

PARLAMENTUL REPUBLICII MOLDOVA

L E G E

**pentru aprobarea Strategiei naționale de dezvoltare
a pieței de capital din Republica Moldova
pentru perioada 2025 – 2030**

Parlamentul adoptă prezenta lege ordinară.

Articolul 1. Se aprobă Strategia națională de dezvoltare a pieței de capital din Republica Moldova pentru perioada 2025 – 2030, (se anexează).

Articolul 2. În termen de 6 luni de la data intrării în vigoare a strategiei, Comisia Națională a Pieței Financiare va aproba mecanismul de implementare a acesteia.

Articolul 3. Comisia Națională a Pieței Financiare va monitoriza procesul de implementare a strategiei și va prezenta Parlamentului Republicii Moldova, semestrial (până la 30 septembrie) și anual (până la 31 martie), rapoarte privind implementarea strategiei.

PREȘEDINTELE PARLAMENTULUI

STRATEGIA NAȚIONALĂ
de dezvoltare a pieței de capital din Republica Moldova
pentru perioada 2025 – 2030

I. INTRODUCERE

Strategia națională de dezvoltare a pieței de capital din Republica Moldova pentru perioada 2025 – 2030 (în continuare – Strategia) reprezintă un document de planificare strategică, elaborat în vederea stabilirii unei viziuni comune și coerente de dezvoltare a pieței de capital din Republica Moldova. Importanța funcționării unei piețe de capital eficiente în economia unei țări este indubitabilă. Corespunzător, fiind un act de politici sectoriale, Strategia țintește utilizarea resurselor financiare disponibile pentru satisfacerea necesităților de finanțare a sectorului privat și a autorităților publice centrale și locale, obiectiv susținut și promovat consecvent de Comisia Națională a Pieței Financiare (în continuare - CNPF).

Cadrul strategic și direcțiile prioritare ale Strategiei derivă din analiza situației curente, din obiectivele de țară stipulate în documentele strategice în vigoare, precum și din statutul de țară candidat pentru aderarea la Uniunea Europeană (în continuare - UE). Astfel, Strategia conține 5 obiective generale și 20 direcții prioritare, care vin să redreseze cele mai importante constrângeri și impedimente în dezvoltarea pieței de capital din Republica Moldova, cum ar fi oferta foarte joasă de instrumente financiare, prezența redusă a investitorilor pe piață, infrastructura învechită cu societăți de investiții slabe și un cadru de reglementare care urmează a fi armonizat cu cel al UE.

Astfel, obiectivele setate în Strategie se aliniază cu alte documente de politici aprobate la nivel de țară și sectoriale, după cum urmează:

1. Strategia națională de dezvoltare „Moldova Europeană 2030”, aprobată prin Legea nr. 315/2022 (în continuare - SND2030), în vederea stabilirii unei viziuni comune și coerente de dezvoltare economică a Republicii Moldova;
2. Planul național de acțiuni pentru aderarea Republicii Moldova la Uniunea Europeană pe anii 2024-2027, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr. 829/2023, în partea capitolului 6. Dreptul societăților comerciale și a capitolului 9. Servicii financiare;
3. Strategia națională de dezvoltare economică 2030, aprobată prin Hotărârea Guvernului nr. 393/2024 (în continuare - SNDE2030), în partea de formare a unui sector financiar diversificat;
4. Strategia cu privire la administrarea proprietății de stat în domeniul întreprinderilor de stat și societăților comerciale cu capital integral sau majoritar de stat pentru anii 2023-2030, aprobată prin Hotărârea Guvernului nr. 911/2022, în atingea scopului de raționalizare și eficientizare a administrării sectorului întreprinderilor de stat și a societăților comerciale cu capital integral sau majoritar de stat;
5. Programul național de dezvoltare industrială pentru anii 2024-2028, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr. 280/2024, în partea de stimulare a investițiilor în industria prelucrătoare;
6. Programul național pentru promovarea antreprenoriatului și creșterea competitivității în anii 2023-2027, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr. 653/2023, în partea de sporire a accesului la finanțare;
7. Programul de promovare a economiei verzi și circulare în Republica Moldova pentru perioada 2024 – 2028, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr. 495/2024, în partea de îmbunătățire a proceselor de guvernare verde;
8. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2025-2027)”, aprobat prin Hotărârea Guvernului nr. 892/2024, în partea de asigurare a transparenței politicii de gestionare a datoriei de stat, creștere a conștientizării în rândul investitorilor și evitare a expunerii la riscuri semnificative, cum ar fi riscul valutar, de rată a dobânzii și de refinanțare.

Drept punct de reper pentru elaborarea Strategiei, au fost luate în considerație următoarele elemente:

- 1) cadru de reglementare consolidat și armonizat ca bază pentru construirea infrastructurii pieței;
- 2) organism de reglementare puternic cu competențe/atribuții corespunzătoare;
- 3) loc de tranzacționare:
 - a) reguli și regulamente – clare și inteligibile pentru investitori locali și străini;
 - b) personal bine instruit și competent;
 - c) sistem de tranzacționare cu funcționalități globale și standarde;
- 4) organizare a unei decontări sigure și eficiente;
- 5) membri puternici ai bursei de valori (societăți de investiții);
- 6) emitenți de instrumente financiare cu oportunități;
- 7) suport politic;
- 8) educație financiară a investitorilor de retail;
- 9) privatizare a companiilor de stat principale;
- 10) stimulente pentru companiile private ce urmează a fi listate.

