă a resurselor și promovarea unei practici inovatoare. Domeniile specifice de interes includ:

- Schimbările climatice: companiile sunt obligate să raporteze aspecte precum emisiile de gaze cu efect de seră, consumul de energie și inițiativele care vizează reducerea amprentei lor de carbon.
- Poluarea: include necesitatea dezvăluirii privind gestionarea deșeurilor și practicile care vizează contaminarea mediului
- Biodiversitate și ecosistemele: vizează modul în care activitatea are impact asupra biodiversității la nivel local și global și măsurile care sunt luate pentru a proteja ecosistemele.
- Utilizarea materialelor: vizează modul în care companiile sunt asigurate cu materiale și care sunt eforturile de reciclare și practicile durabile.
- Standardele sociale : abordează modul în care companiile interacționează cu și afectează oamenii atât în interiorul cât și afara organizației. Aceste standarde subliniază tratamentul etic al tuturor părților interesate, inclusiv angajaților din lanșul de aprovizionare și al comunităților locale. Scopul este de a promova echitatea, siguranța și bunăstarea socială.
- Standardele de guvernanta: se concentrează pe asigurarea faptului că întreprinderile sunt guvernate cu un grad înalt de integritate și responsabilitate

Scara de impact

Scara	Descriere	Explicație
1	Nesemnificativ	Nu există nici un impact vizibil asupra calității vieții, sau un impact minor asupra ecosistemelor și biodiversității
2	Scăzut	Impact redus asupra calității vieții. Un impact limitat care poate provoca schimbări asupra ecosistemelor, dar nu afectează semnificativ biodiversitatea sau contribuie la schimbările climatice
3	Moderat	Impact moderat asupra calității vieții și asupra mediului. Efecte scăzute asupra sănătății.(de ex.eliminarea deșeurilor care afectează biodiversitatea locală)
4	Semnificativ	Impact semnificativ asupra calității vieții și asupra mediului. (pericole pentru sănătate, condiții de muncă stresante; emisii la scară largă de poluanți care afectează mediul)
5	Serios/grav	Impact puternic asupra mediului și calității vieții.(de ex.probleme grave de sănătate, un volum mare de emisii de gaze cu efect de seră)

Domeniul de impact

Scara	Descriere	Explicație
1	Individual	Afectează un număr limitat de persoane fizice – 0-10 persoane
2	Limitat	Afectează un grup mic de persoane, sau o categorie specifică de angajați 100-1000 persoane
3	Concentrat	Afectează grupuri multiple de persoane 1000-10000 persoane
4	Mediu	Afectează comunități și alți factori interesați direct(furnizori, parteneri de afaceri) 5000-100000 persoane
5	Răspândit	Afectează majoritatea părților interesate indirecte și o gamă largă de comunități, cum ar fi clienții -100000- 1 mln. persoane

Reparabilitatea (în cazul impactului negativ)

Scara	Descriere	Explicație
1	Ușor de îndepărtat fără efort	Impactul este pe termen scurt și reversibil fără efort semnificativ
2	Ușor de îndepărtat pe termen scurt	Impactul este pe termen scurt, dar necesită unele eforturi pentru a fi remediat (de ex. Un defec minor al produsului care duce la o retragere limitată a produsului de pe piață)
3	Reparabil cu efort mediu posibil pe termen lung	Impactul are consecințe pe termen lung, dar este reversibil cu un efort semnificativ (de ex. scurgeri de substanțe chimice)
4	Greu de reparat pe termen lung	Impactul duce la efecte pe termen lung care durează până la un an (de ex. Recuperarea după un accident, utilizarea excesivă a apelor subterane pentru procesul de producție)
5	Foarte greu de îndepărtat pe termen lung	Impactul are consecințe pe termen lung care sunt greu sau imposibil de inversat (de ex. Poluarea solului, scurgeri de date)

Probabilitate

Evaluarea	Valoare	Descriere
1	20%	Până la 20% - foarte puțin probabil/ nu există astfel de eveniment (efectele reale nu apar încă)
2	40%	Între 20%-40% puțin probabil/nu poate fi exclus
3	60%	Între 40%-60% este probabil/ mai multe manifestări. Riscul ar putea apărea la un moment dat -nu este sigur, dar cu siguranță posibil
4	80%	Între 60%-80% foarte probabil/manifestări frecvente și multiple. Riscul poate să apară în majoritatea circumstanțelor
5	100%	Peste 80% se va manifesta/ manifestări multiple. Riscul este garantat

