

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. FUNDAMENTELE TEORETICE PRIVIND MODALITĂȚILE DE FINANȚARE CA ELEMENTE ALE SISTEMULUI FINANCIAR	
1.1 Aspecte conceptuale privind finanțarea și elementele sale definitorii	17
1.2 Teorii financiare moderne: abordări teoretico-metodologice, esență și particularități	29
1.3 Reper conceptuale privind modalitățile moderne de finanțare	40
1.4 Concluzii la capitolul 1	48
2. TENDINȚE ACTUALE ȘI PARTICULARITĂȚI ALE MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE: PRACTICI INTERNAȚIONALE ȘI EUROPENE	
2.1 Factoring-ul: particularități, tendințe, beneficii aferente finanțării pe termen scurt	51
2.2 Finanțarea prin capitalul de risc: principii și beneficii pentru IMM-le inovative	60
2.3 Crowdfunding-ul: oportunitate de finanțare în condițiile digitalizării economiei	75
2.4 Finanțarea sustenabilă: noua oportunitate de promovare a economiei verzi și circulare	87
2.5 Concluzii la capitolul 2	101
3. DIRECȚII ȘI PERSPECTIVE DE DEZVOLTARE A MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE ÎN CADRUL SISTEMULUI FINANCIAR NAȚIONAL	
3.1 Constrângerile și oportunitățile dezvoltării modalităților de finanțare în cadrul sistemului financiar bancar național	105
3.2 Elaborarea modelului de evaluare financiară a clienților băncii, persoane juridice	120
3.3 Proiectarea modelului de evaluarea nefinanciară în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) a clienților băncii, persoane juridice	132
3.4 Direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național	138
3.4 Concluzii la capitolul 3	152
CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI	154
BIBLIOGRAFIE	159
ANEXE	175
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 251 de titluri, 150 de pagini de text de bază, inclusiv 33 de figuri, 17 de tabele și 31 anexe. Cercetările efectuate sunt reflectate în 20 publicații științifice.

Cuvinte cheie: modalitate de finanțare, sursa de finanțare, factoring, finanțare prin capitalul de risc, crowdfunding, finanțare sustenabilă, securitizarea activelor, credit, bănci, organizații de creditare nebankare, sistem financiar, sustenabilitate.

Scopul cercetării constă în fundamentarea teoretică și dezvoltarea metodologico-practică a conceptului de modalități moderne de finanțare, prin implementarea noilor produse financiare în cadrul sistemului financiar național care să contribuie la dezvoltarea sustenabilă pe termen lung.

Obiectivele cercetării: cercetarea aprofundată a fundamentelor teoretice ale finanțării, prin conturarea unor concepte moderne și a unei clasificări riguroase a modalităților de finanțare, bazate pe surse, grad de risc și abordări evolutive; analiza particularităților și avantajelor asociate finanțării prin capital de risc, crowdfunding și finanțare sustenabilă, cu accent pe rolul acestor modalități în promovarea proiectelor responsabile și inovative, și stimularea inițiativelor cu impact economic și social pozitiv; investigarea contextului internațional, european și național pentru identificarea și analiza tendințelor actuale în dezvoltarea modalităților moderne de finanțare; identificarea constrângerilor și oportunităților existente în sistemul financiar național din perspectiva ofertelor financiare propuse mediului de afaceri, în vederea evidențierii aspectelor care limitează sau stimulează accesul la finanțare; cercetarea și analiza modelelor de evaluare financiară și nefinanciară a debitorilor, bazate pe criterii de sustenabilitate, prin examinarea practicilor aplicate de instituțiile de credit din spațiul european, cu scopul de a identifica soluții eficiente pentru integrarea acestora în procesul decizional al sistemului financiar național; propunerea unor noi direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare, aliniate cu tendințele financiare internaționale și nevoile economiei naționale.

Noutatea și originalitatea științifică: dezvoltarea noii teorii financiare, axată pe obiective de sustenabilitate, *teoria finanțării sustenabile*; dezvoltarea conceptelor de „modalitate modernă de finanțare” și „finanțare sustenabilă”; clasificarea modalităților de finanțare în baza surselor, abordărilor evolutive și a gradului de risc; elaborarea și validarea modelului de evaluare financiară a bonității clienților persoane juridice ai băncilor; elaborarea și implementarea modelului de evaluare nefinanciară a debitorilor, persoane juridice ai băncii, în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG); 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 noi conjuncturi internaționale și regionale.

Semnificația teoretică a cercetării: 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 băncilor; 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: recomandările privind ajustarea cadrului normativ-legislativ în domeniul organizațiilor de creditare nebankare; măsurile concrete elaborate pentru ajustarea cadrului normativ-legislativ în domeniul finanțării prin capitalul de risc și a finanțării participative; 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 științifice: Cele mai importante rezultate ale cercetării au fost transmise și acceptate pentru implementare de către Comisia economică, buget și finanțe a Parlamentului Republicii Moldova, Banca Națională a Moldovei, banca comercială 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 251 titles, 150 pages of basic text, including 33 figures, 17 tables and 31 annexes. The research is reflected in 20 scientific publications.

Keywords: method of financing, source of financing, factoring, financing through venture capital, crowdfunding, sustainable financing, asset securitization, credit, banks, non-banking credit organizations, banking financial system, sustainability.

The purpose of the research consists in the theoretical substantiation and methodological-practical development of the concept of modern ways of financing, through the implementation of new financial products within the national financial system that contribute to long-term sustainable development.

Research objectives: in-depth research into the theoretical foundations of financing, by outlining modern concepts and a rigorous classification of financing methods, based on sources, degree of risk and evolutionary approaches; analysis of the particularities and advantages associated with financing through venture capital, crowdfunding and sustainable financing, with an emphasis on the role of these methods in promoting responsible and innovative projects, and stimulating initiatives with positive economic and social impact; investigation of the international, European and national context to identify and analyze current trends in the development of modern financing methods; identification of constraints and opportunities existing in the national financial system from the perspective of financial offers proposed to the business environment, in order to highlight aspects that limit or stimulate access to financing; research and analysis of financial and non-financial evaluation models of debtors, based on sustainability criteria, by examining the practices applied by credit institutions in the European space, with the aim of identifying efficient solutions for their integration into the decision-making process of the national financial system; proposing new directions for the development of modern financing methods, aligned with international financial trends and the needs of the national economy.

Scientific novelty and originality: development of the new financial theory, focused on sustainability objectives, the theory of sustainable financing; development of the concepts of "modern financing method" and "sustainable financing"; classification of financing methods based on sources, evolutionary approaches and degree of risk; development and validation of the financial assessment model of the creditworthiness of legal entity clients of banks; development and implementation of the non-financial assessment model of debtors, legal entities of the bank, based on sustainability criteria (ESG); establishment of 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 context of new international and regional circumstances.

Theoretical significance of the research: deepening and developing the theory of sustainable financing in the context of new international financial trends; outlining a classification of modern financing methods from the perspective of financing sources, the degree of associated risk and their evolutionary prospects; highlighting the main benefits of modern financing methods such as: factoring, crowdfunding, venture capital financing and sustainable financing, demonstrating their positive impact on economic development; identifying the role and peculiarities of integrating sustainability criteria in the risk assessment process and bank financing decision-making; development of the concept of sustainable financing and its adaptation to the specifics of the national financial system, providing a solid theoretical basis for its integration into local practices.

The applied value of the work consists of: recommendations on adjusting the regulatory-legislative framework in the field of non-banking lending organizations; concrete measures developed for adjusting the regulatory-legislative framework in the field of financing through venture capital and participatory financing; argumentation of the need to implement the financial assessment model of the creditworthiness of the bank's debtor, legal entity, applicant for long-term financing (short, medium); argumentation of the need to implement the model for assessing debtors, legal entities based on sustainability criteria (ESG) in the financing decision-making process of domestic banks; determination of the directions of development of the national financial system in the context of ensuring long-term sustainable economic development.

Implementation of scientific results: The most important results of the research were submitted and accepted for implementation by the Committee on Economy, Budget and Finance of the Parliament of the Republic of Moldova, the National Bank of Moldova, the commercial bank 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, 150 страницы основного текста, включая 33 рисунка, 17 таблиц и 31 приложений. Исследования отражены в 20 научных публикациях.

Ключевые слова: метод финансирования, источник финансирования, факторинг, финансирование через венчурный капитал, краудфандинг, устойчивое финансирование, секьюритизация активов, кредит, банки, финансовая система, устойчивость.

Целью исследования является теоретическое обоснование и методолого-практическая разработка концепции современных способов финансирования, путем внедрения новых финансовых продуктов в национальную финансовую систему, способствующих долгосрочному устойчивому развитию.

Задачи исследования: углубленное исследование теоретических основ финансирования путем изложения современных концепций и строгой классификации методов финансирования на основе источников, степени риска и эволюционных подходов; анализ особенностей и преимуществ, связанных с финансированием посредством венчурного капитала, краудфандинга и устойчивого финансирования, с акцентом на роль этих форм в продвижении ответственных и инновационных проектов, а также стимулировании инициатив с положительным экономическим и социальным эффектом; изучение международного, европейского и национального контекста для выявления и анализа текущих тенденций в развитии современных методов финансирования; выявление ограничений и возможностей, существующих в национальной финансовой системе, с точки зрения финансовых предложений, предлагаемых бизнес-среде, с целью выделения аспектов, ограничивающих или стимулирующих доступ к финансированию; исследование и анализ финансовых и нефинансовых моделей оценки должников на основе критериев устойчивости путем изучения практик, применяемых кредитными организациями на европейском пространстве, с целью выявления эффективных решений по их интеграции в процесс принятия решений национальной финансовой системы; предложение новых направлений развития современных методов финансирования, соответствующих мировым финансовым тенденциям и потребностям национальной экономики.

Научная новизна и оригинальность: разработка новой финансовой теории, ориентированной на цели устойчивого развития, теории устойчивого финансирования; разработка концепций «современного финансирования» и «устойчивого финансирования»; классификация методов финансирования по источникам, эволюционным подходам и степени риска; разработка и валидация модели финансовой оценки кредитоспособности корпоративных клиентов банков; разработка и внедрение модели нефинансовой оценки дебиторов банка — юридических лиц на основе критериев устойчивости (ESG); создание новых направлений развития современных методов финансирования в национальной финансовой системе.

Полученные результаты, способствующие решению важной научной проблемы: теоретическое и методологическое обоснование современных методов финансирования и определение приоритетных направлений их развития в национальной финансовой системе в целях обеспечения устойчивости экономической системы в новых международных и региональных условиях.

Теоретическая значимость исследования: углубление и развитие теории устойчивого финансирования в контексте новых международных финансовых тенденций; изложение классификации современных методов финансирования с точки зрения источников финансирования, степени связанного с ними риска и перспектив их развития; подчеркивая основные преимущества современных методов финансирования, таких как: факторинг, краудфандинг, венчурное финансирование и устойчивое финансирование, демонстрирующие их положительное влияние на экономическое развитие; определение роли и особенностей интеграции критериев устойчивости в процесс оценки рисков и принятия решений о финансировании банков; разработка концепции устойчивого финансирования и ее адаптация к особенностям национальной финансовой системы, обеспечение прочной теоретической базы для ее интеграции в местную практику.

Практическая ценность работы состоит в: рекомендации по совершенствованию нормативно-правовой базы в сфере деятельности небанковских кредитных организаций; разработаны конкретные меры по корректировке нормативно-правовой базы в сфере венчурного финансирования и долевого финансирования; Обоснование необходимости внедрения модели финансовой оценки кредитоспособности банка-должника, юридического лица, претендента на (краткосрочное, среднесрочное) финансирование; Обосновывая необходимость внедрения модели оценки должников — юридических лиц на основе критериев устойчивости (ESG) в процесс принятия решений о финансировании местными банками; определение направлений развития национальной финансовой системы в контексте обеспечения долгосрочного устойчивого развития экономики.

Внедрение научных результатов: результаты исследований были представлены и приняты к внедрению Комиссией по экономике, бюджету и финансам Парламента Республики Молдова, Национальным банком Молдовы, коммерческим банком ВС «Moldindconbank» S.A.

LISTA TABELELOR

Tabelul 1.1 Clasificarea modalităților de finanțare după gradul de risc aferent	24
Tabelul 2.1 Analiza comparativă dintre factoring și credit	56
Tabelul 2.2 Analiza comparativă dintre factoring și forfetare	56
Tabelul 2.3 Analiza comparativă dintre capitalul de risc și business angels	67
Tabelul 2.4 Particularitățile finanțării prin capitalul de risc în SUA și în Europa	70
Tabelul 2.5. Modele de finanțare prin crowdfunding	79
Tabelul 3.1 Tendințele factoringului și crowdfundingului în Republica Moldova	113
Tabelul 3.2 Topul organizațiilor finanțatoare ale Republicii Moldova după angajamentele anului 2022	116
Tabelul 3.3 Rezultatele modelului de regresie multifactorial liniar prin MCMMP	126
Tabelul 3.4 Intervalele de încredere ale estimatorilor parametrilor	128
Tabelul 3.5 Verificarea autocorelării erorilor din testul Breusch-Godfrey	129
Tabelul 3.6 Heteroskedasticity Test: Glejser 3.6	130
Tabelul 3.7 Heteroskedasticity Test: White	130
Tabelul 3.8 Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey	130
Tabelul 3.9 Matricea coeficienților de corelație	131
Tabelul 3.10 Ponderea componentelor ESG utilizate în procesul de evaluare a ratingului	137
Tabelul 3.11 Ratingul de sustenabilitate (ESG) atribuit în baza evaluării	137

LISTA FIGURILOR

Figura 1.1. Elementele modalității de finanțare	21
Figura 1.2 Preferințele de finanțare ale companiilor românești	26
Figura 1.3 Factorii determinanți ai accesului limitat la resurse financiare al entităților din R.Moldova	28
Figura 1.4 Factorii determinanți ai vulnerabilităților entităților din R.Moldova	29
Figura 1.5 Acțiuni specifice entităților pentru a accesa resurse financiare	29
Figura. 1.6 Tipologia teoriilor financiare moderne	31
Figura 2.1 Funcțiile factoring-ului	52
Figura 2.2 Mecanismul de finanțare prin factoring	53
Figura 2.3 Structura pieții factoring-ului pe plan internațional în anul 2022	58
Figura 2.4 Volumul operațiunilor de factoring în spațiul UE în perioada 2011-2022	60
Figura 2.5 Beneficii oferite de finanțările prin capital de risc sistemului economic	69
Figura 2.6. Structura pieței internaționale a finanțărilor cu capital de risc după numărul de tranzacții în anul 2022	72
Figura 2.7: Mecanismul finanțării prin crowdfunding	78
Figura 2.8 Evoluția pieței crowdfunding-ului la nivel mondial în perioada 2017-2022	80
Figura 2.9 Promotorii finanțelor sustenabile la nivel național și internațional	90
Figura 2.10 Beneficii aferente finanțării sustenabile	91
Figura 2.11 Domenii promovate de finanțarea sustenabilă	91
Figura 2.12 Obiectivele de emisiune a obligațiunilor verzi	92
Figura 2.13 Obiectivele de mediu incluse în taxonomia UE	94
Figura 2.14 Dinamica pieței obligațiunilor sustenabile emise în perioada 2018-2023	100
Figura 3.1 Cota portofoliilor de credite și a împrumuturilor acordate de bănci, OCN și AEÎ în perioada 2017-2022	106
Figura 3.2 Limitele de competență în acordarea creditelor bancare în cadrul băncilor	108
Figura 3.3 Gestionarii proiectelor investiționale de susținere a antreprenorilor oferite de instituțiile financiare internaționale	115
Figura 3.4 Valoarea granturilor acordate prin intermediul ODA pentru anul 2022	115

Figura 3.5 Rezultatele proiectului „Suport pentru IMM în zonele rurale”	116
Figura 3.7 Barierele dezvoltării mediului de afaceri național	119
Figura 3.8 Corelograma reziduurilor Q-Statistics	128
Figura 3.9. Testul Jarque-Bera privind normalitatea erorilor aleatorii	129
Figura 3.10 Mecanismul de evaluare a sustenabilității proiectelor de finanțat	135
Figura 3.11 Integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG) în activitatea băncilor	140
Figura 3.12 Orientări ale strategiei de finanțare sustenabilă	143
Figura 3.13 Finanțarea prin reverse factoring	147
Figura 3.14 Acțiuni întreprinse de bănci în vederea promovării finanțării sustenabile	150

LISTA ABREVIERILOR

ABM - Asociația Băncilor din Moldova
AEI – Asociații de economii și împrumut
ASF - Autoritatea de supraveghere financiară
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
C&D - Cercetare dezvoltare
CNPF - Comisia națională a pieții financiare
CNSM - Comitetul național pentru supraveghere prudențială
EBA - Autoritatea Bancară Europeană
ESG - Mediu, Social, Guvernanță /Environment, Social, Governace
ESMA - Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe
FCGM – Bunuri de larg consum cu durată redusă de stocare/Fast Moving Consumer Goods
FACEM - Fondul pentru antreprenariat și creștere economică
FCI - Factor Chain International
FMI - Fondul Monetar Internațional
ICMA -Asociația internațională a pieții de capital/ The International Capital Market Association
IFI - Instituții financiare internaționale
IFN -Instituții financiare naționale
IMM - Întreprinderi Mici și Mijlocii
IPO - Ofertă publică inițială/ Initial public offering
ISD - Investiții străine directe
KPI - Indicator cheie de performanță/ Key performance indicator
LBO -Leverage by out
MBO - Management by objectifs/ managementul prin obiective
OCDE - Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
OCN - Organizație de creditare nebancaară
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
SA - Societate pe Acțiuni
SRL – Societate cu răspundere limitată
SEC - Comisia pentru valori mobiliare și Bursa a SUA / Securities and Exchange Commission
SUA - Statele Unite ale Americii
TI - Tehnologii informaționale
TIC -Tehnologii informaționale de comunicații
UE - Uniunea Europeană
USAID - Agenția SUA pentru dezvoltare internațională (United States Agency for International Development)
USD - Dollar american
VC - Capital de risc/ venture capital

INTRODUCERE

Actualitatea și importanța temei de cercetare. Tendințele noi ale industriei financiar-bancare, amplificarea relațiilor economico-comerciale și necesitatea entităților economice de a obține, în condiții cât mai avantajoase, resurse orientate spre investiții responsabile, au determinat reconfigurarea pieței financiare prin dezvoltarea unor modalități noi de finanțare, care nu necesită însoțirea lor de garanții reale sau personale clasice, cum este cazul creditului oferit de bănci și alte instituții financiare nebancale. Astăzi practica economiilor dezvoltate reflectă prezența, alături de modalitățile tradiționale de finanțare, precum creditul sau finanțarea din surse proprii, și a altor modalități alternative, moderne cu impact benefic asupra dezvoltării economice durabile.

Actualitatea temei de cercetare este determinată de constrângerile pieței naționale a produselor financiar-bancare, orientate spre o gamă limitată, structurată în mare parte de finanțarea prin credite. Dominanța băncilor autohtone pe piața resurselor împrumutate frânează dezvoltarea întregului sistem economic, în particular prin scepticismul promovării noilor proiecte inovatoare și a dezvoltării noilor afaceri. Pe de altă parte, una dintre barierele dezvoltării antreprenoriatului în Republica Moldova este accesul la finanțare, care de cele mai multe ori este unul birocratic, complicat și destul de costisitor.

Practica internațională reflectă dezvoltarea în cadrul sistemului financiar-bancar a unei oferte de produse financiare diversificate, orientate spre promovarea și susținerea investițiilor responsabile și a proiectelor inovaționale. Accentuăm, pe lângă impactul negativ al pandemiei COVID-19, un impact pozitiv asupra dezvoltării pieții serviciilor financiare sustenabile, unul fiind promovarea digitalizării financiare. Un element de impact îl constituie atenția sporită și conștientizarea factorilor de sustenabilitate în rândul investitorilor și al instituțiilor de credit. În plus, atât criza pandemică, cât și cea energetică au accelerat integrarea criteriilor de sustenabilitate în strategiile de dezvoltare, precum și a celor de investiții pe termen lung. Investitorii au devenit mai conștienți față de riscurile asociate cu practicile nesustenabile și caută din ce în ce mai mult opțiuni de investiții durabile, care să genereze valoare pe termen lung. Elementul-cheie al procesului decizional de finanțare, alăturat evaluării riscurilor financiare în cadrul băncilor, vizează integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG), aspecte ce condiționează necesitatea unei cercetări ample a practicii internaționale în domeniul dezvoltării pieței produselor financiar-bancare.

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 nebankare (credite), precum și de la alți donatori externi, așa ca instituțiile financiare regionale și internaționale (granturi). Analizele detaliate 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.

Cercetătorii-economiști din Republica Moldova care au contribuit la dezvoltarea acestei problematici sunt: 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: Cotolencu 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.

Scopul cercetării constă în fundamentarea teoretică și dezvoltarea metodologico-practică a conceptului de modalități moderne de finanțare, prin implementarea noilor produse financiare în cadrul sistemului financiar național care să contribuie la dezvoltarea sustenabilă pe termen lung.

Obiectivele stabilite pentru realizarea scopului cercetării sunt:

- ✓ cercetarea aprofundată a fundamentelor teoretice ale finanțării, prin conturarea unor concepte moderne și a unei clasificări riguroase a modalităților de finanțare, bazate pe surse, grad de risc și abordări evolutive;
- ✓ analiza particularităților și avantajelor asociate finanțării prin capital de risc, crowdfunding și finanțare sustenabilă, cu accent pe rolul acestor modalități în promovarea proiectelor responsabile și inovative, și stimularea inițiativelor cu impact economic și social pozitiv;
- ✓ investigarea contextului internațional, european și național pentru identificarea și analiza tendințelor actuale în dezvoltarea modalităților moderne de finanțare;
- ✓ identificarea constrângerilor și oportunităților existente în sistemul financiar național din perspectiva ofertelor financiare propuse mediului de afaceri, în vederea evidențierii aspectelor care limitează sau stimulează accesul la finanțare;
- ✓ cercetarea și analiza modelelor de evaluare financiară și nefinanciară a debitorilor, bazate pe criterii de sustenabilitate, prin examinarea practicilor aplicate de instituțiile de credit din spațiul european, cu scopul de a identifica soluții eficiente pentru integrarea acestora în procesul decizional al sistemului financiar național;
- ✓ propunerea unor noi direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare, aliniată cu tendințele financiare internaționale și nevoile economiei naționale.

Obiectul de cercetare include modalitățile moderne de finanțare cu un accent special pe finanțarea prin factoring, capital de risc, crowdfunding și finanțare sustenabilă. Alegerea acestor modalități este justificată de promovarea intensă a acestora în economiile dezvoltate, în special în statele membre ale Uniunii Europene. În contextul digitalizării economiilor naționale și al creșterii importanței sustenabilității, devine imperativă dezvoltarea unor instrumente financiare moderne, accesibile și complexe, capabile să sprijine start-up-urile, proiectele inovative și inițiativele responsabile.

Ipoteza de cercetare: Implementarea și dezvoltarea modalităților moderne de finanțare, precum factoring, capital de risc, crowdfunding și finanțare sustenabilă, în cadrul sistemului financiar național pot contribui semnificativ la creșterea competitivității economice, prin facilitarea accesului la resurse financiare, promovarea investițiilor în domenii strategice și sprijinirea proiectelor inovative și sustenabile.

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 numără Fondul de Dezvoltare Durabilă Moldova, Banca Națională a Moldovei, Comisia Națională a Pieței Financiare și Organizația pentru Dezvoltarea Antreprenoriatului, în timp ce la nivel internațional s-au evidențiat organizații precum OCED, Banca Mondială, Banca Centrală Europeană și Asociația Internațională de Factoring.

Sursele utilizate au inclus studii privind finanțarea modernă în economii avansate, precum SUA, Franța, Germania sau Japonia, alături de statistici oficiale, rapoarte instituționale și articole științifice publicate de experți din diverse regiuni. Toate acestea au oferit o bază solidă pentru a analiza tendințele globale, a identifica modele de succes și a formula concluzii relevante pentru contextul național.

Noutatea științifică a rezultatelor obținute constă în:

- ✓ dezvoltarea noii teorii financiare, *teoria finanțării sustenabile*, axată pe obiective de sustenabilitate;
- ✓ dezvoltarea conceptelor de „modalitate modernă de finanțare” și „finanțare sustenabilă” ;
- ✓ clasificarea modalităților de finanțare în baza surselor, abordărilor evolutive și a gradului de risc;
- ✓ elaborarea și validarea modelului de evaluare financiară a bonității clienților persoane juridice ai băncii;
- ✓ elaborarea și implementarea modelului de evaluare nefinanciară a debitorilor, persoane juridice ai băncii, în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG);
- ✓ stabilirea noilor direcții de dezvoltare a modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar național.

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 băncilor;

- 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:

- recomandările privind ajustarea cadrului normativ-legislativ în domeniul organizațiilor de creditare nebankare;
- măsurile concrete elaborate pentru ajustarea cadrului normativ-legislativ în domeniul finanțării prin capitalul de risc și a finanțării participative;
- 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.

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 noi conjuncturi internaționale și regionale..

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 nebankare, 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 pieții bancare și nebankare 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 reflectate argumentele privind actualitatea temei de cercetare, este formulat scopul cercetării, obiectivele și sarcinile, precum și este precizat obiectul și ipoteza cercetării, este prezentată o caracterizare succintă a lucrării, fiind evidențiată noutatea științifică și valoarea ei teoretică și aplicativă, problema științifică soluționată, aprobarea și implementarea rezultatelor.

În **capitolul întâi** sunt prezentate principalele abordări teoretico-metodologice privind finanțarea entităților economice și tipologia acestora, sunt delimitate conceptele de sursă de finanțare, instrument de finanțare și modalitate de finanțare; este identificat și definit conceptul de modalitate modernă de finanțare și tipologia modalităților moderne de finanțare după gradul de risc și abordarea evolutivă; sunt identificate și analizate principalele teorii moderne privind finanțarea entității economice și noua teorie privind finanțarea sustenabilă; este prezentată o sinteză a modalităților moderne de finanțare, respectiv este precizat conceptul și particularitățile acestora; este evidențiat rolul acestora în finanțarea anumitor sectoare economice. La acest capitol

este evidențiată problema accesului la finanțare și vulnerabilitățile mediului de afaceri în vederea accesării resurselor financiare.

Capitolul doi este consacrat analizei detaliate privind tendințele factoring-ului, crowdfunding-ului, finanțării prin capital de risc și a finanțării sustenabile pe plan mondial. La compartimentul evoluția factoring-ului pe plan internațional, sunt analizate tendințele mondiale și cele europene ale acestuia și este evidențiat rolul acestuia în dezvoltarea afacerilor, inclusiv beneficiile aferente oferite. Un paragraf aparte este destinat particularităților finanțării prin capitalul de risc și oportunităților oferite în special la finanțarea proiectelor inovative propuse de start-up-uri. În contextul digitalizării economiei naționale, un compartiment aparte este rezervat finanțării prin crowdfunding, inclusiv facilitățile oferite în special sectorului mic și mijlociu. Tot la acest capitol o atenție deosebită a fost acordată finanțării sustenabile care constituie la moment unul din factorii cheie al reușitei în calea realizării obiectivelor de dezvoltare durabilă a ONU și a asigurării dezvoltării durabile pe termen lung al statelor.

Capitolul trei reflectă o analiză a tendințelor și constrângerilor actuale ale pieței modalităților de finanțare naționale. La acest compartiment este evidențiată necesitatea și oportunitatea dezvoltării, alături de modalitățile tradiționale, și a altor modalități moderne de finanțare, precum: reverse factoring-ul, finanțarea participativă, finanțarea prin capitalul de risc și finanțarea sustenabilă. Pentru evaluarea bonității potențialului client, persoană juridică, este prezentat modelul econometric elaborat în baza regresiei liniare multiple, dedus cu suportul softului de econometrie EViews 8.0. La acest capitol, autorul propune un model de evaluare nefinanciară în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) formulat în baza practicii băncilor europene (inclusiv Raiffeisen Bank, ING Bank) în condițiile în care se impun, pe plan mondial, cerințe stricte privind protecția mediului, evaluarea impactului asupra riscul climatic și asigurarea dezvoltării economice durabile a statelor. Totodată, autorul a formulat propuneri și recomandări privind direcțiile de dezvoltare a modalităților moderne în cadrul sistemului financiar al Republicii Moldova.

În **Concluzii generale și Recomandări** se regăsec concluziile formulate în procesul de cercetare și sunt înaintate recomandări în vederea implementării și dezvoltării modalităților moderne de finanțare în cadrul sistemului financiar bancar național, în contextul promovării investițiilor responsabile și inovative cu scopul realizării obiectivelor de dezvoltare durabilă.

Cuvinte-cheie: modalitate modernă de finanțare, factoring, leasing, capital de risc, crowdfunding, instituție de credit, credit bancar, finanțare sustenabilă, obligațiuni verzi, obligațiuni sustenabile, sistem financiar bancar.

1. FUNDAMENTELE TEORETICE PRIVIND MODALITĂȚILE DE FINANȚARE CA ELEMENTE ALE SISTEMULUI FINANCIAR

1.1 Aspecte conceptuale privind finanțarea și elementele sale definitorii

Finanțarea este una dintre condițiile-cheie ale reușitei unui proiect de dezvoltare în cadrul entității economice. Pentru evitarea sau limitarea riscurilor ce ar putea determina dispariția prematură a entității, antreprenorul este pus în fața unor decizii de finanțare corespunzătoare necesităților entității, ținând cont de următoarele:

1. ciclul de viață al entității;
2. proiectul ce urmează a fi finanțat, respectiv crearea noii întreprinderi, investițiile pe termen mediu/lung, finanțarea fondului de rulment, dezvoltarea noilor produse etc.

Pentru finanțarea unui proiect de dezvoltare sau de investiții, entitatea poate recurge, pe de o parte, la finanțarea internă, adică la resursele disponibile pe interiorul entității (fonduri proprii, profitul nerepartizat), iar pe de altă parte, la finanțarea externă sau la resursele terțe, recurgând la resursele împrumutate de la instituțiile de credit. Este cunoscut faptul că alegerea uneia sau altei surse de finanțare este determinată de anumiți factori. Astfel, după Colot O. și Croque M., principalii factori care stau la baza deciziei de finanțare sunt:

- concurența de piață;
- elaborarea conceptului și lansarea unui nou produs/proiect;
- mărimea/valoarea entității;
- garanțiile oferite (mobile, imobile);
- riscurile aferente activității desfășurate etc. [171, p.179].

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].

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 (proprii), dar și la sursele externe (împrumutate).

Necesitatea de resurse financiare apare atât la înființarea societății, cât și pe parcursul derulării activității de exploatare și a celei investiționale, capitalul fiind motorul de bază al dezvoltării acesteia. Pentru asigurarea unui echilibru financiar pe termen scurt și pe termen lung, este necesară, pe de o parte, acoperirea nevoilor de capital din surse permanente, mobilizate pe un anumit termen, iar pe de altă parte, asigurarea cu resurse temporare care să facă față nevoilor de finanțare pe termen scurt. 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.

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 legate de scopul, forma și categoria aportului/contribuției realizate de către participanții procesului de finanțare (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, 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).

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 prezentate în Anexa 2. Sursele interne, așa cum sunt prezentate în teoriile de finanțare, pot fi considerate cele mai sigure. Principalele avantaje ale surselor interne denotă un înalt nivel al autonomiei financiare față de sursele externe. 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.

Fiecare dintre ele 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 sursele 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 faptul 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*.

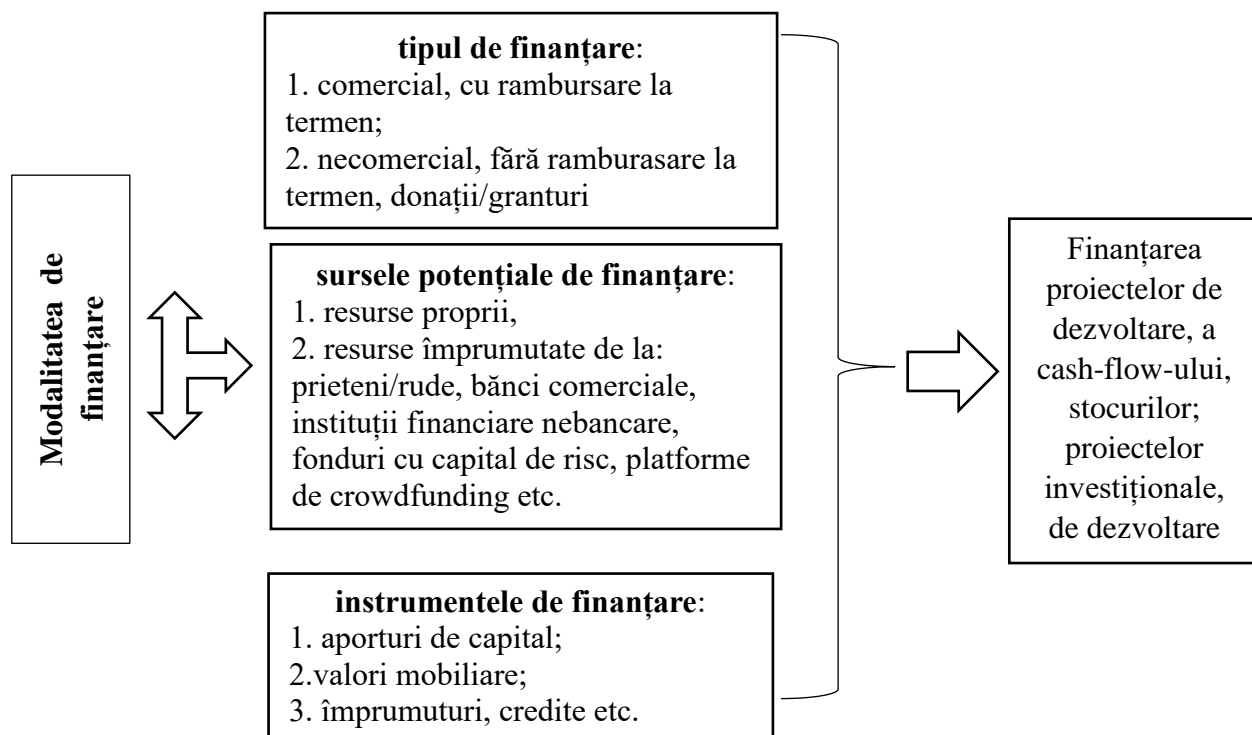


Figura 1.1. Elementele modalității de finanțare

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

Sinteza principalelor modalități de finanțare a entității, reflectate în literatura de specialitate și clasificate după sursele de finanțare, sunt prezentate în Anexa 3.

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 această modalitate se deosebește de cea clasică prin caracteristica timpului. Astfel, modalitățile clasice, 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 Hamurapi 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 Pogotînskaia 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 și altele 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. Conform cercetărilor realizate, în statele înalt dezvoltate la începutul anilor 2000 erau prezente și dezvoltate doar trei modalități moderne de finanțare, precum: leasingul, factoring-ul și, în linii foarte generale, forfetarea. În ultimii 5-7 ani, cercetările în domeniul modalităților moderne de finanțare s-au intensificat, astfel, pe lângă aceste trei modalități, sunt cercetate și prezentate și altele, precum: finanțarea prin capital de risc, securitizarea activelor, creditul sindicalizat, crowdfunding-ul, microfinanțarea, endowment-ul, finanțarea de tip mezanin. Dintre modalitățile moderne enumerate, cea mai nouă modalitate de finanțare poate fi considerată crowdfunding-ul, care a apărut și s-a dezvoltat ca concept începând cu anul 2006 [128, p. 275]. În baza analizelor realizate de autoare, ținând cont de factorul timp, se pot evidenția două categorii mari ale modalităților de finanțare: prima include formele tradiționale

sau clasice și cea de-a doua include modalitățile moderne de finanțare. Principalele forme ale modalităților de finanțare clasice și moderne sunt prezentate în Anexa 4.

În statele membre ale OCDE, precum și în cele din UE, o atenție sporită se acordă sectorului antreprenorial prin prisma facilitării accesului la finanțare. Politică 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 [206, 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.*

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. Unul dintre factorii care au impulsionat acest proces este criza financiară din 2008-2009. 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 aferent*, altele fiind cunoscute doar la nivel de noțiune și concept. După cum se menționează în studiile realizate de Organizația pentru Cooperare Economică și Dezvoltare (OCED) cu privire la noile abordări privind finanțarea IMM și a antreprenoriatului, se pot distinge două modalități de finanțare ce sunt realizate prin intermediul instrumentelor clasice și a celor alternative, cunoscute drept moderne. Instrumentele clasice includ: creditele bancare, descoperi de cont (*overdraft*), liniile de credit și cardurile de credit, precum și creditele comerciale. Aceste finanțări pot fi oferite doar entităților care au o trezorerie stabilă, o creștere și dezvoltare modestă, și care demonstrează un nivel crescut al stabilității financiare.

Finanțarea prin credite bancare rămâne cea mai solicitată și populară modalitate pentru sectorul antreprenorial. După criza din 2008-2009, băncile comerciale au înăspriț 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 nebankare și al investitorilor particulari a devenit unul destul de important.

Pe lângă componenta timpului, în procesul de clasificare a modalităților de finanțare se ține cont și de riscul aferent. La acest capitol, literatura europeană de specialitate prezintă clasificarea modalităților moderne de finanțare în baza riscului aferent, de la cele cu cel mai scăzut nivel al riscului spre cele cu risc de finanțare sporit. În studiile realizate de OCED, precum și în lucrarea economistului rus Eršov D.[106] sunt reflectate toate modalitățile de finanțare, clasificate din punctul de vedere al riscului (Tabelul 1.1).

Tabelul 1.1

Clasificarea modalităților de finanțare după gradul de risc aferent

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

Sursa: Elaborat de autor în baza surselor [106;206].

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 clasice 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 destinat 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. 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.

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 înnăsprire 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 înăsprii condițiilor de finanțare, indicatorul referitor la obstacolele de finanțare pentru toate afacerile în spațiul european a atins un nivel de 6%. Datele prezentate în acest sondaj reflectă 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 de mai jos.

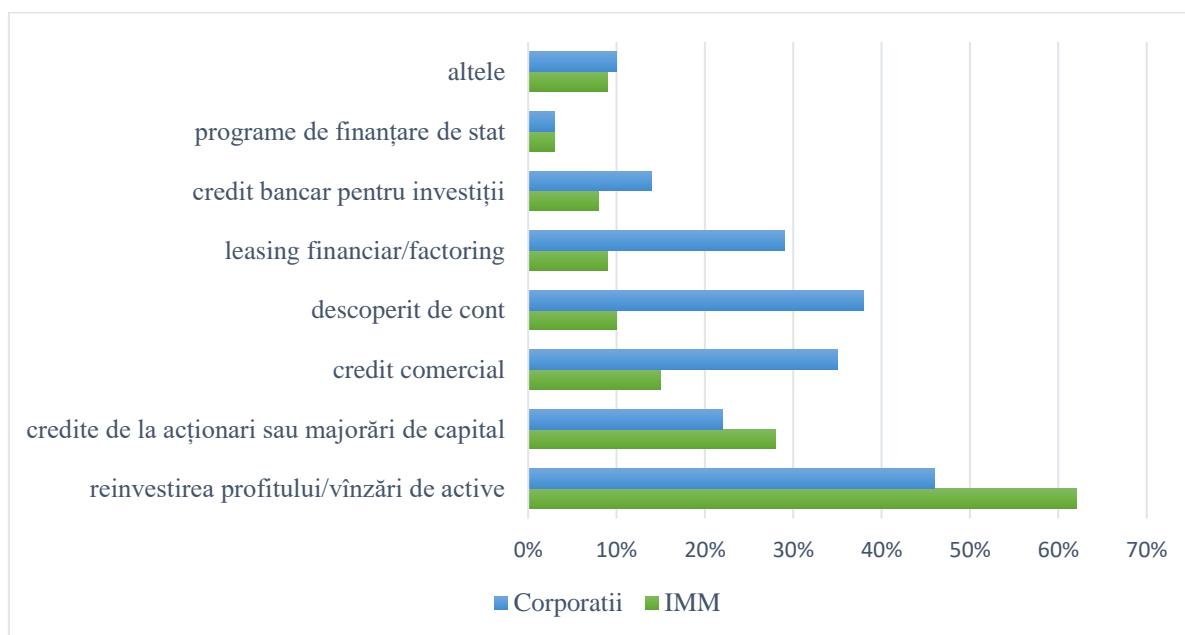


Figura 1.2 Preferințele de finanțare ale companiilor românești

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [82]

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 contuit 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 la sută), 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. 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 susțin 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 general, un număr semnificativ de companii din spațiul european nu menționează despre careva obstacolele financiare, cu toate acestea, rata ridicată a dobânzii rămâne impedimentul cel mai frecvent menționat de către companii 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].