La elaborarea Strategiei au fost luate în considerație constatările și recomandările formulate în Raportul privind diagnosticul pieței de capital autohtone, elaborat cu sprijinul Programului Agenției de Dezvoltare Internațională a SUA (în continuare - USAID) „Reforme Structurale și Instituționale în Moldova”, în Raportul de diagnostic a infrastructurii de tranzacționare și post-tranzacționare a pieței de capital din Republica Moldova, executat cu suportul Băncii Europene pentru Reconstrucție și Dezvoltare (în continuare - BERD), precum și de opiniile expuse în cadrul întâlnirilor cu participanții la piața de capital și reprezentanții autorităților.

De asemenea, prezenta Strategie abordează indirect dimensiunea de gen în principal în contextul guvernancei corporative în companiile care se admit spre tranzacționare la piața reglementată a bursei de valori. Aceasta implică modificări la Codul de guvernance corporativă prin promovarea diversității în organele de conducere ale companiilor listate ca un criteriu relevant pentru dezvoltarea sustenabilă a pieței de capital și, respectiv, alinierea pieței locale la standardele internaționale, care promovează diversitatea de gen ca unul dintre factorii-cheie pentru performanța economică și stabilitatea companiilor.

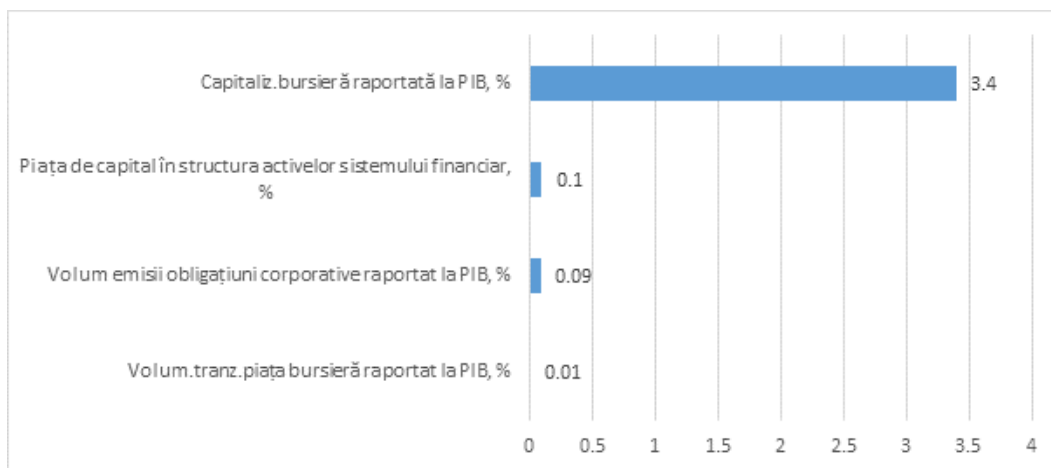
II. ANALIZA SITUAȚIEI CURENTE A PIEȚEI DE CAPITAL

2.1. Caracteristicile pieței de capital din Republica Moldova

Piața de capital din Republica Moldova, concepută încă la începutul anilor '90, în baza unui program de privatizare în masă, nu a reușit să se maturizeze și să se dezvolte. Fără un concept solid de dezvoltare a pieței de capital și a rolului acesteia în finanțarea economiei, piața de capital s-a restrâns treptat la câteva funcții de formalizare a proceselor de consolidare a acționarilor și de deservire a unor cerințe legale, în special pe partea sectorului financiar. Actualmente, piața de capital din Republica Moldova, în linii generale, poate fi caracterizată ca o piață în formare.

Nivelul infim al lichidității bursiere, inclusiv ponderea nesemnificativă a pieței de capital în sectorul financiar denotă lipsa participării acesteia în circuitul economic, mediul de afaceri și investitorii fiind ghidați, în mare parte, de necesitatea utilizării produselor financiare tradiționale (depozitul și creditul). Piața este caracterizată printr-un număr și volum foarte redus de operațiuni, comparativ cu nivelul capitalizării bursiere (Figura nr. 1. Indicatorii de bază ai pieței de capital).

Figura nr. 1. Indicatorii de bază ai pieței de capital



Sursa: CNPF

Cadrul legal general privind piața de capital a fost revizuit în anul 2012 prin aprobarea Legii nr. 171/2012 privind piața de capital, care, în mare parte, corespundea cadrului UE în vigoare la acel moment. Această lege, pe lângă aspectele ce țin de organizarea pieței de capital, conține și prevederi privind crearea și funcționarea unui organism de plasament colectiv în valori mobiliare (în continuare - OPCVM). Ulterior, în anul 2020, cadrul de reglementare a fost suplimentat cu alte 2 legi importante: Legea nr. 2/2020 privind organismele de plasament colectiv alternative și Legea nr. 198/2020 privind fondurile facultative de pensii.

În ciuda faptului că piața de capital din Republica Moldova are o istorie îndelungată, pe tot parcursul acesteia, nu a fost efectuată nicio emisiune publică de acțiuni, iar primele emisiuni de obligațiuni, adresate publicului larg, au avut loc relativ recent: în anul 2021 – obligațiuni municipale, iar abia în anul 2023 – obligațiuni corporative. De asemenea, până la sfârșitul anului 2023, nu exista niciun fond de investiții, în conformitate cu noul cadru legal, și niciun fond de pensii facultativ.

Ca răspuns la cerințele pieței, în anul 2023, a fost aprobată Legea nr. 181/2023 privind serviciile de finanțare participativă, care a intrat în vigoare în luna martie, anul 2024. Dezvoltarea platformelor de finanțare participativă vine ca un mecanism suplimentar de finanțare, destinat afacerilor relativ mici.