Riscul evaluat

		Scopul				
Probabilitate		1	2	3	4	5
	5	2	3	4	5	5
	4	1	2	3	4	5
	3	1	2	3	4	4
	2	1	2	2	3	4
	1	1	1	2	3	3

Chestionar privind accesul la finanțare și utilizarea altor instrumente de finanțare decât creditul bancar în Republica Moldova

Acest chestionar are scopul de a colecta informații despre experiențele întreprinderilor din Republica Moldova în ceea ce privește accesul la finanțare, utilizarea instrumentelor financiare tradiționale și alternative, precum și gradul de cunoaștere al soluțiilor moderne de finanțare disponibile pe piață. Răspunsurile Dvs vor contribui la o înțelegere mai bună a provocărilor și oportunităților legate de finanțarea întreprinderilor din R.Moldova.

Răspunsurile DVS sunt confidențiale, iar rezultatele vor fi centralizate pentru a identifica cele mai importante aspecte cu privire la perspectivele dezvoltării noilor modalități de finanțare în R.Moldova

Instrucțiuni: Vă rugăm să răspundeți la întrebările de mai jos bifând opțiunile corespunzătoare

I. Informații generale

1. Care este domeniul de activitate al companiei dvs (*bifați toate opțiunile relevante*):

- ☐ Producție
- ☐ Comerț
- ☐ Servicii
- ☐ IT
- ☐ Agricultură
- ☐ Construcții
- ☐ Ocrotirea sănătății/farmaceutică
- ☐ Transport și logistică
- ☐ Altul (specificați): _____

2. Numărul de angajați:

- ☐ 1-9 (microîntreprindere)
- ☐ 10-49 (întreprindere mică)
- ☐ 50-249 (întreprindere mijlocie)
- ☐ 250+ (întreprindere mare)

3. De cât timp activează întreprinderea?

- ☐ Mai puțin de 1 an
- ☐ 1-3 ani
- ☐ 3-5 ani
- ☐ Peste 5 ani

II. Accesul la finanțare

4. Care au fost principalele instrumente de finanțare utilizate de dvs? (*bifați toate opțiunile relevante*)

- ☐ Credit bancar
- ☐ Fonduri proprii
- ☐ Investitori (business angels, investitori de capital)

- ☐ Granturi/subvenții
- ☐ Crowdfunding
- ☐ Leasing financiar
- ☐ Factoring
- ☐ Microfinanțare
- ☐ Altele (specificați): _____

5. Cât de frecvent apelați la resurse împrumutate?

- ☐ Frecvent (cel puțin o dată pe an)
- ☐ Ocazional (la nevoie)
- ☐ Rar
- ☐ Niciodată

6. Ați întâmpinat dificultăți în accesarea finanțării pentru dezvoltarea afacerii?

- ☐ Da
- ☐ Nu
- ☐ Parțial

7. Dacă ați solicitat un credit bancar, care au fost principalele obstacole întâmpinate?
(bifați toate opțiunile relevante)

- ☐ Cerințe excesive privind garanțiile
- ☐ Dobânzi ridicate
- ☐ Birocrație excesivă
- ☐ Perioadă lungă de aprobare
- ☐ Lipsa istoricului de creditare
- ☐ Respingerea cererii fără explicații clare
- ☐ Altele (specificați): _____

8. Ați solicitat vreodată finanțare prin alte instrumente decât creditul bancar și resursele proprii?

- ☐ Da
- ☐ Nu, dar suntem interesați
- ☐ Nu, nu suntem interesați

9. Ați utilizat sau luați în considerare utilizarea următoarelor metode alternative de finanțare? (bifați toate opțiunile relevante)

- ☐ Finanțare prin capital de risc (business angels, venture capital)
- ☐ Leasing financiar
- ☐ Factoring
- ☐ Crowdfunding (finanțare participativă)
- ☐ Finanțare sustenabilă
- ☐ Emisiune de obligațiuni corporative
- ☐ Granturi oferite de Instituțiile financiare internaționale
- ☐ Subvenții guvernamentale
- ☐ Nu voi utiliza/Nu sunt interesat