Cu regret, studii și analize asemeni celor realizate de BNR, Banca Franței, OCDE în domeniul accesului la finanțarea entităților, în Republica Moldova nu se regăsesc. 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.

După cum menționează autorul Frunză I., „accesul la resurse financiare al entităților economice naționale este limitat, cele mai populare și accesibile fiind creditele bancare în proporție de 15-20%” [42, p.140]. 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.

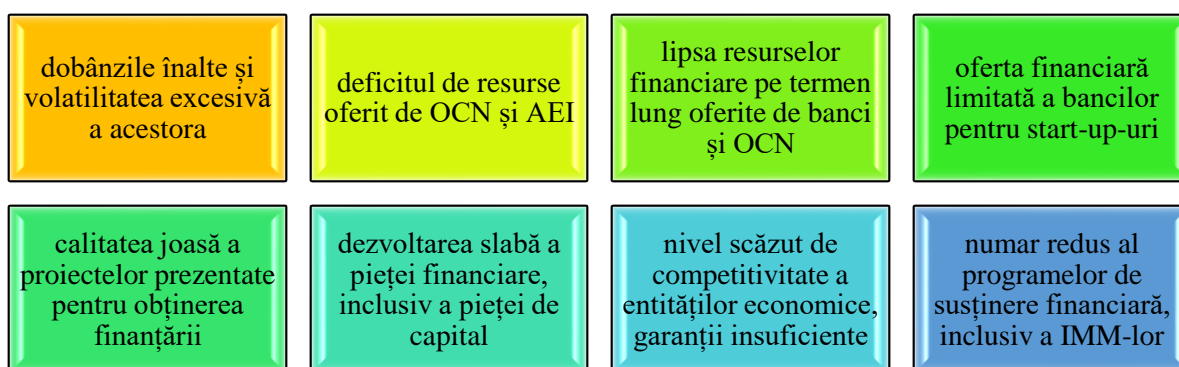


Figura 1.3 Factorii determinanți ai accesului limitat la resurse financiare al entităților din Republica Moldova

Sursa: Elaborată de autor în baza sursei [42]

Printre principalele cauze ce determină un acces limitat al entităților la finanțare pot fi:

- lipsa stimulentei 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].

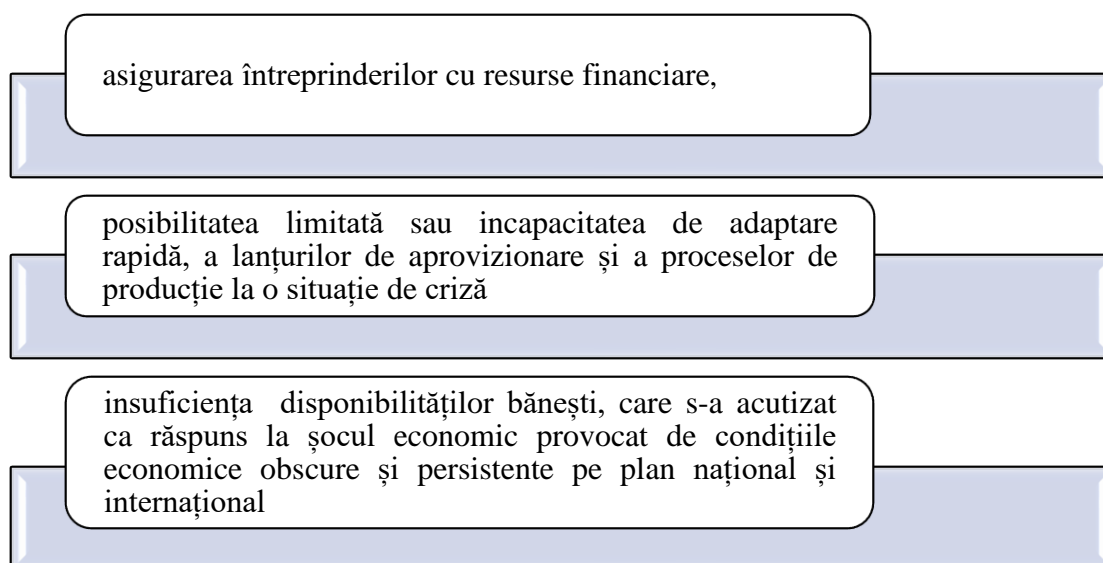


Figura 1.4 Factorii determinanți ai vulnerabilităților entităților din R.Moldova

Sursa: Elaborată de autor în baza sursei [5]

Ținem să menționăm că entitățile naționale sunt foarte vulnerabile în fața anumitor perturbări create de crizele economice, geopolitice și sociale. Principalii factori ce determină vulnerabilitatea companiilor naționale sunt legați nemijlocit de asigurarea cu resurse financiare, incapacitatea limitată de adaptare rapidă a lanțurilor de aprovizionare și a proceselor de producție la o situație de criză (figura 1.4).

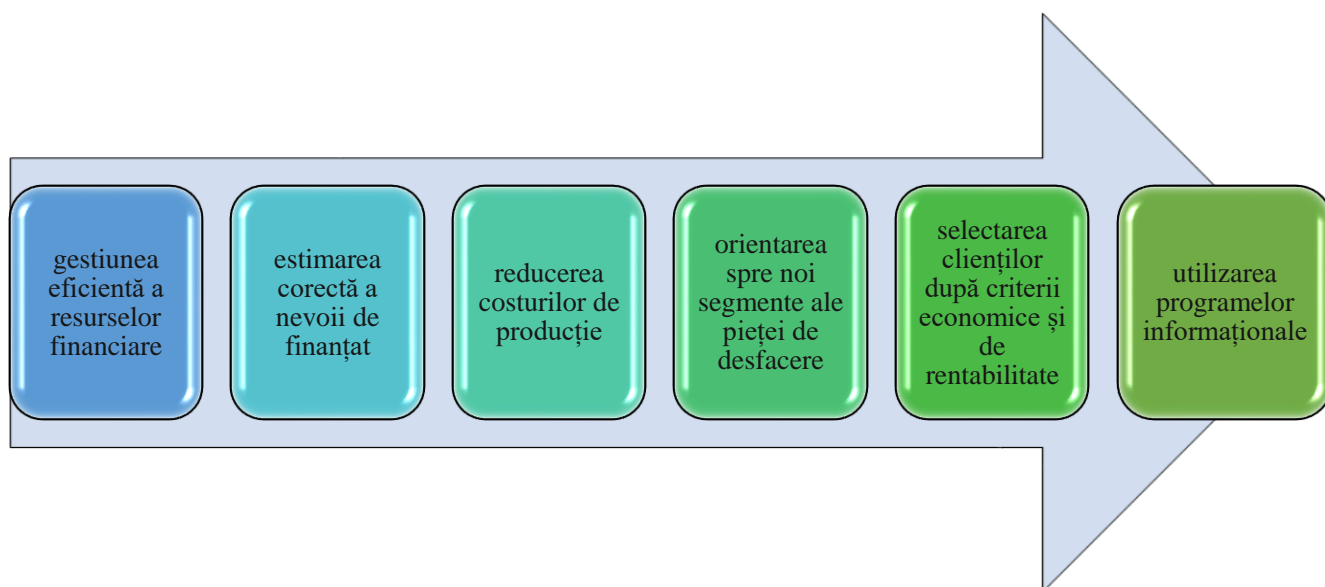


Figura 1.5 Acțiuni specifice entităților economice pentru a accesa resurse financiare

Sursa: elaborată de autor în baza sursei: [5, p.79]

Printre acțiunile la care ar trebui să recurgă administratorii/propietarii entităților, pentru a dispune de resurse de finanțare pe termen lung în vederea atingerii obiectivelor de activitate și de supraviețuire în condiții de criză, este necesar ca aceștia să se orienteze pe gestionarea eficientă a

resurselor financiare, estimarea corectă a necesarului de finanțat, precum și orientarea pe 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.

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.1.6). 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” [215].

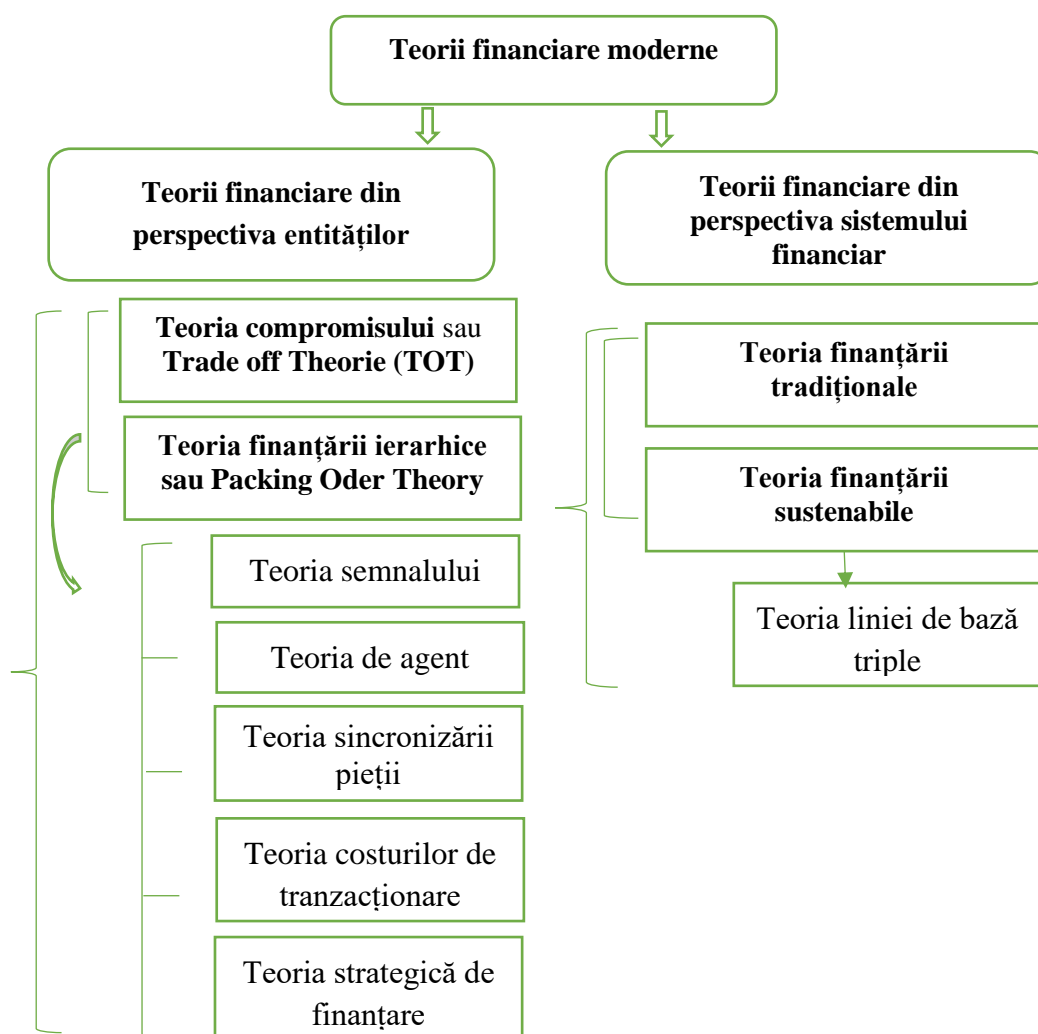


Figura. 1.6 Tipologia teoriilor financiare moderne

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). 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 finanțărilor 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”. Abordarea financiară fundamentală de către Brealey și Myers [161] s-a axat pe următoarele elemente conceptuale:

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

Din perspectiva timpului, se constată că principalele teorii moderne privind structura financiară a entității se regăsesc în primele ipoteze ale teoriei lui Modigliani și Miller [216] din 1958 și ajustate ulterior în 1963, după care au urmat alte teorii care, prin abordările și conceptul lor, au contrazis teoriile enunțate de cercetătorii menționați, iar altele din contra le-au completat. În opinia lui Colot O. și Croquet M., ulterior teoriei formulate de Modigliani și Miller, gândirea financiară în domeniul finanțării entităților a fost dezvoltată de Sharpe și Linter (1960), Black și Scholes (1973), Jensen și Meckling (1976), Mayers și Majluf (1984) [171, p. 177]. În timp ce în cadrul teoriei financiare erau abordate două ipoteze noi, precum cea a lipsei inconvenientelor financiare și a absenței dezavantajelor financiare, cercetători, precum Stiglitz [230], Kraus și Litzenbeger [203], Kim [199] au demonstrat în teoriile lor prezența unui cost de faliment care, în combinație cu avantajele fiscale legate de gradul de îndatorare, permit determinarea unui nivel optim al îndatorării entității și, prin urmare, stabilirea unui nivel țintă al datoriei (care trebuie înțeles în sensul 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 financieri, 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 entității confirmă prezența unui decalaj dintre teoria financiară și practica financiară. După cum susține autorul Chareaux G. [168] în lucrarea sa *Teorie financiară și strategie financiară*, că, la aproape patruzeci de ani de la articolele de pionierat semnate de Modigliani și Miller (1958, 1963), poate fi constatat faptul că, literatura nu prezintă careva teorii anume care ar ghida entitățile în alegerea anumitor opțiuni 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).

Chiar dacă încercarea de a explica structura datoriei corporative este un subiect care a consumat deja multă cerneală în lucrarea lui Modigliani și Miller din 1958, nu există la moment o teorie consensuală privind finanțarea entității. În 1981, în prima ediție a *Principiilor finanțelor corporative*, Brealey și Myers [161] au propus o listă cu zece întrebări nerezolvate din domeniul finanțelor corporative. Subiectele la care nu au fost clar definite, țin de:

- 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 a fi incapabilă să explice unele decizii financiare asumate și rezultate ca atare pentru finanțele 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.

Sinteza studiilor empirice prezentate în Anexa 5, 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)** 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: impozitarea, costurile de neplată sau cele de mandat etc. În realitate, această teorie nu reprezintă altceva decât extinderea modelului lui Modigliani și Miller (1985) 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].

Teoria finanțării ierarhice sau **Packing Oder Theory (POT)**. 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 direct legată de asimetria informațională, astfel entitățile cele mai sensibile la aceste asimetrii reprezintă o ierarhie a finanțărilor mult mai intensă [217, p. 3]. Asimetria informațională reflectă discrepanța dintre informațiile pe care le dețin investitorii entității (acționarii) și managerii acesteia. Astfel, acționarii obțin date relevante doar în baza informațiilor oficial prezentate, respectiv situațiilor financiare și raportărilor periodice. Spre deosebire de acționari, managerii sunt

informați permanent despre activitatea zilnică, tranzacțiile realizate, evenimentele ce au loc la nivelul firmei.

Dittmar & Mahrt-Smith (2007) consideră că „companiile mici cu mari perspective în viitor au cel mai înalt nivel al asimetriei informaționale, fapt ce presupune o alocare mai mare de lichidități, astfel că nevoia contractării resurselor din exterior este foarte scăzută. Aceste companii își pot finanța proiectele prin intermediul surselor proprii de finanțare” [177, p. 601].

Spre deosebire de teoria compromisului (TOT), teoria finanțării ierarhice (POT) favorizează dezvoltarea unor reguli generale de comportament financiar în scopul determinării unei sume optime a nivelului de îndatorare corporativă. Comparativ cu teoria compromisului, aceasta nu propune un concept teoretic privind un anumit raport optim al îndatorării. Într-adevăr, potrivit lui Myers S. & Majluf N. [218], 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 [217, p.2].

Teoria finanțării ierarhice, dezvoltată de Myers S. și Majluf N. (1984), este consecința asimetriei informaționale care există între actorii interni (proprietar, manager) și actorii externi (donatori/investitori) ai entității. Liderii adoptă o politică financiară care are drept scop minimizarea costurilor asociate și preferă finanțarea internă decât finanțarea externă [144, p. 143]. 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) [223], 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 finanțării 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) [223], 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 același timp, conform concluziilor enunțate de Dietsch (2003), „IMM trebuie să fie capabile să construiască relații sustenabile cu băncile, pentru a construi încredere și pentru a le facilita accesul la credit” [176, p.93]. 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. [241] 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 prezentată în Anexa 6.

Teorii financiare din perspectiva sectorului financiar

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 se concentrează doar pe randamentul financiar, respectiv pe obținerea de profit financiar și care privește sectorul financiar ca un element separat de societatea din care face parte, 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 [229], 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 [229].

Astfel, în opinia autorului, noua teorie a finanțării sustenabile implică o trecere de la finanțarea orientată pe maximizarea profitului spre una axată pe realizarea unui set de obiective, inclusiv obiectivele 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 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 abordarea 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 termenii 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 cercetările sale, „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 financieri. În absența constrângerilor legale în special, se presupune că piețele financiare au capacitatea de a descoperi adevăratul model al economiei și de a-l dezvălui 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.

Teoria finanțelor sustenabile se bazează pe o observație foarte simplă: de îndată ce datele bio-geo-fizice intră în analiză, în conformitate cu Agenda ONU 2030, ipoteza eficienței pieței este spulberată. Acest lucru poate fi explicat în lucrările din domeniul științelor naturale și demonstrează că există o cauzalitate incontestabilă între dezvoltarea sectorului financiar și perturbarea masivă a sistemului natural observată în ultimele decenii. Astfel, contrar a ceea ce susține teoria neoclasică, crearea de valoare financiară este oglinda unei destabilizări a sistemului Terrei care amenință viața așa cum o cunoaștem. Pentru a oferi soluții, teoria finanțelor sustenabile postulează că, este necesar să se depășească conceptul de echilibru al pieței pentru a reprezenta economia ca un circuit monetar conectat la sistemul Terrei. Această abordare face posibilă

importarea noțiunilor din științele naturale în analiza economică și scoaterea în evidență a unor noi abordări pentru cercetare și politica economică din secolul XXI.

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 Repere conceptuale privind modalitățile moderne de finanțare

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. În urma analizei practicii de finanțare din străinătate, inclusiv cea europeană, precum și cea americană, rusă și română, principalele modalități moderne de finanțare pot fi sistematizate conform figurii prezentate în Anexa 7.

Factoring-ul este o modalitate modernă de finanțare ale cărui 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. Din punct de vedere juridic, „factoring-ul este un contract încheiat între furnizorul de mărfuri sau prestatorul de servicii (aderent) și factorul care preia creanțele aderentului la termen și încasate ulterior de la debitor” [81, p. 33]. Factoring-ul nu presupune anumite bariere geografice, el poate fi realizat între parteneri din aceeași țară, dar și din exterior.

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]. La modul general, forfetarea este „considerată o operațiune de scontare fără recurs asupra deținătorilor anteriori ai unor creanțe scadente la termen, încorporate în titluri de credit sau plătibile printr-o metodă de plată asiguratorie. Spre deosebire de factoring, scadența în cadrul operațiunilor de forfetare variază de la 5 la 7 ani” [11, p. 133].

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].

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. După cum argumentează autorul francez Leroux F. [209], „securitizarea constă în împachetarea mai multor credite mici, netranzaționabile pe piață (de exemplu, împrumuturi ipotecare, împrumuturi pe carduri de credit), în pachete care reprezintă sume importante și care pot fi asigurate/garantate de guvern sau de agenții private” [11, p. 133]. Securitizarea presupune emiterea de titluri cu dreptul asupra unui grup de active, cum ar fi creditele ipotecare gestionate de un fond privat sau public. Ulterior, „emitentul de împrumuturi vinde pachetele de împrumuturi fondului, care la rândul său emite titluri de valoare prin intermediul unei bănci specializate în investiții (subscriitor), ce apoi le vinde investitorilor. Prin intermediul acestui mecanism se pot emite titluri financiare (obligațiuni, de regulă) pe piața financiară locală sau internațională în contul unor active financiare (credite ipotecare, contracte de leasing, contracte de forfetare, contracte de factoring sau credite furnizor sau cumpărător)” [11, p.133]. Principalii actorii ai securitizării sunt: entitățile private, instituțiile financiare, entitățile publice, companiile de asigurare.

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 [240, p. 13]. Finanțarea de tip mezanin presupune un credit acordat de către un fond de investiții unei companii, cu posibilitatea convertirii ulterioare a datoriei în acțiuni (conform unei structuri prestabilite), în cazul în care împrumutul nu este rambursat la scadență. „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%)” [214]. „Practica europeană evidențiază că împrumutul de tip mezanin reprezintă finanțări de cca 4-5 mld. euro anual. O treime din tranzacții sunt inferioare sumei de 50 mii euro. Cea mai mare piață a împrumuturilor de tip mezanin este concentrată în Marea Britanie, cca 40%, urmată de Franța, cu 20%, și Germania, cu 13%” [11, p. 134].

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].

După Zider B., „Capitalul de risc asigură finanțarea dintre sursele de fonduri pentru inovare și sursele de capital tradiționale, clasice și cu costuri minime, disponibile pentru necesitățile actuale. Completarea necesarului de finanțare este oferită în scopul de a asigura o rentabilitate bună a capitalului, de a genera profituri atractive și de a atrage idei de înaltă calitate, care vor genera profituri mari. Provocarea pentru astfel de investiții este determinată de câștigurile obținute, în mod consistent, și de profiturile superioare investițiilor în afaceri riscante și inerente” [251].

După părerea lui Kaplan St. și Lerner J., „capitalul de risc este un intermediar din ce în ce mai important, capabil să transforme capitalul în noi firme și inovații într-o manieră aparent foarte productivă. Acest intermediar atrage un interes din ce în ce mai mare al factorilor de decizie și al investitorilor, dar disponibilitatea datelor, precum și coerența rezultatelor academice care utilizează aceste date încă lipsesc” [197].

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.

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. Conform practicii internaționale, „creditul sindicalizat implică în calitate de creditori mai multe instituții financiare, unde aranjamentul și negocierile de creditare sunt purtate de o instituție financiară coordonatoare, iar restul participanților sunt considerați instituții partenere. De regulă, instituția coordonatoare a creditului sindicalizat, împreună cu specialiștii administrației sindicatului, pregătește așa-numitul memorandum investițional, pe care ulterior îl transmite ca ofertă de participare băncilor partenere” [25].

„În Europa, orașul Londra este considerat patria creditului sindicalizat, dat fiind faptul că la sfârșitul sec. XX, din primele 25 de bănci din lume, 10 își aveau originea în Marea Britanie, cu sediul la Londra, iar într-un clasament al celor mai mari bănci din lume după mărimea capitalului propriu, London City & Midland bank deținea prima poziție, lucru datorat și faptului că în acele momente Marea Britanie era epicentrul revoluției industriale” [25]. Țărilor cu economie emergentă, această modalitate de finanțare le este slab cunoscută și dezvoltată.

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. Notele de credit reprezintă o formă de credit în valută acordată de o bancă din străinătate. Elementul de bază îl constituie faptul ca banca restructurează datoria în valori mobiliare și le vinde pe piață. Din punct de vedere tehnic, emisiunea notelor de credit este asemeni emisiunii de obligațiuni. În calitate de emitent al notelor de credit apare o bancă comercială. Emisiunea notelor de credit servește drept precedent pentru emisiunea euroobligațiilor. Valoarea minimă a emisiunii notelor de credit variază de la 30 mii la 50 mii dolari SUA, iar timpul de emisiune – de la 8 la 12 săptămâni. 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].

Crowdfunding sau crowdsourcing. Ideea de crowdfunding a fost inițial folosită ca modalitate de finanțare a ideilor inovatoare de business, acolo unde antreprenorii nu au reușit să obțină finanțare guvernamentală sau din partea unui singur investitor privat. După Dinu M. și Bernic [31], „crowdfunding-ul este o modalitate de finanțare prin atragerea de împrumuturi (sume mici și foarte mici) de la mai multe persoane și este deseori folosit pentru finanțarea unei idei de antreprenariat social. Este vorba de o formă de atragere a finanțării de la terți, de la o comunitate

de oameni cu care inițiatorul unui proiect nu are nicio legătură” [31]. În România, termenul cel mai des utilizat este acela de *multifinanțare*. După cum este menționat în lucrarea autorului Sv. Stratan, „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]:

- **„crowdfunding bazat pe creditare (sau crowdlending)** – constă în finanțarea sub formă de împrumut, pentru care investitorii urmează a fi remunerați pentru investiția realizată cu dobândă pentru sumele respective. Acest model este similar unui simplu împrumut bancar, numai că în calitate de creditori sunt nu doar instituțiile financiare, ci sute sau chiar mii de persoane care acționează în mod independent și se implică cu anumite contribuții pe platformele de crowdfunding” [87, p.246];

- **„crowdfunding bazat pe investiții în capital propriu (sau crowdinvesting)** – practicat, în special, la finanțarea proiectelor comerciale. Acest model presupune recompensarea investitorilor cu acțiuni în compania finanțată de ei, respectiv cu dividende și dreptul de vot la adunarea generală a acționarilor. Spre deosebire de crowdlending, mărimea potențială a profitului nu este fixată, iar investitorii sunt expuși unui risc de credit mult mai ridicat” [87, p.246];

- **„crowdfunding bazat pe bonus.** Acest model este răspândit, în special, în industria cinematografică, precum și în cadrul diverselor proiecte sociale. Unul din motivele participării investitorilor la acest tip de crowdfunding este interesul în obținerea unui anumit bonus preconvenit, în calitate de remunerare pentru susținerea lor financiară. Adicional, investitorii pot fi remunerați cu diverse cadouri promoționale, au posibilitatea de a se întâlni cu autorii proiectului, de a participa la testarea primelor mostre ale produselor start-up-ului etc.” [87, p.246];

- **„crowdfunding bazat pe donații** – reprezintă o metodă de finanțare voluntară sub forma actelor de caritate, efectuată fără anumite obligațiuni financiare ulterioare pentru beneficiar față de donator. În acest caz, donatorii sunt motivați de posibilitatea implicării în dezvoltarea și implementarea unor proiecte de importanță socială, de exemplu, tratamentul și reabilitarea persoanelor cu dizabilități sau care suferă de anumite maladii incurabile, lichidarea consecințelor dezastrelor naturale, proiecte de susținere a ecologiei, a categoriilor sociale defavorizate etc.” [87, p.246];

- **„crowdfunding verde”** - vizează dezvoltarea de proiecte cu impact pozitiv asupra mediului și a tranziției energetice și ecologice și care va contribui la creșterea transparenței proiectelor.

- **„modele hibride de crowdfunding** – combină în sine elemente din diverse tipuri de crowdfunding” [87, p.247].

Crowdfunding-ul a avut la bază modelul prin care cunoscutul jurnalist american Joseph Pulitzer a reușit să-i mobilizeze pe americani să contribuie cu cât de puțin fiecare pentru a finanța construcția piedestalului pe care urma să fie ridicată Statuia Libertății, cadou din partea Franței cu ocazia împlinirii a 100 de ani de independență a SUA [102].

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.

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 sătească, specializată în acordarea împrumuturilor mici sub o dobândă redusă, fără gaj și fidejusiune, cetățenilor cu venituri mici pentru dezvoltarea propriilor afaceri mici. Meritele profesorului american au fost recunoscute de comunitatea internațională și în 2006 Muhamed Iunis a primit premiul Nobel pentru contribuții în lupta cu sărăcia și crearea sistemului de microfinanțare. Primele credite acordate aveau o valoare de doar 170 dolari SUA, cu rata dobânzii de 1-2%. După cum menționează Uksosova M. „microfinanțarea este un element necesar țărilor în curs de dezvoltare, care permite cetățenilor lor să-și dezvolte propriile afaceri și să lucreze la ei și pentru ei. Sarcinile inițiale ale microfinanțării erau orientate spre lupta cu sărăcia și eliminarea discrepanțelor păturilor sociale, iar acum, potrivit practicii internaționale, aceasta este orientată spre obținerea profiturilor” [141, p. 51]. 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.

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. 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. De exemplu, Colegiul Smith dispune de un fond destinat finanțării Grădinii botanice. În 2017 Universitatea Harvard, Universitatea din Texas și cea din Princeton au dispus de fonduri endowment în mărime de peste 25 mld. dolari SUA [243].

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 costuri împrumutate. Cumpărările cu efect de levier permit companiilor să facă achiziții mari fără a fi nevoite să angajeze sume semnificative din propriul capital. Activele companiei achiziționate sunt folosite ca o garanție pentru o datorie. Acest tip de finanțare este unul cu un grad înalt de risc deoarece companiile combinate pot intra ambele în faliment [203].

Leverage by out este o tranzacție financiară prin care un grup de investitori sau fond cu capital de risc achiziționează o companie cumpărând toate acțiunile emise de la proprietari. Specific acestei finanțări este faptul că se folosesc resurse împrumutate și mai puțin capital propriu, raportul fiind de 9 la 1, sau 90% fonduri împrumutate și 10% resurse proprii. Acest tip de finanțare apare în situația în care compania ce urmează a fi achiziționată este în faza de creștere. În general, această modalitate se referă la utilizarea datoriilor pentru a achiziționa active suplimentare. Respectiv, levierul financiar nu este nimic altceva decât utilizarea strategică a datoriilor sau a capitalului împrumutat pentru a amplifica rentabilitatea potențială a investiției, aplicată în mod obișnuit în managementul financiar și pentru a spori puterea de cumpărare a unei companii, permițând companiilor să finanțeze creșterea în baza capitalului împrumutat. De cele mai multe ori, achizițiile cu efect de levier sunt efectuate de către creditori alternativi, cum ar fi companiile de dezvoltare a afacerilor, care se angajează în finanțare prin datorii sau în finanțare mezanin pentru a finaliza tranzacția. Premisa din spatele acestei modalități de finanțare este că firmele pot folosi finanțarea prin datorii pentru a finanța oportunități de creștere și investiții despre care se așteaptă să genereze profituri care depășesc costul împrumutului. Acest lucru permite companiilor

să-și mărească rentabilitatea globală peste ceea ce ar putea fi oferit, folosind doar finanțarea prin capitalul propriu.

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 guvernare (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].

Finanțarea sustenabilă include în sine următoarele elemente: obligațiuni verzi, obligațiuni sustenabile, împrumuturi verzi, toate concentrate pe energie regenerabilă, eficiență energetică, transport eco și pe alte inițiative cu impact scăzut asupra mediului.

Obligațiunile verzi sunt principalul instrument pentru o finanțare responsabilă. O *obligațiune verde este un împrumut emis pe piață de către o companie sau o entitate publică destinată investitorilor, scopul cărora ține de finanțarea inițiativelor legate în mod specific de mediu*. Obligațiunile verzi se disting de obligațiunile tradiționale prin utilizarea fondurilor strânse pentru finalizarea proiectelor de investiții favorabile tranziției energetice și ecologice. Cu toate acestea, emitentul ar trebui să se asigure că fondurile colectate sunt destinate proiectelor ecologice. Pe lângă obligațiunile verzi, practica internațională evidențiază așa-numitele „obligațiuni sociale” și „obligațiuni sustenabile”.

Obligațiunile sociale sunt valori mobiliare pe termen lung emise în scopul finanțării proiectelor sociale.

Obligațiunile sustenabile sunt valori mobiliare pe termen lung emise în scopul finanțării proiectelor ecologice care corespund obiectivelor dezvoltării sustenabile ale ONU.

Creditele verzi sunt împrumuturi standard ale căror venituri sunt destinate finanțării investițiilor ecologice. Împrumuturile legate de dezvoltarea sustenabilă sunt utilizate pentru nevoile generale de finanțare ale împrumutatului și se disting prin indexarea marjei lor la performanța ESG a companiei, ele fiind guvernate de principiile împrumuturilor legate de sustenabilitate.

Finanțarea verde implică finanțarea de proiecte și inițiative care au impact pozitiv asupra mediului, cum ar fi reducerea emisiilor de gaze cu efect de seră și promovarea energiei regenerabile. La general, Finanțarea verde semnifică „ecologizarea sistemului financiar” și corespunde difuzării de noi instrumente, proceduri și reglementări, menite să determine sistemul

financiar să țină seama în mod corespunzător de condițiile de climă și mediu în managementul riscului financiar și, în consecință, în luarea deciziilor de investiții. Sistemul financiar tratează din ce în ce mai mult clima și riscurile legate de mediu ca riscuri financiare, nu doar de reputație [188]. Există mai multă conștientizare a faptului că aceste riscuri pot deveni semnificative din punct de vedere financiar. Împrumuturile ecologice și sustenabilitatea oferă o soluție eficientă și concretă, în conformitate cu strategia de dezvoltare sustenabilă a împrumutatului, prin finanțarea activităților ecologice și sustenabile, precum și prin angajamente de mediu, sociale și de governanță (ESG).

Atât finanțarea verde, cât și finanțarea sustenabilă urmăresc să conducă schimbări pozitive prin mobilizarea capitalului către activități care promovează sustenabilitatea și reduc impactul negativ asupra mediului [238]. După cum sugerează și numele, finanțarea verde face parte dintr-o abordare care respectă mediul, adică investitorii îndreaptă fonduri către companii care dezvoltă produse și servicii în favoarea tranziției energetice, în special.

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, precum ar fi finanțarea prin granturi, leasingul și microfinanțarea, se regăsesc printre cele practicate de către instituțiile financiare din țările cu economie în tranziție, precum este Republica Moldova.

În primul capitol au fost enumerate și prezentate conceptele principalelor modalități moderne de finanțare. Dat fiind faptul că descrierea particularităților fiecărei modalități în parte necesită un volum destul de mare și robust de analiză și descriere, autorul a decis să recurgă la cercetarea doar a câtorva modalități, care sunt mai accesibile și populare în practica internațională și care ar putea fi implementate cu succes în Republica Moldova, reieșind din percepția și contextul actual al sistemului financiar bancar național, cât și din perspectivele de dezvoltare economică în contextul integrării a țării noastre în UE. Analizând practica statelor înalt dezvoltate se poate constata ca cele mai populare și accesibile modalități moderne de finanțare promovate în cadrul sistemului financiar bancar sunt: finanțarea prin factoring, leasing, capital de risc, finanțare sustenabilă, crowdfunding. În contextul promovării intense la nivel național a inovațiilor, digitalizării și sustenabilității economiei, în lucrare au fost analizate oportunitățile finanțării prin factoring, crowdfunding, capitalde risc și finanțare sustenabilă. Promovarea și dezvoltarea noilor modalități de finanțare în cadrul sistemului financiar național constituie calea principală în asigurarea dezvoltării unui sistem economic sustenabil pe termen lung.

Concluzii la Capitolul 1

În acest capitol autorul și-a stabilit **următoarele obiective:**

- cercetarea abordărilor teoretice privind sursa de finanțare și modalitatea de finanțare;
- conturarea unei clasificări a modalităților de finanțare în funcție de sursele de finanțare, gradul de risc și abordările evolutive;

- identificarea și definirea conceptului de modalitate modernă de finanțare;
- sinteza teoriilor financiare moderne;
- identificarea și sinteza principalelor modalități moderne de finanțare.

În urma realizării acestor obiective, pot fi formulate următoarele **concluzii**.

1. Finanțarea este elementul cheie al dezvoltării unei afaceri, indispensabil legată de două elemente interdependente: sursa și modalitatea de finanțare. În opinia autorului avînd 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 economice*. În același context, autorul prezintă *modalitatea de finanțare ca fiind un un procedeu, o metodă prin intermediul căreia entitatea economică este asigurată cu resurse financiare, alocate în scopul dezvoltării continue a activității acesteia*.

2. Avînd la bază abordările evolutive, autorul delimitează modalitățile de finanțare în două categorii: clasice 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. Conturarea modalităților moderne de finanțare ca concept s-a perindat începînd cu secolul al XVIII-XIX, a căror popularitate s-a intensificat la începutul anilor 2000. 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. Diversificarea oportunităților de finanțare este imperativă în condițiile asigurării investițiilor sustenabile de lungă durată și creșterii rezistenței sectorului antreprenorial în fața oscilațiilor pieței financiare. Modalitățile 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. Principalul avantaj oferit de acestea îl constituie procedura mult mai simplificată de obținere a resurselor financiare, în condiții mult mai avantajoase, chiar și în situațiile în care entitatea nu are o istorie creditară, altfel spus nu a apelat la surse externe de împrumut (credite bancare), dar care se confruntă cu un deficit de lichiditate.

4. Teoriile moderne de finanțare a entităților s-au născut din respingerea postulatului neoclasic al informațiilor libere și simetrice între actorii economici, respectiv problema structurii financiare este abordată, în general, ținînd seama de asimetriile informaționale dintre anumite entități. Elementele de conținut ale teoriilor moderne de finanțare vizează: mărimea și capacitatea de producție, impozitele, ritmul de creștere și dezvoltare, profitul, datoriile comerciale și

volatilitatea profitului. Teoria compromisului are la bază raportul dintre costul de oportunitate și resursele interne și cele externe de finanțare ale companiei, prin stabilirea unui compromis cu privire la avantajele și dezavantajele celor două surse de finanțare, ținând cont de impactul care determină acest compromis, cum ar fi: impozitarea sau costurile de neplată. În realitatea această teorie poate fi prezentată ca o extindere a modelului lui Modigliani și Miller privind neutralitatea structurii financiare în raport cu valoarea firmei. Teoria finanțării ierarhice este caracterizată de o combinație din mai multe surse financiare ce pot determina maximizarea valorii financiare a firmei, într-un anumit mediu de asimetrie informațională, respectând o anumită ierarhie, inițial autofinanțarea, apoi finanțarea prin îndatorare. Comparativ cu teoria compromisului, teoria finanțării ierarhice dezvoltă un set anumit de reguli generale de comportament financiar în scopul determinării unui nivel optim al îndatorării.

Spre deosebire de finanțarea tradițională care se concentrează doar pe randamentul financiar (obținerea de profit financiar) și privește sectorul financiar ca un element separat de societatea din care face parte, finanțarea sustenabilă consideră beneficiile financiare, sociale și de mediu ca un tot întreg. Teoria finanțării sustenabile implică și o schimbare a rolului său atribuit, și anume trecerea de la finanțarea orientată pe maximizarea profitului spre una axată pe realizarea unui set de obiective, inclusiv obiective de dezvoltare sustenabilă. Conform noilor abordări privind conceptul de finanțare sustenabilă, putem afirma că până acum aceasta arată, în mare măsură, ca un model al „viitorului dorit”, precum și un concept de dezvoltare sustenabilă, în general. În același timp, viteza de dezvoltare a sectorului finanțelor sustenabile, inclusiv în plan european, determină luarea în serios a opțiunilor propuse pentru modernizarea ideilor fundamentale privind funcționarea piețelor financiare și a economiei în ansamblu.

5. Lipsa unor abordări concrete privind modalitățile moderne de finanțare este o problemă de natură științifico-metodologică și de cercetare, făcând imposibilă dezvoltarea acestor concepte în practica națională. Literatura națională nu conține la moment concepte clare și bine definite privind modalitățile moderne de finanțare, la fel constatăm prezența doar a câtorva modalități moderne de finanțare detalizate ca concept și unele particularități precum: leasing, factoring, forfetare, finanțare prin capital de risc. Abordările teoretice privind alte modalități moderne de finanțare ce țin de: finanțare mezanin, crowdfunding, sindicalizare, endowment, finanțare sustenabilă sunt foarte limitate și generaliste.

6. Autorul consideră dezvoltarea noilor modalități moderne de finanțare ca fiind una imperativă ce trebuie inițiată prin prezentarea acestora ca concept și beneficii aferente, ulterior prin promovarea lor în practica financiară națională, lărgind astfel oportunitatea obținerii resurselor financiare în condiții avantajoase pentru finanțarea proiectelor inovative de perspectivă cu impact asupra dezvoltării unui sistem economic sustenabil pe termen lung.

2. TENDINȚE ACTUALE ȘI PARTICULARITĂȚI ALE MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE: PRACTICI INTERNAȚIONALE ȘI EUROPENE

2.1 Factoring-ul: particularități, tendințe, beneficii aferente finanțării pe termen scurt

În urma cercetărilor efectuate putem constata că factoring-ul este una dintre cele mai răspândite modalități de finanțare la nivelul băncilor comerciale și altor instituții financiare nebancale. Se consideră că, pentru prima oară, factoring-ul a fost inițiat în SUA la sfârșitul sec. XIX, după care a fost preluat de țările Europei de Vest. Sfârșitul anilor 80 ai sec. XX evidențiază un succes al dezvoltării factoring-ului în băncile europene și în cele asiatice. Economistul rus Emilianov V. definește factoring-ul ca fiind „procesul de vânzare a creanțelor deținute de producător asupra debitorilor săi către o societate de factoring” [105, p.15]. În concepția sa, factorul este o societate care cumpără facturile unui producător de bunuri și servicii și preia responsabilitatea recuperării plăților datorate de către debitori” [105, p.15].

În practica românească, autorii Gh. Caraiani și M. Roventa prezintă o definiție mai complexă, prin care „factoring-ul este un aranjament continuu de plăți negarantate, dintre factor și producătorul de bunuri sau prestatorul de servicii” [81, p.24]. Factorul, la rândul său, oferă următoarele servicii legate de creanțele aferente:

- „finanțarea în avans în baza creanțelor cumpărate;
- administrarea creanțelor și asigurarea evidenței contabile corespunzătoare;
- recuperarea (colectarea sau încasarea) creanțelor cesionate;
- acoperirea riscului de neplată a debitorilor” [13, p.85].