2.2. Premisele macro-fundamentale

Dezvoltarea unei piețe de capital lichide și sustenabile necesită existența unor precondiții macro-fundamentale și anume:

- 1) un mediu politic stabil, cu mecanisme credibile și durabile de luare a deciziilor;
- 2) un nivel ridicat de stabilitate macroeconomică, care promovează crearea economiilor și atragerea investițiilor și reprezintă fundamentul unei creșteri durabile;
- 3) un sistem solid al finanțelor publice și o gestiune eficientă a datoriei de stat;
- 4) dobânzi și rate de schimb cu fluctuații moderate, bazate pe economia de piață.

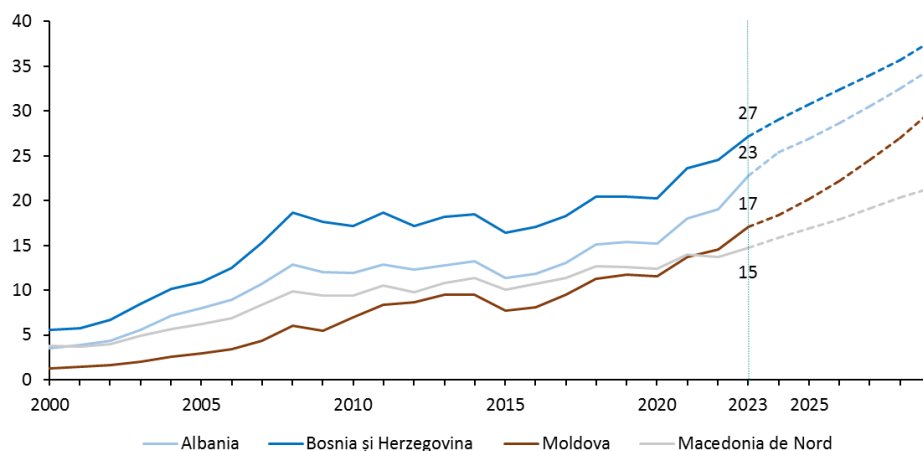
De asemenea, este necesar de avut în vedere și alți factori importanți precum:

- 1) soliditatea sistemului bancar,
- 2) cadrul normativ de impunere privind respectarea contractelor;
- 3) cadrul de reglementare privind inițierea și desfășurarea afacerilor, respectarea regulilor de competiție;
- 4) sistemul de impozitare, care lasă loc pentru toate tipurile de valori mobiliare și nu dezavantajează instrumentele de tranzacționare pe piața de capital;
- 5) existența unei mase critice de companii importante, care au nevoie de capital și sunt dispuse să îndeplinească cerințele de transparență și guvernanta ale pieței de capital, pentru a-l accesa.

2.2.1. Evoluția macroeconomică

Republica Moldova este o țară cu o economie de piață emergentă, făcând parte din categoria țărilor cu venituri medii/superioare, aproape de pragul țărilor cu venituri medii/joase. Pe parcursul ultimilor două decenii, Republica Moldova a înregistrat o creștere reală a mediei anuale de circa 3.7%, fiind foarte aproape de media mondială (3.6%) și puțin peste media anuală a țărilor din Europa Centrală și Țările Baltice (3.3%). Analiza evoluției economice a Republicii Moldova, în ultimele două decenii, prin prisma creșterii produsul intern brut (în continuare PIB), relevă o vulnerabilitate mai pronunțată față de șocurile externe (criza financiară, COVID, războiul din regiune). Sumar, în ultimii 20 de ani, doar din cauza rezilienței slabe la șocurile externe, Republica Moldova a pierdut circa 20.2 puncte procentuale din creștere. Totodată, estimările Fondului Monetar Internațional (în continuare FMI) indică o majorare a PIB-ului de la 17.3 miliarde USD, în anul 2023, la 29.9 miliarde USD, în anul 2029, ceea ce reprezintă o creștere impresionantă de aproximativ 73% (Figura nr. 2. Evoluția produsului intern brut (exprimat în prețuri curente, miliarde de dolari SUA)).

Figura nr. 2. Evoluția produsului intern brut (exprimat în prețuri curente, miliarde de dolari SUA)



* Linia punctată reprezintă estimările pentru perioadele viitoare

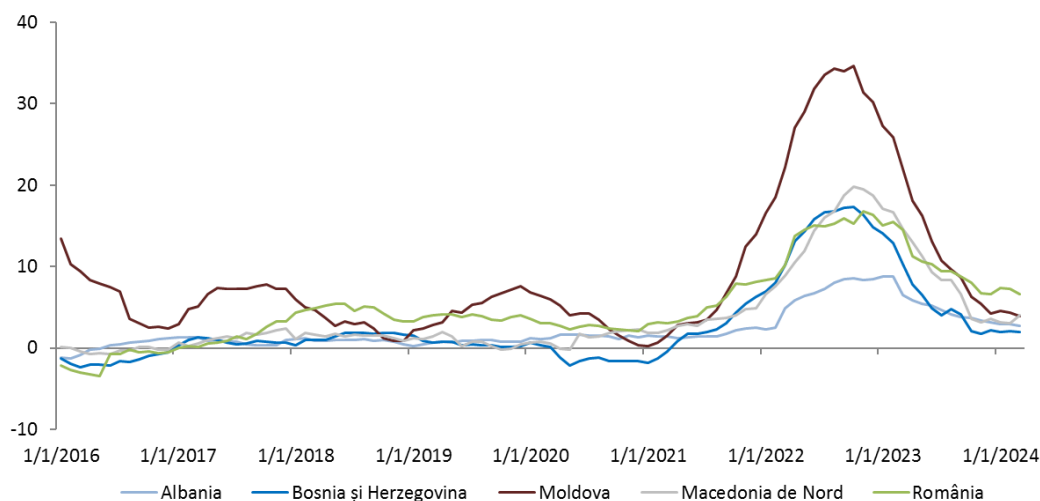
Sursa: FMI, World Economic Outlook (April 2024)