10. Care sunt principalele avantaje pe care le-ați întâlnit în accesarea acestor instrumente de finanțare?

- ☐ Procese mai rapide și mai puțin birocratice
- ☐ Costuri de finanțare mai mici
- ☐ Flexibilitatea mai mare în condițiile de finanțare
- ☐ Posibilitatea de a accesa fonduri de la investitori internaționali
- ☐ Nu am identificat
- ☐ Alte avantaje (vă rugăm să specificați) _____

11. Care sunt principalele bariere/obstacole în accesarea acestor metode alternative de finanțare?

- ☐ Costuri mai mari decât creditul bancar
- ☐ Lipsa unui cadru normativ-legislativ adecvat
- ☐ Riscul de pierdere a controlului asupra afacerii
- ☐ Dificultăți în accesarea fondurilor
- ☐ Lipsa unor informații clare sau lipsa campaniilor de educație financiară
- ☐ Lipsa de încredere în astfel de modalități

12. În viitor, considerați că veți apela la alte modalități de finanțare, decât creditarea bancară?

- ☐ Da, cu siguranță
- ☐ Probabil da
- ☐ Nu sunt sigur
- ☐ Probabil nu
- ☐ Nu, cu siguranță nu

13. Care ar trebui să fie principalele măsuri pentru a sprijini utilizarea instrumentelor moderne de finanțare?

- ☐ Campanii de educație financiară și informare pentru antreprenori
- ☐ Crearea unui cadru normativ eficient
- ☐ Oferirea de stimulente fiscale
- ☐ Creșterea transparenței pieței financiare
- ☐ Suport guvernamental pentru atragerea investitorilor privați
- ☐ Alte măsuri (vă rugăm să specificați): _____

14. Credeți că instrumentele moderne de finanțare vor deveni mai populare în următorii 5 ani?

- ☐ Da
- ☐ Nu
- ☐ Nu sunt sigur/ă

Vă mulțumim

Certificate de implementare a rezultatelor cercetării



Parlamentul
Republicii Moldova

PB nr. 07/12
10 decembrie 2019

**Deputat în Parlamentul
Republicii Moldova**

CERTIFICAT

de implementare a rezultatelor cercetărilor științifice obținute în teza de doctor în științe economice cu tema: „Modalități moderne de finanțare: practici internaționale și oportunități pentru Republica Moldova”, la specialitatea 522.01 Finanțe, elaborată de către dna Bumbac Daniela

Teza de doctor în științe economice prezentată spre analiză și evaluare, abordează în mod exhaustiv o problemă de importanță majoră a dezvoltării sistemului financiar și de credit al Republicii Moldova. Rezultatele cercetării fundamentează din punct de vedere teoretico-metodologic modalitățile moderne de finanțare, în baza practicilor altor state și evidențiază necesitatea dezvoltării acestora în cadrul sistemului economic național.

Printre recomandările și propunerile expuse în lucrare de către autor, în baza analizei practicii internaționale, un interes deosebit prezintă următoarele:

- Reforma sectorului financiar nebanca al R. Moldova prin modificarea legislației cu privire la organizațiile de creditare nebanca și instituirea unei autorități unice de supraveghere pentru instituțiile financiare bancare și cele nebanca;
- Elaborarea și punerea în aplicare a cadrului legislativ cu privire la finanțarea prin capital de risc, finanțările participative și protecția consumatorilor în domeniul financiar;
- Perfecționarea cadrului normativ- legislativ cu privire la dezvoltarea noilor modalități de finanțare pentru susținerea și dezvoltarea sectorului antreprenorial național.

Propunerile formulate au fost preluate spre examinare în vederea implementării lor.

În contextul celor expuse, apreciem înalt suportul oferit prin analizele și propunerile elaborate și confirmăm utilitatea cercetărilor realizate prin argumentarea oportunității promovării dezvoltării modalităților moderne nebanca de finanțare în cadrul sistemului financiar național, în vederea susținerii dezvoltării sectorului socio-economic și antreprenorial.