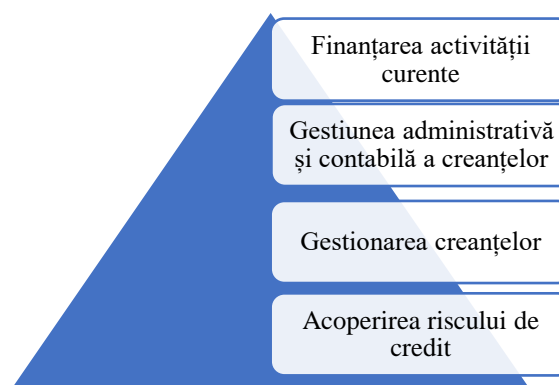


Figura 2.1 Funcțiile factoring-ului

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [81; 105; 121].

În literatura de specialitate se evidențiază două componente ce vizează modalitatea de finanțare prin factoring: **cedarea creanțelor** și **notificarea debitorului**.

„**Cedarea creanțelor** reprezintă un acord în care sunt implicați în mod direct doi actori: creditorul (aderentul) și asignatul (factorul), în timp ce relațiile dintre aceștia doi se răsfrâng în mod indirect asupra cumpărătorului. Cesiunea creanțelor se realizează numai dacă factorul are

nevoie să-și asigure drepturile asupra unor debitori printr-o acțiune în justiție, el putându-și recupera mai rapid și mai ușor drepturile de plată de la cumpărător” [13, p.85].

Notificarea cumpărătorului. „Dacă cesiunea presupune întocmirea unui contract de factoring, anunțarea cesionării și notificarea cumpărătorului se realizează printr-o scrisoare. Aceasta are drept scop final notificarea tuturor debitorilor (cumpărătorilor) făcută de vânzător cu privire la cesiunea tuturor creanțelor de plată rezultate din comenzile date (contracte încheiate) către un factor. În majoritatea cazurilor, notificarea cesiunii este o cerință legală, fără ea cesiunea nu este validă în ceea ce îl privește pe debitor” [13, p.85].

După cum este prezentat în lucrările autorilor români și ruși (Caraiani Gh., Mihai I., Roventa M., Emilianov V., Jukov I., Ivanov A.), factoring-ul combină funcția de finanțare cu cea de gestiune a creanțelor și de acoperire a riscului de credit. Particularitățile funcțiilor realizate de factoring sunt reflectate în Anexa 8.

Mecanismul finanțării prin factoring constă în transferarea facturilor (reprezentând creanțe comerciale asupra clienților) unui factor în schimbul unor comisioane și dobânzi pentru resursele acordate. Conform procesului de finanțare, factorul preia creanțele comerciale (facturile) de la întreprindere și poate să ofere aderentului său trei servicii esențiale:

1. urmărirea și încasarea creanțelor;
2. garantarea plății creanțelor;
3. plata anticipată [81, p.10].

Schema simplificată a factoring-ului, practică de către companiile franceze, poate fi reprezentată, după cum urmează:

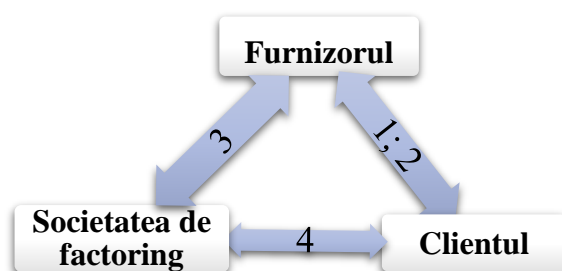


Figura 2.2 Mecanismul de finanțare prin factoring

Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [45; 81; 145].

Conform figurii 2.2, se pot identifica următoarele etape în procesul finanțării prin factoring;

1. livrarea mărfii de către furnizor cumpărătorului;
2. emiterea facturii de către furnizor;
3. transferul mijloacelor bănești de către societatea de factoring sau banca comercială furnizorului în decurs de 24 h;
4. efectuarea plății la scadență (90, 120, 180 de zile) de către cumpărător societății de factoring.

Prin intermediul factoring-ului, entitățile pot realiza afaceri 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 nebancale.

Analiza principalelor aspecte 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: după dreptul de regres și în funcție de locația participanților la factoring. În urma studierii detaliate a practicii europene, inclusiv a celei franceze, germane și românești, pot fi evidențiate următoarele forme ale acestuia, clasificate după anumite criterii prezentate detaliat în Anexa 9. În statele europene se utilizează pe larg două forme ale factoring-ului, și anume: factoring-ul național și factoring-ul internațional, sau după cum mai este cunoscut – factoring-ul intern și cel extern. Particularitățile specifice celor două tipuri de factoring sunt prezentate în Anexa 10.

Autorii ruși Korotina M. [122], Kolobanov O. [121] și Emilianov N. [105] scot în evidență în lucrările lor câteva caracteristici fundamentale ale factoring-ului, printre care:

- 1) finanțarea acordată pentru creanțe;
- 2) controlul creditului și acceptarea riscului de credit;
- 3) menținerea registrului de vânzări;
- 4) acceptarea și gestiunea facturilor;
- 5) colectarea facturilor.

Factoring-ul este practicat 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.

Practica internațională arată ca factoring-ul este foarte utilizat în industriile în care activează producători mici și comercianți cu amănuntul, care nu au relații stabile pe termen lung unii cu alții. Întrucât un factor poate fi angajat de un număr mare de producători, se poate observa ponderea mare a tranzacțiilor pe care o singură entitate o are și mai mult dacă este bine plasată pentru a evalua credibilitatea fiecărui client. În consecință, factoring-ul reprezintă o modalitate de finanțare prin intermediul instituțiilor de credit, numite factor, care se obligă să plătească imediat clientului lor, numit aderent, în totalitate sau o parte, valoarea facturilor prezentate la încasare, în schimbul unui comision. Rolul factorului poate reveni băncilor comerciale, cât și firmelor specializate în acordarea acestui tip de finanțare. În cele din urmă, putem afirma că „factoring-ul este o modalitate de finanțare ce oferă atât finanțare, cât și gestiunea creanțelor companiei” [13, p.87]. 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-flowului. 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]. De cele mai multe ori, factoring-ul este privit de unii ca un simplu credit acordat pentru finanțarea facturilor, dar în realitate lucrurile stau altfel. În tabelul 2.1 sunt prezentate 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, precum 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.

Tabelul 2.1 Analiza comparativă dintre factoring și credit

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

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

Unii cercetători și 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 tabelul 2.2 sunt prezentate principalele deosebiri ale acestor două modalități de finanțare.

Tabelul 2.2 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, în majoritatea cazurilor, 80% - 90% din valoarea totală a facturii, comparativ cu

forfetarea, finanțarea în acest caz 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 11.

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.

Actualmente, dezvoltarea factoring-ului în majoritatea țărilor postsovietice este realizată datorită unor prevederi legislative generale și prezenței companiilor de factoring. Actuala practică a factoring-ului demonstrează că băncile comerciale (de ex., din Federația Rusă), de cele mai multe ori, sub forma factoring-ului propun clientului (furnizorului) un credit sub creanță, pe care încearcă să-l prezinte sub pretextul factoring-ului. Acest produs presupune doar finanțare, dar nu este însoțit de serviciile aferente factoring-ului.

În țările europene, legislația permite crearea companiilor de factoring ca instituții financiare, altele decât băncile comerciale, care la fel pot oferi finanțări de acest tip.

Promovarea și susținerea factoring-ului din partea instituțiilor statului este considerat un lucru firesc în unele state. 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.

Anul 2021 ne-a oferit multe lecții de învățat și cea mai importantă a fost recuperarea după criza declanșată de pandemia COVID-19, care a avut un impact pozitiv pe plan internațional asupra industriei factoring-ului. Războiul din Ucraina, creșterea ratei inflației și a ratelor dobânzii la credite în majoritatea statelor lumii prevestesc o recesiune pe termen scurt, dar cu toate acestea cererea pentru finanțarea prin factoring rămâne în creștere în ultima perioadă. Pentru anul 2022, volumul factoring-ului pe plan internațional a crescut cu 18,3%, sau în volum de 3.659 mld. Euro [149, p.4]. După impactul devastator al Covid-19, în 2021 constatăm o creștere de aproape 13,5%. Aceasta se produce la doi ani de creștere consecutivă, cu două cifre. Comparativ cu 3.069 de mld. de euro pentru anul 2021, pentru 2022 un volum de 3.659 de mld. de euro reprezintă o creștere de 590 mld. de euro, cea mai mare creștere înregistrată vreodată într-un anumit an. Privind ultimii 20 de ani și adăugând și o rata de creștere substanțială din 2022, vedem că rata medie de creștere anuală este de 8,68%.

Astfel putem constata că tendințele factoring-ului pe plan internațional s-au menținut la trenduri ascendente în ultimii zece 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. Cu toate acestea, trebuie să evidențiem tendințele pozitive ale factoring-ului în China, care, în pofida condițiilor nefavorabile pe plan internațional, s-a menținut la același nivel ca și în anul 2019 (Anexa 12). Topul primelor state care concentrează circa 88% din volumul internațional al factoring-ului este reprezentat de: Spania (15%), Taiwan (14%), Italia (13%), China (13%), Singapore (9%), Germania (10%), Franța, Marea Britanie, Hong Kong, Polonia (câte 4% fiecare) [149, p.28]. În acest context, menționăm că Republica Moldova se plasează pe ultimul loc, înregistrând un volum al factoring-ului de doar 5 mln. euro, comparativ cu vecinii noștri, Ucraina, care a atins un volum de 592 mln. euro în 2022, și România – cu 7.847 mln. euro [149, p.30].

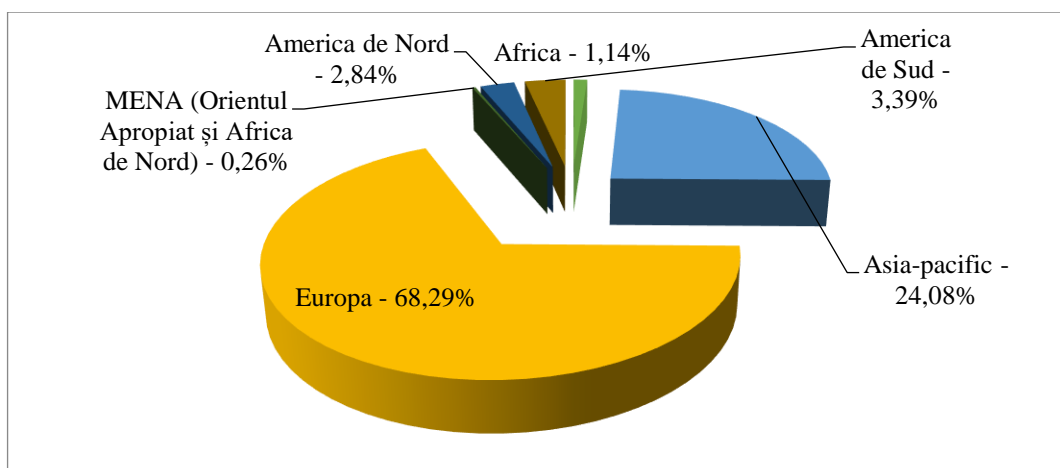


Figura 2.3 Structura pieții factoring-ului pe plan internațional în anul 2022

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor Factor Chain International/ www.fci.nl.

Din analizele și rapoartele prezentate de Asociația Internațională de Factoring, putem constata întâietatea țărilor europene la capitolul factoring, astfel ponderea factoring-ului pe continentul european este de peste 68,29% în anul 2022. Piața factoring-ului din Asia constituie 24% din volumul total al pieței internaționale a factoring-ului, revenindu-i astfel locul secund, iar continentul american deține o pondere de peste 6% [149, p.29].

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 2015-2022, astfel în această perioadă factoring-ul internațional a oscilat în limitele a 520-702 mln. euro. Spre deosebire de factoring-ul internațional, cel național a înregistrat în perioada 2015-2022 o creștere de peste 18%, de la 1.814 mln. euro la 3.659 mln. euro.

În același timp, poate fi constatată o creștere a factoring-ului național în perioada 2010-2022 cu peste 35%, de la 1.402 mln. euro în 2010 la 2.956 mln. euro în 2022. După cum este reflectat în statisticile acestui domeniu, rata anuală medie de creștere a factoring-ului în perioada 2009-2019 a constituit 11% anual. Din cauza crizei pandemice, în anul 2020 volumul factoring-ului s-a micșorat cu 6,5% anual, iar în prima jumătate a lui 2021 factoring-ul a cunoscut tendințe constante față de anul 2020, fără anumite valori negative, iar pentru anul 2022 tendințele ascendente ale factoring-ului au fost păstrate.

Domeniile care au recurs la finanțarea prin factoring au menținut aceleași tendințe în ultimii 10 ani. Astfel, principalii beneficiari ai factoring-ului pentru anul 2022 au fost: manufactura – cu 45%, care include: producerea bunurilor și serviciilor, industria textilă, mașini și utilaje; comerțul și distribuția marfurilor – cu 13%, construcțiile – 9%, prestarea serviciilor – 8%, transportul și comunicațiile – 7%, și alte sectoare – 15% [149, p.23]. Categoriile de beneficiari ai factoring-ului sunt în continuare entitățile mici și mijlocii, care dețin o cotă de 65%, și doar 35% din beneficiari reprezintă entitățile mari [149, p.23].

Piața factoring-ului în Uniunea Europeană

Tendințele pieței factoring-ului în spațiul UE sunt ascendente în ultimii ani, această piață fiind prima și cea mai atrăgătoare în acest domeniu. „În anul 2021 factoring-ul european practic a menținut aceleași tendințe ca și la nivel mondial, majorându-se cu peste 12%, iar volumul total a atins 2,0 trilioane euro, comparativ cu 1,8 trilioane euro în 2020” [142]. 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. În anii 2015-2021, în țările europene factoring-ul a înregistrat în medie o creștere cu peste 6,2% anual, oferind resurse pentru aproximativ 200 mii de întreprinderi mici, mijlocii și mari [142].

Piața factoring-ului din spațiul european concentrează aproximativ 68% din volumul total al factoring-ului mondial. „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. După cum se poate observa din figura 2.4, pentru prima oară în ultimii 10 ani, în 2020 în UE factoring-ul a înscris tendințe negative, 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 2022 tendințele de creștere au marcat circa 14%, sau un volum de 2.323 mld. euro față de anul 2020. Piața europeană a factoring-ului a avut în anul 2022 o pondere de 68,29% din volumul total al pieței internaționale a factoring-ului, plasându-se pe primul loc în lume. Din acest total, țările UE au realizat împreună un volum al factoring-ului de peste 1,8 mld. euro, raportat la PIB, iar pentru anul 2022 această cifră a constituit 12%.

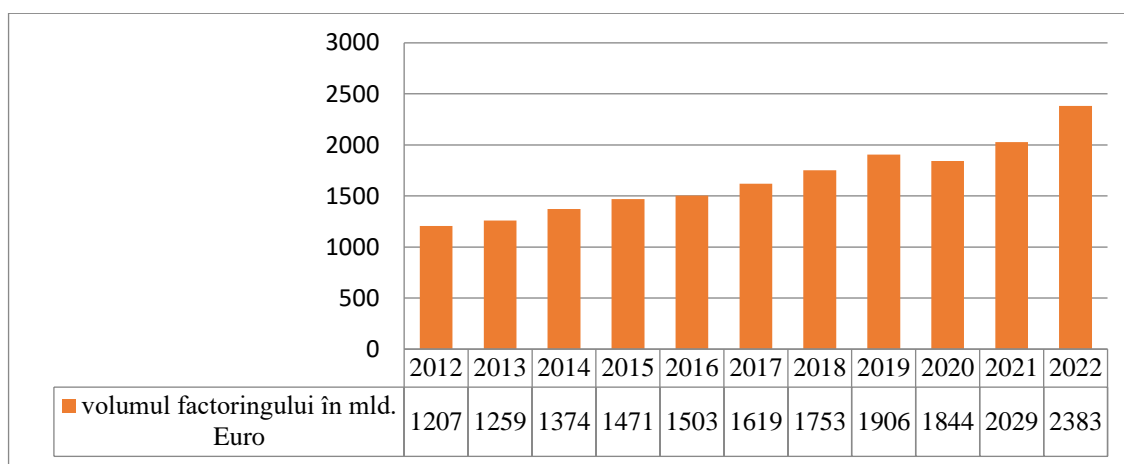


Figura 2.4 Volumul operațiunilor de factoring în spațiul UE în perioada 2011-2022

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 2022 s-au înregistrat în: Belgia – 23,2%, Spania – 18,5%, Portugalia – 16,6%, Olanda – 16,3%, Cipru – 16%, Țările de Jos – 16,3%, Franța – 15,2%, Polonia – 13,8%, Grecia – 12,7%, Marea Britanie – 11,7%, România – 10,4%, iar cel mai mic indicator a fost înregistrat în Luxemburg, cu doar 0,4% [146].

În spațiul european factoring-ul poate fi delimitat în: factoring intern sau domestic și factoring internațional. Conform altor clasificări, se face distincție între factoring-ul cu regres și factoring-ul fără regres. Analiza studiilor realizate ne permite să constatăm o predominare a factoring-ului național, cu o cotă de 82% față de factoring-ul internațional, caruia îi revine o cotă de doar 18%. 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].

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].

Astăzi factoring-ul poate fi considerat cea mai populară modalitate de finanțare pe termen scurt în rândul entităților, în special a IMM-lor din domeniul comerțului, industriei alimentare, industriei textile, transportului și telecomunicațiilor. 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.

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]. În ultimii ani, 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.

În străinătate, în special în SUA și în mai multe țări ale Europei de Vest, mecanismul de finanțare a riscurilor pentru proiectele inovatoare este activ folosit de peste un deceniu. Anume 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;
- ✓ au un termen determinat și fără plata dobânzii;
- ✓ sunt 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. Mecanismul finanțării prin intermediul capitalului de risc este redată în Anexa 15. 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.

Mecanismul investiției prin capitalul de risc

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].

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.

Diferențele dintre un simplu investitor și un investitor de capital de risc. 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:

1. riscuri mari și complexitatea prognozării;
2. profit mare al cazurilor de succes;
3. participarea personală a investitorului la dezvoltarea unui start-up;
4. retragerea integrală a investițiilor atunci când societatea ajunge la maturitate;
5. existența start-up-urilor cu potențial exploziv.

Uneori oamenii talentați care au propriile proiecte au nevoie de patroni, Business angels, ca tip de investitori de risc. 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.

Așadar, unul dintre cei mai de succes Business angels este Andy Bechtolsheim, care în august 1998 a investit 100 mii dolari SUA în proiectul Google, iar această investiție l-a făcut miliardar. Un alt jucător de risc cunoscut este Peter Thiel, care a investit 500 mii de dolari SUA în Facebook în august 2004, devenind un „investitor înger” pentru un proiect start-up, în schimb, a primit 10,2% din companie și calitatea de membru în Consiliul de administrație, iar după 8 ani, în 2012, profitul său din vânzarea de acțiuni a depășit 1 miliard dolari SUA.

Majoritatea oamenilor au auzit de Elon Musk ca de un manager renumit, dar el este și un capitalist de risc. După ce a părăsit „Stanford” în 1995, Musk a fondat proiectul „Zip2”, împrumutând 28 mii dolari de la tatăl său. Start-up-ul său a fost o versiune online a presei galbene (tabloidelor). Apoi, un mare investitor de risc este și Mor Davidov, care a venit în acelaș proiect, investind 3 mln. dolari, drept urmare, participația lui Musk în companie s-a diluat la 7%. În 1999, „Zip2” a fost vândut cu 307 milioane dolari, din care Musk a primit 22 milioane. În același an, Musk investește 10 mln. dolari SUA din veniturile sale în „X.com”, o companie de internet banking. În martie 2000, compania a fuzionat cu platforma „Confinity” fondată de Peter Thiel, iar în 2001, afacerea a fost redenumită „Paypal”. Până în februarie 2002, compania a făcut o IPO, iar opt luni mai târziu a fost absorbită de „IBM” pentru 1.500 mln. dolari SUA, Musk de data aceasta încasând 180 mln. dolari SUA.

Studiile efectuate în domeniul finanțării entităților prin intermediul capitalului de risc evidențiază o serie de caracteristici comune ale acestei finanțări. Astfel, Dumitrescu D. scoate în evidență principalele caracteristici ale acestui tip de finanțare, după cum urmează:

- ✓ „capitalul de risc este destinat entităților mici și celor cu tehnologii avansate, care sunt orientate spre elaborarea unor proiecte inovaționale de piață;
- ✓ capitalul de risc se acordă pe termen mediu și lung și nu poate fi retras înainte de realizarea proiectului;
- ✓ investițiile se fac în entitățile ale căror acțiuni încă nu se cotează pe piață, dar, totuși, prezintă un potențial de creștere;
- ✓ finanțarea prin capitalul de risc se realizează, de regulă, pentru o perioadă de 5-7 ani, prioritate având companiile inovaționale cu un evident potențial de creștere, dar care, deocamdată, încă nu înregistrează profituri considerabile în activitatea lor;
- ✓ capitalul de risc este destinat, în primul rând, susținerii ideilor netradiționale și originale pe piață, care, pe de o parte, sporesc riscul, iar pe de cealaltă parte, oferă un avantaj competitiv” [35, p.176].

Investițiile de risc pentru IMM joacă rolul unui catalizator care atrag după sine și alte tipuri de investiții, după ce cele dintâi s-au justificat și s-au valorificat deja prin creșterea veniturilor din vânzări, a rentabilității, extinderea pieței de desfacere etc. [36, p.102].

Analizele efectuate de OCDE prezintă dezvoltarea industriei de capital de risc drept „o condiție-cadru importantă pentru stimularea antreprenoriatului inovator” [17, p.80].

Caracteristicile principale ale investițiilor de capital de risc, așa cum sunt prezentate de Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică, sunt:

- ✓ „riscul este împărțit între fondul cu capital de risc și antreprenor;
- ✓ perioada pentru care se face investiția este de obicei între 3 și 7 ani;
- ✓ investitorii se implică la nivel strategic în dezvoltarea afacerii, oferind consultanță antreprenorilor cu scopul de a maximiza rentabilitatea investiției pe termen lung;
- ✓ înainte de analiza financiară a investiției, investitorii evaluează piața pe care activează compania, strategia și echipa de management;
- ✓ această categorie de investitori nu urmărește în principal obținerea de câștiguri din distribuția de dividende, ci câștigurile care se pot obține la „ieșirea” din investiție. În această ultimă etapă, compania în care s-a investit este listată la bursă sau este vândută către alt investitor” [17, p.80].

Finanțarea prin capitalul de risc presupune, în faza inițială, cercetarea domeniului în care se va investi ulterior. Aceasta este determinată de faptul că, capitalul de risc presupune să se investească sume mai mari, în mai puține companii, această cercetare de bază fiind foarte importantă. 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 integrate în noua rețea de afaceri au șanse mari de reușită și pot elabora și dezvolta produse noi specifice domeniului de activitate.

După verificarea domeniului companiei în care urmează a se investi, firma sau investitorul va recurge la finanțare. Aceste fonduri pot fi oferite simultan, însă, mai degrabă, capitalul este furnizat în tranșe. Entitatea sau investitorul 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, investitorul iese din companie, demarând o fuziune, o achiziție sau o ofertă publică inițială. 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). Etapele investiției prin capitalul de risc este redată în anexa 14. De regulă, cu cât etapa de finanțare este mai târzie, cu atât suma investită este mai mare.

Diferența dintre investițiile de capital de risc și business angels

Globalizarea, concurența, progresul tehnologic, în special cel informațional, au generat o diversitate semnificativă în ceea ce privește formele de organizare a capitalului. Cu referire la modalitățile de finanțare prin capitalul de risc, se evidențiază două elemente fundamentale: business angels și capitalul de risc. La modul general, unii autori definesc business angels ca o persoană cu venituri mari care investește în proiecte antreprenoriale. Deși business angels îndeplinesc multe dintre aceleași funcții ca și investitorii de capital de risc, ei investesc, mai degrabă, propriul capital decât cel instituțional sau al altor investitori.

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]. 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. Deși există diferențe semnificative între business angels și capitalul de risc, cele două forme de organizare a capitalului sunt dintre cele mai asemănătoare pe piața de capital care vizează un grad mare de risc. O sinteză a diferențelor dintre *îngerii de afaceri* și capitalul de risc este redată în tabelul 2.3. Business angels este o oportunitate utilizată la nivelul investițiilor în afacerile care înregistrează potențial mare de creștere, o formă poate puțin mai Elaborat la anumite culturi organizaționale, în care piața de capital nu este foarte bine dezvoltată sau în care riscul nu are o toleranță mare la nivelul mediului de afaceri.

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

definiște 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].

Tabelul 2.3 Analiza comparativă dintre capitalul de risc și business angels

Capitalul de risc (VC)	Business angels (BA)
Atrage fonduri din surse private, precum resursele financiare ale altor persoane fizice sau juridice	Folosește resursele financiare proprii sau resursele împrumutate în cantități reduse
Capitalul de risc este purtător de costuri fixe, în acest sens rentabilitatea este afectată de costuri administrative	Costurile administrative sunt mult mai reduse sau lipsesc, rentabilitatea investiției nefiind afectată
Se fac investiții în companii sau proiecte de anvergură, aflate în atenția pieței de capital, în proiecte mature	Se fac investiții în companii puțin tolerate de piața de capital și în sume mai mici în comparație cu capitalul de risc, existând posibilitatea investiției în proiecte aflate în stadii incipiente
Se mizează pe o ieșire rapidă, iar toleranța la risc este una mult mai mare	Oferă o stabilitate mai mare a investiției, nu se mizează pe o ieșire rapidă, iar riscul tolerat este mult mai mic
Are o implicare redusă ca intesitate în activitatea companiei	Se implică în conducerea companiei, în politica investițională sau în politica de dezvoltare a companiei

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

După V. Dumitrescu, „Fondurile de venture capital investesc într-un portofoliu de IMM-uri știind că unele vor reuși, altele vor eșua, iar altele vor avea performanțe medii sau submedie. De obicei, viața unui fond de venture capital este de 10 ani, la capătul căreia parteneriatul se dizolvă și își distribuie activele către parteneri” [35, p.176]. În unele cazuri, de exemplu, când partenerii sunt de acord, se poate extinde perioada de funcționare a fondului până la 15-20 de ani. De obicei, investițiile în IMM-urile de tip start-up se realizează în primii 3-4 ani, după care urmează investiții suplimentare în portofoliul companiilor în următorii ani. În general, „în cazul companiilor aflate în stadii timpurii de dezvoltare, regula stabilită este ca după runda inițială de investiții să urmeze și investiții suplimentare” [35, p.177].

Fondurile de capital de risc sunt fonduri de investiții care gestionează banii investitorilor care caută participanți de capital privat în entitățile mici și mijlocii, cu potențial de creștere puternic. Aceste investiții sunt, în general, caracterizate drept anumite oportunități cu un risc și randament ridicat. Fondurile de capital de risc oferă instrumente de investiții de capital privat care încearcă să investească în firme cu grad ridicat de risc și rentabilitate înaltă, bazate pe mărimea, activele și etapa de dezvoltare ale produselor.

Fondul de capital de risc este în căutarea investițiilor de capital privat, ce au potențialul de a genera profituri pozitive pentru investitorii lor. Aceasta presupune că „managerul/managerii fondului analizează sute de planuri de afaceri în căutarea unor companii cu potențial de creștere. Managerii de fonduri iau decizii de investiții pe baza prospectului și a așteptărilor investitorilor fondului. După efectuarea unei investiții, fondul plătește o taxă anuală de gestionare de aproximativ 2%” [88, p.40].

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 – chiar esențială – pentru obținerea de capital, mai ales dacă acestea nu au acces la piețele de capital, împrumuturi bancare sau alte instrumente de finanțare. 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].

Pentru start-up-urile inovatoare, obiectivul de bază este de a găsi un investitor cu capital care ar putea susține demararea afacerii cu sume mari de bani, iar acest criteriu este cel mai bine realizat de fondul de capital de risc. Acest tip de capital este atractiv pentru companiile mici, tinere, necunoscute pe piață, aflate în imposibilitatea de a aduna acest capital pe piață sau prin împrumuturi bancare. Cu toate că există mai multe posibilități și modele de finanțare a start-up-urilor, printre care și programele de accelerare/îmbunătățire, capitalul de risc s-a dovedit mai indicat pentru acest tip de antreprenariat. Beneficiile oferite de finanțarea prin capital de risc sunt enumerate în figura 2.5.

Analizele realizate au scos în evidență 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.

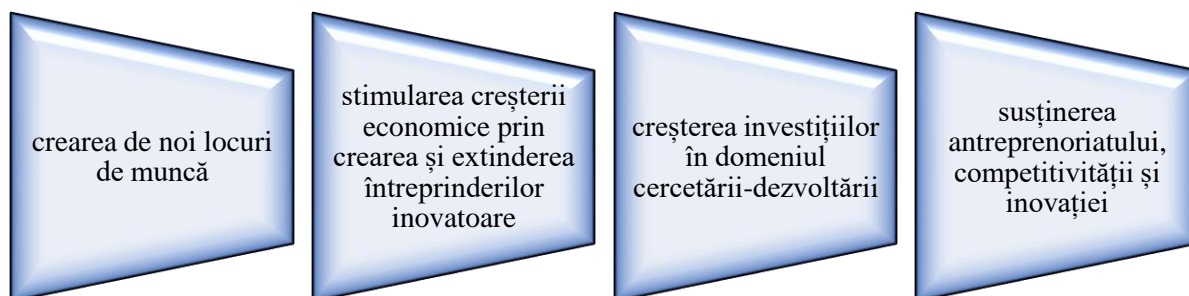


Figura 2.5 Beneficii oferite de finanțările prin capital de risc sistemului economic

Sursa: *Elaborată de autor*

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.

Scopul investitorilor din domeniul capitalului de risc este unul comun și presupune investirea sub formă de capital social în start-up-uri, pentru a obține profit în urma dezvoltării entității și vânzării ei către alți investitori strategici după o perioadă determinată de timp. Capitalul de risc se poate realiza sub forma unei investiții directe pe termen lung, în companii cu grad de risc sporit, aflate la trecerea în faza de dezvoltare.

După cum menționează Stefanova J. în lucrarea sa, „investițiile cu capital de risc au rolul de a stimula proiectele inovative, know-how-urile, precum și noile forme de afaceri. Respectiv, aceste investiții sunt realizate de fondurile de capital de risc, considerate participanți profesioniști pe piața de capital, care gestionează banii oamenilor și ai companiilor mari. Volumul acestor investiții poate varia între 5 și 20 milioane de dolari, iar investițiile mai mici de aceste sume nu sunt luate în considerare, din cauza costurilor administrative ridicate pe care le suportă fondurile de capital de risc” [230, p.52]. Abordările privind finanțările prin capitalul de risc fac distincție între două viziuni total diferite în acest domeniu, respectiv practica europeană și practica americană a finanțărilor. Elementele specifice acestui domeniu sunt reflectate în tabelul de mai jos (tabelul 2.4). Principala deosebire dintre cele două viziuni o constituie infrastructura favorabilă acestui tip de finanțare. Astfel, piața americană se bucură de o infrastructură bine determinată, comparativ cu regiunea europeană, care nu se poate bucura de acest avantaj, europenii fiind mai sceptici la acest capitol. Regiunea americană deține în ultimii ani primul loc la capitolul finanțărilor prin capitalul de risc, depășind un volum de peste 200 mld. dolari SUA la sfârșitul anului 2020, pe

când volumul acestor finanțări în Europa a atins doar puțin peste 30 mld. dolari, ceea ce este, de fapt, de 7 ori mai puțin.

Tabelul 2.4

Particularitățile finanțării prin capitalul de risc în SUA și în Europa

Indicatorii	SUA	Europa
Companii în care se fac investiții de capital de risc	24% - faza de lansare a afacerii 41% - faza de extindere 10% - MBO și LBO	23% - faza de lansare a afacerii 52,8% - faza de extindere a afacerii 19% - MBO și LBO 6% - altele
Specialiștii implicați	Antreprenori, oameni de afaceri	Bancheri, contabili, auditori
Forma răspândită de finanțare	Finanțare în faza inițială de dezvoltare	Finanțare în faza de dezvoltare a afacerii
Nucleul sistemului financiar	Piața de capital, NASDAQ	Băncile comerciale
Formele de finanțare răspândite	Cumpărarea acțiunilor simple și preferențiale	Contribuții în capitalul social, împrumuturi pentru completarea activelor curente
Ieșirea	Ofertă publică primară	Vânzarea unui investitor strategic
Prezența infrastructurii pentru investiții în companii tinere inovative	Da	Nu

Sursa: Elaborat de autor în baza sursei [101, p.134].

Practica americană denotă preferința finanțării companiilor în faza de lansare, ceea ce explică că prioritate o au start-up-urile, la polul opus situându-se practica europeană, care reflectă o preferință pentru finanțarea în faza de extindere a afacerii.

Studiile la capitolul 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].

În scopul trecerii către o piață paneuropeană de capital de risc, Uniunea Europeană a adoptat în 2013 un regulament dedicat fondurilor europene de capital de risc (nr. 345/2013). Acesta stabilește o nouă abordare privind „*Fondul european de capital de risc*”, care prevede noi măsuri ce permit investitorilor cu capital de risc să își comercializeze fondurile pe teritoriul UE, în baza unui set unic de norme. Astfel, conform prevederilor Regulamentului nr. 345/2013 privind Fondul european cu capital de risc, sunt stabilite „norme uniforme privind distribuirea în Uniune a fondurilor cu capital de risc eligibile pentru investitori eligibili, structura portofoliului fondurilor de capital de risc eligibile, instrumentele și tehnicile de investiții eligibile utilizate de fondurile cu capital de risc eligibile, precum și organizarea, conduita și transparența administratorilor fondurilor care, respectiv, să distribuie fonduri de capital de risc eligibile” [76].

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 finanțării 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 finanțării cu capital de risc a fost înregistrat în anul 2018, cu un volum al finanțării 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 finanțării prin capital de risc cu 19% după volumul finanțării, iar după numărul de tranzacții – cu 13% [202]. 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 16). În anul 2022, investițiile în capitalul de risc au scăzut la nivel global pentru al patrulea trimestru consecutiv. Deși totalul investițiilor în capitalul de risc arată deosebit de scăzut în comparație cu nivelul record trimestrial stabilit în același trimestru al anului 2021, acesta a rămas comparabil cu nivelurile de investiții observate înainte de debutul pandemiei de COVID-19. Condițiile macroeconomice globale provocatoare au determinat tendințele descendente în toate regiunile. Războiul din Ucraina, ratele ridicate ale inflației, creșterea rapidă a ratelor dobânzilor, creșterea prețurilor la energie, amenințarea unei recesiuni globale și alți factori macroeconomici combinați au avut un rol decisiv

la crearea unei furtuni de provocări pe piața globală de capital de risc în 2022. Aceste condiții au determinat o aliniere semnificativă a tendințelor majore de investiții în diferite regiuni, umbrind mult mai multe preocupări localizate pe parcursul trimestrului.

Investițiile de capital de risc atât în America, cât și în Asia au scăzut pentru al patrulea trimestru consecutiv în 2022, 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].

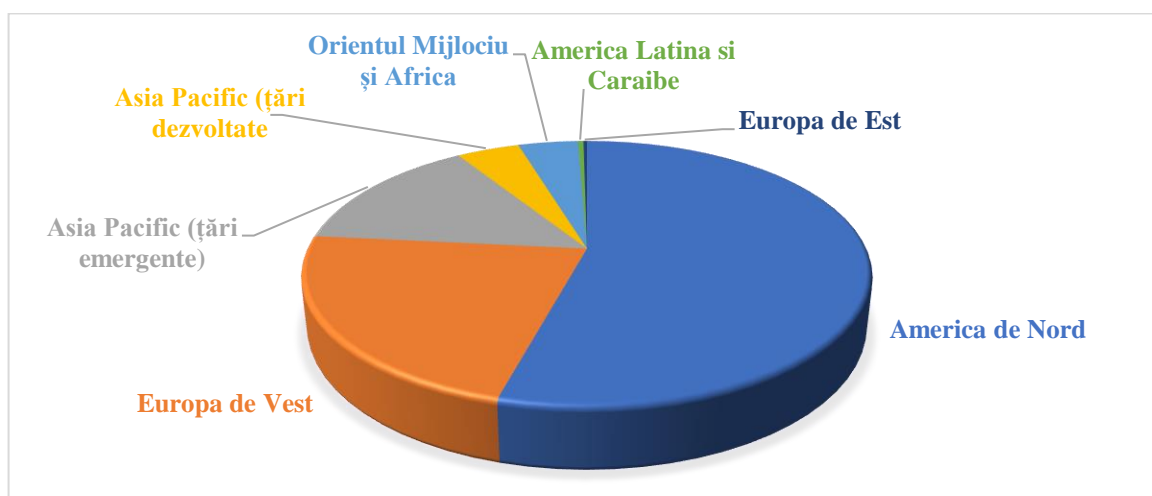


Figura 2.6. Structura pieței internaționale a finanțării cu capital de risc după numărul de tranzacții în anul 2022

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 2022. 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 biomedicinii. 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 în 2022 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. Pe lângă capitalurile mari de la Verkor, compania de infrastructură de energie regenerabilă din Estonia, Sunly, a obținut 196 mln. dolari SUA, compania de energie cu hidrogen din Belgia, Tree Energy Solutions, a acumulat 129 mln. dolari SUA, iar compania de finanțare a energiei regenerabile din Norvegia, Empower New Energy, a înregistrat venituri de 74 mln. dolari SUA. 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. 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. Suedia, care la fel face parte din țările Europei de Nord, s-a plasat pe locul patru în 2021. Pe de altă parte, Europa de Vest a atras finanțări în marime de peste 15 mld. dolari SUA în 2021. Primele trei țări la acest capitol sunt Germania, Franța și Elveția, care fac parte din topul primelor țări din lume după volumul de finanțări și numărul de investiții.

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 finanțării 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 rundele 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 Franța, Guvernul a decis să lanseze un plan cuprinzător de care vor beneficia start-up-urile, oferindu-le garanții, credite fiscale accelerate, finanțare și anumite măsuri de lichiditate. Printre acestea, Guvernul împreună cu Banca Publică de Investiții Bpifrance au decis să aloce 80 mln. euro pentru a ajuta start-up-urile care erau în proces de colectare de noi fonduri. Acest pachet este disponibil ca un mecanism de cofinanțare cu participarea investitorilor privați, ceea ce va crește investiția totală în ecosistem la 160 de mln. euro. Start-up-urile vor avea, de asemenea, dreptul de a împrumuta pe un termen de până la doi ani pentru angajații rezidenți în Franța, sau 25% din veniturile anuale [198].

În Marea Britanie a fost lansat în 2020 *Pachetul pandemic Corona pentru afaceri inovatoare*, care presupune o investiție de 500 mln. de lire sterline, numit „*Fondul viitor*”, pentru companiile cu creștere mare afectate de criză, alcătuit din finanțare de la guvern și sectorul privat, precum și 750 mln. de lire sterline din fondul de granturi și împrumuturi pentru IMM-urile axate pe cercetare și dezvoltare.

Un alt exemplu de susținere și promovare a finanțării cu capital de risc este cel al Luxemburgului, care înregistrează peste 500 de start-up-uri; în ultimii ani, între 5 și 10 start-up-uri au atras o finanțare de peste 2 mln. euro anual de la investitori. Țara a invitat start-up-urile să depună proiecte legate de dezvoltarea de produse inovatoare, tehnologice și a pus la dispoziție o sumă de până la 150.000 euro per proiect. Programul a fost acceptat la scară largă și a primit numeroase cereri de la start-up-uri. În afara contextului pandemic, țara sprijină ecosistemul, printre care *Fondul Luxemburg pentru viitor* (LLF), în valoare de 150 mln. euro, care urmărește să stimuleze diversificarea și dezvoltarea sustenabilă a economiei naționale prin atragerea

managerilor fondurilor de capital de risc și de inovații de la început până la ultimul stadiu de dezvoltare a afacerilor. De asemenea, în 2020 din acest fond a fost alocată o sumă de 13,4 mln. euro ca ajutor financiar pentru proiectele de cercetare și dezvoltare (C&D) către 44 de start-up-uri.

În general, eforturile depuse în timpul pandemiei demonstrează un interes sporit al multor țări de a sprijini start-up-urile locale, ceea ce este văzut ca un motor pentru creșterea și ocuparea forței de muncă în viitor. În același timp, crește numărul antreprenorilor de succes care au un interes similar – să investească în ecosistem și să creeze o prosperitate sigură 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.