Republica Moldova are un PIB pe cap de locuitor sub nivelul țărilor din Balcani, dar cu o tendință generală de recuperare a decalajului. În ciuda creșterii constante, Republica Moldova rămâne în urma altor state balcanice, precum Albania, Bosnia și Herțegovina și Macedonia de Nord în ceea ce privește acest indicator. În anul 2022, Republica Moldova a avut un PIB pe cap de locuitor de 5.714 USD, în timp ce Albania a înregistrat – 6.810 USD, Bosnia și Herțegovina – 7.569 USD, iar Macedonia de Nord – 6.591 USD.

2.2.2. Inflația

Regimul de țintire a inflației, aplicat de Banca Națională a Republicii Moldova (BNM), începând cu anul 2013, a adus rezultate pozitive, cu excepția situațiilor de crize majore. Obiectivul acestui regim este menținerea inflației la un nivel de 5%, cu o posibilă deviere de ± 1.5 puncte procentuale. După introducerea acestui regim, inflația a fost menținută, în mare parte, în intervalul stabilit, cu excepția unor abateri semnificative în perioadele martie 2015 – iulie 2016 și septembrie 2021 – septembrie 2023. Prima perioadă de depășire a fost cauzată de criza din sistemul bancar, după care BNM a implementat măsuri legale și instituționale pentru a preveni situații similare. Inflația din anii 2022 și 2023 a fost, în mare măsură, rezultatul factorilor externi, manifestându-se prin multiple crize suprapuse, inclusiv criza COVID, criza energetică și războiul din Ucraina. Evoluția ratei inflației în Republica Moldova relevă o sensibilitate sporită la crize, manifestându-se printr-o creștere mai mare decât în țările comparate, însă cu un proces de stabilizare relativ rapid (Figura nr. 3).

Figura nr. 3. Evoluția ratei anuale a inflației, %

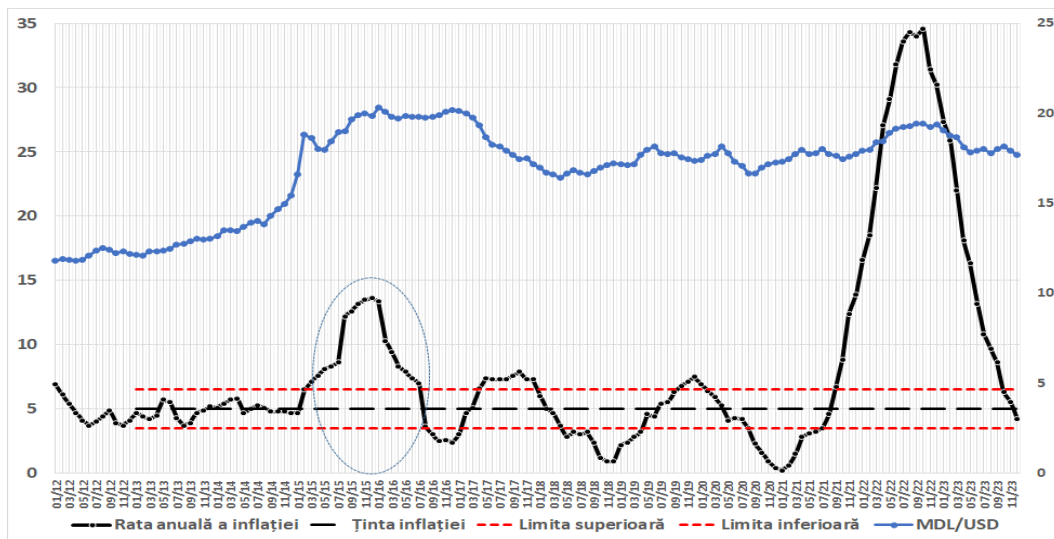


Sursa: birourile naționale de statistică ale țărilor din analiză*

2.2.3. Cursul de schimb

Evoluția relativ stabilă a cursului de schimb al MDL/USD, instaurată la începutul anului 2000 a fost întreruptă de criza bancară de la sfârșitul anului 2014, când a cunoscut o depreciere substanțială. Ulterior, după stabilizare, leul moldovenesc a cunoscut o perioadă de apreciere, fiind urmată de fluctuații moderate până în prezent, inclusiv pe perioada crizelor din anii 2020 – 2023. Astfel, în perioada 2018 – 2023, cursul MDL/USD a variat într-un interval în jurul mediei de $17.7 - 7.7\%$ și $17.7 + 10.5\%$. În perioada 2012 – 2023, MDL s-a devalorizat față de USD per total perioadă cu circa 50%, manifestând o mai mică volatilitate decât rata inflației, în special în perioada crizelor suprapuse din anii 2020 – 2023 (Figura nr. 4. Dinamica ratei anuale a inflației (stânga, %) și a ratei de schimb valutar).