Petru BURDUJA
Vicepreședinte
Comisia parlamentară
"Comisia economie, buget și finanțe"



Banca Națională a Moldovei

Nr. 17-004/60/3543

"12" noiembrie 2018

CERTIFICAT

de implementare a rezultatelor cercetărilor științifice obținute în teza de doctor în științe economice cu tema: "Modalități moderne de finanțare: practici internaționale și oportunități pentru Republica Moldova", la specialitatea 522.01 Finanțe, elaborată de către dna Bumbac Daniela

Teza de doctor în științe economice prezentată spre analiză și evaluare, abordează o problemă de importanță majoră, ținând cont de tendințele actuale ale sistemului financiar-bancar național și internațional. Rezultatele cercetării fundamentează din punct de vedere teoretic modalitățile moderne de finanțare, fapt ce confirmă oportunitatea promovării și dezvoltării acestora în cadrul sistemului financiar al Republicii Moldova, având un impact benefic asupra dezvoltării sectorului antreprenorial.

Printre recomandările și propunerile expuse în lucrare de către autor, în baza analizei practicii internaționale, inclusiv cea europeană, un interes deosebit prezintă reforma sectorului financiar nebanca al R.Moldova prin consolidarea supravegherii și reglementării pieții de creditare sub o singură autoritate de supraveghere și anume Banca Națională a Moldovei. Propunerile referitoare la perfecționarea și modificarea cadrului normativ-legislativ privind organizațiile de creditare nebanca cu prevederea preluării supravegherii de către Banca Națională a Moldovei de la Comisia Națională a Pieții Financiare sunt preluate spre examinare în vederea implementării lor de către Banca Națională a Moldovei.

În contextul celor expuse, apreciem rezultatele cercetărilor de o importanță științifică și aplicativă semnificativă a căror propuneri, privind promovarea și dezvoltarea modalităților moderne de finanțare vor avea un impact pozitiv asupra consolidării și dezvoltării sistemului financiar bancar al R.Moldova.

Cu respect,



Ion STURZU
Viceguvernator

Adresa: Bulevardul Grigore Vieru nr. 1, MD-2005, Chișinău, Republica Moldova
Tel: (+373) 22 822 606, Fax: (+373) 22 220 591, email: official@bnm.md, web: www.bnm.md



BC „MOLDINDCONBANK” S.A.

Republica Moldova, MD 2012
mun. Chișinău, str. Armenească, 38
Tel. : (373 22) 57-67-82
Fax : (373 22) 27-91-95
E-mail : info@micb.md
SWIFT : MOLDMD2X

Data 04.08.2023

Nr. _____

Республика Молдова, MD 2012,
мун. Кишинэу, ул. Арменяска, 38
Тел. : (373 22) 57-67-82
Факс : (373 22) 27-91-95
E-mail : info@micb.md
SWIFT : MOLDMD2X

CERTIFICAT

**privind implementarea rezultatelor cercetărilor științifice
aferente tezei de doctor la specialitatea 522.01-Finanțe
cu tema “Modalități moderne de finanțare: practici internaționale și
oportunități pentru Republica Moldova”, elaborată de Bumbac Daniela**

Rezultatele cercetărilor științifice prezentate în teza de doctor cu tema “Modalități moderne de finanțare: practici internaționale și oportunități pentru Republica Moldova”, elaborată de către dna Bumbac Daniela abordează o problemă de importanță semnificativă în contextul tendințelor actuale ale sistemului financiar de credit național alienat practicilor internaționale și europene.

Recomandările și concluziile expuse în teză prezintă o valoare aplicativă în industria financiar-bancară cu impact pozitiv asupra dezvoltării economice sustenabile. Printre cele mai relevante elemente de noutate științifică expuse în lucrare, ce sunt în proces de implementare în activitatea BC “Moldindconbank” SA pot fi menționate: dezvoltarea conceptelor de “finanțare sustenabilă”, “finanțare verde”, “green banking”; finanțarea prin “reverse factoring”; integrarea factorilor de sustenabilitate (ESG), aplicarea analizei nefinanciare a debitorilor în baza criteriilor de sustenabilitate. Totodată, modelul de evaluare a bonității debitorilor propus de autor a fost testat și inclus în cadrul etapei de diagnostic în vederea evaluării bonității potențialilor clienți.

Considerăm binevenite propunerile și recomandările expuse în lucrare și confirmăm utilitatea cercetării realizate la perspectiva dezvoltării sustenabile a sistemului economic național.