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

Pandemia provocată de virusul COVID-19 a demonstrat cu prisosință necesitatea utilizării tehnologiilor informaționale atât în procesul de gestiune a entităților economice, cât și în procesul de obținere 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.

Literatura de specialitate evidențiază crowdfunding-ul ca fiind cea mai nouă modalitate de finanțare. În acest context poate fi menționată viziunea autorilor ruși Gambeeva N. și Kojuhova I. [102], care în cercetările lor stabilesc anul 2006 ca fiind anul primei apariții a acestei modalități de finanțare, fiind totodată asociată, în limbajul cotidian, cu dezvoltarea tehnologiilor informaționale și de comunicare. Însă, ideea finanțării populare a anumitor proiecte nu este absolut nouă. Crowdfunding-ul a fost practicat sub o formă sau alta cu sute de ani în urmă până la etapa aplicării lui în economia contemporană. Încă în sec. XVIII în Europa apare așa-numitul crowdfunding umanitar și literar. În anul 1973, poetul A.Poup se ocupa de traducerea Iliadei, iar pentru publicarea operei era nevoie de o sumă de bani de care acesta din urmă nu dispunea. Astfel, poetul s-a adresat societății pentru colectarea de fonduri necesare pentru editarea primului volum tradus al Iliadei. Cei care au sponsorizat editarea acestui volum au primit în calitate de recompense primele exemplare tipărite. În așa fel, Poup a scos de sub tipar cinci volume ale acestui poem, după care a început traducerea Odiseei. Modele asemănătoare au fost utilizate ulterior și de către alți autori și case editoriale [138, p.2179].

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].

În accepția contemporană, conceptul de „internet-crowdfunding” a apărut în 1997. Un prim-exemplu menționat aici de literatura de specialitate este cel prin care admiratorii trupei Marillion au organizat o „internet-campanie” de colectare de fonduri în sumă de peste 60 mii dolari pentru turneul trupei prin orașele SUA. Ulterior, trupa a utilizat acest model financiar de colectare de fonduri pentru înregistrarea discurilor sale. Tot în acest context poate fi adus și exemplul președintelui SUA Barack Obama, care a refuzat finanțarea campaniei sale electorale din bugetul de stat și a colectat, pentru alegerile la cel de-al doilea mandat al său, peste 200 mln. dolari. Doar într-o lună au fost colectate donații de la 1,8 mln. de persoane, valoarea medie a unei donații constituind 53 dolari [138, p.2180]. Pe măsura dezvoltării mecanismului de finanțare populară, beneficiari ai acestuia au fost inventatorii, politicienii, pictorii, oamenii de afaceri, organizațiile de binefacere, astfel sfera de utilizare a crowdfunding-ului a devenit una susceptibilă tuturor domeniilor, de la cel cultural-artistic până la cel economic.

După cum menționează Gambeeva 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.

Abordările în domeniul crowdfunding-ului scot în evidență câteva modele ale acestei forme de finanțare. Cea mai populară formă de crowdfunding o reprezintă modelul anglo-saxon. 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].

Crowdfunding-ul presupune o platformă care servește în calitate de intermediar, unde se întâlnesc donatorii și recipienții 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 2.7.

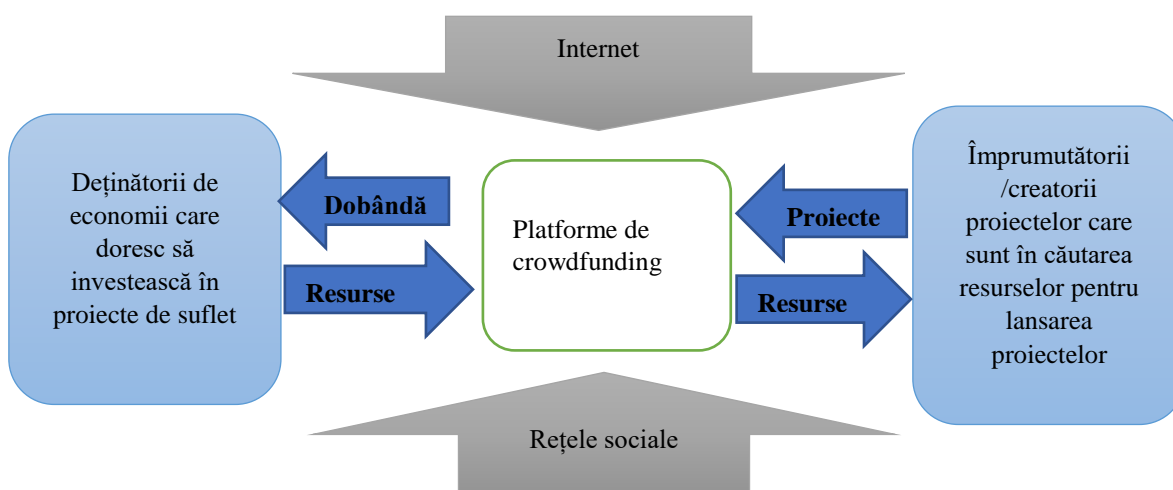


Figura 2.7: Mecanismul finanțării prin crowdfunding

Sursa: Elaborată de autor

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.

Practica internațională scoate în evidență câteva modele de finanțare prin crowdfunding (tabelul 2.5), printre care enumerăm: modelul anglo-saxon, modelul european, specific țărilor UE, cel est-european, precum și cel asiatic. Finanțarea participativă este dezvoltată 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 1mln. dolari” [196].

Tabelul 2.5. Modele de finanțare prin crowdfunding

Modelul de finanțare	de	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-umanitare (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 creditare; 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].

Conform art.1 din Regulamentul (UE) privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri, „finanțarea participativă se afirmă din ce în ce mai mult ca o formă consacrată de finanțare alternativă pentru entitățile nou-înființate (start-up-uri) și pentru entitățile mici și mijlocii (IMM-uri), bazată de obicei pe investiții mici. Finanțarea participativă reprezintă un tip de intermediere a cărei importanță este în creștere și în cadrul căreia un furnizor de servicii de finanțare participativă, fără a-și asuma el însuși riscuri, administrează o platformă digitală, deschisă publicului, pentru a pune în legătură sau pentru a facilita punerea în legătură a potențialilor investitori sau împrumutători cu mediul de afaceri care caută finanțare” [75, art.1].

În contextul dezvoltării crowdfunding-ului în UE, este necesar de a evidenția introducerea de către mai multe state membre a unui cadru normativ-legislativ și instituțional privind finanțarea participativă. Noile prevederi sunt elaborate în conformitate cu particularitățile conjuncturii pieței locale și ale investitorilor locali. Condițiile de funcționare a platformelor de finanțare participativă, gama de activități permise și cerințele în materie de autorizare diferă de la un stat la altul.

Printre țările asiatice, cel mai mare succes în dezvoltarea crowdfunding-ului aparține 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].

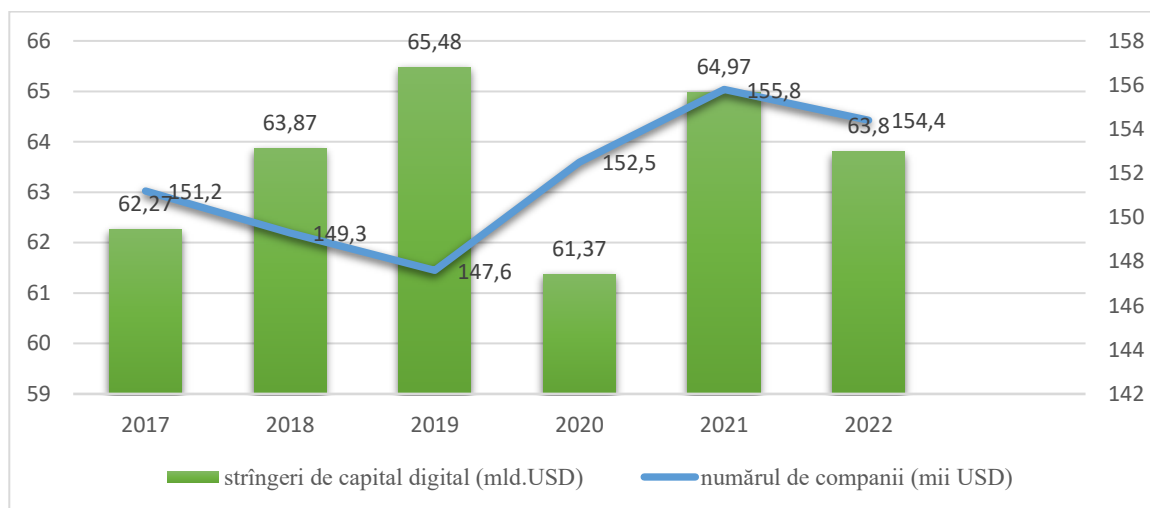


Figura 2.8 Evoluția pieței crowdfunding-ului la nivel mondial în perioada 2017-2022

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

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.2.8).

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.

În prezent, piața de crowdfunding se confruntă cu o creștere constantă, pe măsură ce tot mai mulți antreprenori, inventatori și artiști apelează la crowdfunding ca mijloc de finanțare a proiectelor lor. 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.

După cum s-a menționat, unul dintre cei mai mari factori de creștere în industria de crowdfunding este promovarea gratuită pe rețelele sociale, fapt ce permite prevânzarea unui produs, acționând cu o strategie de marketing minimă. Multe inițiative de crowdfunding folosesc rețelele sociale ca mijloc de comunicare, deoarece le permite să urmărească traficul de trimitere către site-uri web. Prin urmare, o companie poate susține liber o idee pe rețelele sociale, care se așteaptă să impulsioneze piața globală de crowdfunding în perioada de prognoză.

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.

Procesele din ultimii ani din cadrul economiei mondiale (criza mondială din 2007-2008, dezvoltarea tehnologiilor informaționale) 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, crowdfunding. 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 la suma investițiilor efectuate pentru un anumit proiect și la un anumit investitor.

În SUA activitatea platformelor de crowdfunding este reglementată de actele normative adoptate de Comisia pentru valori mobiliare și a burselor (SEC). Cel mai important act legislativ în domeniul finanțării participative în SUA este reprezentat de JOBS Act, Jumpstart Our Business Startups Act, adoptat în 2012, care a intrat în vigoare abia în 2016. În limitele legii, „se permite atragerea până la 1 mln. dolari SUA online, în cantitate maximă de la 2.000 de investitori” [196].

Investitorul primește acțiunile companiei, dividendele și dreptul la vot în cadrul adunărilor generale ale acționarilor. La fel, este stabilită o limită a investițiilor pentru investitorii neprofesioniști, pe parcursul unui an, de până la 5% din mărimea venitului anual net, în cazul în care venitul anual net constituie până la 100 mii dolari SUA și până la 10% în cazul în care venitul net este mai mare de 100 mii de dolari SUA. Printre cele mai populare forme ale crowdfunding-ului american pot fi enumerate următoarele:

- ✓ crowdfunding-ul creditar;
- ✓ crowdfunding-ul de acționariat;
- ✓ crowdfunding-ul criptovalutelor.

Primele două forme menționate sunt reglementate prin acte normativ-legislative, iar cea de-a treia formă nu este supusă reglementărilor și se află în afara controlului, cu toate că în ultimii ani în domeniul criptovalutelor se investesc sume enorme.

Una dintre cele mai cunoscute platforme de crowdfunding creditar din SUA este platforma LendingClub. Alte platforme cunoscute de crowdfunding sunt: CircleUp și RockThePost. Alături de platformele de creditare și acționariat, în SUA se dezvoltă și platforme pentru cultură și proiecte științifice, precum: AstistShare, PledgeMusic, Benefunder etc. Principalele caracteristici ale crowdfunding-ului în SUA sunt:

- ✓ taxe relativ mici;
- ✓ utilizarea diferitor strategii de investiții;
- ✓ un prag al investițiilor destul de ridicat;
- ✓ orientarea doar spre investitorii americani.

Începând cu anul 2016 în SUA au apărut burse unde puteau fi comercializate cote-părți ale anumitor proiecte, adică piața americană a crowdfunding-ului și-a conturat o anumită infrastructură, simplificând accesul investitorilor particulari la operațiuni cu instrumentele acestuia. Astfel, start-up-ul CFX Markets în ianuarie 2016 a lansat platforma pe care puteau fi comercializate cote ale proiectelor investiționale. Compania a încheiat contracte pentru atragerea resurselor considerabile prin intermediul crowdfunding-ului. Investitorii care au cumpărat cote într-un anumit proiect puteau să le expună la vânzare pe CFX Markets. Comisionul plății pe platforma CFX Markets constituie 2,5% din valoarea activului, achitat de ambele părți participante.

Factorii care au stat la baza dezvoltării pieței americane a crowdfunding-ului sunt:

- prezența unei baze normativ-legislative ce promovează transparența, dimensiunile și progresul în domeniul tehnologiilor de crowdfunding;
- infrastructura dezvoltată, care simplifică accesul investitorilor particulari.

În Marea Britanie, reglementarea crowdfunding-ului ține de competența Direcției pentru reglementarea financiară și control (FCA), un organ independent neguvernamental. La fel ca și în SUA, reglementările britanice stabilesc limita investițiilor prin crowdfunding pentru investitorii neprofioniști, în mărime de 10% din capitalul lor investițional anual. Pentru investitorii profesioniști nu există limite ale sumelor investite și nici cerințe obligatorii, inclusiv de verificare a antecedentelor în procesul de selectare a proiectelor. Platformele trebuie să dezvăluie esența serviciului, precum și informații corespunzătoare acestuia; dezvăluirea informațiilor cu privire la caracterul serviciului în așa fel încât investitorii să fie siguri că procedura „due diligence” este aplicată corespunzător și să identifice necesitatea realizării unei astfel de proceduri înainte de a investi. Dezvoltarea rapidă a sectorului britanic de crowdfunding la fel se datorează susținerii oferite de executivul țării. Această modalitate de finanțare alternativă a obținut o răspândire largă în Marea Britanie datorită noii platforme ZORA [124]. Creditarea națională (socială) astăzi este deja o obișnuință, iar crowdfundul se bucură de o popularitate tot mai mare grație normelor legale ce garantează securitatea investitorilor. Una dintre particularitățile platformelor britanice de crowdfunding sunt taxele relativ mari, spre deosebire de SUA, și un prag de rentabilitate redus al investițiilor.

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 [75], 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 clienței (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 guvernare 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].

Franța este una dintre primele țări care a adoptat o legislație specifică domeniului crowdfunding-ului, având înregistrați peste 30 de furnizori de finanțare participativă. În octombrie 2014 a intrat în vigoare un proiect de lege care înlesnea activitatea platformelor de crowdfunding. Conform acesteia, portalurile investiționale și resursele intermediare au fost divizate în următoarele categorii:

1. platforme pentru împrumuturi acordate cu o anumită dobândă (IFP);
2. platforme cu resurse pentru realizarea acțiunilor (CIP);
3. platforme cu resurse pentru prestarea serviciilor financiare (PSI).

Toate aceste trei tipuri de platforme trebuie să fie înregistrate la Asociația pentru certificarea intermediarilor în asigurare, activității bancare și finanțelor (ORIAS). Platformele cu resurse pentru prestarea serviciilor financiare (PSI) reprezintă în sine cea mai profesionistă platformă de crowdfunding, ai cărei clienți trebuie să dețină un capital minim prestabilit. Legea stabilește o valoare maximă a finanțărilor de 1.000 euro per investitor. Aceste limite sunt stabilite pentru apărarea investitorilor de eventualele pierderi prea mari [155].

Analiza practicii franceze în domeniul crowdfunding-ului atestă o rată de succes de 99,65% a proiectelor finanțate prin intermediul platformelor de crowdfunding în domeniul creditar, cu o durată medie a finanțărilor de până la 33 de luni și o rată medie a costului finanțării de 5% [155].

Italia a fost una dintre primele țări din Europa și printre puținele în lume care a reglementat crowdfunding-ul. Datorită Decretului legislativ nr.50/2017 și noilor prevederi CONSOB din 2018, următoarele tipuri de companii au dreptul să acceseze finanțări prin crowdfunding:

- „microentitățile cu un efectiv de angajați care nu depășește 10 persoane, iar cifra de afaceri nu depășește 2 mln. euro;
- întreprinderile mici cu un efectiv de angajați de până la 50 de persoane, iar cifra de afaceri nu depășește 10 mln. euro;
- entitățile medii cu un efectiv de angajați de până la 50 de persoane, iar cifra de afaceri nu depășește 43 mln. euro” [104].

Pe portalurile de crowdfunding se pot implica membri ai societății, aceștia fiind obligați să respecte principiile transparenței. Administratorii platformelor de crowdfunding trebuie să dezvolte scheme compensative, în scopul apărării investitorilor lor. În calitate de alternativă, acești

conducători pot, de asemenea, prevedea contracte de avertizare, de asigurare împotriva anumitor riscuri, care pot apărea în procesul executării obligațiilor lor profesionale, ce acoperă suma de minimum 20.000 euro pentru fiecare obligație și de 1 mln. euro – pentru toate obligațiile din decursul unui an.

Germania este țara unde crowdfunding-ul s-a dezvoltat mai târziu, comparativ cu Franța și Marea Britanie. Equity crowdfunding din Germania deține 33% din totalul tranzacțiilor de crowdfunding, ceea ce constituie cea mai înaltă rată din Europa. Principiile reglementării crowdfunding-ului în Germania sunt următoarele:

- fondurile proprii minime pentru lansarea platformei constituie 50.000 euro;
- valoarea maximă a finanțărilor per proiect este de 2,5 mln. euro;
- limita investițiilor pentru investitorii care dețin un patrimoniu mai mare de 10.000 euro este de 10.000 euro [104].

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 19. 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.

Analizele realizate la nivel european permit constatarea faptului că principalii beneficiari ai crowdfunding-ului sunt entitățile mici și mijlocii nou-create. Conform datelor publicate în Barometrul crowdfunding-ului din Franța, realizat de Mazars, „în anul 2020 au fost lansate 13.796 de proiecte pentru sectorul IMM, promovate pe platformele de crowdfunding. Conform aceluiași studiu, în anul 2020, 3.820 de IMM-uri au colectat circa 56 mln. euro din împrumuturi prin platformele de crowdfunding, pentru o perioadă medie de 33 de luni, la o rată a rentabilității pentru creditori în marime de 6,27%. Suplimentar, la rata dobânzii creditorilor se adaugă și comisionul platformei de crowdfunding, care în medie constituie 4,41%” [155, p.19].

Toate platformele de crowdfunding sunt platforme digitale, fapt ce permite actorilor lor mobilizarea foarte rapidă a resurselor de la creditor la debitor. Pentru a permite companiilor depășirea întreruperii activităților cauzate de pandemia Covid-19, Guvernul francez a stabilit un dispozitiv nou prin care garantează până la 300 mld. euro sub forma împrumuturilor garantate de stat. La 22 aprilie 2020, Senatul a adoptat Amendamentul 341 privind înregistrarea platformelor de împrumut cu statutul de intermediar în crowdfunding (IFP) pentru mecanismul de grant al împrumuturilor garantate de stat. [155, p.4].

Un alt model al finanțării prin crowdfunding este cel japonez, care este cu mult mai modest decât cel al Chinei, dar care este unul destul de bine reglementat și dezvoltat. Cele mai populare în Japonia și China sunt crowdfunding-ul creditar și cel investițional. Aceste două forme sunt reglementate, în Japonia, de Legea cu privire la controlul utilizării banilor (*Money Lending Control Act*), precum și de Legea cu privire la valorile mobiliare, în scopul protejării debitorilor și investitorilor și creării unei piețe investiționale corecte și transparente. Legislația japoneză divizează investitorii pe platformele de crowdfunding în două mari categorii: calificați și necalificați. Astfel „pentru investitorii calificați, pentru a participa sau a crea platforme de crowdfunding, trebuie să fie înregistrați la Agenția Serviciilor Financiare, suma minimă pentru un investitor calificat pe platforma de crowdfunding fiind de 10 mln. yeni, sau 100 mii dolari SUA. Pentru investitorii necalificați, limita aportului pe platforme este stabilită la 5 mii dolari SUA. La moment, platformele japoneze sunt axate pe modelul creditar al finanțării, care aduc investitorilor un venit de la 2% la 10% anual” [138, p.2182].

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, investitor 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 17). 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].

Crowdfunding-ul prin împrumut sau crowdlending-ul permite particularilor și instituțiilor de a împrumuta direct de la întreprinderi sau de la persoane particulare. Cea mai importantă platformă de crowdlending din lume este LendingClub, creată în 2006 în SUA, pentru a gestiona o platformă de împrumut online care permite împrumutătorilor de a obține un împrumut, iar investitorilor de a procura titluri care sunt valorificate pentru rambursarea împrumuturilor.

O caracteristică de bază a finanțării prin crowdfunding o constituie parteneriatul dintre platforma de finanțare și anumiți actori financiari, inclusiv bănci comerciale și alte instituții de credit. Analiza principalelor parteneriate dintre platforma de crowdfunding și alți actori a scos în evidență următoarele tendințe:

- instituirea parteneriatelor tehnice de gestiune a soluțiilor de plată;
- instituirea parteneriatelor comerciale de distribuție a produselor/serviciilor complementare;
- instituirea parteneriatelor financiare cu privire la investițiile de capital, strângerile de fonduri etc [205].

Cele mai populare platforme de crowdfunding pe plan internațional sunt prezentate în Anexa 18.

Din informațiile prezentate anexa, constatăm că principalii parteneri ai platformelor de crowdfunding sunt băncile comerciale, care au reușit prin aceste parteneriate să beneficieze de o popularitate înaltă și de o imagine pozitivă în societate, prin susținerea start-up-urilor și a proiectelor inovatoare. Aici poate fi adus exemplul parteneriatului dintre platforma Wised și

Credit Cooperatif, care diversificându-și ofertele și integrând noi forme de finanțare, banca a reușit să-și creeze imaginea unei întreprinderi inovatoare și dinamice.

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 inelaborată, 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.

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 de promovare a economiei verzi și circulare

Amploarea schimbărilor climatice globale reprezintă un număr considerabil de riscuri potențiale, inclusiv inundații, incendii, furtuni și alte evenimente fizice care nu numai că perturbă activitatea economică la scară largă, ci și activitățile entităților individuale. Condițiile meteorologice în schimbare din întreaga lume au arătat deja fragilitatea lanțurilor de aprovizionare pentru anumite sectoare de activitate, iar pandemia COVID-19 a evidențiat cu siguranță acest lucru și mai mult. Abordarea schimbărilor climatice prin finanțare este crucială, 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 guvernării 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 redirectionarea 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.

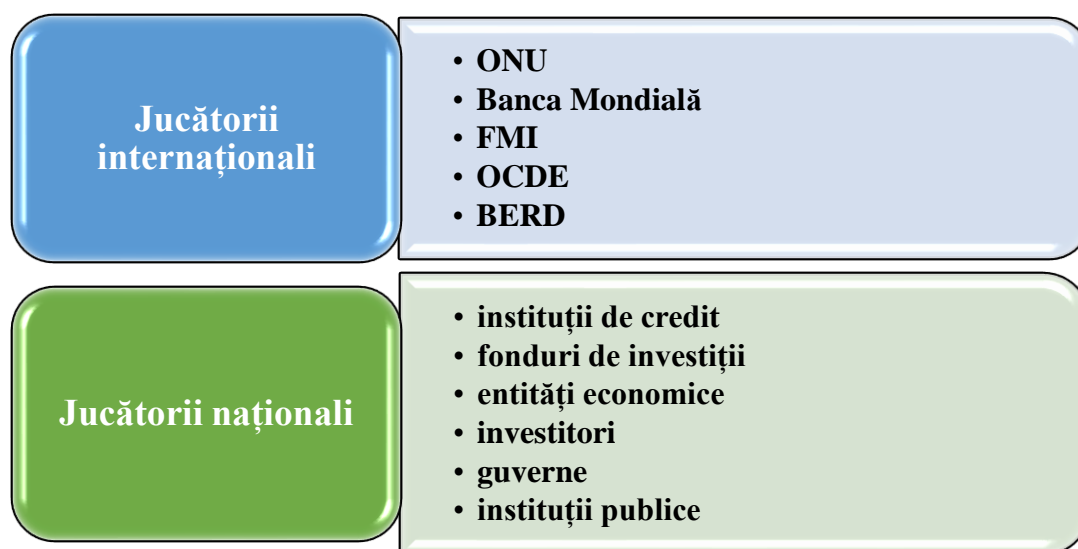


Figura 2.9 Promotorii finanțelor sustenabile la nivel național și internațional
Sursa: *Elaborată de autor*

La nivel național, actorii 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. Ei 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. ONU estimează că investițiile globale necesare pentru atingerea Obiectivelor de dezvoltare sustenabilă stabilite se situează între 5 și 7 mld. dolari SUA anual.

Finanțarea sustenabilă oferă o serie de beneficii atât pentru rezultatele financiare, cât și non-financiare, multe dintre acestea fiind prezentate în Obiectivele de dezvoltare sustenabilă ale ONU. În mod similar, finanțarea sustenabilă presupune o serie de beneficii economice realizate prin stimulente, cum ar fi furnizarea de oportunități de educație și de 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, precum și pe 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.

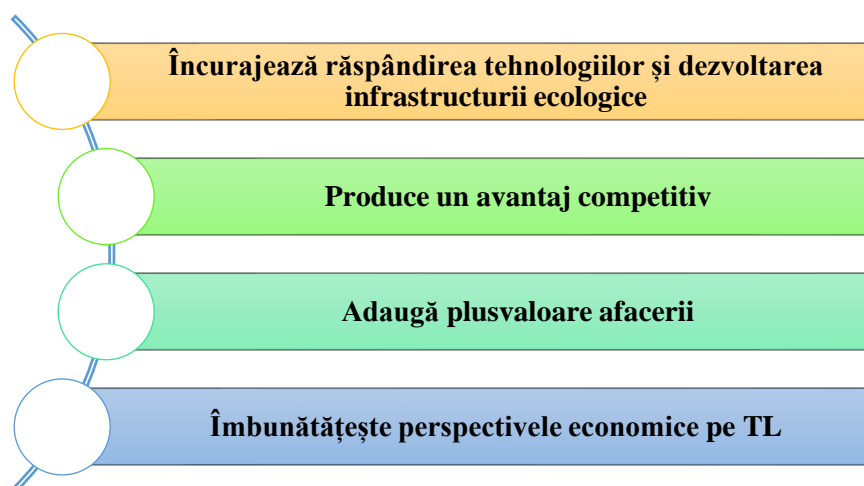


Figura 2.10 Beneficii aferente finanțării sustenabile

Sursa: *Elaborată de autor în baza sursei [232]*

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 guvernare (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. 2.11).

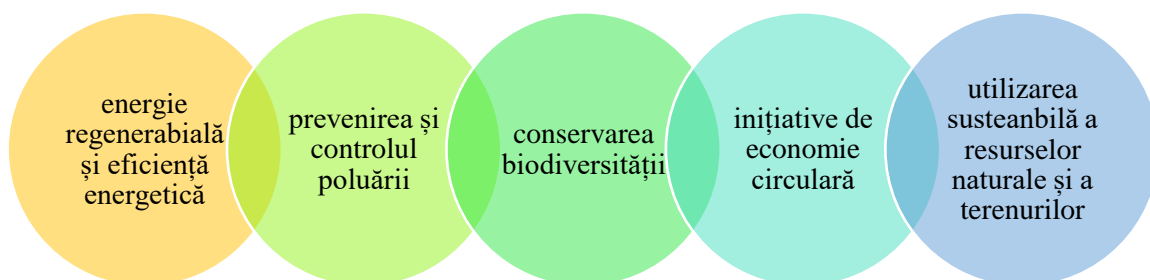


Figura 2.11 Domenii promovate de finanțarea sustenabilă

Sursa: *Elaborată de autor*

Finanțarea sustenabilă poate contribui la lupta împotriva pierderii biodiversității prin finanțarea conservării și refacerii habitatelor naturale. Un instrument popular al finanțării sustenabile îl reprezintă obligațiunile verzi.

Astfel, **obligațiunile verzi** reprezintă valori mobiliare destinate finanțării proiectelor ecologice sau climatice. În acest context, ele constituie un instrument prin intermediul căruia poate fi realizată cu succes finanțarea verde.

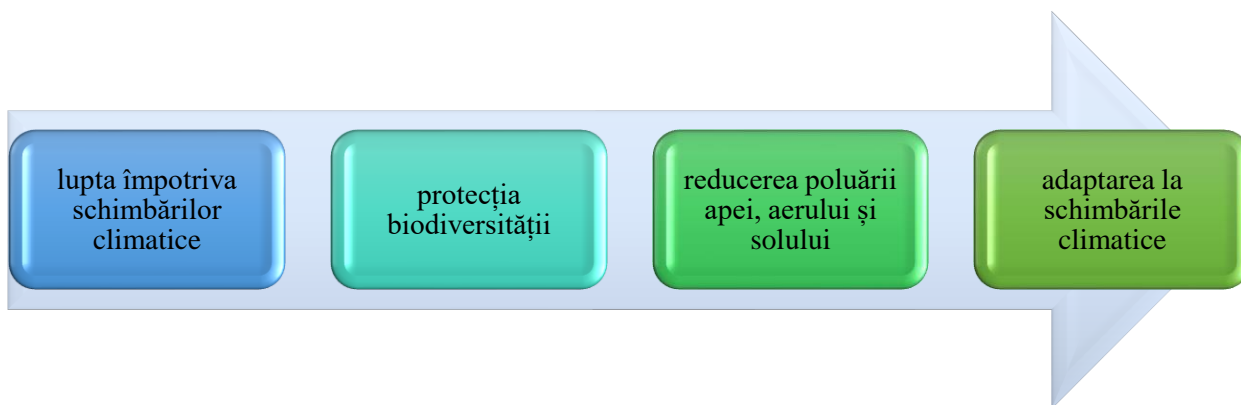


Figura 2.12 Obiectivele de emisiune a obligațiunilor verzi

Sursa: *elaborată de autor*

În esență, instituțiile financiare internaționale, inclusiv Banca Mondială și băncile regionale de dezvoltare, și autoritățile publice naționale sunt cele care joacă un rol principal în promovarea acestor obligațiuni verzi, care reprezintă o pârghie foarte importantă pentru finanțarea 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.

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) dezvoltă 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 [220].

Principiile Obligațiunilor verzi ICMA specifică că toate proiectele ecologice trebuie să aibă definite 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, exploatarea sustenabilă 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 [178].

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 [189].

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 [237].

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 [237].

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.*

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.

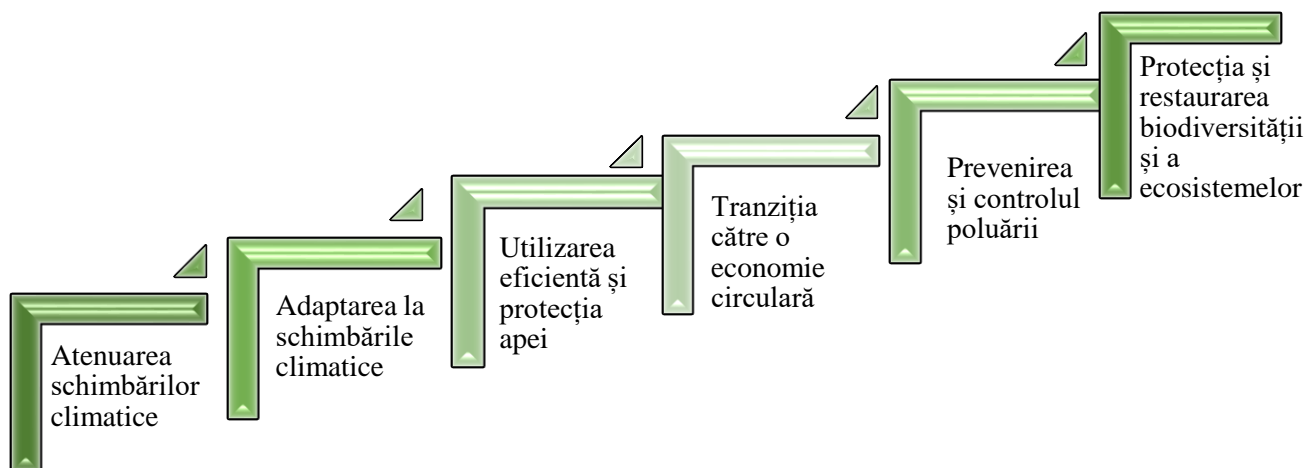


Figura 2.13 Obiectivele de mediu incluse în taxonomia UE

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

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 aliniată la nivel internațional de la emitenți chinezi reprezintă 18% din emisiunile globale, China fiind cea mai mare țară de emiterie a obligațiunilor verzi după Statele Unite [170].

O altă țară care a elaborat un cadru normativ destinat obligațiunilor verzi este Japonia. Ministerul Mediului din Japonia (MOEJ) a emis Orientări privind obligațiunile verzi în 2017 și un Ghid pentru bunele practici de adaptare din sectorul privat. Orientările vizează promovarea emiterii de obligațiuni verzi interne, asigurând în același timp fiabilitatea beneficiilor ecologice ale obligațiunilor verzi și reducând costurile și sarcinile administrative ale emitenților. Orientările sunt în concordanță cu principiile Green Bond ale Asociației Internaționale a Pieței de Capital, recunoscute pe scară largă. În conformitate cu Orientările japoneze privind obligațiunile verzi, fondurile achiziționate prin obligațiuni verzi trebuie alocate proiectelor ecologice care au efecte clare de îmbunătățire a mediului. Emitenții ar trebui să evalueze și să dezvăluie aceste efecte și să le cuantifice cât mai mult posibil. Măsurile sunt furnizate în următoarele sectoare: energie regenerabilă, conservarea energiei, prevenirea și managementul poluării, managementul sustenabil

al resurselor naturale și al utilizării terenurilor, conservarea biodiversității, transportul ecologic, managementul sustenabil al resurselor de apă, adaptarea la schimbările climatice, tehnologiile și procesele de producție ecologice și clădiri verzi. Emisiunea de obligațiuni verzi în Japonia este sprijinită prin subvenționarea costurilor de emisiune a obligațiunilor verzi.

Țările de Jos au stabilită din 1995 o abordare legislativă detaliată a creditării ecologice, cu un grad ridicat de implicare a sectorului bancar retail. La general, ele nu au dezvoltat o taxonomie financiară sustenabilă în sine. Cu toate acestea, guvernul olandez oferă o gamă largă de instrumente de sprijin financiar ecologic, mai ales sub formă de granturi direcționate și scutiri de taxe. De asemenea, a pus în aplicare o legislație specifică și o schemă de stimulente financiare pentru creditele ipotecare verzi. Fondurile verzi alocate stimulează împrumuturile comerciale și corporative pentru locuințe, agricultură, cum ar fi sere individuale, ferme, transport, și managementul apei. Schema de alocare a fondurilor verzi include criteriile și praguri de mediu și vine cu costuri mai mici de finanțare pentru bănci, permițând rate mai mici la creditare pentru clienți. Țările de Jos au emis, de asemenea, un cadru normativ în 2016 pentru a crea o schemă de credit ipotecar verde, în care proprietarii de case sau cumpărătorii oferă certificate de economisire a energiei pentru achiziții sau lucrări de renovare. Certificatul le permite să se împrumute în condiții mult mai ieftine. Prin legarea investițiilor în eficiența energetică de credite ipotecare, programul își propune să faciliteze și să extindă considerabil astfel de investiții. Țările de Jos au emis o obligațiune vezi în 2019, cu o parte din alocarea destinată finanțării Programului Delta pentru gestionarea sustenabilă a apei și rezistența la creșterea nivelului mării. Sectoarele acoperite sunt energia regenerabilă, adaptarea la schimbările climatice și gestionarea sustenabilă a apei, transportul curat (căile ferate și mersul cu bicicleta, alte moduri de transport), eficiența energetică a locuințelor rezidențiale [126].

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

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 finanțării 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.

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 implementează și 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 amprentei 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 „finanțării 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 [232]. 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.

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. În 2017, Latvenergo a lansat obligațiuni verzi în valoare de 205 milioane euro [233]. În plus, BERD a investit 11,7 mln. de euro în Polonia în emisunea de obligațiuni ipotecare verzi. Banca poloneză PKO Bank Hipoteczny, a fost cea care a făcut posibilă finanțarea construcțiilor, numărul de clădiri rezidențiale care reduc emisiile de gaze cu efect de seră și furnizează credite ipotecare verzi și diversifică baza de investitori.

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 dezvoltare a datelor ESG poate crea un mediu mai ușor de realizat pentru emiteri, 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 [172].

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 [172]. Volumul total al obligațiunilor verzi emise la nivel mondial a depășit cifra de 480mld. USD pentru anul 2022 [158].

Practica internațională privind emisiunea obligațiunilor verzi ne oferă câteva exemple în acest domeniu. Uniunea Europeană a emis în anul 2021 obligațiuni verzi în limitele Planului de despăgubire al EU, Next Generation. Resursele din emisiune sunt utilizate pentru finanțarea cheltuielilor verzi și sustenabile în limitele de restabilire și dezvoltare stabilite de Fondul de reabilitare și stabilitate.

Europa a dominat piața finanțelor durabile în 2022 și a reprezentat o cotă din venituri de peste 39,0%. Regiunea a fost martoră a unui sprijin guvernamental puternic și a cadrelor de reglementare care stimulează inițiativele de finanțare sustenabilă. Țările europene au introdus diverse politici și reglementări care impun instituțiilor financiare să includă factori ESG în deciziile lor de investiții. Planul de acțiune al Uniunii Europene privind finanțarea sustenabilă a jucat un rol crucial în stimularea creșterii finanțării durabile, prin stabilirea de orientări și standarde clare pentru produsele de investiții durabile.

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% [172].

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.2.14).

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.

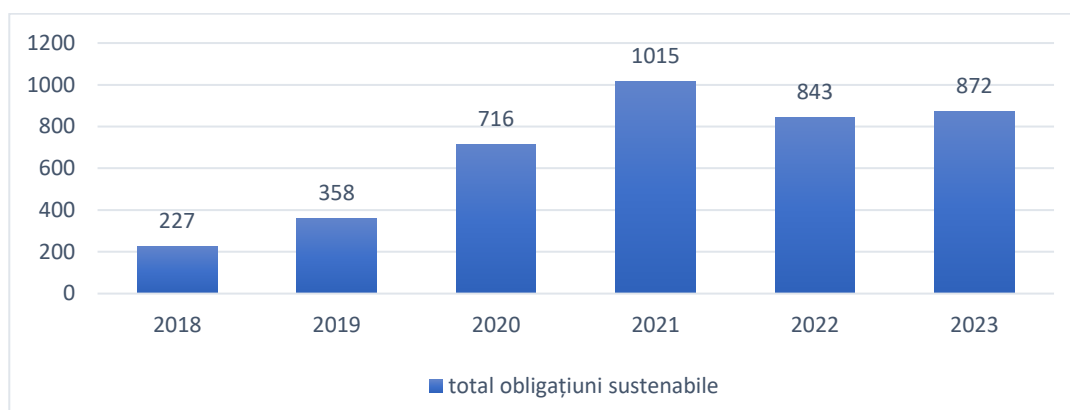


Figura 2.14 Dinamica pieței obligațiunilor sustenabile emise în perioada 2018-2023

Sursa: Elaborată de autor în baza sursei [174]

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 20.

Eticheta verde continuă să domine emisiunea de datorii tematice globale, încheind anul 2022 cu 56% din volumul total al obligațiunilor de sustenabilitate emise și ridicând totalul cumulat al segmentului la 2,2 trilioane USD [158]. Obligațiunile sociale au înregistrat cea mai mare scădere de 41%. Emitenții nu mai accesează piața pentru a finanța măsurile COVID-19, favorizând în schimb combinarea domeniilor sociale și de mediu în cadrul obligațiunilor de sustenabilitate. Europa a fost regiunea dominantă pentru volumele de obligațiuni sociale, cu 72,9 mld. USD (56%) emise de CADES francez, cel mai mare emitent din spațiu.

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 [172].

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.

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.

Un alt pas important în direcția finanțărilor „verzi” a fost făcut de Comitetul Național pentru Supravegherea Macroprudențială (CNSM) la începutul lunii iunie 2021, când a fost publicat un raport privind sprijinirea finanțării „verzi”. În cadrul acestui raport, CNSM a emis 16 recomandări adresate unor autorități precum Banca Națională a României, Autoritatea de Supraveghere Financiară și Guvernul României, pentru ca acestea să adopte reglementări referitoare în principal la creșterea sustenabilă a finanțării pentru proiecte „verzi”.

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 dezvăluire 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.

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 [172].

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 guvernare 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.

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 dezvăluirea 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.