Figura nr. 4. Dinamica ratei anuale a inflației (stânga, %) și a ratei de schimb valutar (dreapta, MDL)

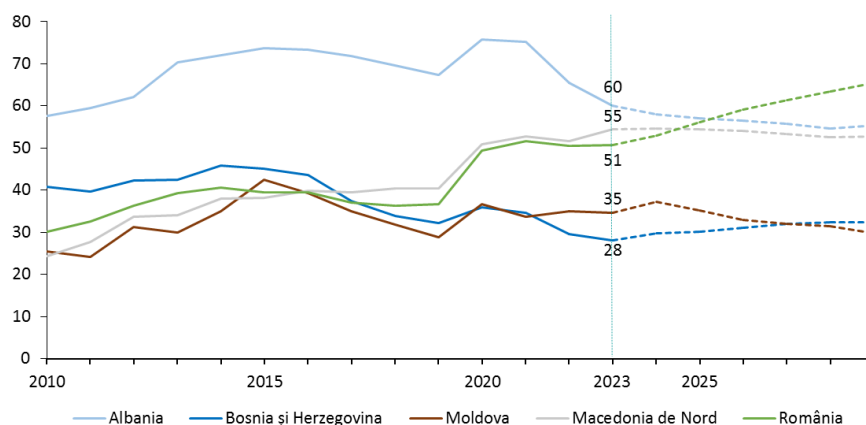


Sursa: BNM

2.2.4. Nivelul datoriei sectorului public

În comparație cu multe țări din regiune, inclusiv Albania și Macedonia de Nord, unde datoria sectorului public depășește adesea 50% din PIB (*Raport privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pe anul 2023*, <https://mf.gov.md/sites/default/files/Raport%20Q4%202023%20Datoria.pdf>), în Republica Moldova nivelul actual al datoriei sectorului public este relativ jos, de 35.7% din PIB, la sfârșitul anului 2023. Conform prognozelor FMI, datoria sectorului public a Moldovei va scădea sub 30% din PIB după anul 2025, ceea ce oferă un spațiu fiscal destul de confortabil (Figura nr. 5). La sfârșitul anului 2023, datoria sectorului public a fost formată preponderent din datoria de stat (96.0%) și restul – aferentă Autorităților Publice Locale (în continuare APL) (1.8%), BNM (0.96%) și întreprinderilor publice (1.3%). Circa 61.8% (3844.4 mil. USD) reprezintă datoria sectorului public externă, contractată de la guverne și instituții financiare internaționale. Restul de 38.2% constituie datoria sectorului public internă, care, preponderent, este formată din datoria de stat de 95.7% din total datorie. Volumul valorilor mobiliare de stat (în continuare VMS) emise pe piața primară constituie 24.7% din totalul datoriei de stat, din care doar 2.6% sunt obligațiuni de stat (cu maturitatea mai mare de un an), iar 22.1% fiind bonuri de trezorerie.

Figura nr. 5. Datoria sectorului public brută (% din PIB)



* Linia punctată reprezintă estimările pentru perioadele viitoare

Sursa: FMI, World Economic Outlook (April 2024)

La situația din 31.12.2023, în structura datoriei directe a unităților administrativ teritoriale (în continuare UAT), 51.2% sunt datorii în monedă națională. Din datoria directă a UAT, 60.6% reprezintă datoria purtătoare de rată flotantă a dobânzii, iar 15.9% din totalul datoriei directe a UAT urmează să ajungă la scadență în decurs de un an.

Datoria directă a sectorului întreprinderilor din sectorul public integral este purtătoare de o rată flotantă a dobânzii, iar 45.0% este în MDL (sfârșitul anului 2023). Totodată, 45.8% din totalul datoriei directe a întreprinderilor din sectorul public urmează să ajungă la scadență în decurs de un an.

Din cele menționate supra se poate observa că, în condițiile unei evoluții pozitive, stabile și a unui management public eficient, Republica Moldova are un spațiu fiscal confortabil pentru a finanța domeniile prioritare. De asemenea, se constată că Republica Moldova are nevoie de o lărgire a instrumentelor de împrumut ca diversitate, inclusiv prin creșterea maturității împrumuturilor de pe piața locală, dar și pe termen mediu și accesarea piețelor externe. Suplimentar, a se menționa că sectorul întreprinderilor publice și UAT au spațiu pentru creșterea nivelului de datorii directe, inclusiv prin obligațiuni corporative și municipale. Totodată, pentru evitarea supra-îndatorării, cadrul legal și de politici prevede un control al limitelor deficitului bugetar anual și al nivelului de îndatorare directă a UAT pentru asigurarea sustenabilității managementului datoriei sectorului public.

După ce în anul 2022, Agenția internațională de rating financiar „Moody’s” (Moody’s) a ajustat perspectiva **asupra ratingului**, Republicii Moldova de la B3 „Stabil” la B3 „Negativ”, la evaluarea din august 2023, s-a revenit la B3 „Stabil”. În comparație, Albania și Bosnia și Herțegovina, sunt clasificate ca B1 și, respectiv, ca B3 (Tabelul nr. 1). În acest context, din evaluarea efectuată de agenția de rating, se constată că Republica Moldova se confruntă cu provocări suplimentare, specifice, provocate de războiul din regiune și consecințele acestuia, față de constrângerile anterioare.