Oxana Lavuşchina, Director

**al Departamentului resurse umane și dezvoltare organizațională
BC “Moldindconbank” SA**

DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII

Subsemnata, Bumbac Daniela, declar pe răspundere personală că materialele prezentate în teza de doctorat sunt rezultatul propriilor cercetări și realizări științifice. Conștientizez că, în caz contrar, urmează să suport consecințele în conformitate cu legislația în vigoare.

Bumbac Daniela



CURRICULUM VITAE

INFORMAȚII PERSONALE:

DATA NAȘTERII:

CETĂȚENIA:

ADRESĂ:

ADRESA DE E-MAIL:

TELEFON:

Bumbac Daniela

04 septembrie 1982

Republicii Moldova

Chișinău, str. A.Mateevici, 58

bumbacdany@gmail.com

068331051

EXPERIENȚA PROFESIONALĂ

Iunie 2024 – prezent specialist sustenabilitate, Departamentul Protecția datelor și ESG, BC Moldinconbank SA

august 2020-iunie 2024 ofițer conformitate, Direcția reglementări al Departamentului conformitate, BC Moldinconbank SA

septembrie 2020-prezent cumul extern, lector departamentul „Finanțe și Bănci”, Universitatea de Stat din Moldova

septembrie 2006 / 2020 lector departamentul „Finanțe și Bănci”, Universitatea de Stat din Moldova

septembrie 2006- iunie 2012 cumul extern, catedra “Management financiar” Institutul Internațional de Management IMI-NOVA, catedra “Finanțe și bănci” Universitatea Agrară de Stat din Moldova

septembrie 2003 –2006 lector, catedra “Management financiar” Institutul Internațional de Management, cumul - profesor de economie la Liceul Teoretic Internațional de Management.

octombrie 2002 – iunie 2005 – profesor de economie Liceul Teoretic “Vasile Alecsandri”, Chișinău

EDUCAȚIE ȘI FORMARE

2008-2012 – Studii doctorat, Universitatea de Stat din Moldova

2005-2006 –studii de masterat, Universitatea de Stat din Moldova, facultatea Științe Economice, specialitatea Bănci și burse de valori, magistrul în economie

1999-2003 Institutul Internațional de Management, facultatea Bussines și Administrare specialitatea Bănci și Burse de Valori, licențiat în economie

FORMAREA CONTINUĂ

august 2024 – curs de instruire *Cerințe ESG și sisteme de management social și de mediu*, Deloitte România și Asociația băncilor din Moldova

februarie 2024 - curs de instruire *Spălarea banilor în mediul on line*, IBR România

mai 2023 – program *Implementarea cerințelor de evaluare și administrare a riscului climatic în cadrul procesului de creditare*, IBR, România

februarie 2023 -august 2023- program de instruire *ESG Training organized by* Raiffeisen Bank Austria

ianuarie 2023 - *ESG conference* organized by AmCham with PwC Moldova, BERD

septembrie 2022 – *Workshop, Rolul ESG în crearea afacerilor pentru viitor*, organizat de Asociația Băncilor din Moldova

august 2022 – *Workshop on ESG/SDGs Promotion*, organizat de FIA Moldova

iulie 2022 – atelier de lucru *Sistem de management social și de mediu*, organizat de ODIIM și Banca Mondială

mai 2022 – curs de calificare cu certificare *Compliance Fundamentals*, organizat de House of Training ATTF Luxemburg

aprilie 2022 – *Sustainable Finance – Fondation*, organizat de de House of Training ATTF Luxemburg

martie 2022 – curs de instruire *Integrarea factorilor ESG în activitatea financiară*, organizat de Institutul Bancar Român

noiembrie 2021 – program de instruire *Sustenabilitate și factorii de mediu, sociali și de administrare a activității (ESG) – implicații asupra sistemului bancar*, Deloitte România

noiembrie 2021 – curs de instruire *Sustainable Finance -Fundamentals*, organizat de House of Training ATTF Luxemburg

noiembrie 2022 – curs de instruire *Sustenabilitate și factori de mediu, sociali și de administrare a activității ESG*, organizat de Institutul Bancar Român, România