Concluzii la Capitolul 2

1. Practica internațională, inclusiv cea europeană, prezintă factoring-ul ca un instrument modern de finanțare, cu multiple avantaje pentru anumiți subiecți ai relațiilor comerciale. Prin intermediul finanțării prin factoring, furnizorul și cumpărătorul obțin posibilitatea utilizării în relațiile lor comerciale a plății amânate. Factoring-ul este modalitatea de finanțare pe termen scurt, ce combină finanțarea, gestiunea și încasarea creanțelor, prevenirea și gestiunea riscului financiar. În opinia autorului, *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. Analizele realizate permit constatarea oportunității oferită furnizorilor legată de posibilitatea majorării cifrei de afaceri, iar cumpărătorilor în posibilitatea diversificării asortimentului și a calității mărfii livrate. În același timp observăm un impact economic pozitiv al relațiilor de factoring asupra tuturor subiecților economici, respectiv factoring-ul permite unui agent economic să-și îmbunătățească anumiți indicatori economico-financiari, să-și dezvolte afacerea din contul creșterii vânzărilor, precum și să-și modernizeze capacitatea de producție prin reînnoirea mijloacelor fixe.

2. Beneficiarii factoring-ului sunt IMM-le ce fac parte din domeniile comerțului, industriei alimentare, textile, precum și ai companiilor prestatoare de servicii de transport și telecomunicații. Tendințele factoring-ului pe plan internațional s-au menținut în trenduri ascendente în ultimii ani, cu excepția anului 2020, când volumul factoring-ului a înregistrat o scădere de circa 6,5%, fapt explicat de pandemia generată de COVID-19, care practic a frânat dezvoltarea economică, în general, și a produs un impact negativ asupra tuturor sectoarelor economice, inclusiv asupra sectorului financiar.

3. Finanțarea prin capitalul de risc este una dintre modalitățile moderne de finanțare des întâlnite în special în SUA, pentru finanțarea entităților mici și mijlocii inovative, start-up-urile cu potențial de dezvoltare rapidă, precum și pentru companiile mici, tinere, necunoscute pe piață, aflate în imposibilitatea de a aduna capital pe piață sau prin împrumuturi bancare. Domeniile de succes ale finanțării prin capitalul de risc sunt cele ale tehnologiilor avansate, TIC și biotehnologiile. Finanțările prin capital de risc se realizează atât de Business îngeri, ca investitori individuali, precum și de Fondurile cu capital de risc, publice și private. Cercetările realizate în domeniul finanțării prin capital de risc au permis autorului identificarea oportunităților oferite de această formă de finanțare precum: susținerea start-upurilor, competitivitatea și inovația, creșterea investițiilor în domeniul cercetării-dezvoltării, stimularea creșterii economice prin crearea și extinderea entităților inovatoare.

4. Finanțarea prin crowdfunding este una din cele mai accesibile modalități de finanțare în condițiile digitalizării economiilor naționale. Finanțarea prin crowdfunding prin specificul său a permis realizarea finanțării în perioada crizei pandemice și de izolare online. Această modalitate de finanțare este dezvoltată atât pe continentul american, cât și pe cel european, unde s-a intensificat începând cu anul 2012. Cercetările realizate în domeniul crowdfunding-ului au permis autorului identificarea acestuia ca fiind *o platformă de finanțare care servește în calitate de intermediar, dintre donatorii și recipienții resurselor financiare, pe de o parte, iar pe de altă alocarea pentru finanțarea proiectelor de perspectivă.*

5. Beneficiile oferite de crowdfunding țin de rapiditatea finanțării, cheltuieli mici de tranzacționare, inclusiv dobânzi reduse, finanțări cu dobândă zero, precum și finanțarea proiectelor

inovative de perspectivă. Majoritatea platformelor de crowdfunding sunt platforme de creditare create de către bănci și alte instituții de credit. Cea mai înaltă rată de dezvoltare a crowdfunding-ului revine SUA, Canadei, Chinei și Uniunii Europene.

6. Dezvoltarea rapidă a crowdfunding-ului în multe țări se datorează sprijinului și atenției sporite din partea guvernelor acestora. Este de remarcat faptul că, în Occident este dezvoltat un cadru normativ-legislativ care stabilește regulile jocului pentru participanții acestui tip de finanțare, inclusiv, categoria participantului și condițiile de participare (contribuții minime/maxime), drepturile și responsabilitățile, garanțiile oferite, inclusiv cele oferite din partea statului, monitorizarea și supravegherea tranzacțiilor și sancțiunile aplicate. În țările în care crowdfunding-ul este susținut și promovat, fiindu-i asigurată și o reglementare pe măsură, acesta constituie un factor de succes al dezvoltării economice.

7. În condițiile trecerii la o economie cu emisii scăzute de carbon, finanțarea sustenabilă apare ca un element indispensabil promovării și susținerii investițiilor responsabile. Finanțarea sustenabilă încurajează transparența și gândirea pe termen lung a investițiilor care sunt direcționate spre obiectivele de mediu și includ toate criteriile de dezvoltare sustenabilă identificate de Obiectivele de dezvoltare sustenabilă (ODD) ale ONU. Un rol aparte în promovarea finanțării sustenabile revine băncilor, care susțin tranziția către o economie verde prin orientarea politicilor și strategiilor spre finanțarea proiectelor de infrastructură și dezvoltare sustenabilă. Pe măsură ce pericolele legate de produsele și serviciile ecologice distructive cresc, finanțarea sustenabilă devine un fenomen imperativ necesar. Finanțarea sustenabilă nu se limitează la profitabilitatea financiară, ea își propune să genereze beneficii sociale și de mediu. Așadar, deși profitabilitatea financiară a unui credit verde poate fi puțin mai scăzută față de alte finanțări, acesta poate oferi un randament global mai mare în ceea ce privește beneficiile pentru societate și mediu. De asemenea, evaluarea profitabilității finanțării sustenabile ține cont de riscurile asociate schimbărilor climatice, iar investițiile care nu iau în considerare aceste riscuri pot fi, de fapt, mai riscante pe termen lung.

8. Finanțarea sustenabilă este o modalitate de finanțare orientată spre sprijinirea dezvoltării economice, abordând componenta de mediu și social, orientată spre scăderea presiunilor asupra mediului, inclusiv a emisiilor gazelor cu efect de seră, combaterea poluării și creșterea eficienței utilizării resurselor naturale. Totodată, putem menționa că finanțarea sustenabilă include creșterea conștientizării și transparenței privind riscurile ce pot avea un impact asupra sustenabilității sistemului financiar și gestionarea acestor riscuri de către actorii financiari în baza unei guvernante adecvate și eficiente. În opinia autorului, finanțarea sustenabilă poate fi abordată ca modalitatea de finanțare ce include abordarea criteriilor de sustenabilitate ESG prin luarea în considerare a potențialelor riscuri aferente acestora în deciziile de finanțare, realizând mobilizarea de resurse

pentru investiții responsabile, cu un impact pozitiv atât asupra mediului înconjurător și a societății în ansamblu, cât și asupra întregului sistem economic din perspectiva unei perioade de timp mai lungi.

9. 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 stimulentei 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. DIRECȚII ȘI PERSPECTIVE DE DEZVOLTARE A MODALITĂȚILOR MODERNE DE FINANȚARE ÎN CADRUL SISTEMULUI FINANCIAR NAȚIONAL

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

Performanța unui sistem economic sustenabil poate fi asigurată doar cu sprijinul sistemului financiar bancar. În contextul în care este pusă în pericol viabilitatea sistemului financiar bancar, consecințele asupra dezvoltării economice, inclusiv asupra sectorului antreprenorial, vor avea un impact negativ imediat. Astfel, asigurarea dezvoltării unui sector antreprenorial eficient este nemijlocit legată de stabilitatea și siguranța sistemului financiar-bancar.

Sistemul financiar-bancar al Republicii Moldova constituie astăzi forța motrice a sistemului economic, prin sprijinul oferit entităților economice în implementarea noilor proiecte investiționale de perspectivă. Sistemul financiar-bancar 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. Cu toate ca la prima vedere se observă o stabilitate a acestui sistem, în consecință constatăm unele provocări și constrângeri ce pot degenera în riscuri cu impact negativ asupra stabilității și eficienței întregului sistem economic.

- *Dominanta băncilor pe piața resurselor financiare*

În acest context, se poate menționa îngrădirea accesului la finanțare pentru entitățile economice, sistem care este dominat de creditele și liniile de credit oferite de bănci, urmate de leasingul financiar și microfinanțare.

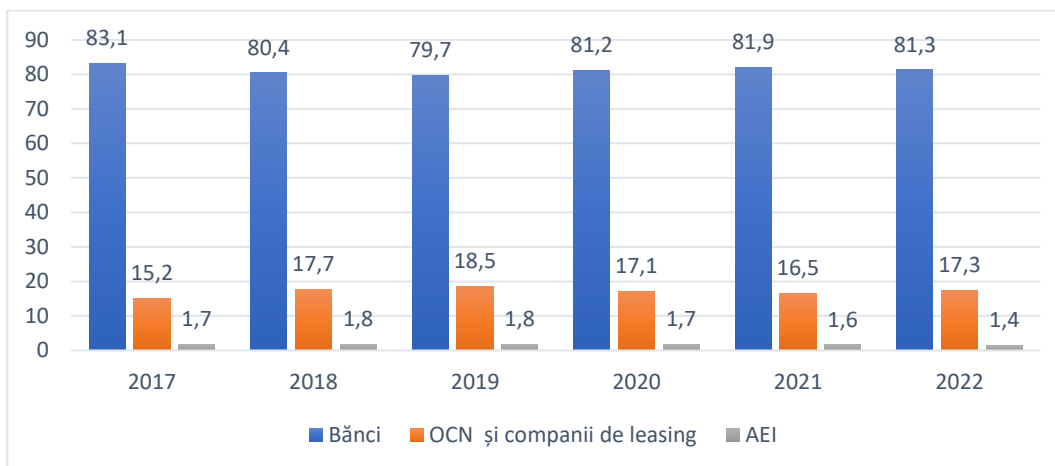


Figura 3.1 Cota portofoliilor de credite și a împrumuturilor acordate de bănci, OCN și AEI în perioada 2017-2022

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 financiar-bancară.

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 2022 depășind cifra de 26%. Factorii determinanți ai scăderii semnificative a 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 și la 26,5% pentru anul 2021, același ritm fiind menținut și pentru anul 2022 [69].

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 de credite oferite de către bănci în perioada 2013-2017 s-a redus cu 13 mld. lei, de la 42,17 mld. lei – valoarea totală a creditelor în anul 2013, la 33,4 mld. lei – în 2017. Situația pare mult mai dificilă dacă raportăm acești indicatori la PIB: 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%. Dacă pe parcursul anilor 2017-2022 se păstra același nivel de creditare al economiei ca și în 2013, atunci volumul total de credite acordate putea să atingă un nivel de 50 mld. lei. În acest context, putem menționa că economia națională a pierdut circa 25 mld. lei din credite. În structura activelor bancare, ponderea cea mai mare revine creditelor, care la finele lui 2022 au constituit 45% din totalul activelor pe sistem, sau 61.627 mld. lei. (Anexa 21). În perioada 2017-2022, soldul total al creditelor acordate s-a majorat cu peste 27%. 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 față de 2018 cu cca 5 mld. lei, fiind menținute trenduri ascendente până în 2022, când ritmul de creștere a însemnat un volum de peste 61.627 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 birocrație 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).

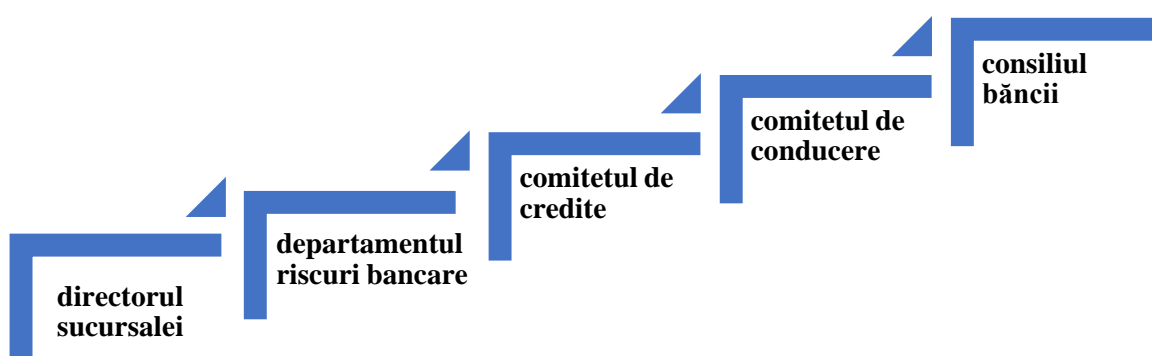


Figura 3.2 Limitele de competență în acordarea creditelor bancare în cadrul băncilor

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 bancar 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 nebancaară, 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 nebancaare 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 rigorile 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 nebancaar spre creditarea de consum și abaterea activității de la obiectivul de bază – susținerea sectorului IMM*

Scopul inițial al creării instituțiilor de microfinanțare a fost impulsivitatea 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%.

Pe parcursul perioadei 2015-2022, împrumuturile acordate de organizațiile de microfinanțare au fost orientate în favoarea sectorului de consum și mai puțin celui antreprenorial. În acest context menționăm că, în anul 2015, ponderea creditelor acordate persoanelor fizice în totalul creditelor acordate constituia 66,7%, majorându-se treptat la 76,8% în 2016, 84,9% în 2017, 82,4% în 2018 și, respectiv, 82% în anul 2019, aceeași pondere fiind menținută și pentru anii 2021 și 2022. La polul opus, creditele acordate persoanelor juridice s-au redus cu 13,5% în 2019 față de 2015, ponderea creditelor acordate persoanelor juridice în 2015 constituind 30,7% și 18% în perioada 2019-2021. Principalul factor determinant al reducerii volumului creditelor acordate persoanelor juridice îl constituie costul destul de ridicat al acestora, față de ofertele aferente creditelor bancare.

Ținem să atragem atenția asupra discrepanței foarte mari în activitatea înregistrată de către OCN pentru țara noastră. În acest context menționăm că, dacă active mai mari de 100 mln. lei au înregistrat 21 de companii, atunci peste 40 de companii, din cele 143, au înregistrat active cuprinse între 10 și 100 mln. lei, alte 14 înregistrând active de cca 1 mln. lei, iar restul – active mai mici de 1 mln. lei. Din acestea, doar două oferă servicii de finanțare pentru entitățile economice, iar patru sunt specializate în acordarea leasingului financiar. Restul companiilor de microfinanțare sunt specializate în creditarea de consum, doar unele în acordarea creditelor ipotecare, cum este, de exemplu, ICS „Prime Capital” SRL.

Pentru perioada 2013-2022, sectorul de microfinanțare a înregistrat tendințe pozitive de dezvoltare, cu impact benefic asupra sectorului real al economiei, dar care deține deocamdată cote reduse în PIB-ul țării, comparativ cu cel al creditării bancare. În acest context, este imperativă oferirea unor servicii de creditare complementare, fapt ce ar permite impulsionarea consolidării instituțiilor financiare nebancare. În același timp, sunt necesare eforturi suplimentare și eficiente pentru fortificarea acestui sector și promovarea dezvoltării noilor modalități de finanțare, deoarece consolidarea acestora va asigura inevitabil noi oportunități de finanțare pentru economie. O altă problemă legată de sectorul nebancar ține de activitatea companiilor de colectare a datoriilor, al căror domeniu nu este reglementat la momentul de față. Activitatea acestora presupune recuperarea creanțelor înregistrate la bănci și OCN-uri de către persoanele fizice și juridice. O problemă care trebuie evidențiată aici este că, pe lângă dobânzile și comisioanele exagerate achitate de client, aceste companii stabilesc un comision de recuperare a datoriei de peste 30%,

fapt ce îngreunează capacitatea de plată a debitorilor (persoane fizice și juridice). Lipsa unor reglementări bine definite în domeniul microfinanțării și a colectării datoriilor prin protecția consumatorilor la fel frânează dezvoltarea sectorului antreprenorial național. Mai mult, criza pandemică, urmată de criza energetică, au determinat creșterea reticenței antreprenorilor de a investi, precum și reducerea capacității entităților în implementarea și dezvoltarea planurilor de afaceri.

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

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 sa-l folosească într-un alt contract.

Conform studiilor 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 scumpește bunul 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.

Pe parcursul anului 2021, volumul finanțărilor prin leasing în Republica Moldova a constituit 1.702,7 mln.lei, în creștere față de 2015 cu peste 60%, care inițial era de 1.08,9 mln.lei. Pe parcursul anilor 2019-2020, piața leasingului a înregistrat o ușoară scădere, cu 5,6%, de la 1.583 mii lei la 1.493 mii lei. Pentru anul 2021 observăm o creștere a leasingului cu cca 22% față de anul 2020, ceea ce indică o creștere de peste 300 mln.lei. Pentru anul 2022 piața leasingului a înregistrat o ușoară scădere, față de 2021, cu 13%, fiind acordate în leasing mijloace fixe în valoare de circa 1,5 miliarde lei, sau cu 226,7 milioane lei mai puțin față de anul 2021 (Anexa 22). Această scădere se explica prin ratele dobânzilor majorate ca rezultat al creșterii ratei de bază a BNM și a unei inflații destul de crescute.

Analiza pieței de leasing din Republica Moldova în perioada 2014-2022 scoate în evidență finanțarea mijloacelor de transport prin leasing în proporție de 95%. 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 2018-2022 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 Comisia Națională a Pieței Financiare, 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 nebancaară 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 18 ori, adică de la 12.919 mii lei în 2017 la 279.034 mii lei în 2022, profitul înregistrat crescând de peste 10 ori, sau de la 243 mii lei la 260.560 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 277 mln. lei în 2022.

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	15726	12919	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
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

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

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.

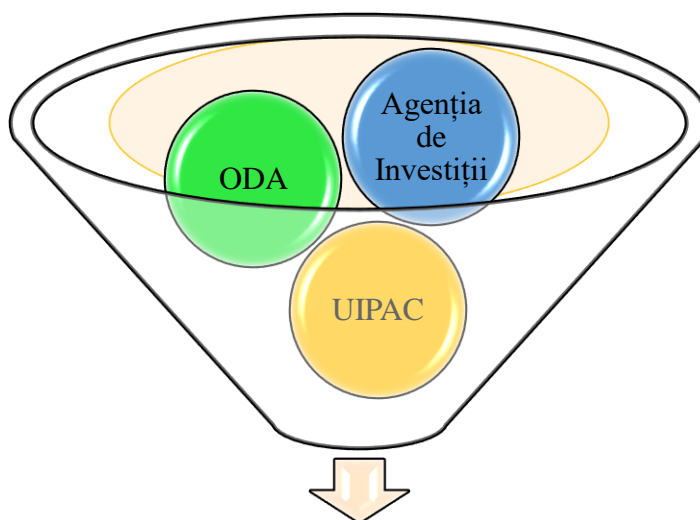
Crowdfunding-ul, în particular cel creditar, în Republica Moldova este în stadiul inițial de formare și dezvoltare, spre deosebire de crowdfunding, care este bazat pe donații. Crowdfunding-ul creditar este promovat astăzi de OCN „Fagura Market Place”, creată în anul 2018 cu suportul programului PNUD „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. După cum este prezentat în datele CNPF, în cei trei 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. În baza acestor date putem concluziona că crowdfunding-ul în Republica Moldova nu este atât de popular și nu generează beneficii, astfel fiind necesare, în primul rând, eforturi legate de promovarea și de reglementarea acestei modalități de finanțare și, nu în ultimul rând, acordarea anumitor facilități, inclusiv fiscale, din partea statului pentru susținerea și dezvoltarea acestuia. Mai mult decât atât, trebuie să ținem cont și de riscul spălării banilor, care este unul ridicat în cazul tranzacțiilor finanțate pe platformele de crowdfunding, în contextul în care nu cunoaște cu certitudine cine ar sta de facto în spatele tranzacțiilor finanțate și care este destinația finală a surselor acordate ca împrumut.

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

Alături de împrumuturile oferite de către bănci și organizațiile de creditare nebancale, 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. 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.



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

Pe parcursul anului 2022 entitățile economice au beneficiat de granturi oferite în cadrul a 7 programe de finanțare, care au oferit resurse pentru 541 de proiecte investiționale în sumă totală de 376,6 mln. lei [73, p.21], dintre care 162,1 mln. lei sub formă de grant, ceea ce reprezintă 43% din necesarul de finanțat al proiectului.

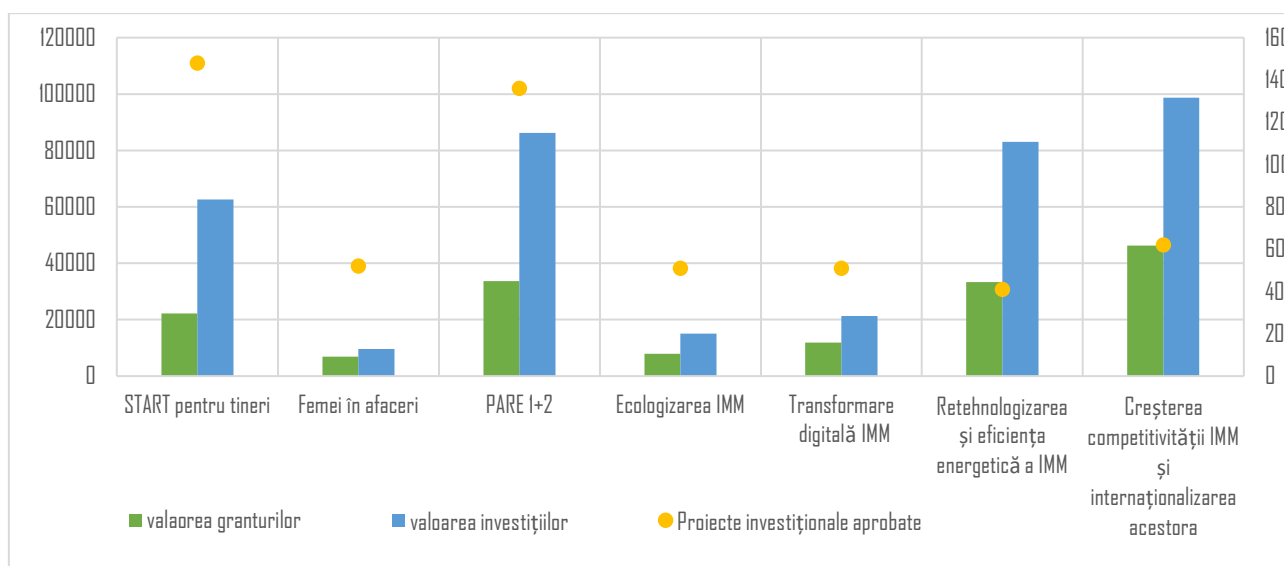


Figura 3.4 Valoarea granturilor acordate prin intermediul ODA pentru anul 2022

Sursa: elaborată de autor în baza datelor prezentate de ODA

Cele mai multe proiecte, în număr de 148, au fost finanțate în cadrul programului START pentru Tineri, cu partea de granturi oferite în sumă de 22,219 mln.lei, urmate de proiectele finanțate în cadrul Programelor PARE 1+2, în număr de 136, cu o valoare a granturilor alocate de 33,662 mln.lei (figura 3.4).

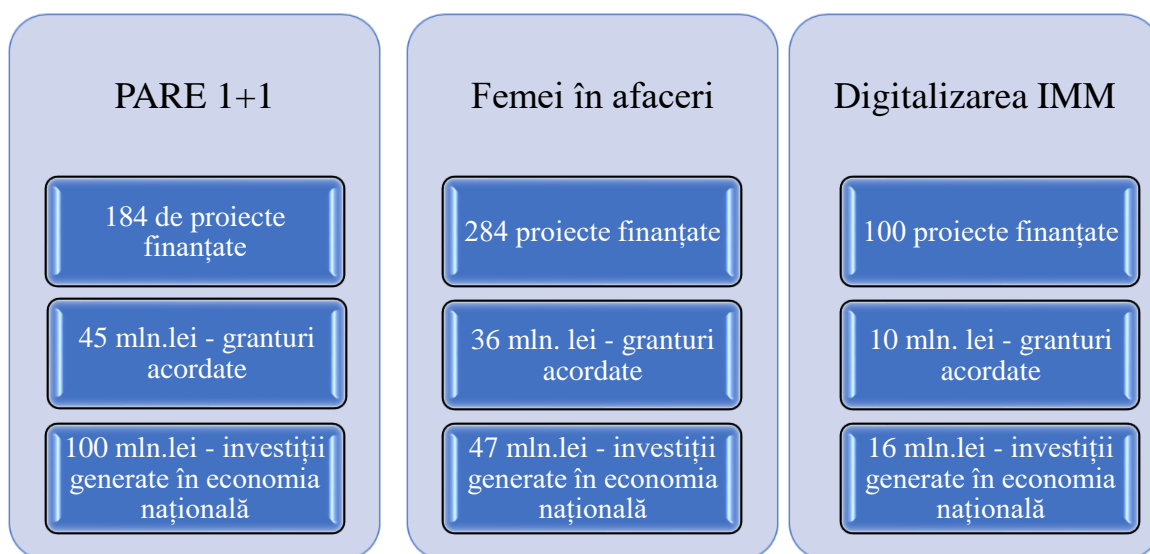


Figura 3.5 Rezultatele proiectului „Suport pentru IMM în zonele rurale”

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.

Tabelul 3.2 Topul organizațiilor finanțatoare ale Republicii Moldova după angajamentele anului 2022

Organizația finanțatoare	Angajamente actuale (euro)
Comisia Europeană	103 540 735,75
Grupul Băncii Mondiale	90 873 960,2
Agenția Statelor Unite pentru Dezvoltare Internațională	53 588 672,66
Republica Italiană	9 764 671,42
Fondul Națiunilor Unite pentru Copii	9 508 898,07
Guvernul Japoniei	8 309 590,27
Agenția Suedeză pentru Dezvoltare și Cooperare Internațională	7 040 905,17
Delegația Uniunii Europene în Moldova	5 000 000
Departamentul de Stat al Statelor Unite ale Americii	4 327 155,51
Agenția pentru Restructurare și Modernizare a Agriculturii	4 114 156,14

Sursa: elaborat de autor în baza datelor prezentate pe portalul <https://amp.gov.md/portal/>

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 2022 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 826 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, dar la aceasta s-a oprit. 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*

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. Țara s-a confruntat cu o serie de provocări în ultimii ani, inclusiv o criză constituțională în 2019 care a dus la schimbarea guvernului și la o recesiune majoră în 2020 cauzată de pandemia de COVID-19. Emigrarea rămâne ridicată, în special în rândul tinerilor. Deși actualul guvern 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. 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 3.7. 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.

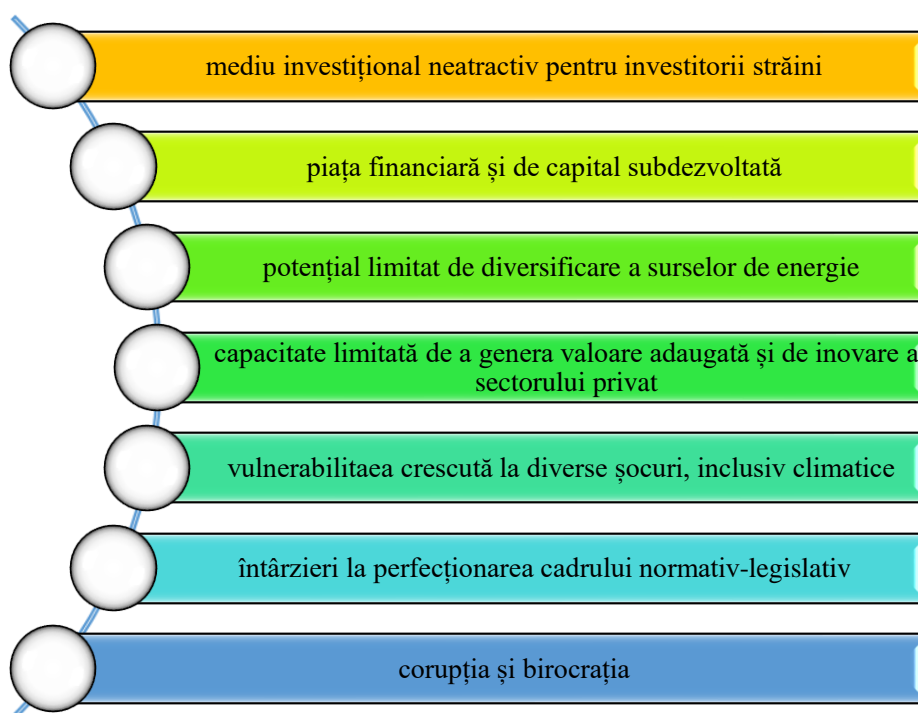


Figura 3.7 Barierele dezvoltării mediului de afaceri național

Sursa: Elaborată de autor

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.

Moldova are o economie slab dezvoltată, cu venituri reale rămase în urma altor țări din regiune. O convergență mai rapidă este limitată de deficiențele structurale grave. Guvernanța slabă, serviciile publice precare și un mediu de afaceri instabil au avut efecte negative asupra investițiilor și au cauzat emigrarea considerabilă a populației tinere și active. Cu un nivel insuficient de investiții și, în special, ISD, creșterea este determinată, în principal, de remitențele care alimentează consumul privat, în timp ce produsele cu valoare adăugată scăzută predomină în volumele modeste ale exporturilor. Anul 2022 a fost unul plin de incertitudine pentru entitățile economice din țară, aceasta fiind explicată de criza energetică, creșterea treptată a prețurilor la resursele energetice, inflația și înăsprirea condițiilor de acces la resursele financiare. Situația a devenit și mai complicată după invazia Rusiei în Ucraina, astfel proiectele investiționale de perspectivă ale entităților economice au fost amânate. Având în vedere acordarea statutului de țară candidată Republicii Moldova, Uniunea Europeană este sursa preferată de fonduri din partea donatorilor. UE era deja cel mai mare contribuitor în ultimii cinci ani, în special prin inițiativa BERD pentru entitățile mici pentru DCFTA.

Cel mai important este că UE a făcut din Moldova o prioritate pentru noul său program de garantare EFSD+ pentru sectorul energetic, care acoperă investițiile în surse regenerabile, rețele la scară largă, precum și în următoarea generație de tehnologii de tranziție energetică. 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 este eligibilă pentru a accesa Pachetul de Reziliență Ucraina, având în vedere vulnerabilitățile grave legate de războiul din țara vecină. Mijloacele pentru Europa de Est și Caucaz (CEE) acoperă, de asemenea, TC-urile tranzacționale. 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 financiar-bancare europene, precum BERD și BEI, sunt pregătite să consolideze în continuare reziliența Moldovei,

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.

Deschiderea instituțiilor internaționale și europene și implicarea activă a acestora în susținerea și realizarea reformelor în domeniile judiciar, economic și financiar reprezintă un succes enorm în calea asigurării dezvoltării durabile a statului Republica Moldova.

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

Riscul de credit, cunoscut și ca risc de rambursare la termen, reprezintă rezultatul nerespectării graficului de achitare a creditului, respectiv întârzieri la plata creditului și a dobânzii drept urmare a unor probleme economico-financiare cu care se confruntă debitorul în activitatea de zi cu zi, precum și drept urmare a conjuncturii sectoriale nefavorabile. În scopul gestionării și minimizării riscului de nerambursare în termen a creditelor, fiecare instituție de credit are elaborată o politică de creditare care prevede anumite instrumente și anumite restricții care să prevină sau să elimine integral/parțial riscul de credit. Una dintre deciziile luate de către instituția de credit este refuzul de a acorda credite entităților economice cu un sistem de management vulnerabil, fără anumite perspective de dezvoltare și care, pe lângă toate, are și o istorie de credit nesatisfăcătoare. Pentru evaluarea eficientă a riscului de credit, băncile realizează individual atât analiza financiară bazată pe indicatori economic-financiar, cât și analiza nonfinanciară ce include informații privind sistemul de management, relațiile cu furnizorii și potențialii clienți ai potențialului debitor.

Bonitatea clientului este elementul de bază luat în calcul în evaluarea și aprecierea riscului de credit. Politicile de credit ale instituțiilor de credit diferă de la o instituție la alta, fiecare utilizând un set de indicatori cantitativi și calitativi, în scopul stabilirii bonității potențialilor clienți/debitori, motiv pentru care o entitate economică este clasificată în anumite categorii de performanță financiară, în funcție de severitatea cerințelor și a condițiilor stabilite în procesul de creditare. De regulă, potențialii debitori sunt clasificați în urma evaluării în trei categorii: bună, satisfăcătoare și nesatisfăcătoare/rea.

Conform prevederilor Acordului Basel II, „instituțiile de credit dispun de o arie mai vastă de opțiuni pentru stabilirea cerințelor de capital necesare acoperirii riscului de credit. Abordările propuse presupun un grad de complexitate diferit, oferind instituțiilor de credit posibilitatea de a alege una din opțiuni, în funcție de necesitățile lor, profilul de risc și de strategia autorităților de supraveghere naționale” [29, p.61]. Abordarea standard reprezintă una dintre opțiunile cele mai complexe ale Acordului Basel I, care prevede atribuirea unui anumit grad de risc fiecărui element de activ al bilanțului, cât și al celui extrabilanțier, în funcție de domeniul de activitate al entității, de garanțiile aferente oferite, bazate pe evaluările externe efectuate de agențiile de rating și de alte instituții de profil [29, p.61].

Evaluarea performanțelor economico-financiare ale debitorului este reflectată în numeroase abordări, una dintre ele fiind abordarea bazată pe ratingurile interne (IRB). Această abordare permite clasificarea riscului în funcție de ratingurile stabilite pe intern de instituțiile de credit. În acest context, băncile sunt nevoite să folosească estimările și evaluările proprii privind probabilitatea de nerambursare, eventualul risc de credit, precum și să utilizeze estimările făcute de autoritatea națională de supraveghere privind pierderile apărute ca rezultat al nerambursării în termen sau chiar propriile estimări. Aplicarea anumitor modele interne de rating depinde foarte mult de veridicitatea și acuratețea estimării probabilității de nerambursare la termen.

În prezent numeroși cercetători au realizat anumite studii privind riscul de credit și gestionarea acestuia de către instituțiile de credit. Au fost făcute analize privind perfecționarea cadrului de reglementare, respectiv Basel II și Basel III, în ceea ce privește elaborarea de către instituțiile de credit a propriilor estimări pentru evaluarea riscului de credit. În acest context menționăm că amendamentele prevăzute de Basel III nu includ modificări esențiale cu privire la modul de abordare a riscului de credit. După cum menționează autorul Danila O., „Comitetul Basel în prevederile sale propune trei metode de bază pe care instituțiile de credit le pot utiliza pentru determinarea probabilității de nerambursare:

- ✓ ratingul extern mediu al contrapartidei;
- ✓ estimarea prin modele privind riscul de credit;
- ✓ calcule bazate pe date istorice (istoria de credit în baza datelor prezentate de Biroul istoriilor de credit) sau categoriile de rating aferente portofoliului de credite al băncii” [29, p.62].

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

În prezent literatura de specialitate oferă numeroase abordări teoretico-practice pentru modelarea riscului de credit. Majoritatea modelelor fundamentale vizează estimarea probabilității de nerambursare având la bază anumiți factori determinanți – informațiile financiare ale companiei. În general, se pot distinge trei categorii:

1. *modele macroeconomice*;
2. *modele credit scoring*;
3. *modele bazate pe rating*.

Dintre aceste modele menționate mai sus, cele mai utilizate de către instituțiile de credit sunt modelele credit scoring. Acestea presupun stabilirea unei corelații dintre situația economico-financiară a societății și eventualul risc de nerambursare. De cele mai multe ori în metodele de

credit scoring sunt analizați indicatori, precum: lichiditatea, rentabilitatea, solvabilitatea, viteza de rotație a activelor etc.

Modelele credit scoring folosesc cu pregnanță metodele statistice pentru a stabili riscul de neplată, inițial utilizând analiza liniar discriminantă, ulterior modelele statistico-matematice și cele econometrice, aplicate pe larg de către majoritatea instituțiilor de credit. În ultimii ani au fost dezvoltate și alte abordări alternative ce utilizează și metode nonparametrice, precum: rețele neurale, fuzzy algorithms, K-nearest neighbor. Spre deosebire de modelele nonparametrice, ipoteza de bază în cadrul analizei liniar discriminante presupune inițial că toate entitățile economice pot fi clasificate în două categorii: în falimentare și nonfalimentare.

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.

Mai multe bănci comerciale din Republica Moldova utilizează pe larg metoda scoring-ului pentru estimarea și evaluarea riscului de credit aferent creditului acordat potențialului debitor. Utilizată pe larg în majoritatea instituțiilor de credit, metoda este cunoscută și sub denumirea de credit-scoring. În procesul de evaluare a probabilității de nerambursare, este selectat și utilizat un set anume de indicatori, printre care indicatori economico-financiari și nefinanciari, 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.

Evaluarea situației economico-financiare a potențialului debitor, de către ofițerul de credit al băncilor autohtone, se efectuează în dinamică pentru o perioadă minimă de 2-3 ani, în baza informațiilor prezentate în rapoartele financiare ale entității pentru anii precedenți (sau pentru întreaga perioadă de activitate a solicitantului de credit, în cazul în care acesta activează mai puțin de trei ani), precum și pentru perioada gestionară a anului curent. 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 nefinanciari 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 procesul de evaluare a bonității debitorului, fiecare instituție de credit, urmând recomandările EBA, își elaborează propriile modele de evaluare utilizând modelarea econometrică dimensională. Pentru a deduce un anumit model, băncile utilizează modelul regresiei liniare sau modelul Logit/probit. În primul caz se poate obține o clasificare multidimensională a entităților după gradul de risc: *standart, substandard, supravegheat, dubios, compromis*; în cel de-al doilea caz, entitățile sunt clasificate în *falimentare și non falimentare*.

În cadrul băncilor comerciale sunt utilizate modele bazate pe raiting de evaluare a performanțelor financiare. Aceasta fiind realizată prin calculul anumitor indicatori economico-financiari cărora le este atribuit un anumit punctaj. În dependență de punctajul total acumulat fiecarui client îi este atribuită una din cele 5 clase de risc. Având la bază modelarea econometrică multidimensională, autora a elaborat un model real care permite identificarea sensurilor 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, cu formula generală respectivă:

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

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.

Totodată, modelul poate fi prezentat și sub forma unui sistem cu n ecuații sau sub formă matriceală:

$$Y = X \cdot \beta + \varepsilon. \quad (3.2)$$

Metoda celor mai mici pătrate (dedusă de Gauss în anul 1795) permite obținerea unor estimatori care, la modul general, nu pot fi optimizați, dar, pentru anumite probleme, pot contribui la determinarea anumitor soluții satisfăcătoare. O caracteristică specifică metodei celor mai mici pătrate reflectă absența unor condiții asupra densității de probabilitate. Singura condiție de bază a metodei celor mai mici pătrate presupune ca suma pătratelor erorilor să fie minimă. Astfel,

$$\begin{aligned} \min \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 &= \min \varepsilon' \varepsilon = \min (Y - X\beta)'(Y - X\beta) = \min (Y'Y - Y'X\beta - \beta'X'Y + \beta'X'X\beta) = \\ &= \min (Y'Y - 2\beta'X'Y + \beta'X'X\beta) = \min(S) \end{aligned} \quad (3.3)$$

Prin metoda celor mai mici pătrate se obțin anumiți estimatori, care sunt: liniari, optimali sau asimptotic optimali, din categoria estimatorilor nedepășăți și cu minim dispersie. Pentru a deduce acești estimatori, trebuie să se cunoască densitatea de probabilitate a datelor. La fel, se impune identificarea factorilor determinanți și ierarhizarea lor conform aspectului analizat. Ulterior identificării variabilelor exogene, se stabilește dependența dintre aceste variabile prin analiza formei legăturii dintre variabila efect și restul variabilelor utilizate în modelul estimat și analizat.

Inițial, pentru estimarea modelului au fost incluse 14 variabile factoriale și o variabilă rezultativă (Anexele 23-26). Ulterior, după excluderea variabilelor ne semnificative, 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.

Tabelul 3.3 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.*

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 3.3 sunt reflectate rezultatele modelului dedus. Ecuația 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].

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 3.3).

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].

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].

Tabelul 3.4 Intervalele de încredere ale estimatorilor parametrilor

Coefficient Confidence Intervals							
Included observations: 53							
Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	38.79483	33.12758	44.46208	31.99919	45.59047	29.72333	47.86633
X1	7.093875	2.611928	11.57582	1.719535	12.46821	-0.080330	14.26808
X2	3.247660	1.423665	5.071656	1.060492	5.434828	0.328010	6.167310
X3	5.268271	2.999215	7.537326	2.547427	7.989114	1.636218	8.900323
X4	-16.13183	-23.34562	-8.918047	-24.78195	-7.481722	-27.67887	-4.584804
X5	20.00199	4.022337	35.98164	0.840657	39.16332	-5.576465	45.58044
X6	2.581196	0.797626	4.364767	0.442502	4.719891	-0.273746	5.436139

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

Conform rezultatelor obținute (Tabelul 3.3), 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.