Tabelul nr. 1. Ratingul de credit și prognoze, Moody's, mai 2024

Țara	Indicator	Evaluare Moody's
Albania	Rating	B1
	Perspectiva	Pozitivă
Bosnia și Herțegovina	Rating	B3
	Perspectiva	Stabilă
Republica Moldova	Rating	B3
	Perspectiva	Stabilă
România	Rating	Baa3
	Perspectiva	Stabilă

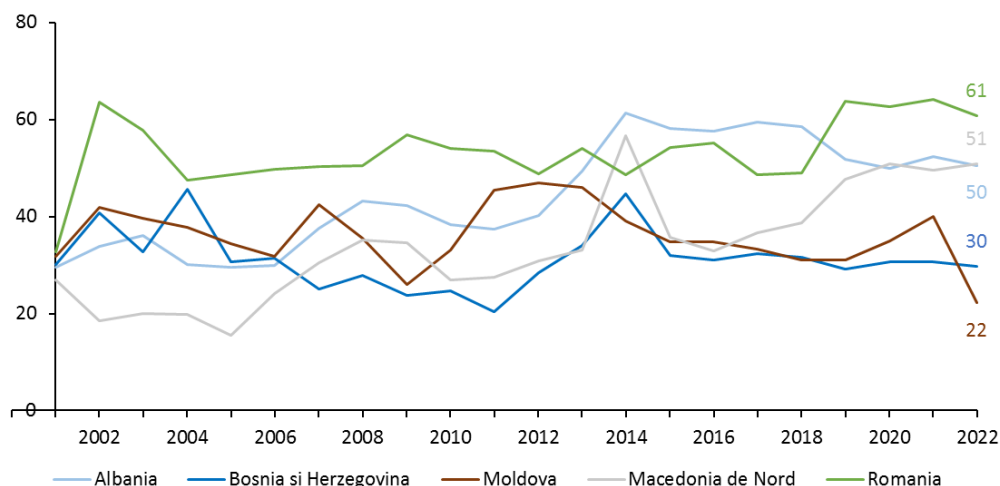
Sursa: Moody's Investor Service

Totodată, progresele în direcția integrării în UE, suportul internațional și reformele interne au permis îmbunătățirea evaluării. Astfel, Agenția internațională de rating „Fitch” (Fitch), în septembrie 2024, a atribuit Republicii Moldova un rating pe termen lung al emitentului în valută străină de „B+”, cu o perspectivă stabilă. Ținând cont de progresele pe partea de sporire a independenței energetice, stabilității și rezilienței sistemului financiar, odată cu diminuarea riscurilor legate de războiul din Ucraina, Republica Moldova are perspective de îmbunătățire a ratingului.

2.2.5. Guvernanța și stabilitatea politică

După indicatorul „stabilitate politică și lipsă de violență”, Republica Moldova este o țară cu o stabilitate politică relativă (Figura nr. 6), înregistrând o diminuare a nivelului în anul 2022. În mare parte, stabilitatea politică este afectată de alternarea la guvernare a forțelor politice cu diferite viziuni geostrategice, iar în anul 2022 a fost afectată de războiul declanșat de Federația Rusă împotriva Ucrainei.

Figura nr. 6. Indicatorul de Stabilitate politică și Lipsa violenței/terorismului (Rangul Percentilelor *)



Notă: Rangul percentilelor (0-100) indică poziția unei țări în comparație cu toate celelalte țări din lume. Un scor de 0 corespunde celei mai joase poziții, iar un scor de 100 corespunde celei mai înalte poziții.

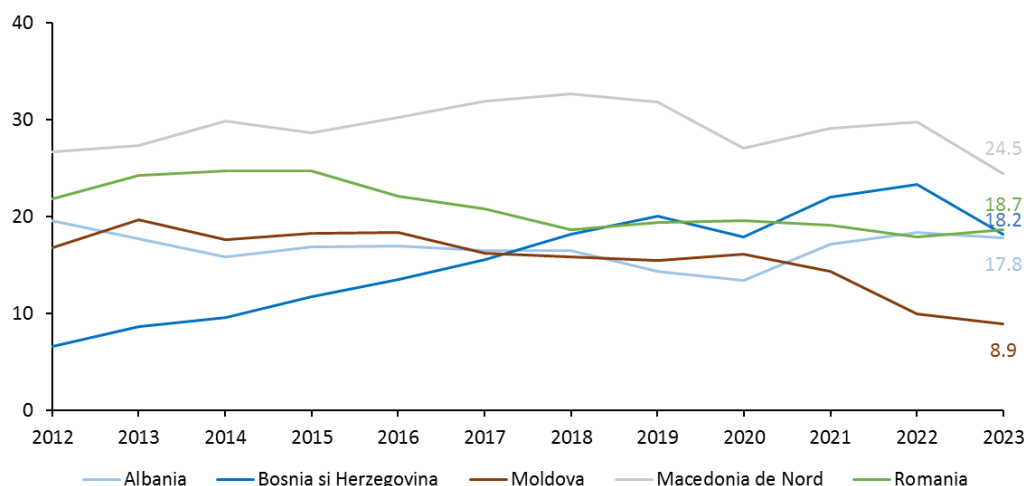
Sursa: Worldwide Governance Indicators (WGI), World Bank

După indicatorul „stat de drept”, Republica Moldova, în 2022, înregistrează un nivel de circa 42 de puncte cu o tendință de creștere, după o diminuare în perioada anilor 2016 – 2020. Începând cu anul 2021, Guvernul Republicii Moldova a stabilit, printre priorități, eliminarea corupției din sistemul judiciar și fortificarea instituțiilor publice. În acest context a fost inițiată o reformă amplă în sistemul de justiție, prin care principalele instituții de drept au trecut prin procesul de curățire, care este în desfășurare și în prezent. De asemenea, au fost luate măsuri de sporire a controlului de integritate a persoanelor din sistemul public, precum și a măsurilor de luptă cu corupția. Totodată, începând cu anul 2021, Republica Moldova a intensificat acțiunile de integrare europeană, iar UE a revizuit politicile de extindere spre est. Astfel, la 23.06.2022, UE a acordat oficial Republicii Moldova statutul de candidat pentru a deveni membru deplin al UE, iar, pe 15.12.2023, ca urmare a evaluărilor pozitive privind progresele realizate de Republica Moldova în implementarea reformelor esențiale legate de statul de drept, lupta împotriva corupției și consolidarea instituțiilor democratice, a fost lansat procesul formal de negocieri pentru aderare la UE.