martie 2021 – curs de instruire „*Prevenirea și combaterea spălării banilor și finanțării terorismului*”, organizat de BNM în cooperare cu Proiectul “Transparența Sectorului Financiar în Moldova” (FSTA), susținut de USAID

septembrie 2019 – Conferința organizată de Banca Națională a Moldovei și CFA Society România *Dezvoltarea instrumentelor financiare în Republica Moldova*

aprilie -decembrie 2018 – Formarea Continuă USM, Modulul Psihopedagogic

iunie 2006 – Workshop organizat de Universitatea Hogschool Novi van Amsterdam, "*How to write a business plan*", Amsterdam Olanda

aprilie 2005 - Workshop organizat de FNEGE (Fondation Nationale pour l'Enseignement de la Gestion des Entreprises) în cadrul programului RESEGE, "*The communication situation as a pedagogical tool to teach management course*", Chișinău, Moldova

iunie 2005, Workshop organizat de FNEGE (Fondation Nationale pour l'Enseignement de la Gestion des Entreprises) în cadrul programului RESEGE, "*International Trade Finance and Financing the Companies Growth*", Timișoara, România

martie-mai 2003 – Practica de licență BC Universalbank SA, oficiul Central, Chișinău

Domenii de interes științific: instituții de credit, sistem financiar-bancar, piața de capital, politici economice, economie verde, dreptul muncii și protecției sociale

Limbi străine:

Limba franceză : *Vorbit:fluent/ citit: fluent/ scris:fluent.*

Limba rusă: *Vorbit:fluent/ citit: fluent/ scris:fluent.*

Limba engleză: *Vorbit:bine/ citit: bine/ scris:bine.*

Limba ucraineană: nivel de comunicare

Abilități PC: Windows: Microsoft Word, Excel, Internet

PARTICIPĂRI LA CONFERINȚE NAȚIONALE ȘI INTERNAȚIONALE

Conferințe internaționale:

1. Oportunități și tendințele dezvoltării leasingului pe plan național și internațional, Simpozion științific internațional Economia sectorului agroalimentar – realizări și perspective,

UASM, Chișinău, Moldova, 1-2 ianuarie 2010. În Economie: Lucrări științifice, 1-2 ianuarie 2010, Chișinău. Chișinău: 2010, Vol. 25 (1), pp. 269-274. ISBN 978-9975-64-193-7

2. Gestiunea activității întreprinderii. Simpozion științific internațional Economia sectorului agroalimentar – realizări și perspective, UASM, Chișinău, Moldova, 1-2 ianuarie 2010. În: Economie. Lucrări științifice, 1-2 ianuarie 2010, Chișinău: 2010, Vol. 25 (1), pp. 315-318. ISBN 978-9975-64-193-7

3. Mezaninul financiar - noua tehnica alternativa pentru finantarea afacerilor. în Politici si mecanisme de inovare si dezvoltare a proceselor economico-financiare si sociale in plan national si international: conferinta stiintifica internationala, 31 octombrie-1 noiembrie 2014. Editia a IX. - Chisinau, 2014. - P. 178-181, ISBN:978-9975-71-574-4

4. Creditul sindicalizat - noua practică modernă a băncilor comerciale. În: Materialele Conferinței Științifice Internaționale „Inovații, performanță și competitivitate în sectorul financiar” organizată în parteneriat cu Universitatea «Alexandru Ioan Cuza» din Iași, Romania, Universitatea de Stat Ivane Javakhishvili din Tbilisi, Georgia, Comisia Națională a Pieței Financiare, Republica Moldova, 30-31 octombrie 2015, Chisinau, USM, p.166-172, ISBN 978-9975-71-712-0

5. Particularități și tendințe actuale ale pieței factoringului în România. În: Materialele Conferinței Științifice Internaționale, ediția a X-a «Priorități strategice de modernizare inovațională a economiei Republicii Moldova și politici de dezvoltare durabilă la nivel mondial» 30-31 octombrie 2015, Chișinău, USM, p.277-282, ISBN 978-9975-71-711-3;

6. Analiza gestiunii riscului de credit în băncile comerciale și posibilități de reabilitare a creditelor neperformante. În: Materialele Conferinței Științifice Internaționale „Inovații, performanță și competitivitate în sectorul financiar”, 30-31 octombrie 2015, Chisinau, USM, p.156-165, ISBN 978-9975-71-712-0;