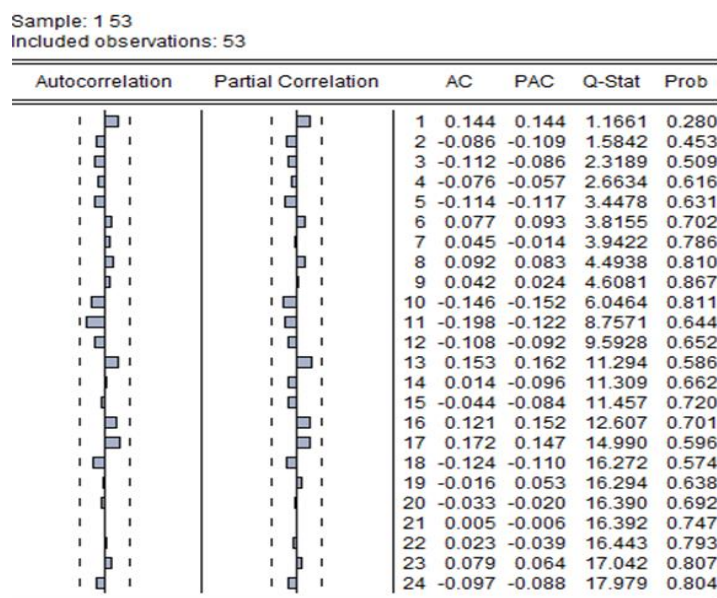


Figura 3.8 Corelograma reziduurilor Q-Statistics

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 suboptimale ale parametrilor modelului în cazul în care nu este luată în considerare.

Tabelul 3.5 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: Estimată 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].

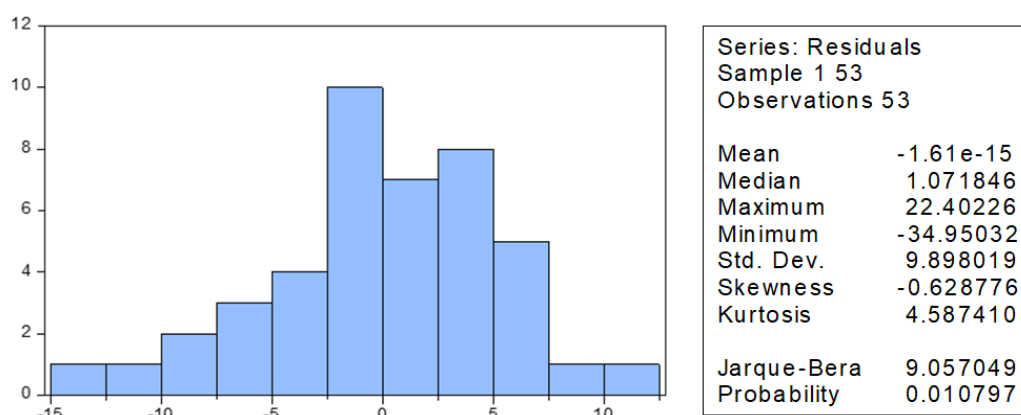


Figura 3.9. Testul Jarque-Bera privind normalitatea erorilor aleatorii

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 3.6 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: estimat 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 3.7 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: Estimată 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% ($\chi_{tab}^2 = 16,81$), se constată că erorile sunt homoscedastice.

Tabelul 3.8 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: Estimată 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. 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) [221].

Tabelul 3.9 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.

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 multicoliniaritatea în datele modelului. Astfel, putem concluziona că ipoteza de necoliniaritate a variabilelor explicative este îndeplinită.

Un alt test de verificare a multicoliniarității 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 multicoliniarității, 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 multicoliniarității variabilelor exogene, valoarea lui FIV aparține intervalului (1,5), demonstrând că multicoliniaritatea modelului este una foarte scăzută.

Modelul prezentat mai sus permite evaluarea bonității potențialilor clienți, persoane juridice – întreprinderi mici și mijlocii, solicitanți ai finanțării pe termen termen mediu (3-5ani). Modelul dat nu a fost testat și nu poate fi aplicat pentru evaluarea bonității: asociațiilor de economii și împrumut, organizațiile de creditare nebanară, autoritățile administrației publice locale și întreprinderile agricole cu activități sezoniere.

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 veniturii 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 veniturii 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 100 și 70 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”.

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

În contextul în care tendințele economiei globale vizează integrarea factorilor ESG în activitatea companiilor și evaluarea riscurilor de sustenabilitate a acestora, precum și integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG) în procesul decizional de finanțare, se propune evaluarea non-financiară a debitorului din perspectiva criteriilor de sustenabilitate (ESG). Practica europeană evidențiază integrarea factorilor ESG în activitatea instituțiilor financiare, respectiv, din 2020 criteriile de mediu și climă sunt integrate de către organismele de supraveghere și de reglementare ale băncilor europene, în special de Autoritatea Bancară Europeană (EBA), Autoritatea pentru Control și Rezoluție Prudențială din Franța (ACPR) și Banca Centrală Europeană (BCE).

În plus, din 2022 băncile și companiile de investiții au obligația de a fi transparente față de investitori cu privire la sustenabilitatea investițiilor lor. Datorită dimensiunii, amplitudinii și complexității lor, riscurile ESG pot afecta sistemul financiar și economia în ansamblu, cu potențiale consecințe sistemice. O reprezentare numerică simplificată a riscurilor ESG este oferită de scorurile ESG, care permit instituțiilor financiare să monitorizeze și să comunice performanța sectoarelor industriale, a clienților individuali sau a portofoliilor de investiții, într-un mod coerent și transparent. O gamă largă de obiective legate de gestionarea și raportarea riscurilor poate fi abordată prin scorurile ESG, cu implicații atât pentru stakeholderii interni, cât și pentru cei externi, îmbunătățind simplificarea și transparența.

Sustenabilitatea (ESG) reprezintă factorii de mediu (E-Environmental), sociali (S) și de guvernare (G), fiind factori-cheie în evaluarea impactului practicilor de sustenabilitate ale unei companii.

Pentru evaluarea sustenabilității proiectului, autorul a propus un model de evaluare nefinanciară a potențialilor debitori ai băncii în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG). La momentul actual modelul a fost testat și este aplicat pentru evaluarea riscului ESG al potențialilor clienți corporativi în cadrul unei bănci comerciale. Pentru perioada de până la 2030 acest model se recomandă a fi aplicat și pentru clienții mici și mijlocii ai băncii.

Scorurile ESG sunt calculate folosind date din practicile de mediu, inițiativele de responsabilitate socială și politicile de guvernare ale unei companii. Agențiile de rating folosesc benchmark-uri și cadre specifice industriei pentru a evalua și nota aceste elemente. Scorurile ESG oferă o măsură cantitativă a performanței unei companii în domenii-cheie: mediu, social și de guvernare. 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. Iar 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 guvernanță, 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.

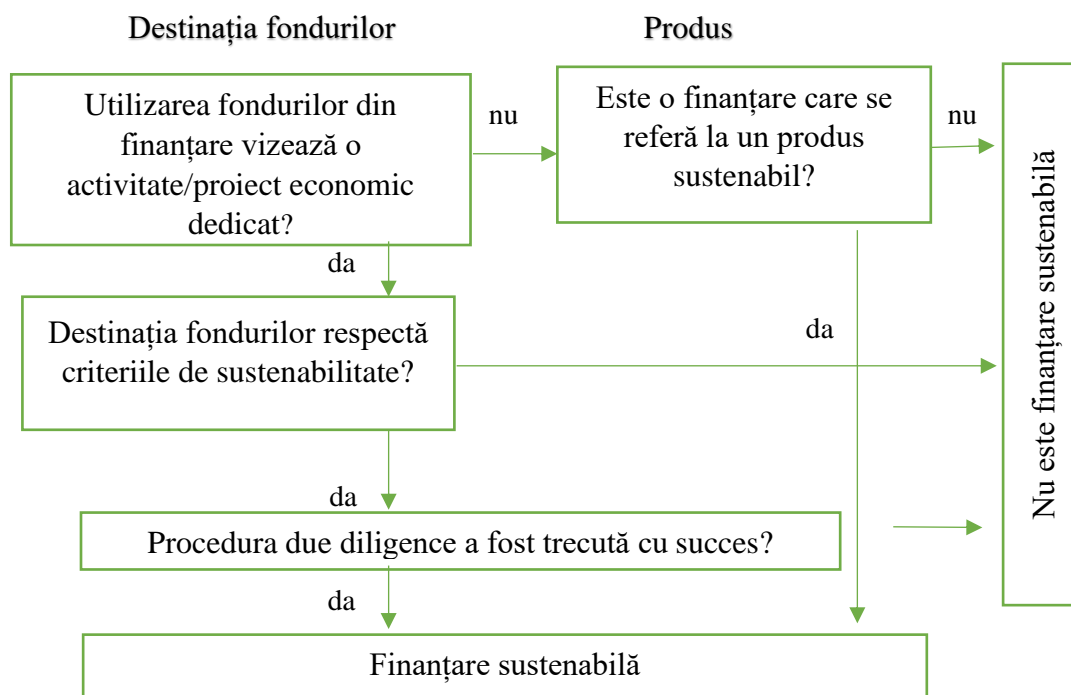


Figura 3.10 Mecanismul de evaluare a sustenabilității proiectelor de finanțat

Sursa: Elaborată de autor în baza practicii băncilor europene (Raiffeisen Bank, ING Bank)

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:

- 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;
- 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;
- 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 governanță.

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, defrisările.

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 28. 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 guvernarea 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 3.10 și a scorului indicat în tabelul 3.11.

Scorul ESG include scorurile individuale a trei componente (de mediu, social, de guvernare) 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 3.10 Ponderea componentelor ESG utilizate în procesul de evaluare a ratingului

Componenta	Ponderea %
Mediu	40
Social	40
Guvernanță	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 guvernanță, 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 guvernanță. În plus, banca va lua în considerare planurile/prognozele de dezvoltare ale companiei din perspectiva respectării standardelor de mediu, responsabilității sociale și abordărilor de guvernanță corporativă. Scorurile pentru componentele de mediu, sociale și de guvernanță 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 3.11.

Tabelul 3.11 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*

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.

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 având 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-bancar în susținerea și promovarea dezvoltării economice durabile. Însă, în țara noastră, sistemul financiar-bancar 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 nebancale, 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. Din 2020, criteriile de mediu, climă și guvernare au început să fie integrate de către organismele de supraveghere și de reglementare ale băncilor europene, în special de Banca Centrală Europeană (BCE), Autoritatea pentru Control și Rezoluție Prudențială din Franța (ACPR) și Autoritatea Bancară Europeană (EBA). 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 guvernare 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.

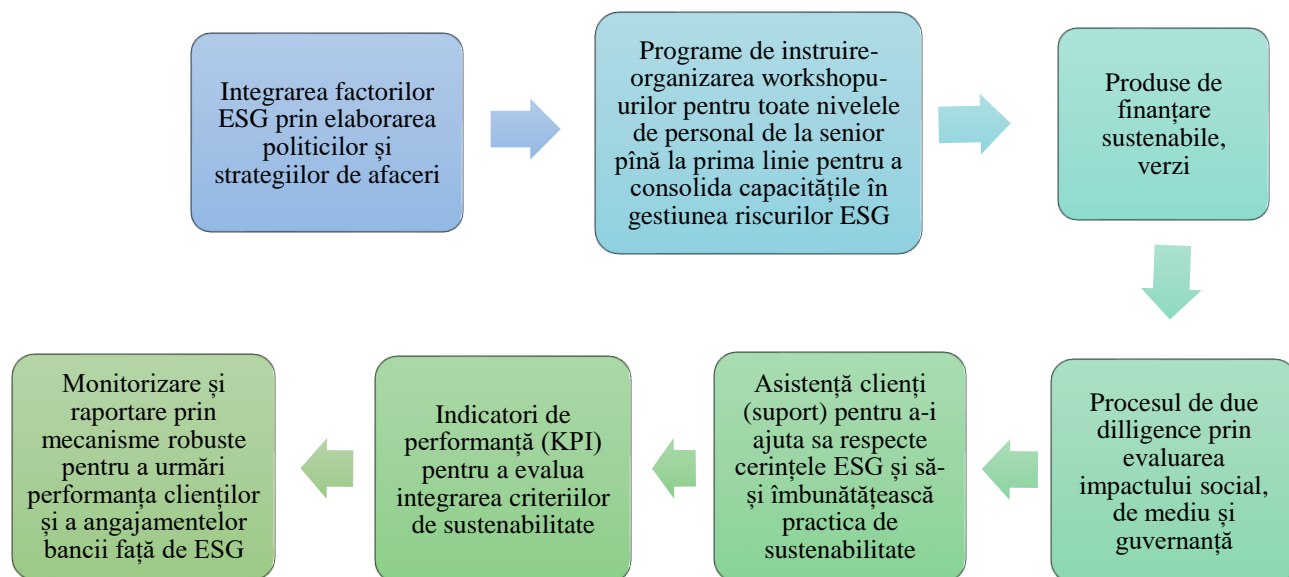


Figura 3.11 Integrarea criteriilor de sustenabilitate (ESG) în activitatea băncilor

Sursa: *Elaborată de autor*

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 de sustenabilitate în procesul de afaceri al băncii este reprezentat în figura 3.11.

La fel ca în cazul altor țări, Republica Moldova poate apela la sprijinul instituțiilor europene (BERD, BEI) și internaționale în vederea integrării echipelor de sprijin pentru reformele realizate în domeniile-cheie, fapt ce poate îmbunătăți îndeplinirea obiectivelor de politici legate de tranzacții, avansând, în același timp, reforme sectoriale mai ample.

Practica europeană în domeniul finanțării sustenabile este una oportună pentru a putea extinde raza de acțiune a măsurilor de eficiență energetică, în timp ce inițiativele privind orașele verzi pot cataliza acțiunile la nivel municipal, împreună cu consolidarea capacităților critice. În ciuda potențialului mare de energie eoliană și solară, sursele regenerabile de energie rămân slab dezvoltate (doar 5%), în absența unui cadru de reglementare pentru licitații. Instituțiile europene vor continua să ofere sprijin politic pentru a elimina obstacolele din calea proiectelor viabile din punct de vedere comercial în sectorul surselor regenerabile de energie.

În acest context, promovarea și dezvoltarea finanțării sustenabile prin intermediul instrumentelor de finanțare, precum: credite verzi, obligațiuni verzi, obligațiuni sustenabile, crowdfunding verde, este un pas evident și imperativ. Având în vedere nevoile importante de investiții, sectorul financiar joacă un rol central în oferirea unei game largi de produse și servicii financiare durabile sau „verzi” pentru proiectele care sunt mai puțin dăunătoare mediului. Acestea includ emisiunea de obligațiuni verzi și facilitarea creării fondurilor de investiții verzi, două elemente considerate cele mai atractive forme ale investițiilor verzi și mijloace de asigurare a eficienței tranziției către o economie sustenabilă.

Este clar că, încă de la apariția sa, piața de investiții verzi a continuat să crească și să evolueze, începând să ocupe un loc din ce în ce mai mare în cadrul operațiunilor financiare la nivel global. Dar investițiile responsabile suferă în prezent din cauza absenței unui limbaj universal comun privind standardizarea metodologiilor, calculelor ESG și reglementărilor despre ceea ce poate fi luat în considerare drept „sustenabil” și „verde”.

Măsurile propuse de autor pentru promovarea noilor modalități de finanțare din perspectiva asigurării dezvoltării durabile la nivel național sunt reflectate în Anexa 29.

La nivel guvernamental (*Guvernului R.Moldova, Ministerului Dezvoltării Economice și Digitalizării*) se recomandă perfecționarea cadrului normativ-legislativ de reglementare, prin adoptarea 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.

Mai mult, este necesară elaborarea de către Guvern a unei *Strategiei naționale în domeniul finanțării sustenabile*. La momentul actual Guvernul Republicii Moldova a elaborat Strategia

națională de dezvoltare Moldova Europeană 2030, dar care nu cuprinde în totalitate aspectele dezvoltării durabile, în special nu se regăsesc aspectele ce țin de stimularea dezvoltării sectorului antreprenorial prin prisma accesului la noi resurse financiare.

Strategia propusă va trebui să fie orientată către o dezvoltare economică durabilă și favorabilă incluziunii. Pentru aceasta, Strategia trebuie să vizeze promovarea antreprenoriatului și a ocupării forței de muncă în rândul grupurilor vulnerabile, reducerea informalității și îmbunătățirea accesului la infrastructură.

În ceea ce privește sustenabilitatea, aceasta trebuie să sublinieze creșterea producției de energie din surse regenerabile, investițiile în infrastructura energetică, transportul ecologic și alte măsuri de combatere a sărăciei energetice prin creșterea eficienței energetice. Pentru a spori veniturile și a asigura creșterea economică, aceasta trebuie să se concentreze pe facilitarea accesului IMM-urilor la finanțare, reducerea corupției, birocrăției și promovarea inovării. Alte aspecte ce trebuie incluse trebuie să vizeze un mediu sănătos, centrat pe conservarea mediului, creșterea suprafețelor împădurite, îmbunătățirea calității apei și a solului, asigurarea unui aer mai curat prin promovarea transportului ecologic.

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. Viziunea asupra elaborării strategiei de finanțare sustenabilă este redată în figura 3.12.

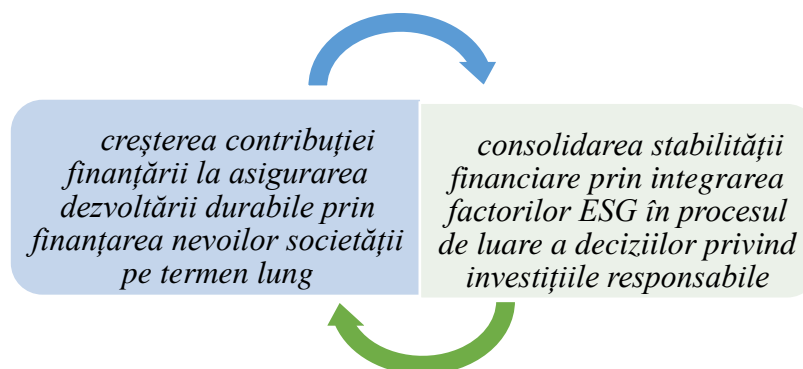


Figura 3.12 Orientări ale strategiei de finanțare sustenabilă

Sura: Elaborată de autor în baza [237]

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

Sistemul financiar bancar 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 guvernanta 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-bancar național se propune realizare unor măsuri orientate spre promovarea și dezvoltarea modalităților de finanțare sustenabilă. Măsurile întreprinse trebuie orientate spre:

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.

Astfel, la nivelul sectorului OCN este necesar de a face ordine în domeniul politicilor promovate și produselor oferite. Una dintre propunerile de soluționare a problemei finanțării oferite de OCN-uri și de recuperare ulterioară a creanțelor este trecerea organizațiilor de microfinanțare sub o singură autoritate de supraveghere, și anume Banca Națională a Moldovei, după modelul României, care a trecut cu succes prin această reformă. Menționăm că reforma sectorului de microfinanțare este în proces de derulare, astfel conform recomandărilor propuse de autor, legislația în vigoare a fost modificată, astfel fiind instituită o singură autoritate de supraveghere atât pentru bănci, cât și pentru organizațiile de creditare nebanară, modificările respective intrând în vigoare începând cu 01 iulie 2023. Acest prim-pas trebuie să fie urmat de alții în ceea ce privește revizuirea și ajustarea tuturor reglementărilor naționale în domeniul sectorului de microfinanțare conform celor mai bune practici.

Pentru eliminarea practicii abuzive de recuperare a creanțelor persoanelor juridice prin intermediul companiilor de colectare a datoriilor, este oportună dezvoltarea în cadrul OCN-lor și a băncilor a finanțării prin factoring, mecanism care combină activitatea de creditare cu cea de recuperare a datoriilor. Pentru ajustarea legislației în domeniul organizațiilor de creditare nebankare, se propun modificări ce vizează capitalul, creditele acordate și rapoartele prezentate de către acestea. Se poate afirma că, o organizație de microfinanțare cu un capital de 300 mii lei nu poate oferi suficiente produse de creditare atât persoanelor fizice, cât și celor juridice. Astfel, capitalul minim al instituției financiare nebankare se propune de a fi stabilit în mărime de 5 mln. lei, pentru cele specializate în microfinanțare, respectiv, creditare de consum, iar pentru instituțiile care acordă credite ipotecare și operațiuni de leasing de a stabili mărimea minimă a capitalului de 20 mln. lei. Menționăm exemplul României, unde capitalul minim conform legislației în vigoare este de 200 mii euro și de 3 mln. euro, sau echivalentul în lei pentru instituțiile financiare ce acordă credite ipotecare [55, art.18]. În Federația Rusă, capitalul minim al organizațiilor de creditare nebankare este de 18 mln. ruble, ceea ce constituie circa 245 mii euro.

La capitolul produse financiare oferite, menționăm lipsa unor politici clare de finanțare a entităților economice în cadrul OCN-lor, marea lor majoritate fiind orientată spre creditarea de consum. La capitolul credite acordate, se propune delimitarea între: microfinanțare și creditul de consum, astfel:

- creditul de consum va fi acordat persoanelor fizice respectând principiile reglementării creditării responsabile aprobate de către BNM;
- microîmprumuturile vor fi definite ca *împrumuturi acordate persoanelor juridice, inclusiv întreprinzătorilor individuali, pentru necesități financiare de urgență, care se vor stabili individual, ținând cont de domeniul de activitate*; valoarea minimă a unui microîmprumut acordat va fi de 50 mii lei.

La acest compartiment se propune includerea unor prevederi cu privire la ratele dobânzilor și comisioanele prevăzute în contractele de prestare a serviciilor financiare, precum și fondul de risc format. Astfel, rata dobânzii, comisioanele, penalitatea pentru întârziere, stabilite în contractele de prestare a serviciilor financiare, se vor calcula în strictă conformitate cu legislația civilă. Rata maximă admisibilă stabilită nu va depăși 25% din valoarea contractuală. În același timp, instituțiile financiare nebankare vor constitui și vor utiliza provizioane în fondul de risc în conformitate cu reglementările autorității de supraveghere.

Reforma realizată în domeniul Organizațiilor de creditare nebankară, prin trecerea acestora sub umbrela Băncii Naționale a Moldovei va genera efecte pe termen mediu și lung, prin orientarea acestora spre noi produse financiare, destinate și întreprinderilor micro și mici. La acest capitol se propune implementarea și dezvoltarea atât în cadrul OCN-lor cât și a băncilor comerciale a unei

modalități noi de finanțare precum cea prin *factoring*. În calitate de potențial beneficiar al operațiunilor de factoring în Republica Moldova, reeșind din practica europeană, poate fi considerat sectorul întreprinderilor mici și mijlocii, care constituie cca 95% din numărul total al întreprinderilor înregistrate. Beneficiile oferite întreprinderilor mici și mijlocii prin utilizarea factoring-ului sunt:

- ✓ evită îngreunarea structurii administrative și financiare a întreprinderii prin oferirea posibilității de creștere a vânzărilor;
- ✓ recuperarea creanțelor de către factor reprezintă o sursă de finanțare, iar fondurile proprii pot fi destinate consumului productiv;
- ✓ siguranța încasării și diminuarea expunerii la riscul de neîncasare a creanțelor;
- ✓ gestionarea clienților vânzători cu amănuntul de către factor;
- ✓ gestiunea eficientă a portofoliului potențialilor clienți asigurată de factor;
- ✓ recurgerea la factoring oferă posibilitatea atragerii noilor clienți.

Dacă facem trimitere la practica internațională, beneficiarii 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 amânată, care poate varia de la 30-45 de zile calendaristice până la șase luni. Dacă pentru întreprinderile mari durata întârzierii 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. Aplicabilitatea factoring-ului se explică și prin faptul că acesta rezolvă o serie de probleme, specifice organizațiilor comerciale intermediari, caracterizate printr-un ciclu scurt de funcționare, precum și pentru online. 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*. În traducere *reverse factoring* nu semnifică altceva decât „factoring invers”, care în literatura de specialitate poate fi întâlnit și cu denumirea de *confirmed factoring* sau *supply chain finance*. Acest termen nu reprezintă altceva decât inversul factoring-ului tradițional, care descrie un aspect invers al procedurii de finanțare față de factoring-ul ordinar, simplu. După cum susține V. Popa, *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].

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.

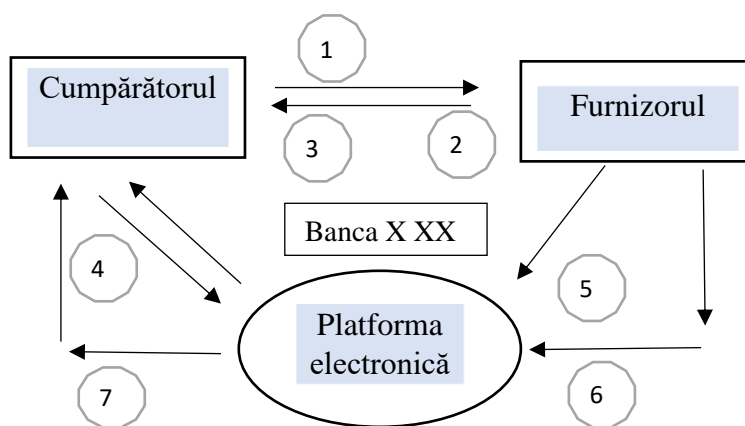


Figura 3.13 Finanțarea prin reverse factoring

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [66, 96,226]

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 revers factoring-ului se realizează prin intermediul unei platforme electronice create și gestionate de către finanțator (instituția de credit/banca) după modelul redat în figura 3.13.

Etapele 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. 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.

Promovarea și dezvoltarea finanțării sustenabile

BNM împreună cu Guvernul Republicii Moldova trebuie să promoveze proiectele de anvergură națională și internațională, astfel 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 durabila 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 3.14.

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 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.

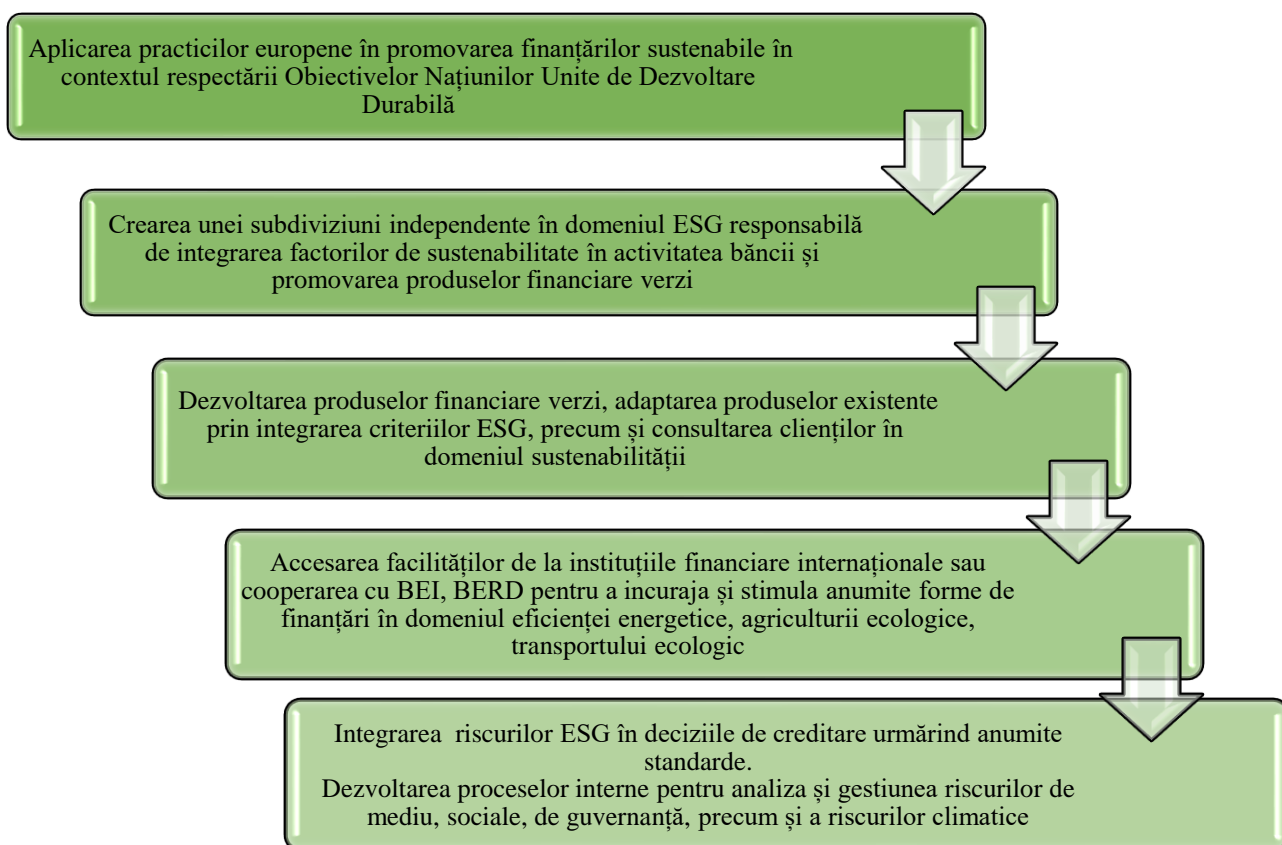


Figura 3.14 Acțiuni întreprinse de bănci în vederea promovării finanțării sustenabile
Sura: Elaborată de autor

Astfel, 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. 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.

$$GAR = \frac{GA(\text{Green Asset} - \text{active verzi})}{TA(\text{Total assets} - \text{total active})} * 100\% \quad (3.5)$$

Conform acestui indicator, băncile își vor stabili obiective privind creșterea acestuia anual cu cel puțin 5%, astfel ca pînă 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 prim pas de pronire în calea finanțării sustenabile (Anexa 31). 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 Parisbas, 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 governanță 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 R.Moldova, în contextul alinierii la practicile europene, unde raportarea de sustenabilitate este obligatorie începând cu 2024.

Sectorul financiar-bancar joacă și revine rol din ce în ce mai mare în promovarea și dezvoltarea finanțării 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 dobândă (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.

Pentru dezvoltarea afacerilor, băncile și piețele financiare joacă deja un rol crucial în finanțarea investițiilor lor cu impact social și asupra mediului. Cu toate acestea, natura inovatoare și, prin urmare, riscantă a multor proiecte de tranziție energetică rezidă în cerința de a produce garanții suplimentare, dintre care unele pot fi costisitoare. 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.

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 final, generalizând cele menționate, putem afirma că o economie net zero nu poate fi dezvoltată fără servicii financiare sustenabile, întrucât companiile au nevoie de finanțare și asigurări pentru a gestiona riscurile fizice și de tranziție. Instituțiile de credit trebuie să-și dezvolte strategii clare, orientate spre realizarea obiectivelor de sustenabilitate pentru contribui direct la asigurarea tranziției ecologice și dezvoltarea sustenabilă pe termen lung.

Concluzii la Capitolul 3

1. Din analizele realizate și cele prezentate în lucrare se poate constata limitarea ofertei de finanțare în cea mai mare parte la creditele bancare, leasingul financiar și granturile oferite în cadrul proiectelor de finanțare. Analizele efectuate asupra tendințelor pieței financiar-bancare reflectă un monopol evident al serviciilor financiare prestate de către bănci. Principala modalitate de finanțare a antreprenoriatului național este finanțarea tradițională prin credite bancare, alte modalități de finanțare fiind foarte limitate, menționând aici factoring-ul, leasingul financiar și crowdfunding-ul creditar, inclusiv finanțarea sustenabilă. Cu regret, alte modalități de finanțare, precum finanțarea prin capital de risc, finanțarea de tip mezanin și, mai nou, finanțarea sustenabilă, nu se regăsesc pe piața produselor financiare naționale.

2. Sectorul de microfinanțare este limitat în spectrul serviciilor acordate, chiar dacă scopul inițial al OCN-lor viza susținerea sectorului mic și mijlociu. Ponderea creditelor acordate acestui sector este una ne semnificativă, acestea fiind orientate spre creditarea de consum pe termen scurt și mediu. Analiza activității sectorului de microfinanțare a scos în evidență un șir de probleme ale căror soluții nu au fost identificate încă, printre acestea se pot evidenția lipsa unui mecanism și a unor pârghii cu privire la monitorizarea și supravegherea organizațiilor de creditare nebancale.

3. Accesul la finanțare pentru entitățile economice naționale este unul limitat și constrâns, fapt explicat de ponderea foarte mare a creditelor bancare acordate, care depășește 80% din totalul creditelor acordate. Modalitățile moderne de finanțare, practic, sunt absente pe piața financiară națională, astfel încât ponderea leasingului și a factoring-ului este net inferioară creditelor bancare acordate.

4. 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.

5. Încălzirea globală, criza pandemică, penuria resurselor energetice au determinat statele dezvoltate să-și revizuiască politicile în domeniul protecției mediului înconjurător și să dezvolte politici și strategii de dezvoltare durabilă, prin promovarea finanțărilor sustenabile și a investițiilor responsabile orientate spre susținerea proiectelor verzi și sustenabile de dezvoltare. Reieșind din tendințele globale actuale, autorul propune dezvoltarea în cadrul instituțiilor de credit naționale a conceptelor de finanțare sustenabilă, finanțare verde, obligațiuni verzi, menite să susțină și să contribuie în mod direct la dezvoltarea economică durabilă a statului.

6. 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, birocrația, 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.

7. 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.

8. În scopul asigurării unui viitor sustenabil, atât instituțiile bancare cât și cele nebancale 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 aprofundată a bazelor conceptuale ale finanțării a relevat existența unei relații de interdependență și complementaritate între conceptele de „surse de finanțare” și „modalitate de finanțare”. Modalitatea de finanțare reprezintă elementul care detaliază mecanismul prin care se asigură acoperirea necesarului de finanțat. Aceasta poate fi considerată un proces indispensabil, intrinsec legat de activitatea economică desfășurată atât de entități, cât și de instituțiile de credit. Rolul său principal este de a garanta accesul la resursele necesare pentru buna funcționare și dezvoltarea întregului sistem economic.

2. Lipsa unui concept clar definit a permis autorului să considere modalitățile moderne de finanțare ca *totalitatea instrumentelor, metodelor, procedurilor 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. Cercetarea evoluției modalităților de finanțare a permis să constatăm că acestea pot fi delimitate în două categorii: clasice 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 entităților economice, nefiind adaptate specificului întreprinderilor nou-create și celor inovative. Conturarea modalităților moderne de finanțare ca concept s-a perindat începând cu secolul al XVIII-XIX, a căror popularitate s-a intensificat la începutul anilor 2000.

4. Analizele realizate în domeniul accesului la finanțare 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. Cercetarea cauzelor care restricționează accesul entităților din republica Moldova la finanțare a scos în evidență un șir de factori restrictivi, a căror gestionare corectă ar putea contribui la dezvoltarea pieței resurselor financiare pe plan local și sporirea accesului la o gamă mai variată de resurse financiare.

5. Sistematizarea teoriilor financiare a permis autorului scoaterea în lumină a unei noi abordări teoretice cunoscută ca *Teoria finanțării sustenabile*. Conform noii abordări, aceasta implică o schimbare a rolului atribuit mecanismului de finanțare, și anume trecerea de la finanțarea orientată pe maximizarea profitului spre una axată pe realizarea unui set de obiective, respectiv obiective de dezvoltare sustenabilă. Putem afirma că până în prezent aceasta arată, în mare măsură, ca un

model al „viitorului dorit” și un concept de dezvoltare economică sustenabilă pe termen lung, în general.

6. În scopul realizării obiectivului de analiză a modalităților de finanțare care susțin promovarea proiectelor responsabile și inovative, stimularea inițiativelor cu impact economic și social pozitiv, au selegate ca obiect al cercetării următoarele modalități moderne de finanțare: finanțarea prin factoring, capitalul de risc, crowdfunding-ul și finanțarea sustenabilă, în baza practicii statelor înalt dezvoltate și a celor membre UE.

7. Dezvoltarea incertă a modalităților moderne de finanțare, precum factoring-ul, finanțarea prin capital de risc, crowdfunding-ul, finanțarea sustenabilă în Republica Moldova este determinată de lipsa unei piețe financiare bine 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 cel puțin 5 ani, promovarea politicilor economice în domeniu, prin facilitarea dezvoltării lor inclusiv prin: acordarea stimulentele fiscale, reduceri la rata dobânzii, garanții bugetare etc. Oportunitatea dezvoltării factoring-ului, finanțării prin capital de risc, crowdfunding-ului și finanțării sustenabile în țara noastră este una de perspectivă în condițiile promovării și dezvoltării unui sistem economic competitiv și sustenabil.

8. Sectorul financiar-bancar al Republicii Moldova este reprezentat de băncile comerciale și instituțiile financiare nebancale. 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 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 bonității debitorului care permit aprecierea situației economico-financiare 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 presupun o categorie numeroasă de indicatori economico-financiară. La acest capitol, autorul a elaborat un model de evaluare a bonității debitorului, având la bază regresia liniară multiplă, destinat finanțărilor oferite de bănci pe termen scurt și mediu potențialilor debitori personae juridice. Pe lângă analiza bonității, autorul propune un model de evaluare nefinanciară bazată pe criteriile 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.

10. 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, insecuritatea energetică acută și de un mediu de afaceri incert. De asemenea, situația macroeconomică s-a înrăutățit semnificativ în 2022, inflația depășind 30%, deficitul public a crescut, iar creșterea PIB-ului a stagnat. Având în vedere acordarea statutului de țară candidată Republicii Moldova, Uniunea Europeană este sursa preferată de fonduri din partea donatorilor, alături de instituțiile financiare internaționale precum BERD și BEI. În acest context, resursele financiare oferite de UE sunt canalizate prin intermediul instituțiilor financiar bancare spre proiecte de dezvoltare durabilă și inovative în domeniul eficienței energetice, transportului ecologic, agricultura ecologică. Astfel pentru finanțare acestor proiecte, cele din urmă trebuie să adopte un cadru normativ intern aliniat cerințelor europene, ce vizează în special integrarea criteriilor de sustenabilitate în procesul de finanțare.

11. Încălzirea globală, criza pandemică, penuria resurselor energetice au determinat statele dezvoltate să-și revizuiască politicile în domeniul protecției mediului înconjurător și să dezvolte politici și strategii de dezvoltare durabilă, prin promovarea finanțării sustenabile și investițiilor responsabile, orientate spre susținerea proiectelor verzi și eco-inovative. Reieșind din tendințele globale actuale, autorul propune dezvoltarea în cadrul instituțiilor de credit naționale a conceptului de finanțare sustenabilă, menit să susțină și să contribuie în mod direct la dezvoltarea economică durabilă a statului.

12. Cu certitudine se poate afirma că, o economie net zero nu poate fi dezvoltată fără servicii financiare sustenabile, deoarece companiile au nevoie de finanțare și asigurări pentru a gestiona riscurile fizice și de tranziție. Pentru a realiza obiectivele în materie de climă, mediu și responsabilitate socială, precum și cele de dezvoltare durabilă sunt necesare investiții publice și private majore. Finanțarea sustenabilă face ca considerentele de sustenabilitate să fie parte a procesul de luare a deciziilor financiare. Aceasta înseamnă orice proiect mai neutru din punct de vedere climatic și mai eficient din punct de vedere energetic. În context național, finanțarea sustenabilă trebuie înțeleasă ca finanțarea menită să sprijine creșterea economică, reducând în același timp presiunile asupra mediului, luând în considerare aspectele sociale și de guvernare.

Legislația UE privind sustenabilitatea are un impact semnificativ asupra legislației actuale și viitoare a Republicii Moldova, având în vedere aspirațiile europene ale țării și eforturile sale de aliniere la standardele UE. Pe măsură ce UE dezvoltă reglementări stricte în domenii precum reducerea emisiilor de carbon, economia circulară și energie regenerabilă, Republica Moldova este influențată să adopte politici similare pentru modernizarea cadrului normativ legislativ. Această

alinieră nu doar că va facilita cooperarea economică și politică cu statele membre UE, dar și va pregăti țara noastră pentru eventuala aderare la inițiativele europene de mediu. În viitor se așteaptă ca legislația națională să continue să susțină și promoveze dezvoltarea durabilă a țării și să îmbunătățească standardele de viață pentru cetățenii săi.

Sugestii privind direcțiile viitoare de cercetare legate de tema abordată.

În vederea continuării cercetărilor la tema modalități moderne de finanțare este importantă exploatarea următoarelor direcții de cercetare și analiză:

1. Cercetarea și analiza modalităților moderne de finanțare din perspectiva tendințelor actuale ale pieții europene așa ca: forfetare, finanțare de tip mezanin, securitizare activelor, credit sindicalizat.