2.2.6. Nivelul de economisire

Republica Moldova înregistrează un nivel de economisire brută apropiat de Albania și Bosnia și Herțegovina, cu o tendință spre diminuare începând cu anul 2020 (Figura nr. 7). Totodată, la analiza acestui indicator, este important a se ține cont de un șir de aspecte specifice Republicii Moldova, cum ar fi un nivel relativ înalt al economiei informale (în perioada 2018-2022, ponderea economiei neobservate s-a situat în intervalul 28 – 21.4% din PIB cu o tendință de descreștere. Circa 22.4% dintre cetățenii Republicii Moldova ocupați în economie au un loc de muncă informal.) și o pondere semnificativă a populației care lucrează permanent sau temporar peste hotare. Astfel, Republica Moldova înregistrează un nivel cronic negativ al economiilor brute al gospodăriilor casnice cu o rată negativă de economie a gospodăriilor populației de (-16.2%, pentru anul 2022). Totodată, gospodăriile casnice înregistrează circa 16 – 17% din formarea brută de capital fix (Republica Moldova a înregistrează în medie, pe perioada 2010-2023, un nivel al formării brute de capital fix ca pondere în PIB (23,2%) peste nivelul Bosniei și Herțegovina și a Macedoniei de Nord, dar sub Albania (25%) și Romania (24,5%), <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.).

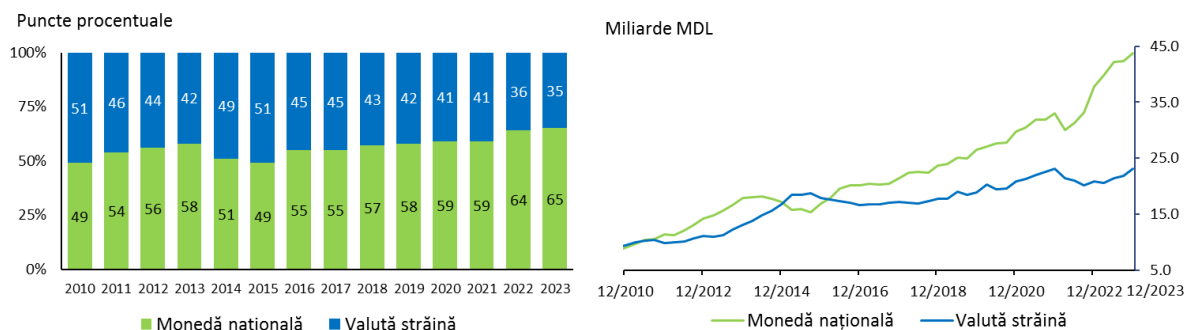
Figura nr. 7. Economii brute interne (% din PIB)



Sursa: World Bank national accounts data

La finalul anului 2023, soldul depozitelor persoanelor fizice, exprimat în lei, a atins suma de 66,8 miliarde MDL (24.3% din PIB), din care 43.7 miliarde în MDL și 23.1 miliarde în valută străină (Date BNM, [Soldul creditelor în economie și depozitelor persoanelor fizice, 2010-2023. PxWeb \(statistica.md\)](#)). Distribuția depozitelor bancare deținute de persoane fizice în MDL și valută străină, relevă o tendință generală de majorare, și, din anul 2016, de dominare a ponderii depozitelor în MDL (Figura nr. 8). După șocul scurt din anul 2022, generat de declanșarea războiului de Federația Rusă împotriva Ucrainei, sub influența unor rate a dobânzilor atractive la depozitele în MDL și evoluția relativ stabilă a cursului de schimb valutar, ponderea depozitelor în MDL a cunoscut o creștere accelerată, înregistrând 65% în anul 2023.

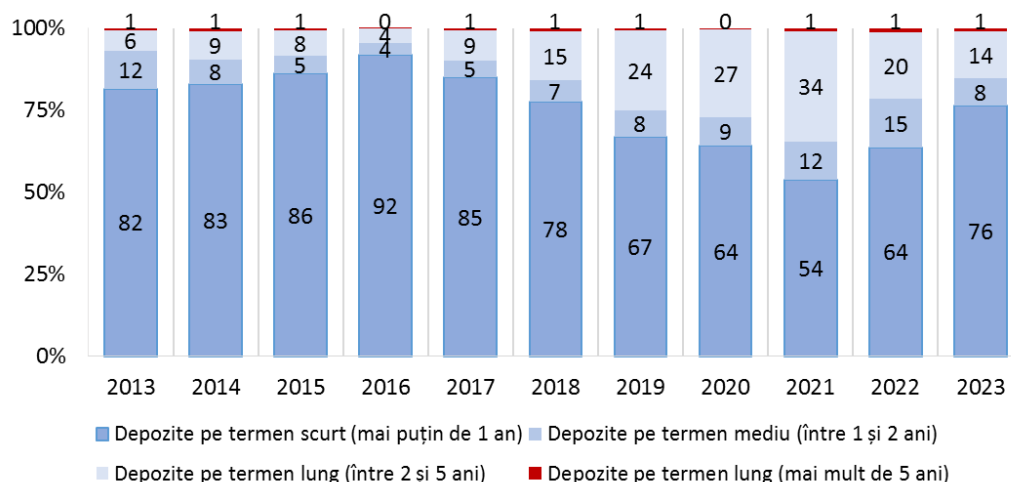
Figura nr. 8. Ponderea și volumul depozitelor bancare