7. La titrisation – caracteristiques, avantages et risqué. În: Materialele Conferinței Științifice Internaționale, ediția a X-a «Priorități strategice de modernizare inovațională a economiei Republicii Moldova și politici de dezvoltare durabilă la nivel mondial» 30-31 octombrie 2015, Chișinău, USM, p.201-207, ISBN 978-9975-71-711-3;

8. Practica si tendintele dezvoltarii operatiunilor de forfetare. În Cresterea competitivitatii economice in contextul formarii societatii bazate pe cunoastere, 28-29 octombrie 2016. Editia a XI-a. - Chisinau, 2016. - P. 485-493,

9. Tendințele dezvoltării sectorului financiar nebanca din Republica Moldova, Conferința științifică Internațională jubiliară „Paradigme moderne în dezvoltarea Economiei naționale și mondiale”, Chișinău 2018, p. 171-176, ISBN 978-9975-142-57-1

10. Finanțarea cu capital de risc: tendințe și oportunități, Conferința internațională «Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale», Universitatea de Stat din Moldova, USM, 2019, ISBN: 978-9975-142-57-1

11. Alternative financing techniques for small and medium enterprises: international and national practice, Тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, Актуальні питання економіки, обліку, фінансів та управління персоналом, Ujgorod 2019, p. 228-231, ISBN 978-617-7333-83-7

12. Sistemul de credit al Republicii Moldova: probleme actuale și perspective de dezvoltare, Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere, ICSE Gh.Zane, Vol.XXXV, Iași2019, p.52-58,ISBN:978-606-685-687-4

13. Венчурное финансирование в США, Збірник матеріалів III Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 100-річчю Університету державної фіскальної служби України «Економічні перспективи підприємництва в Україні», 10–11 жовтня 2019 року, Університет ДФС України, 2019, с. 92-94 ISBN 978-966-337-548-9

14. Влияние миграций на социально-экономическое развитие страны. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, 1-2 noiembrie 2019, Chişinău. Chişinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2019, p. 38. ISBN 978-9975-142-57-1.

15. Finanţările prin capital de risc: oportunităţi şi tendinţe Europene. In: Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor şi a zonelor transfrontaliere. Vol.37, 30 octombrie 2020, Iaşi, România. Iaşi, România: Performantica, 2020, p. 79-87. ISBN 978-606-685-742-0.

16. Conformitatea în activitatea instituţiilor financiare: esenţă şi particularităţi. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, 30-31 octombrie 2020, Chişinău. Chişinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2020 ISBN 978-9975-152-6

17. Crowdfundingul – modalitate modernă de finanţare în era digitalizării. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, 29-30 octombrie 2021, Chişinău. Chişinău, Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2021, p. 164-171. ISBN 978-9975-158-88-6

18. Sustenabilitatea şi rolul ei în cadrul sistemului bancar. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, Ed. Editia 1, R, 28-29 octombrie 2022, Chişinău. Chişinău, Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2022

19. Green finance from concept to opportunity. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, Ed. 1, 6-7 octombrie 2023, Chişinău. Chişinău: Moldova State University, 2023

20. Sustainable financing: European opportunities and trends. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, Ed. 1, 24-26 octombrie 2024, Chişinău. Chişinău: Moldova State University, 2024, pp. 47-48. ISBN 978-9975-62-770-2.

Conferinţe naţionale cu participare internaţională:

1. Integrarea factorilor ESG în activitatea instituţiilor de credit. Conferinţa naţională cu participare internaţională *Integrare prin cercetare si inovare.: Ştiinţe juridice şi economice*, 10-11 noiembrie 2022, Chişinău. Chisinau, Republica Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2022, SJE, pp. 385-387. ISBN 978-9975-62-472-5.

Conferinţe naţionale:

1. Practica franceză de finanţare a întreprinderilor mici şi mijlocii. Conferinţa naţională "Tendinţe moderne de dezvoltare economică şi financiară a spaţiului rural", UASM, MAIA, Chişinău, Moldova, 27 septembrie 2012. În economie: Lucrări ştiinţifice, 27 septembrie 2012, Chişinău. Chişinău: 2012, Vol.31, pp. 483-487. ISBN 978-9975-64-235-4

Lucrări ştiinţifice şi metodico-ştiinţifice - 28