2. Analiza și evaluarea impactului riscului climatic și de tranziție asupra proceselor de finanțare, inclusiv prin elaborarea unui model de previziune a creșterii economice în contextul riscurilor climatice și de tranziție.

Rezultatul obținut care contribuie la soluționarea unei probleme științifice importante 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 noi conjuncturi internaționale și regionale.

În rezultatul cercetărilor și analizelor prezentate în lucrare recomandăm următoarele:

1. Alinierea cadrului normativ-legislativ cu cel al UE, în vederea stimulării dezvoltării produselor financiare destinate facilitării investițiilor inovative și responsabile în scopul asigurării dezvoltării economiei verzi și sustenabile pe termen lung;

3. Realizarea reformei privind ajustarea cadrului instituțional și legislativ de autorizare, supraveghere și control al instituțiilor financiare nebankare, prin stabilirea unor cerințe prudențiale de transparență și raportare, precum și de capital, utilizând practica României;

4. Promovarea finanțării prin capitalul de risc, ca modalitate ce susține afacerile inovative, prin revizuirea, modificarea și completarea proiectului de lege cu privire la Fondurile cu capital de risc și adoptarea lui (proiect elaborat încă în 2018).

5. Implementarea conceptului de finanțare sustenabilă în cadrul sistemului financiar bancar național prin promovarea instrumentelor aferente precum: credit verde, credit sustenabil, ipoteca verde, obligațiuni verzi, obligațiuni legate de sustenabilitate;

6. Aplicarea modelului analizei nefinanciare a debitorilor, persoane juridice în baza criteriilor de sustenabilitate (ESG) în contextul promovării dezvoltării economice durabile a statului, prin finanțarea proiectelor inovative și sustenabile de către bănci;

7. Elaborarea taxonomiei naționale în domeniul finanțării sustenabile, în vederea stabilirii criteriilor de evaluare a proiectelor eco-inovative, prin prisma promovării unui sistem financiar durabil;

8. Integrarea factorilor ESG în strategia și modelele de afaceri, procesele de finanțare ale instituțiilor de credit, precum și în procesele de afaceri ale entităților economice în vederea alinierii la realizarea obiectivelor naționale de dezvoltare durabilă.

9. Încurajarea subiecților economici să implementeze principii de responsabilitate corporativă, socială și de mediu aliniate cu cele mai bune practici în domeniu.

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. 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/> (citată 24.01.2024)
4. AVARE, P., LEGROS, G., LEMONNIER, P. – Gestiune 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, *Revista / Journal „ECONOMICA” nr.3 (121) 2022, p.74-90. Disponibil: <https://doi.org/10.53486/econ.2022.121.074>* (citată 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, Performantica, 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 nebancar 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, Daniela; ȘTEFANIUC, Olga. 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, Lumina Lex, 2006, 460 p.
23. Codul civil al Republicii Moldova N 1107-XV din 06.06.2002
24. CONTOLENCU M. Optimizarea structurii de finanțare și evidențierea factorilor determinanți, <http://www.dafi.ase.ro/revista/5/Contolencu%20Mihaela.pdf> (citată 15.01.2023)
25. Creditul sindicalizat – aspecte juridice și economice, Disponibil: <https://www.juridice.ro/242501/ionut-adrian-sandor.html> (citată 24.02.2022)
26. CERBUȘCĂ V. Finanțarea întreprinderilor mici și mijlocii din Republica Moldova: specificul întreprinderilor inovatoare/Teza de doctor în științe economice, 2016/Disponibil: http://www.cnaa.md/files/theses/2016/50540/viorica_cerbusca_thesis.pdf (citată: 19.04.2022)
27. Crowdfunding pentru ONG-uri Disponibil: <https://www.techsoup.ro/sites/default/files/crowdfunding-pentru-ong-uri-techsoup.pdf> (citată 24.02.2022)
28. Deloitte România. Piața de capital de risc din România. 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> (citată 15.08.2024)
29. DANILA O.M Evaluarea riscului de credit din perspectiva Acordului Basel, *Economie teoretică și aplicată Volumul XIX* (2012), No. 3(568), pp. 60-75, Disponibil: http://store.ectap.ro/articole/699_ro.pdf (citată 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 MARIA, BUCUR CRISTINA Crowdfunding o alternativă pentru start-up-uri?// Disponibil:<http://www.wall-street.ro/articol/Legal-Business/157145/crowdfunding-o-alternativa-pentru-start-up-uri.html> (citată 03.03.2022)
32. Dicționar explicativ al limbii române. Disponibil: <https://dexonline.ro/definitie/specific> (citată 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. Disponibil:<http://edufin.md/finantarea-nebancara-a-intreprinderilor-mici-simijlocii-prin-intermediul-business-angels-si-a-capitalului-de-risc> (citată 15.02.2022)
38. FUIOR E., GANEA V., CUSNIR C. Finanțele întreprinderii. Chișinău, Moldcoop UCCM, 2014. 467 p., ISBN 978-9975-114-85-1
39. Despre riscurile ESG și cum afectează riscurile ESG instituțiile financiare/ Disponibil: <https://blog.pwc.ro/2021/08/06/webinar-ratingurile-esg-si-modul-in-care-riscurile-esg-afecteaza-institutiile-financiare/> (citată 19.10.2023)
40. GHERJAVCA S. Factoringul, posibilitate de dezvoltare a businessului autohton. În: Conferința Internațională Științifico-Practică “Creșterea economică în condițiile globalizării”, Chișinău: Institutul de Economie, Finanțe și Statistică, 2013, p.186-190.
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 România la final de 2023/ Disponibil:<https://www.juridice.ro/717456/crowdfunding-ul-in-romania-la-final-de-2023.html> (citată 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. Disponibil: <https://www.researchgate.net/publication/267226728> (citată 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: Disponibil:<https://lege5.ro/Gratuit/gy4dinrsgi/legea-nr-120-2015-privind-stimularea-investitorilor-individuali-business-angels> (citat 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 nebankare
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, Disponibil: http://www.conta-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, Rezumat teza de doctorat, Universitatea Babeș- Bolyai, Cluj-Napoca, 2013/ Disponibil: [https://teze.doctorat.ubbcluj.ro/doctorat/teza/fisier/1058/\(citat 24.05.2022\)](https://teze.doctorat.ubbcluj.ro/doctorat/teza/fisier/1058/(citat%2024.05.2022))
60. MIHALCA- BRENDEA G., “Efectele condițiilor de piață asupra structurii capitalului entităților economice” Univ.Babes-Bolay, Rezumatul Tezei de doctorat, Iasi, 2011/ https://doctorat.ubbcluj.ro/sustinerea_publica/rezumat/2011/finante/Mihalca_Brendea_Gabriel_a_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. Produniversitaria 2011, ISBN 978-973-129-502-2
63. PASCARU S. Prezentarea modelelor de evaluare a riscului de faliment prin prisma managementului anticriză, 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/ 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, p.102, Amfiteatrul economic Vol. XV No. 33 Februarie 2013, p.98-112, Disponibil:https://www.amfiteatru-economic.ro/temp/Articol_1181.pdf (citat 15.04.2022)
67. Programul național pentru promovarea antreprenoriatului și creșterea competitivității 2023-2027 (PACC 2027)/ 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 anul 2020 ISBN 978-9975-4353-0-7
69. Raportul anual al BNM anul 2022 ISBN 978-9975-4353-0-7
70. Raport de stabilitate financiară al BNM 2022 Disponibil: https://www.bnm.md/files/RSF-2022_v1_2.pdf (citat 20.05.2023)

71. Raportul anual al CNPF anul 2020/Disponibil:
http://old.cnpf.md/file/Publicatii/Raport_Anual_2020.pdf (citată 09.05.2022)
72. Raportul anual al CNPF anul 2021/ Disponibil:
http://old.cnpf.md/file/Publicatii/Raport_Anual_2021.pdf (citată 09.05.2022)
73. Raport Anual al IP ODA pentru anul 2022/ Disponibil:
<https://www.oda.md/files/rapoarte/2022/Raport%20anual%20IP%20ODA,%20anul%202022.pdf> (citată 20.10.2024)
74. Reglementarea activității de finanțare participativă (crowdfunding)/ Disponibil:
www.juridicemoldova.md (citată 10.03.2022)
75. Regulamentul (UE) 2020/1503 privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri / Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/RO/legal-content/summary/european-crowdfunding-service-providers-for-business.html> (citată 12.03.2022)
76. Regulamentul (UE) nr. 345/2013 din 17 aprilie 2013 privind Fondurile europene cu capital de risc/ Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX:32013R0345>, (citată 24.08.2022)
77. Regulament nr. 5 din 8.03.2012 privind clasificarea creditelor și constituirea, regularizarea și utilizarea provizioanelor specifice de risc de credit aplicabil entităților supravegheate de Banca Națională a României, altele decât instituțiile de credit. Monitorul Oficial, Partea I 179 20.mar.2012. Disponibil:
<https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/136319> (citată 24.08.2022)
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/ Disponibil:<https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/14658/> (citată 20.05.2022)
79. Regulament BNR nr. 20 din 13.10.2009 privind instituțiile financiare nebancare Monitorul Oficial, Partea I 21.oct.2009 Intrare în vigoare la 21.oct.2009, Disponibil:
<https://www.bnr.ro/DocumentInformation.aspx?idDocument=33792&directLink=1> (citată 14.04.2022)
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. Disponibil:
<https://www.bnro.ro/DocumentInformation.aspx?idDocument=41332&idInfoClass=15748> (citată 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// Disponibil:
<https://www.juridice.ro/245039/partile-contractului-de-credit-sindicalizat.html> (citată 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 RADU Model de evaluare a performanțelor și a trendului societății comerciale utilizând metoda regresiei multiple ca instrument de analiză, Revista Română de Statistică -

Supliment nr. 2 / 2020/ Disponibil: http://www.revistadestatistica.ro/supliment/wp-content/uploads/2020/02/rrss_02_2020_1ro.pdf (citată 24.05.2022)

87. STRATAN SVETLANA, 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 Antreprenoriat 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. Disponibil: http://www.sda.gov.md/upload/documents/0221181519201541Studiu_Analiza_Constrangerilor_in_Accesul_La_Finantare_si_Planul_de_Actiuni_Iulie_2017.pdf (citată 15.06.2022)

90. Strategia Națională de Dezvoltare Moldova 2020/ Disponibil: <https://mecc.gov.md/ro/content/strategia-nationala-de-dezvoltare-moldova-2020> / (citată 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 Disponibil: <https://lege5.ro/Gratuit/gmytsnzugm4q/reverse-factoring-funding-the-un-fundable> (citată 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// Disponibil: <http://a-economist.narod.ru/section2/2008-2009/alekseeva.htm> (citată 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 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 978-966-337-548-4

101. ВОЛОДИН А., Сравнительный анализ развития венчурного предпринимательства в России, США и Европе, Вестник Университета № 6, 2013, р.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./gambееva_kozhukhova.pdf](http://journal.spa.msu.ru/uploads/vestnik/2019/vipusk_77_dekabr_2019_g./gambееva_kozhukhova.pdf) (citat 24.08.2024)
103. ДАНИЛОВ Ю. Устойчивые финансы: новая теоретическая парадигма. Мировая экономика и международные отношения, 2021, т. 65, № 9, сс. 5-13. Disponibil: <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2021-65-9-5-13>, (citat 19.10.2024)
104. Европейский рынок краудкредитования и крауд-инвестирования — рост, тенденции, влияние covid-19 и прогнозы (2023–2028)/ Disponibil: <https://www.mordorintelligence.com/ru/industry-reports/europe-crowd-lending-and-crowd-investing-market> (citat 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 Федераций". 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 (citat 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. ЗАДОРОВА 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/ 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, 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, 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»/ 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/ 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, «Бизнес-журнал» №10, 2012 // <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/
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 Disponibil
<https://www.cfin.ru/investor/venture/e-coach.shtml> (citat 22.12.2022)
124. Краудинвестинговая платформа ZORA // Портал крауд-сервисов Disponibil:
<http://crowdsourcing.ru/sites/105> (citat 23.03.2022)
125. Краудфандинг в Японии // WikiHub. URL: <https://wikihub.ru/kraudfanding-v-yaponii/> (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 λ 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/ 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, Экономисть, 2007, ISBN5-98118-0420
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 Москва апрель 2018/
<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).С 282-294.

135. ПАНОВА ЕКАТЕРИНА Применение факторинга малыми и средними предприятиями и влияние на него развития информационных технологий Государственное управление. Электронный вестник Выпуск № 80. Июнь 2020 г/ <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-factoringa-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/ <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 <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, 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, January 2022//: Disponibil: <https://fci.nl/about-factoring/white-paper-final.pdf> (citat 10.09.2022)
143. Accès au financement - comparaison internationale 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, 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. Disponibil <https://euf.eu.com/> (citat 18.03.2022)
147. Annual review Factor-Chain International, 2016/ Disponibil: https://fci.nl/downloads/annual_review_2018pdf (citat 24.01.2022)
148. Annual review Factor-Chain International, 2020. Disponibil: https://fci.nl/downloads/annual_review_2020.pdf (citat 10.09.2023)

149. Annual review Factor-Chain International, 2023. 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/ 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. 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, 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. Disponibil: <https://www.banque-france.fr/fr/communiqués-de-presse/enquete-sur-laccés-des-entreprises-au-financement-poursuite-du-durcissement-des-conditions-de> (citat 22.09.2024)
154. BARESA SUZANA, SINISA BOGDAN, Factoring perspective: Croatia VS European Union, UTMS, Journal of Economics 3 (2): 141-166 p.
155. Baromètre du crowdfunding en France 2020, 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. 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. 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 / 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./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. 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
163. BUMBAC D., ȘTEFANIUC O., 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, 0,2 с.а Ujgorod 2019, p. 228-231, ISBN 978-617-7333-83-7

164. BUMBAC D., ȘTEFANIUC O., La titrisation – caracteristiques, 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 с.а, 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/ 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./ 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/ 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/ 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. 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, Disponibil în: Olivier Colot, Mélanie Croquet. Disponibil: <https://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2007-2-page-177.html> (citat 02.09.2024)

172. Country Climate and Development Reports (CCDRs). Disponibil: <https://www.worldbank.org/en/publication/country-climate-development-reports>

173. Crowdfunding Statistics Worldwide: Market Development, Country Volumes, and Industry Trends, Disponibil: <https://p2pmarketdata.com/blog/crowdfunding-statistics-worldwide/> (citat 10.08.2024)

174. Climate Bonds Initiatives. Disponibil: <https://www.climatebonds.net/market/data/> (citat 22.09.2024)

175. *Crunchbase Venture Financing* / Disponibil: www.crunchbase.com/statistics (citat 15.02.2022)

176. DIETSCH M. (2003), “Financing Small Business in France”, EIB-Papers, 8(2), 92-119

177. DITTMAN MAHRT Smith Coporate governance and value of cash holdings/ Disponibil: 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. 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 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, 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. 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 /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. Disponibil:
<https://www.wiseed.com/> (citat 18.03.2022)

184. Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard, OECD Publishing. Read.oecd-ilibrary. 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. Disponibil:
<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2021.2006129> (citat 18.10.2024)

187. Fundingcircle Platforma de crowdfunding <https://www.fundingcircle.com/uk/> (citat 12.02.2022)

188. Green financing. 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. Disponibil: <https://www.noveoconseil.com/wp-content/uploads/2021/07/Finance-verte-3.pdf/> (citat 22.08.2024)

190. Intégrer les risques liés au climat dans les exigences des fonds propres de banques/Paris.Mars 2020. Disponibil: <https://www.i4ce.org/publication/integrer-les-risques-lies-au-climat-dans-les-exigences-de-fonds-propres-des-banques/> (citat 26.01.2022)

191. Investing in Europe: Private Equity Activity 2022. Disponibil:
https://www.investeurope.eu/media/6809/invest-europe_pe-activity-2022.pdf (citat 06.02.2022)

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./ Disponibil: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X> (citat 9.01.2022)

193. JOFFRE O., TRABELSI D., Le crowdfunding Concepts, réalités et perspectives, *Revue française de gestion* 2018/4 (N° 273), p. 69-83 Disponible / <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/ <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. Disponible: <https://pdfs.semanticscholar.org/1ac8/6b59f339ad0f3a9da636bdec23f497f14601.pdf> (citat 22.01.2022)
196. Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act, Disponible: <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. Disponible: 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/ Disponible: 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/ Disponible: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1978.tb03388.x/> (citat 12.02.2022)
200. KIVA Platforma de crowdfunding <https://www.kiva.org/> (citat 02.02.2022)
201. KPMG Enterprise, Venture Pulse Q4 2021, Global analysis of venture funding, Disponible: <https://kpmg.com/xx/en/home/campaigns/2022/01/q4-venture-pulse-report-global.html> (citat 02.02.2022)
202. KPMG Venture Pulse Q4 2022, Global analysis of venture funding. Disponible: <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. Disponible: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x/> (citat 15.02.2022)
204. KWAAK TOM, SOPHIE DOOVE, PETRA GIBBUS, Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2014. Disponible: https://www.researchgate.net/publication/271821875_Survey_on_the_access_to_finance_of_entprises_SAFE_-_Analytical_Report_2014 (citat 17.02.2022)
205. Le crowdfunding : une solution pour élargir l'accès au financement pour les MPME dans les pays ACP /Disponible: https://www.icr-facility.eu/fileadmin/files/downloads/icreports/icreport_crowdfunding_french.pdf (citat 17.01.2022)
206. Le financement des PME et des entrepreneurs 2020 TABLEAU DE BORD OECD 2020/ https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/le-financement-des-pme-et-des-entrepreneurs-2020-version-abreegee_1e7beb64-fr (citat 10.09.2024)

207. Le financement des PME et des entrepreneurs 2024 (version abrégée) Disponible: https://www.oecd.org/fr/publications/le-financement-des-pme-et-des-entrepreneurs-2024-version-abreegee_4e1ae8fa-fr/full-report.html (citat 10.09.2024)
208. LendingClub Corporation. Disponible: <https://www.ftc.gov/legal-library/browse/cases-proceedings/162-3088-lendingclub-corporation> (citat 15.06.2022)
209. LEROUX FRANCOIS, La titrisation, Disponible : <http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf> (citat 22.01.2022)
210. Les risques climatiques en finance / Disponible: <https://financefortomorrow.com/app/uploads/2019/09/Finance-for-Tomorrow-Le-risque-climatique-en-Finance.pdf> (citat 09.09.2024)
211. 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/ <https://dokumen.tips/documents/investment-patterns-and-financial-investment-patterns-and-financial-leverage-michael.html?page=2> (citat 15.02.2022)
212. Make a loan, change the life. Disponible: <https://www.kiva.org/> (citat 15.03.2022)
213. MANEA DANIELA, Postolache Rada, Internal factoring realities and perspectives in Romania, „Valahia” University, Târgoviste Disponible: <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/920071/38.pdf> (citat 15.02.2022)
214. Mezzanine finance: Overwiev Disponible: <https://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1004.pdf> (citat 10.02.2022)
215. 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. Disponible: https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf/ (citat 18.02.2022)
216. MODIGLIANI F. & MILLER M. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", The American Economic Review, 53, p. 433-443/ Disponible: https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2012?action=AttachFile&do=get&target=P_aper8.pdf (citat 16.02.2022)
217. 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., Disponible: https://shs.hal.science/halshs-00515707/file/Un_Test_de_la_ThA_orie_du_Financement_HiA_rarchisA_sur_DonnA_es_de_Panel_FranA_aises_MOLAY_2006_.pdf (citat 14.01.2022)
218. 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. Disponible: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1396/w1396.pdf (citat 18.02.2022)
219. 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/ Disponible: <http://www.baltijapublishing.lv/index.php/issue/article/view/443/pdf> (citat 16.02.2022)
220. Neutralité carbone : la nouvelle taxonomie verte européenne. Disponible: <https://www.gouvernement.fr/actualite/neutralite-carbone-la-nouvelle-taxonomie-verte-europeenne> (citat 12.09.2024)
221. O'BRIEN, R. M. (2007). "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors". Quality & Quantity. 41 (5): 673–690

222. Private equity invests in record 566 CEE companies in 2020/ Disponibil: <https://www.investeurope.eu/news-opinion/newsroom/private-equity-invests-in-record-566-cee-companies-in-2020> (citat 12.02.2022)
223. 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/Disponibil: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x> (citat 15.02.2022)
224. Recueil des préférences ESG: source de défis et d'opportunités pour les acteurs du marché. Disponibil: <https://www.linfordurable.fr/investir-durable/analyses/recueil-des-preferences-esg-defis-et-opportunités-34457> (citat 21.10.2023)
225. Fundingcircle.Results, reports and presentation. Disponibil: <https://www.fundingcircle.com/uk/> (citat 20.03.2022)
226. Reverse Factoring/ <https://www.tradefinanceglobal.com/finance-products/reverse-factoring/> (citat 17.05.2022)
227. Romanian Private Equity and Venture Capital, mai 2023 Disponibil: <https://ropea.ro/wp-content/uploads/2023/05/Romanian-private-equity-and-venture-capital-study.pdf> (citat 20.08.2024)
228. ROSS S. The determination of financial structure. *Belle Journal of Economics*, Vol.8, p.33-40/ 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 (citat 17.03.2022)
229. SCHOENMAKER D., Schramade W. *Principles of Sustainable Finance*. Oxford, Oxford University Press, 2018. 432 p
230. 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.
231. STIGLITZ J. (1969), “A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem”, *American Economic Review*, 59 (5), p. 784-792
232. Strategy for financing the transition to a sustainable economy. Disponibil https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy_en (citat 19.10.2023)
233. Sustainable Banking Practices in the EU: Shaping the Future of Finance. Disponibil: <https://www.wavestone.com/en/insight/sustainable-banking-practices-in-the-eu-shaping-the-future-of-finance/> (citat 20.08.2024)
234. Sustainable Finance Market Research. Disponibil: <https://www.alliedmarketresearch.com/sustainable-finance-market-A19436/> (citat 18.10.2024)
235. 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. Disponibil: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/sustainable-finance-market-report/> (citat 22.11.2023)
236. TANIA ZIEGLER, Rotem Shneor, and Bryan Zheng Zhang The Global Status of the Crowdfunding Industry/ Disponibil: <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-46309-03> (citat 15.02.2022)
237. The European Green Deal. Disponibil: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en (citat 18.10.2024)

238. The Sustainable Development Report 2024. Disponibil: <https://sdgtransformationcenter.org/reports/sustainable-development-report-2024> (citat 15.09.2024)
239. Théories financières et endettement des PME en France/ <https://www.erudit.org/en/journals/ipme/2011-v24-n3-4-ipme0404/1013665ar/abstract/> (citat 18.03.2022)
240. THOMAS ENZ, Financement mezzanine – un instrument hybride prometteur, Economic Briefing No 42, Credit Suisse, Economic Research, 2006
241. TITMAN S. & WESSELS R. (1988), “The determinants of capital structure choice”, *Journal of Finance*, 43, p. 1-19. Disponibil: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x> (citat 15.02.2022)
242. TRAHAN E.A. & GITMAN L.J. (1995), “Bridging the theory-practice gap in corporate finance: a survey of chief financial officers”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, spring, 35, 1, p. 73-87/ Disponibil: https://www.academia.edu/22759128/Bridging_the_theory-practice_gap_in_corporate_finance_A_survey_of_chief_financial_officers (citat 25.03.2022)
243. Understanding Endowements. Types and Policies/Investopedia 2021 Disponibil: <https://www.investopedia.com/terms/e/endowment.asp> (citat 01.02.2022)
244. Unidroit Convention on International Factoring (Ottava, 1988), Disponibil: <https://www.unidroit.org/instruments/factoring> (citat 15.01.2022)
245. 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. / 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)
246. Venture Capital: What Is VC and How Does It Work?_Disponibil: <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp> (citat 25.02.2022)
247. Venture Pulse Q4 2022: Global analysis of venture funding/ Disponibil: <https://home.kpmg/cn/en/home/insights/2022/03/venture-pulse-q4-2022.html> (citat 12.09.2024)
248. VIZJAK, ANA, VIZJAK, MAJA. The role of „Business Angels” in the Financial Market. // În: Management International Conference Portoroz, Slovenia, 28-30 mai 2015, Disponibil: <http://www.fm-kp.si/zalozba/ISBN/978-961-266-181-6/234.pdf> (citat 15.01.2022)
249. WILLIAMSON O., “Corporate Finance and Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. 43, juillet 1988, *The Journal of Finance*,. 43(3), 567–591. Disponibil: <https://doi.org/10.2307/2328184> (citat 18.02.2022)
250. ZHAO L. Crowdfunding in China: Potentials, Challenges, Risks and Solutions (October 6, 2015). Disponibil: <https://www.crowdfundinsider.com/2015/10/75384-crowdfunding-in-china-potentials-challenges-risksand-solutions/> (citat 14.03.2022)
251. ZIDER B, How venture capital work Disponibil: <https://motamem.org/wp-content/uploads/2020/04/How-Venture-Capital-Works-Bob-Zider.pdf> (citat 15.03.2022)

ANEXE

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; - Mecenați	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 nebankare	- Bănci comerciale - Instituții financiare nebankare (companii de leasing, factoring)	Finanțare din resurse împrumutate: - Credit bancar - Obligațiuni - Credit subordonat - Warrant - 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 - Warrant
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	
<ul style="list-style-type: none"> • 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 avantați; • 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; 	<ul style="list-style-type: none"> • 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	
<p>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.</p>	<p>sunt 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.</p>

Sursa: Elaborat de autor în baza sursei [81;106].

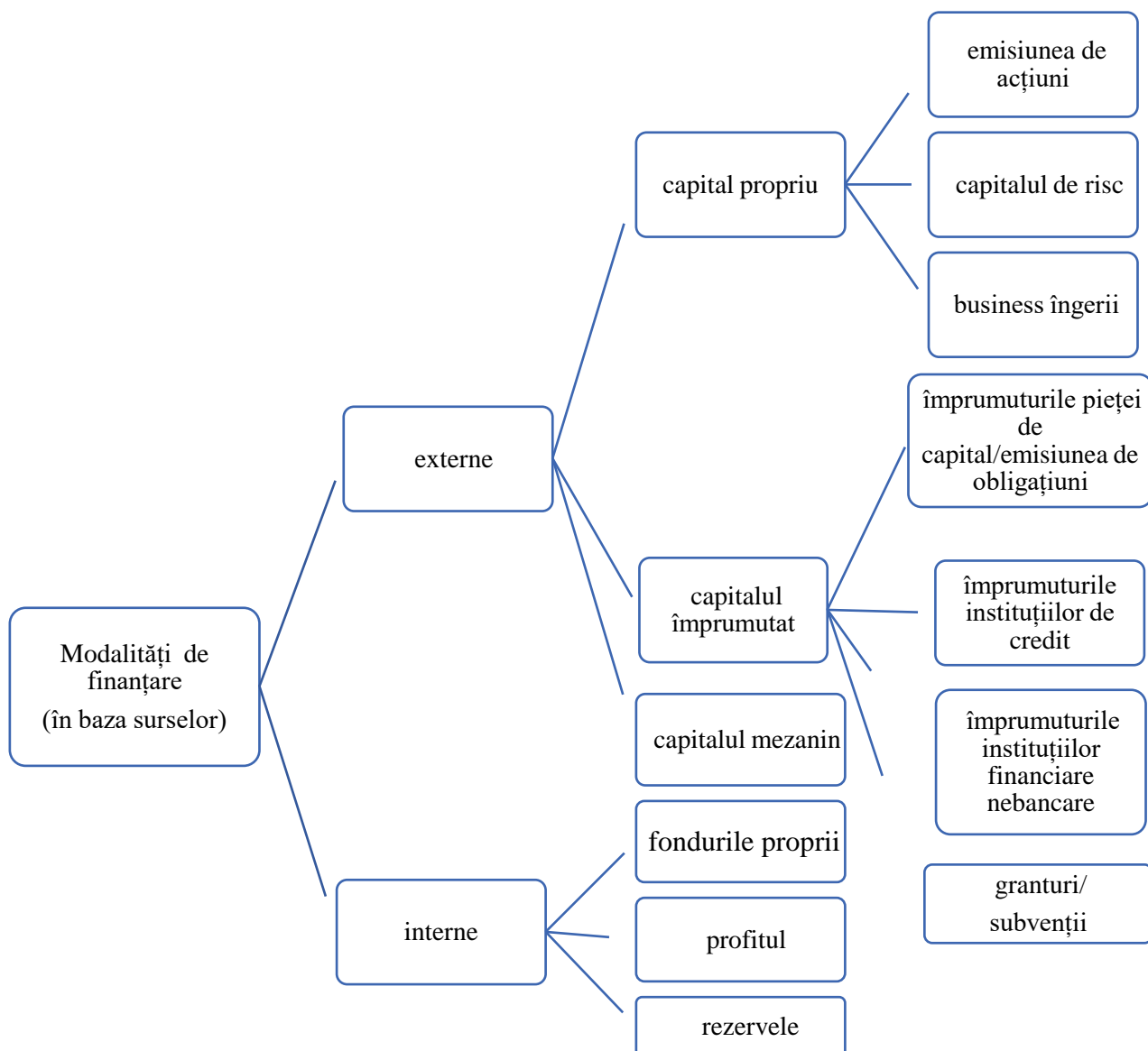


Figura A.3 Modalitățile de finanțare a entității în baza sursei de finanțare
Sursa: Elaborată de autor în baza surselor: [7;24;46;106].

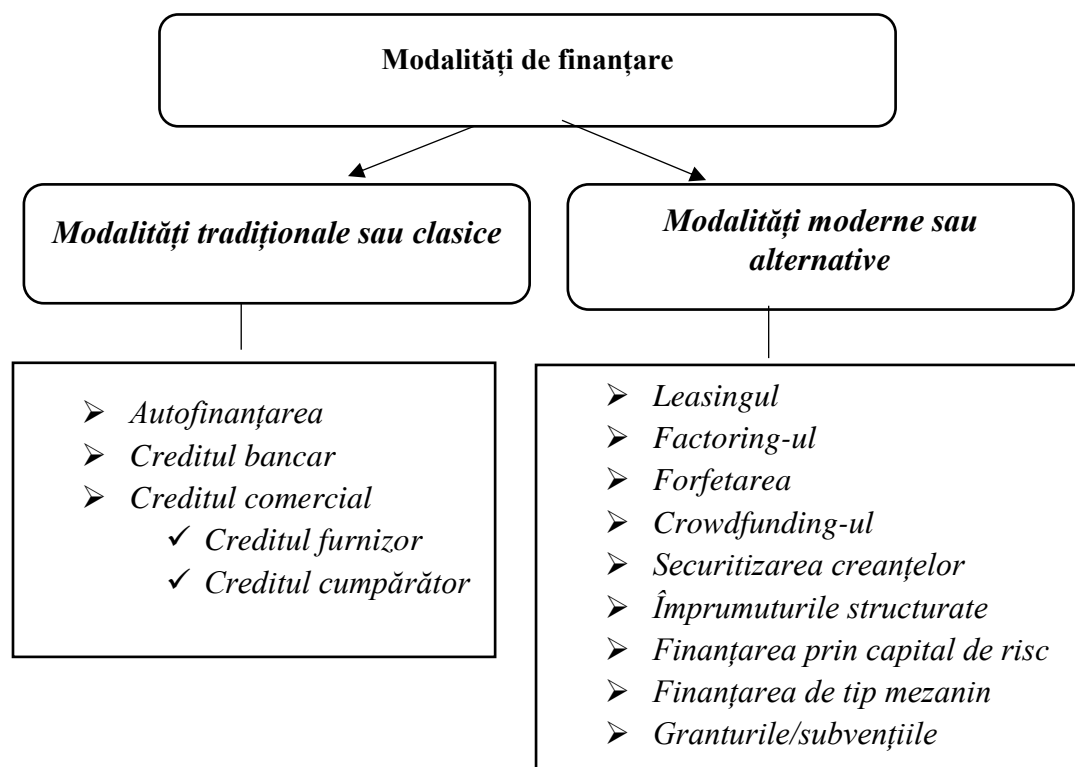


Figura A.4 Tipologia modalităților de finanțare conform abordărilor evolutive

Sursa: Elaborată de autor

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	<p>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:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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”. <p>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.</p>
Teoria de agent	<p>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 neoclasic, 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:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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”. <p>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</p>

	<p>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.</p>
Teoria sincronizării pieței	<p>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 .</p>
Teoria costurilor de tranzacționare și proiectarea instituțională a finanțelor corporative	<p>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.</p>
Teoria strategică de finanțare	<p>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.</p>

Sursa: *Elaborat de autor în baza surselor [109,144, 168, 199]*



Figura A.7: Modalitățile moderne de finanțare oferite de instituțiile de credit
 Sursa: Elaborată de autor în baza surselor [106; 127; 128; 133; 184].

Funcțiile factoringului

Finanțarea activității curente	<p>Factoring-ul este o cale de finanțare rapidă și eficientă ce elimină blocajul financiar temporar al agenților economici prin mobilizarea creanțelor pe termen scurt. În urma încheierii unui contract de factoring, vânzătorul va beneficia de o încasare imediată a unui procent semnificativ (aproximativ 80%) din valoarea totală a contractului, obținând mai multe avantaje, cum ar fi:</p> <p>Posibilitatea de a plăti la timp furnizorii și în acest mod sporirea gradului de credibilitate oferit, la fel ca și posibilitatea obținerii unor discounturi din partea acestora;</p> <p>Transformarea unor sume pe perioade nedeterminate de timp, asigurându-se astfel dezvoltarea companiei vânzătorului;</p> <p>Existența în mod permanent a unui volum mare de capital disponibil ce poate fi folosit fie pentru dezvoltarea activității curente, fie pentru plasamente mai rentabile;</p> <p>Posibilitatea extinderii activității se va putea face în proporție mare prin autofinanțare, fără a mai fi nevoie de aport extern de capital.</p>
Gestiunea administrativă și contabilă a creanțelor	<p>Gestiunea contabilă va fi realizată de către factor care va prelua conturile clienților ale vânzătorului și va actualiza aceste conturi cu toate tranzacțiile: facturi, note de credit, plăți. Când va fi cazul, vor fi transmise cumpărătorilor declarații care trebuie să arate că este necesar să plătească facturile și de unde au rezultat sumele. Vânzătorul este informat permanent asupra modificărilor contabilității prin intermediul unor rapoarte regulate. Un serviciu oferit de factor este legat de preluare spre gestionare, în propria contabilitate a situației debitorilor, activitate care presupune:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Întocmiria unor situații privind debitorii, scadențele și vechimea facturilor, facturile acceptate, facturile neacceptate la plată dar preluate la încasare, facturile în sold și facturile încasate; • Actualizarea situațiilor cu toate tranzacțiile efectuate; • Informarea debitorilor asupra sumelor necesar a fi achitate precum și modul de formare a lor; • Informarea aderentului, prin rapoarte regulate (lunare) asupra situației administrării facturilor comerciale care fac obiectul operațiunii de factoring <p>Se obțin astfel o serie de avantaje, cum ar fi:</p> <p>Economii la costurile de personal;</p> <p>Reducerea cheltuielilor administrative: poștă, telefon, fax, papetărie;</p> <p>Economii în perioada de conducere executivă.</p>
Gestiunea creanțelor	<p>Una din funcțiile de bază ale acestui tip de operațiune o constituie notificarea clienților în vederea efectuării plăților. Personalul specializat al factorului colectează informațiile necesare pentru a solicita plata de la cumpărător prin telefon, dacă este necesar. În cazul unor întârzieri serioase, se are în vedere o acțiune legală în justiție. Avantajele acestei gestionări sînt:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eliberarea vânzătorului de grija recuperării datoriilor, acesta putîndu-se ocupa mai mult de activitatea de producție și vânzări; • Factorul va asigura o protecție pentru vânzător din punct de vedere al recuperării datoriilor, el fiind cel interesat de recuperarea integrală a creanțelor; • Vânzătorul beneficiază indirect de know-how-ul personalului factorului, eliminîndu-se astfel necesitatea angajării unor personae cu pregătire în domeniu.
Acoperirea riscului de credit	<p>Se referă la garantarea plății de către factorii implicați în operațiune de factoring, respectiv la existența sau nu a dreptului de regres pe care aceștia pot să-l exercite asupra aderentului (factoring cu regres și factoring fără regres). Principalele avantaje oferite aderentului de serviciul de acoperire a riscului de credit sînt legate de certitudinea plății (80% la prezentarea facturilor și 20% în maximum 180 de zile de la data scadenței înscrisă pe factură), eliminarea pierderilor generate de clienții incerti, precum și evaluarea reală a ratingului economico-financiar al debitorilor săi.</p>

Sursa: elaborat de autor

Clasificarea 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].

Particularitățile factoringului național și internațional

Nr.	Factoring național	Factoring internațional
1.	Presupune participarea a trei părți: furnizor, comparator și factor – toți situați în aceeași țară	Presupune participarea a patru părți: furnizorul (exportatorul), factorul de export – situați în țara exportatorului, factorul de import, cumpărătorul (importator) – situați în țara importatorului
2.	Factorul efectuează operațiunea de factoring în monedă locală	Factorul de export efectuează operațiunea de finanțare, de regulă, în moneda în care exportatorul a realizat livrarea bunului/prestarea serviciului
3.	Factorul nu este expus riscului unor fluctuații ale cursului valutar.	Factorul de export este supus riscului fluctuațiilor valutare. Riscul valutar poate fi acoperit prin intermediul tehnicilor de hedging
4.	Factorul urmărește în același timp atât furnizorul cât și cumpărătorul. Factorul gestionează atât creanțele furnizorului, cât și obligațiile de plată ale cumpărătorului.	Factorul de export urmărește strict exportatorul, factorul de import urmărește strict importatorul.
5.	Factorul, furnizorul și cumpărătorul sînt supuși legislației naționale	Legea a cel puțin două țări este implicată în derularea operațiunii sau soluționarea conflictelor.
6.	Factorul este responsabil de urmărirea și colectarea fondurilor de la cumpărător	Factorul de import este responsabil de urmărirea și colectarea fondurilor de la importator
7.	Calitatea serviciilor oferite vânzătorului creanței depinde numai de bonitatea, și profesionalismul factorului	Calitatea serviciilor oferite exportatorului depinde nu numai de profesionalismul factorului de export, dar mai ales și de bonitatea și profesionalismul factorului de import, care are atribuții specific de evaluare a riscului de credit aferent operațiunii, de urmărire și colectare a încasărilor la data scadenței.

Sursa: Elaborat de autor

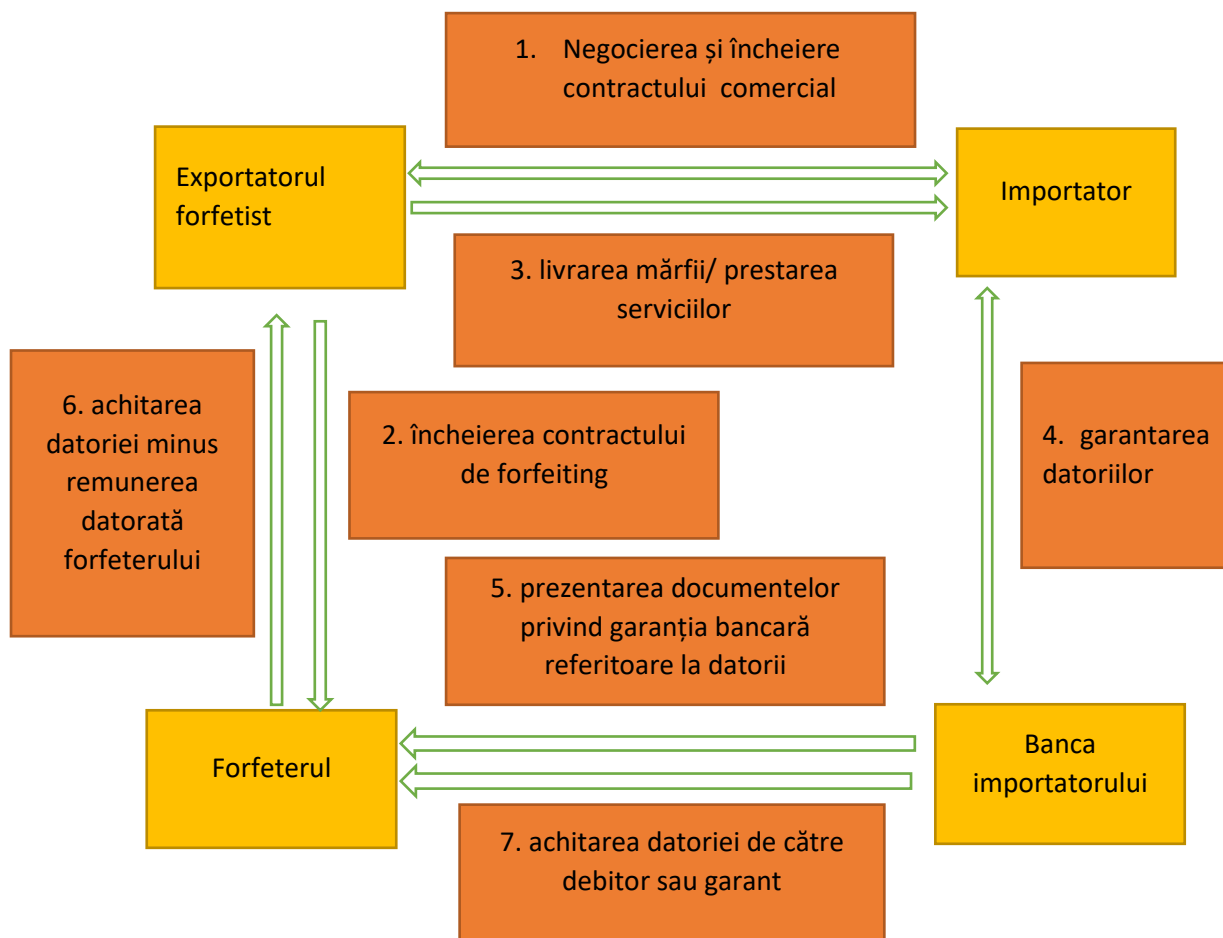


Figura A.11 Schema derulării operațiunii de forfețare

Sursa: Elaborată de autor

Elementele operațiunii de forfețare

Instrumentele de plată	dacă inițial operațiunile de forfețare 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 forfețare și pentru creanțe plățibile prin metode de plată asiguratorii, și anume: <ul style="list-style-type: none"> ✓ Acreditivul documentar irevocabil; ✓ Scrisoarea de garanție de plată;
Perioada de finanțare	la început operațiunile de forfețare erau efectuate numai pentru valori mari, ce depășeau o anumită limită, de ex. 1 mln USD. În prezent se efectuează operațiuni de forfețare și pentru valori sub 100000 USD. Valoarea creanței nu condiționează finalizarea operațiunii de forfețare, ci numai negocierea termenilor și condițiilor între finanțator și vânzătorul creanței;
Moneda operațiunii	finanțatorii efectuează operațiuni de forfețare, 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 forfețare și în alte valute, mai puțin stabile, dar se acceptă asemenea tranzacții pe un termen cît mai scurt.
Sindicalizarea	deoarece operațiunea de forfețare 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]

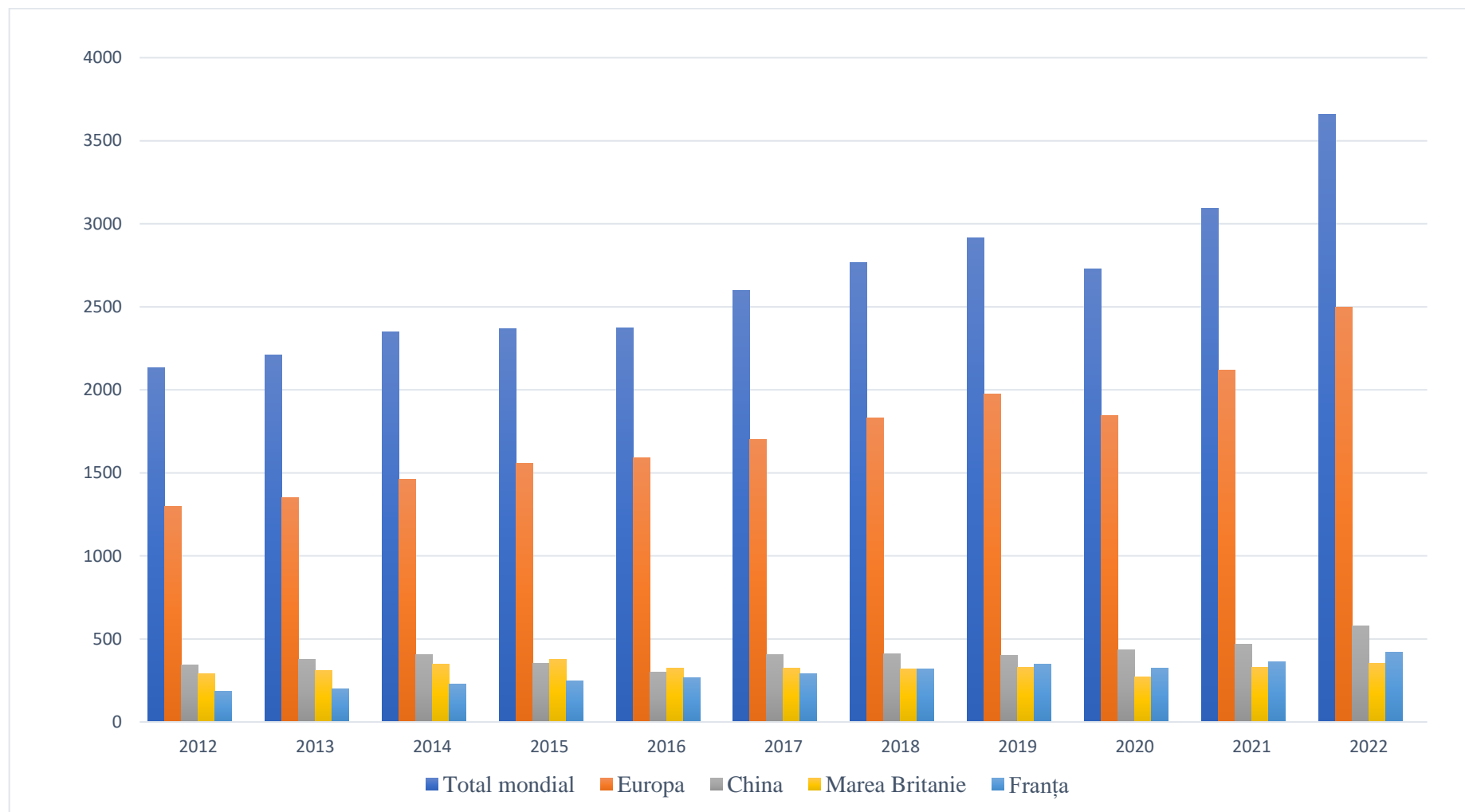


Figura A.12 Tendințele factoring-ului pe plan internațional, anii 2012-2022
Sursa: Elaborată de autor în baza datelor Factor Chain International/ www.fci.nl

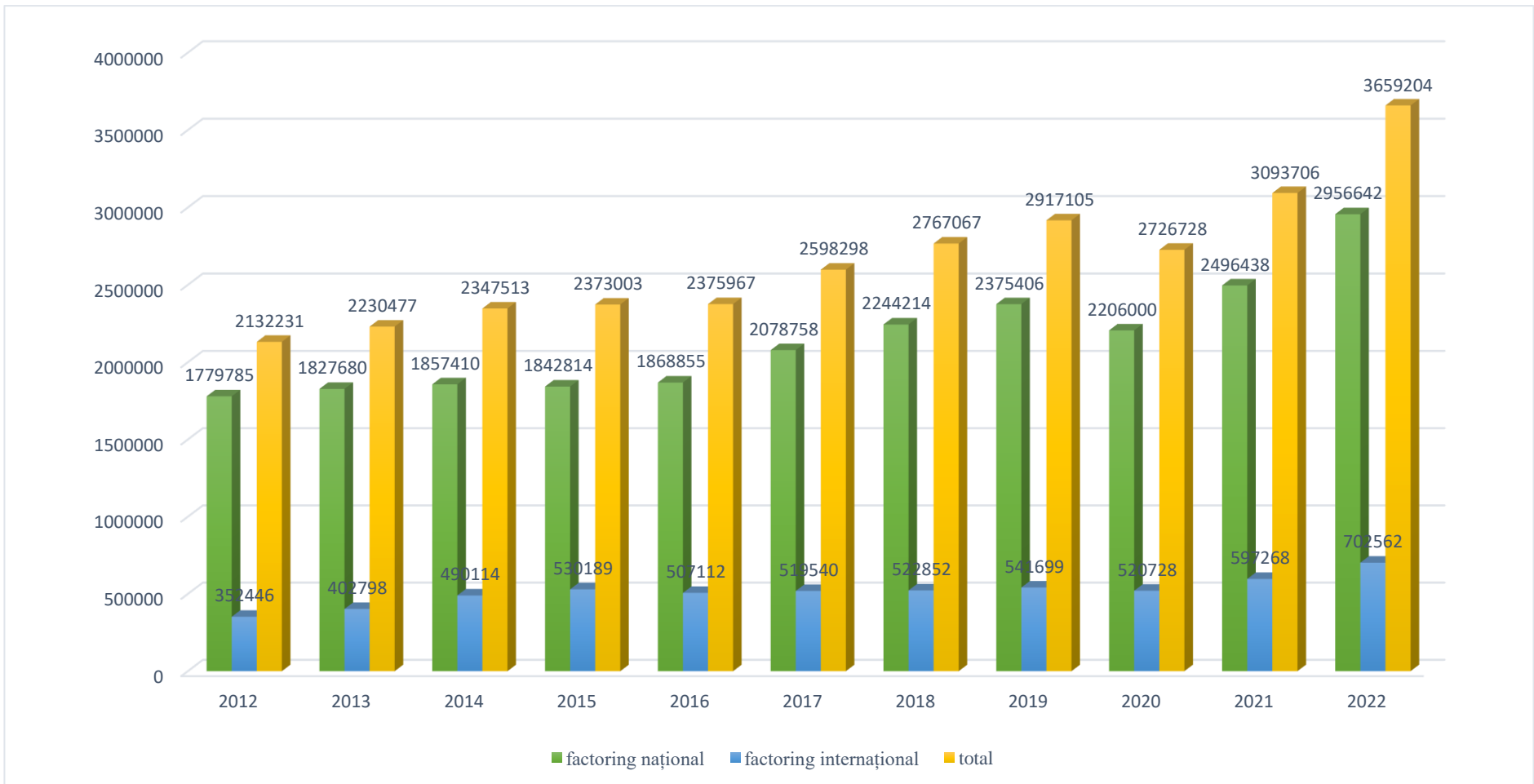


Figura A.13 Evoluția factoring-ului național și celui internațional în perioada 2012-2022
Sursa: Elaborată de autor în baza datelor Factor Chain International [149, 147, 148].

Etapele 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: <ol style="list-style-type: none"> 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]

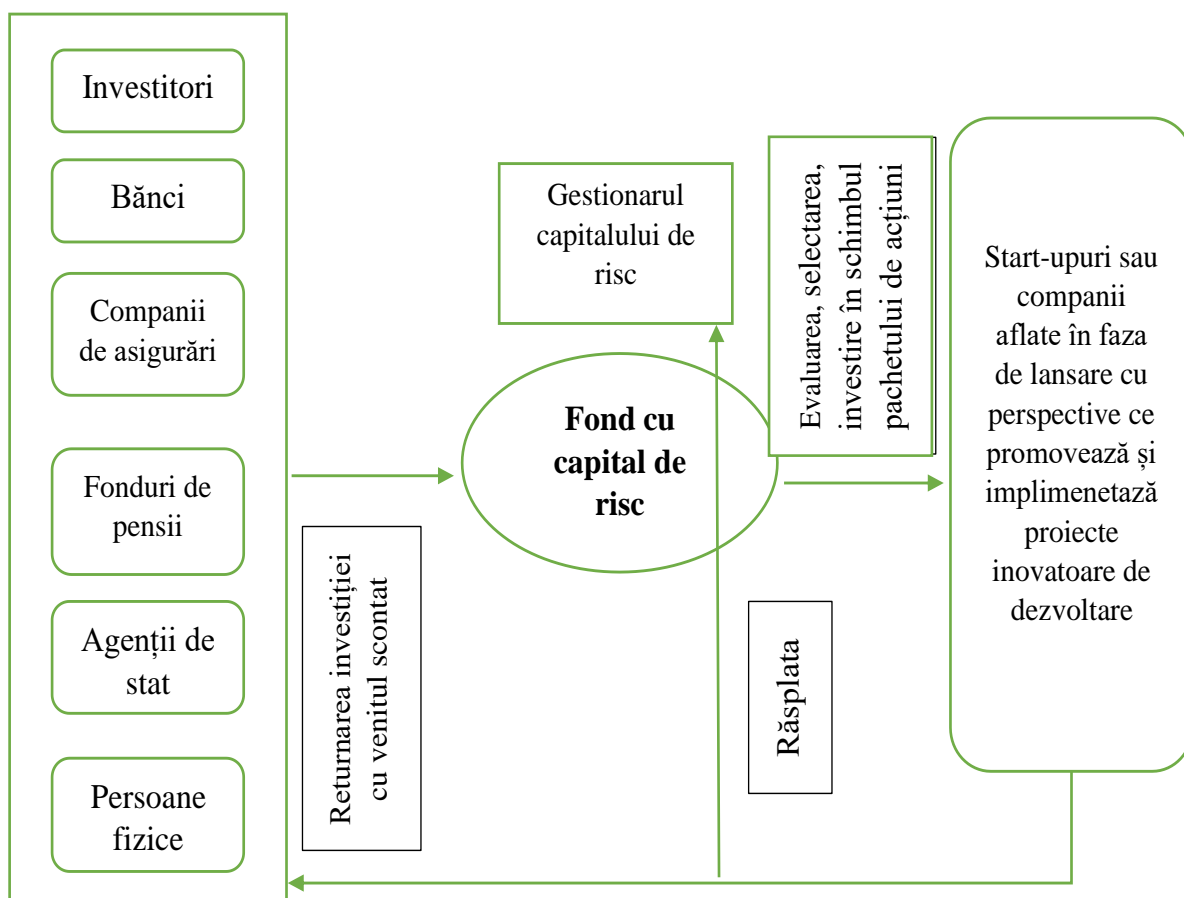


Figura A.15 Schema de finanțare prin capital de risc

Sursa: elaborată de autor

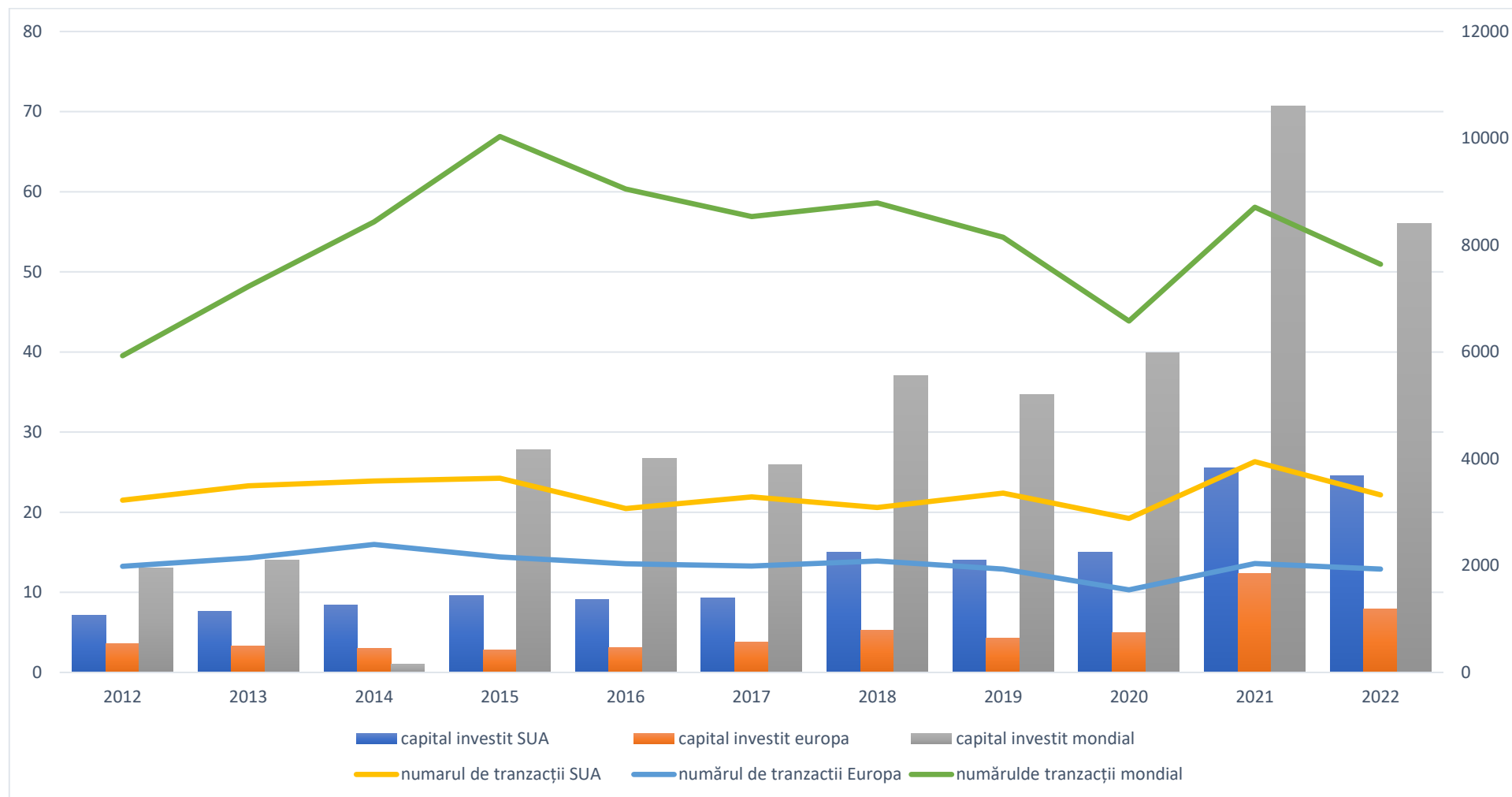


Figura A. 16 Finanțarea primară a companiilor prin capitalul de risc în perioada 2012-2022

Sursa: Elaborată de autor în baza datelor KPMG International / www.kpmg.com

Platforme de crowdfunding la nivel european

Platforme și caracteristici specifice	
1.	<p>WISEED este o 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:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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.	<p>CROWDCUBE O altă 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</p>
3.	<p>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:</p> <ul style="list-style-type: none"> - „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]. <p>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.</p>
4.	<p>KIVA platformă cunoscută, specializată în microcreditare. 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].</p>

Sursa: Elaborat de autor

Cele mai mari și mai populare platforme de finanțare prin crowdfunding

Actorii implicați		Obiectul parteneriatului
Platforma	Actorul tradițional	
KissKissBank Bank	Banque Postale	Banca finanțează până la 50% din proiectele propuse pe platformă
Speare	Credit Cooperatif (Groupe BPCE)	Banca ajută platforma să studieze viabilitatea financiară a proiectelor care sunt propuse și contribuie la facilitarea obținerii finanțării
Speare	Societe Generale	Banca ajută platforma să studieze viabilitatea financiară a proiectelor propuse și finanțează o parte din ele
Younited Credit	Infinitis (consiliere în gestiunea patrimoniului independent)	Consilierii propun clienților să investească o parte din economiile lor în proiectele propuse pe platformă
Wiseed	BNPP	Banca propune proiecte inovative pentru finanțare
HelloMerci	Banque Postale	În locul managerului de proiect, banca se ocupă de costul comisionului perceput de platformă în timpul strângerii de fonduri
Arizuka	Credit Cooperatif (grup BPCE)	Banca co-investește în proiectele propuse pe platformă
LendingClub	Santander	Banca co-finanțează anumite proiecte propuse pe platformă
Unilend	Groupama Bank	Banca co-finanțează anumite proiecte propuse pe platformă (100 mii euro pentru 4 ani)
Smartangels	Alianz France	Compania de asigurări co-investește în anumite proiecte propuse pe platformă
CoFundy	UBCI	Banca completează donațiile pentru unul din proiectele propuse pe platformă

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. Cu strategiile corecte de strângere de fonduri, cei care desfășoară campanii își pot elibera în mod eficient adevăratul potențial.	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.

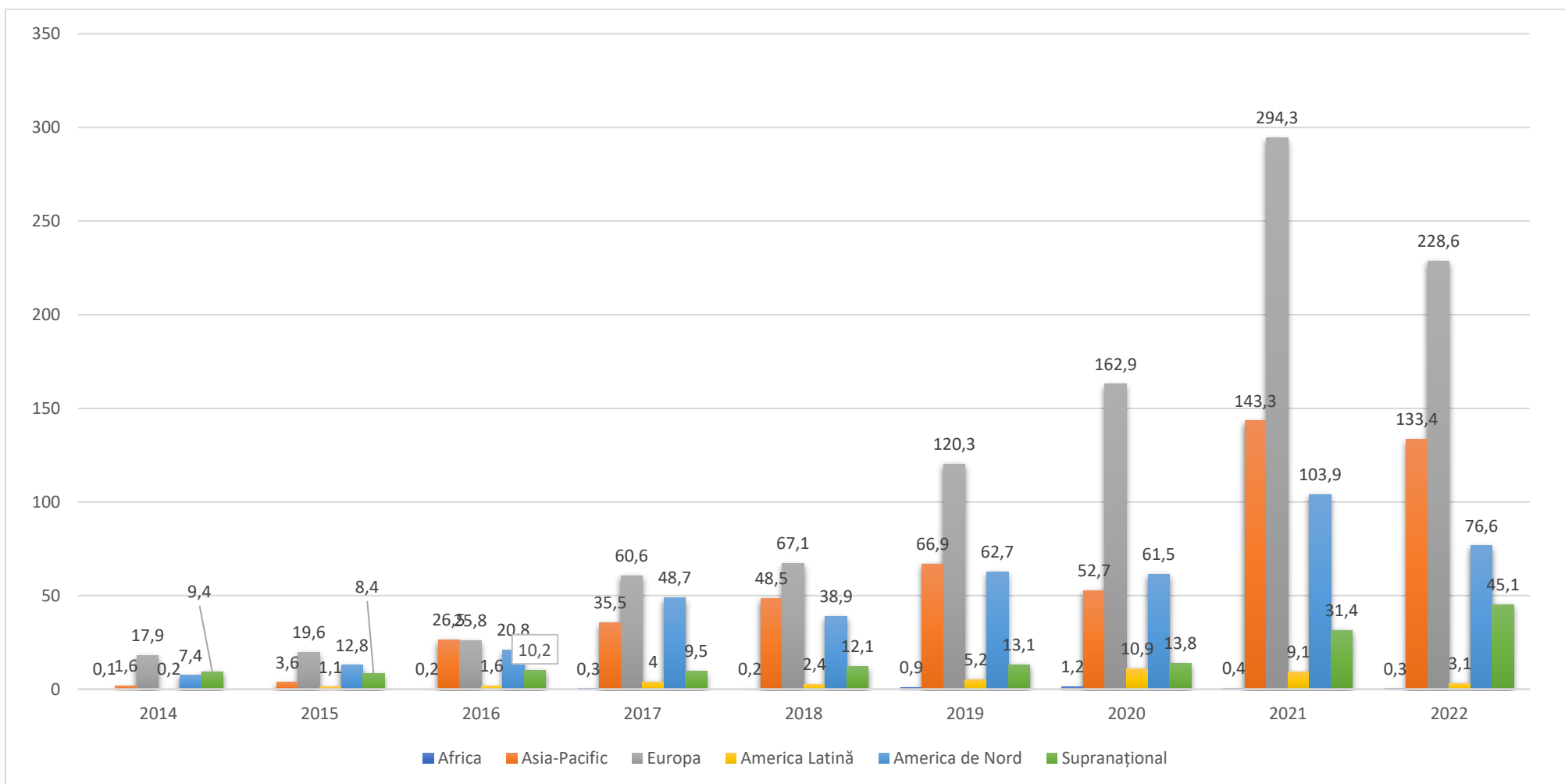


Figura A.20 Dinamica pieții obligațiunilor verzi emise în perioada 2014-2022
 Sursa: elaborată de autor în baza <https://www.climatebonds.net/market/data>

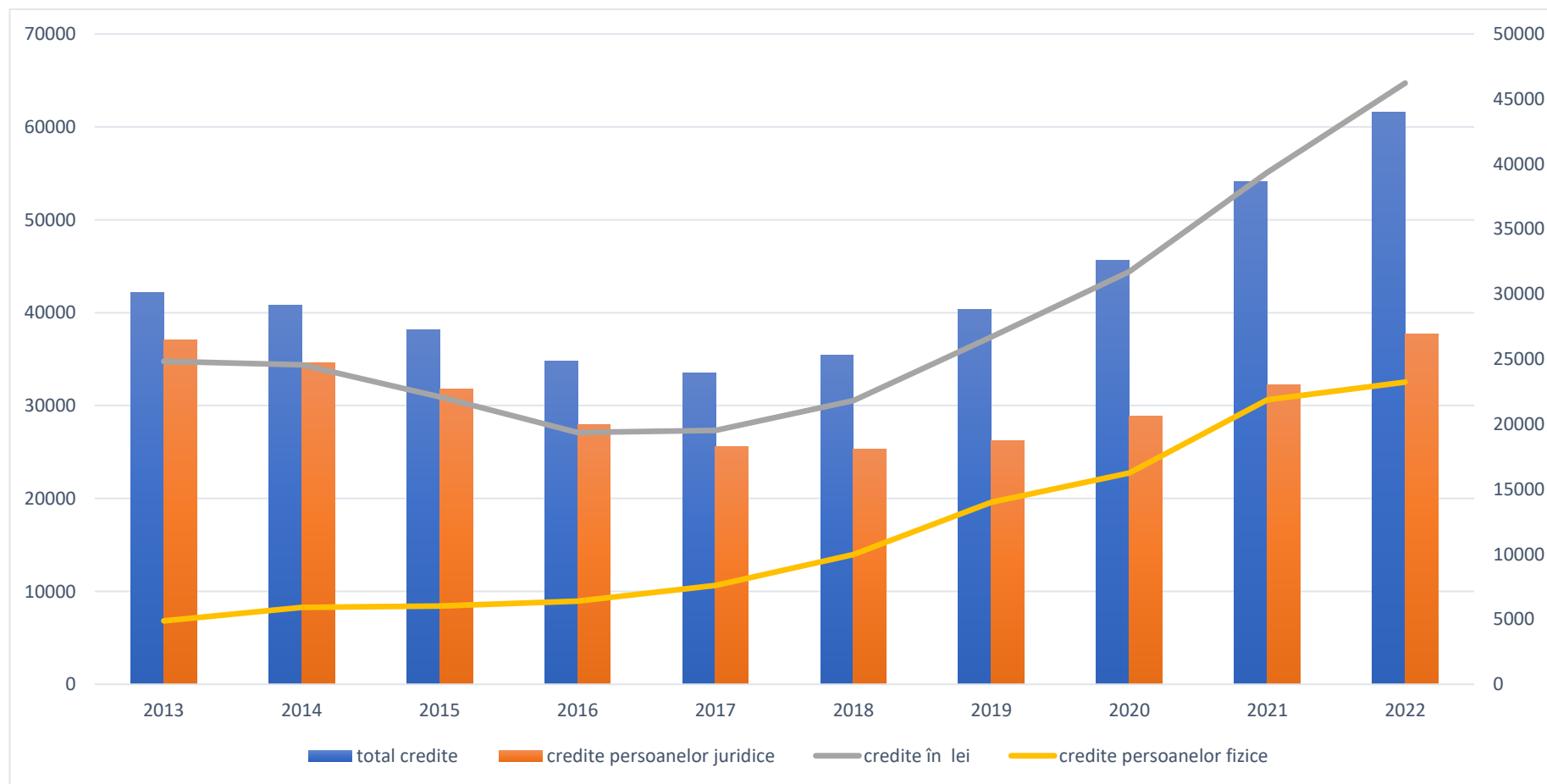


Figura A. 21 Dinamica creditelor bancare acordate în perioada 2013-2022

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor BNM.

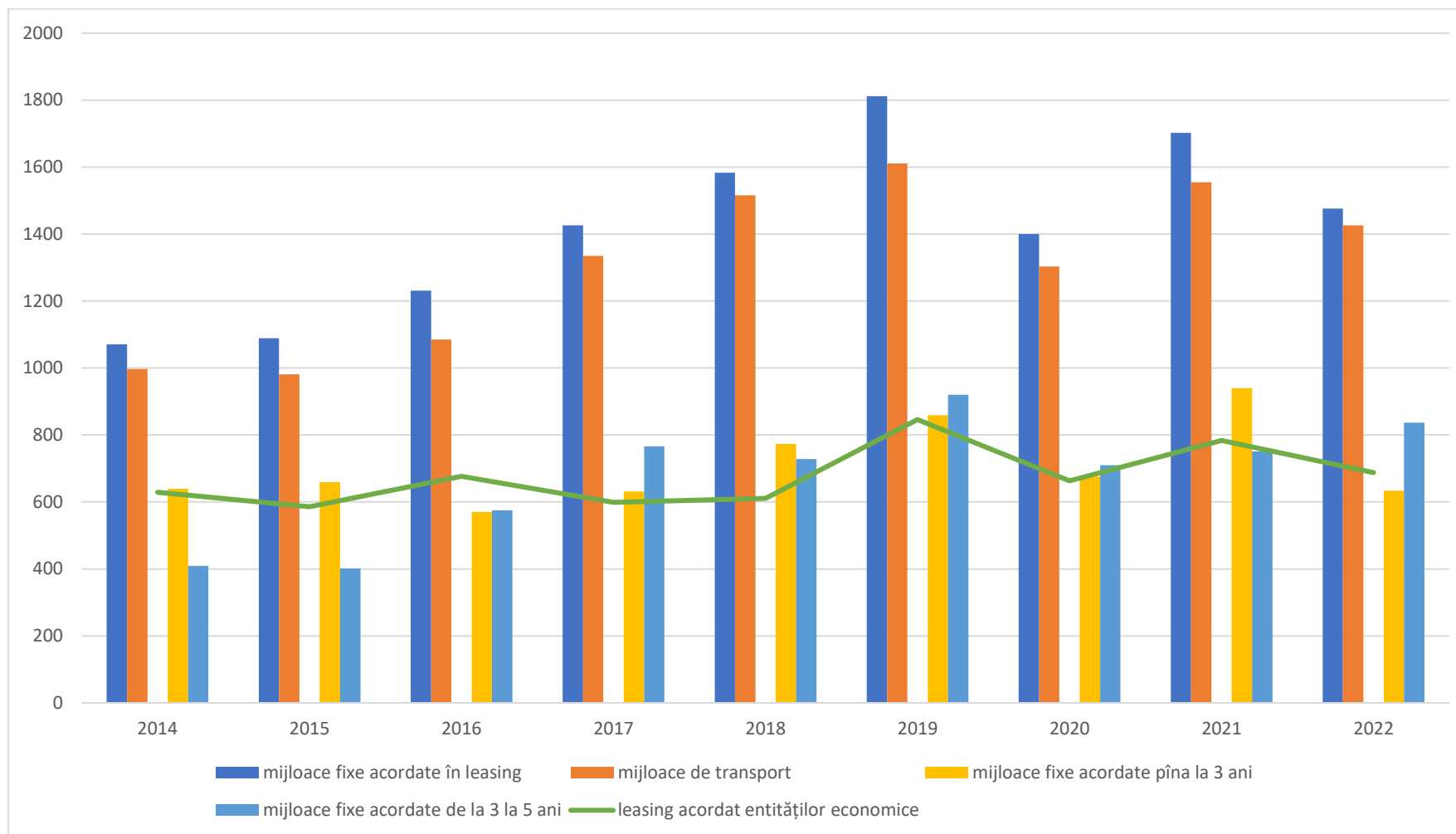


Figura A.22 Evoluția leasingului în Republica Moldova în perioada 2014-2022

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 datoriile, 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 din vânzări	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 pînă la impozitare/Valoarea medie a activelor	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.
Coefficientul de levier financiar (LF)=Datorii pe termen lung/Capital propriu	Levierul financiar reprezintă măsura în care o companie utilizează datoriile 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, cît timp rentabilitatea investițiilor în activitatea entității depășește rata dobînzii.
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 prețurile de piață ale acțiunilor aflate în circulație.
Lichiditatea curentă (LC)=Active curente/Datorii pe termen scurt	Acest coeficient caracterizează cota datoriilor pe termen scurt care entitatea este capabilă să achite imediat utilizînd 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 decît 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 clienților după de gradul de risc și 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
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

(Indicatorii activității economico-financiare luajii în calcul pentru deducerea

DATE ÎNȚĂLĂLE

ANEXA 25

	CA	CASI	CCSIP	RSG	RACP	RSF	RITL CPerm	RAC Perm	LFin	RITLCS	RADTL CS	RV	LC	DÎC	Y
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

(Indicatorii activității economico-financiare lași în calcul pentru deducerea modelului)

Continuarea ANEXA25
DATE INITIALE

Testele heteroscedasticității utilizate în modelul de evaluare

Tabelul 26.1. 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 26.2. 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 26.3. 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 26.4 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 26.5 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	28.	SA Red Union Fenosa
2.	SRL ALFA	29.	SRL Gujuman Impex
3.	ICS Nutsi International SRL	30.	SRL Slavena Lux
4.	SRL Bicar -Bimpex	31.	SRL Codru Companie
5.	SRL Pescarus-Dancenii	32.	ÎI Nicolae Iarmaliuc
6.	SRL Habrex	33.	SA Steaua Reds
7.	SRL Bandaira	34.	SRL Solo Trans Agro
8.	II Tineretea Hariton	35.	ÎM Alimcom SA
9.	SRL Ogorodnicova IUTA	36.	SRL Rapid Link
10.	SRL GCC Securitate	37.	SRL Camagentur
11.	SRL Pascari Petrol	38.	SA FEE Nord
12.	SA Supraten	39.	SRL Orhei Ggaz
13.	SA BS Leasing Grup	40.	SA Drumuri Floresti
14.	SA Vitanta	41.	SA Drumuri Strasenii
15.	SA Hidroconstructor	42.	ÎI Salcis Agro
16.	SRL Davida Impex	43.	SRL Auto- Prezent
17.	SRL Grumeza Maria	44.	SRL Adelvig
18.	SRL Actiproduct	45.	SRL Crisvalnin
19.	SRL Alvalex-Grup	46.	SRL Nialid Grup
20.	SRL Minser and CO	47.	SRL Digricom
21.	ICP Panicoop	48.	SRL ShanLian International Group
22.	II Cristin Racul	49.	SRL Damidari-PSV
23.	SRL Grandmaster	50.	SRL Farna
24.	SA Floare Carpet	51.	SRL Sematrus
25.	SA Zorile	52.	SRL Prestigiu A-Z
26.	SRL Comcorn Cimi	53.	SA Ocnita gaz
27.	SRL Strapit	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 amprenteii 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 negative 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 negative 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			
Governanță			
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 system de contro intern adecvat, a strategiei de dezvoltare pe termen mediu și lung, lipsa planurilor de continuitate și tehnologii învechite			
Compania are un system de reglemnetare internă bine conceput inclusive strteгии de dezvoltare, prezenta unui system de control intern adecvat, activitate transparentă și prezenta unui system managerial eficient			
Total punctaj acumulat componenta Governanță			
Total punctaj ESG			

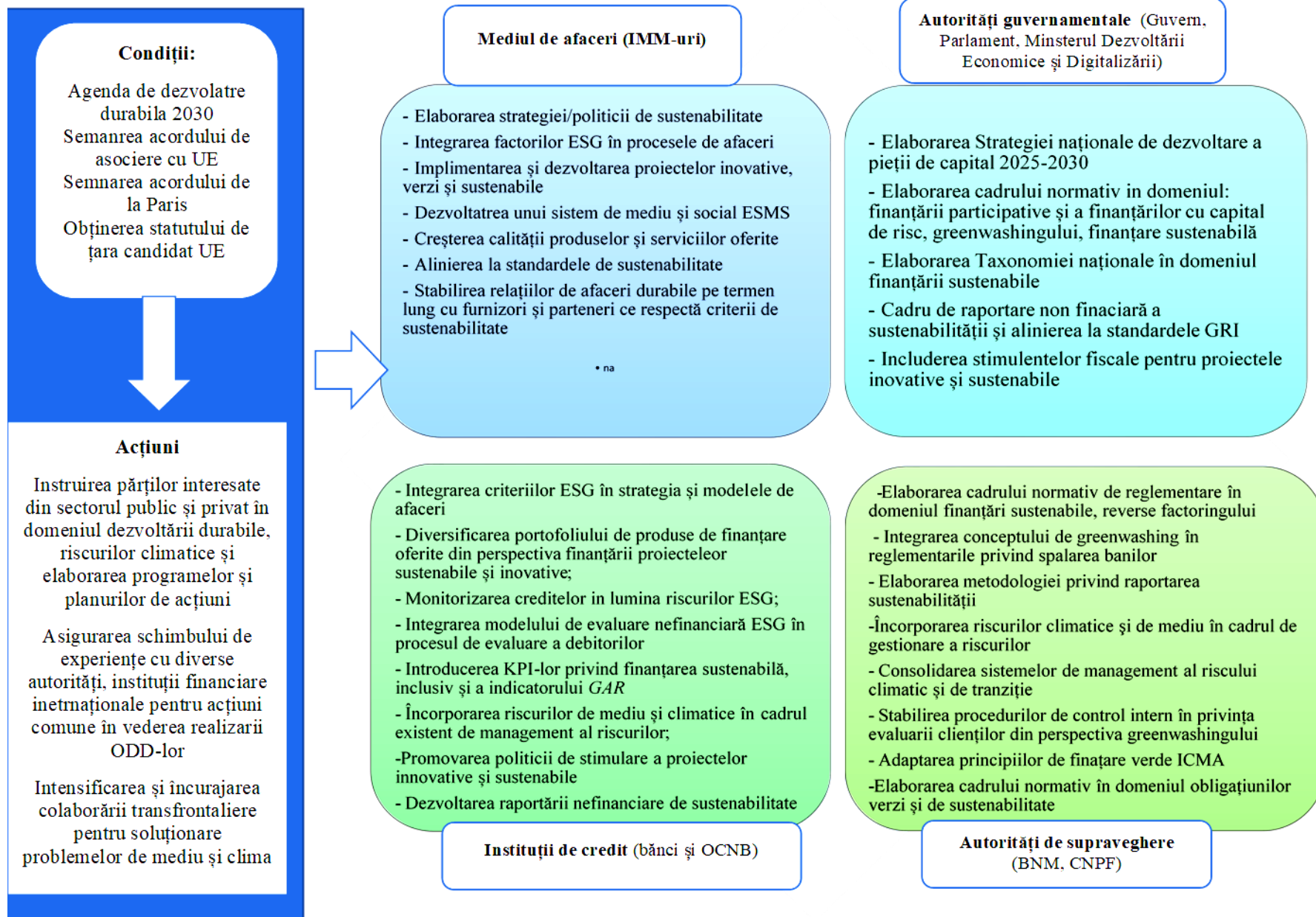


Figura A.29 Recomandări privind dezvoltarea modalităților moderne de finanțare în R.Moldova

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 negociere 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 31 Chestionar de evaluare a riscului ESG

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							
	Drepturile omului și	Respectarea drepturilor omului							
		Respectarea legislației muncii							

	Relațiile de muncă	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-coruptie							
		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	Mentținerea 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 practica băncilor comerciale europene (Raiffeissen Bank, ING Bank, Credit Agricole, BNP Parisbas)

Continuarea Anexei 31

Explicații privind conținutul chestionarului:

Scopul raportării de sustenabilitate este de a încuraja subiecții economici să-și atenuieze 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 pînă 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%	Pînă 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				
		1	2	3	4	5
Probabilitate	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

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:

CETĂTENIA:

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 dateor 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*

ieulie 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 national și international, Simpozion științific international 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
In: 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, Chișinău. Chișinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2019, p. 38. ISBN 978-9975-142-57-1.

15. 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. Iași, România: Performantica, 2020, p. 79-87. ISBN 978-606-685-742-0.

16. Conformitatea în activitatea instituțiilor financiare: esență și particularități. In: Modern paradigms in the development of the national and world economy, 30-31 octombrie 2020, Chișinău. Chișinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2020 ISBN 978-9975-152-6

17. 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: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2021, p. 164-171. ISBN 978-9975-158-88-6

18. Sustenabilitatea și 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, Chișinău. Chișinău, 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, Chișinău. Chișinău: 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, Chișinău. Chișinău: Moldova State University, 2024, pp. 47-48. ISBN 978-9975-62-770-2.

Conferințe naționale cu participare internațională:

1. 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, Chișinău. Chișinău, Republica Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2022, SJE, pp. 385-387. ISBN 978-9975-62-472-5.

Conferințe naționale:

1. Practica franceză de finanțare a întreprinderilor mici și mijlocii. Conferința națională "Tendințe moderne de dezvoltare economică și financiară a spațiului rural", UASM, MAIA, Chișinău, Moldova, 27 septembrie 2012. În *economic: Lucrări științifice*, 27 septembrie 2012, Chișinău. Chișinău: 2012, Vol.31, pp. 483-487. ISBN 978-9975-64-235-4

Lucrări științifice și metodico-științifice - 28