Sursa: Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova (BNS), Soldul creditelor în economie și al depozitelor persoanelor fizice, 2010 – 2023

Cel mai înalt nivel al depozitelor noi atrase în raport cu PIB a fost înregistrat în anul 2009 (62.9%), după care a urmat o perioadă de diminuare generală până la nivelul de 12.1%-14.6% în perioada 2019 – 2023. Volumul depozitelor noi atrase de la populație în aceeași perioadă a variat în intervalul 70% – 81% din total depozite noi atrase. De asemenea, evoluția depozitelor noi atrase relevă o legătură pozitivă dintre rata la dobânzile la depozite și volumul acestora. Astfel, în ciuda unei creșteri economice negative din anul 2022 (-5%), depozitele noi atrase și ponderea depozitelor pe termen mediu-lung în totalul acestora (Figura nr. 9. Ponderea volumelor depozitelor noi plasate distribuite pe termene,%), au crescut față de anul 2021 cu 57.5% pe fonul unor rate a dobânzilor mai ridicate (inclusiv de la persoane fizice). Creșterea semnificativă a volumelor depozitelor persoanelor fizice denotă existența unei cereri potențiale din partea populației pentru instrumentele alternative de investiții. La fel, ponderea mare a depozitelor noi atrase pe termen scurt (81% în anul 2023) ar putea indica o cerere potențială pentru instrumentele pe piața de capital cu randament mai înalt și lichiditate sporită.

Figura nr. 9. Ponderea volumelor depozitelor noi plasate distribuite pe termene,%

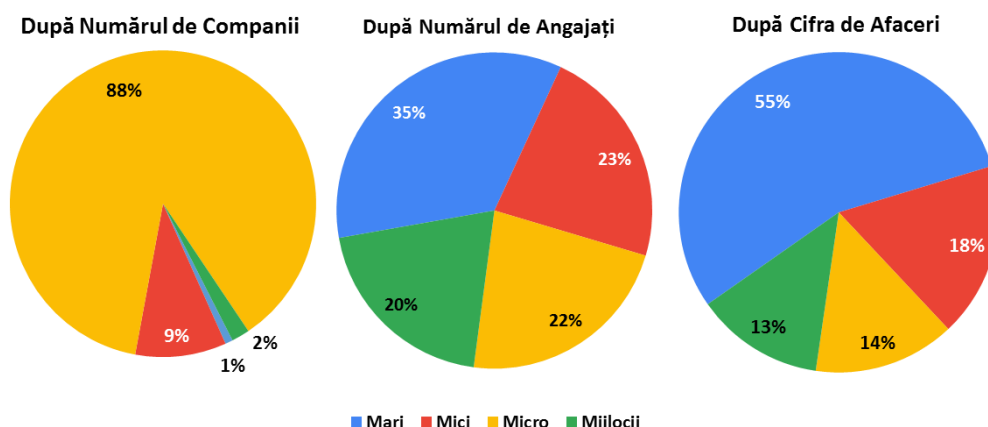


Sursa: BNM, Ratele medii ponderate ale dobânzilor și volumele depozitelor noi atrase

2.2.7. Structura sectorului corporativ

La sfârșitul anului 2023, în Republica Moldova, existau 63,7 mii de agenți economici activi, cu o pondere de 88% a întreprinderilor micro (**Micro** – întreprindere care are cel mult 9 salariați, realizează o cifră anuală de afaceri de până la 18 milioane de lei sau deține active totale de până la 18 milioane de lei. **Mici** - ce au cel mult 49 de salariați, realizează o cifră anuală de afaceri de până la 50 milioane de lei sau dețin active totale de până la 50 milioane de lei și nu sunt întreprinderi micro. **Mijlocii** – cu cel mult 249 de salariați, realizează o cifră anuală de afaceri de până la 100 milioane de lei sau dețin active totale de până la 100 milioane de lei și nu sunt întreprinderi micro sau mici.). Ponderea companiilor mari, ca și număr, este de 0,8% din total, cu o deținere de 55% din volumul vânzărilor, și de 35% din total salariați (Figura nr. 10). Ponderea relativ înaltă a numărului companiilor mari față de media pe UE (0,2%) se explică prin faptul că Republica Moldova a armonizat clasificarea întreprinderilor mici și mijlocii (în continuare IMM) pe număr de salariați, însă cu praguri mult mai mici pe vânzări și active (de exemplu, pragul pe vânzări pentru întreprinderile mari este de circa 10 ori mai mic ca în UE). Totodată, ponderea volumului de vânzări a întreprinderilor mari este comparativă cu cea din UE. Similară este și situația cu ponderea persoanelor angajate.

Figura nr. 10. Distribuția agenților economici după dimensiunile întreprinderii, 2023



Sursa: BNS, Activitatea și poziția financiară a agenților economici după mărime și activități economice, 2021 – 2023

În anul 2023, circa 54% din toți agenții economici au înregistrat profit. Nivelul jos al acestui indicator este cauzat, în primul rând, de performanța slabă a întreprinderilor din categoria micro, cu 51%, în timp ce IMM ce au înregistrat profit sunt în mărime de 75% și, respectiv, de 78%,

iar cele Mari se cifrează la 83%. Rata medie de rentabilitate a vânzărilor pentru companiile cu profit are o structură inversă. Această rată, în cazul companiilor micro, constituie circa 17%, în cazul celor mici și mijlocii– 11% și, respectiv, 10%, iar în cazul celor mari – circa 6%.

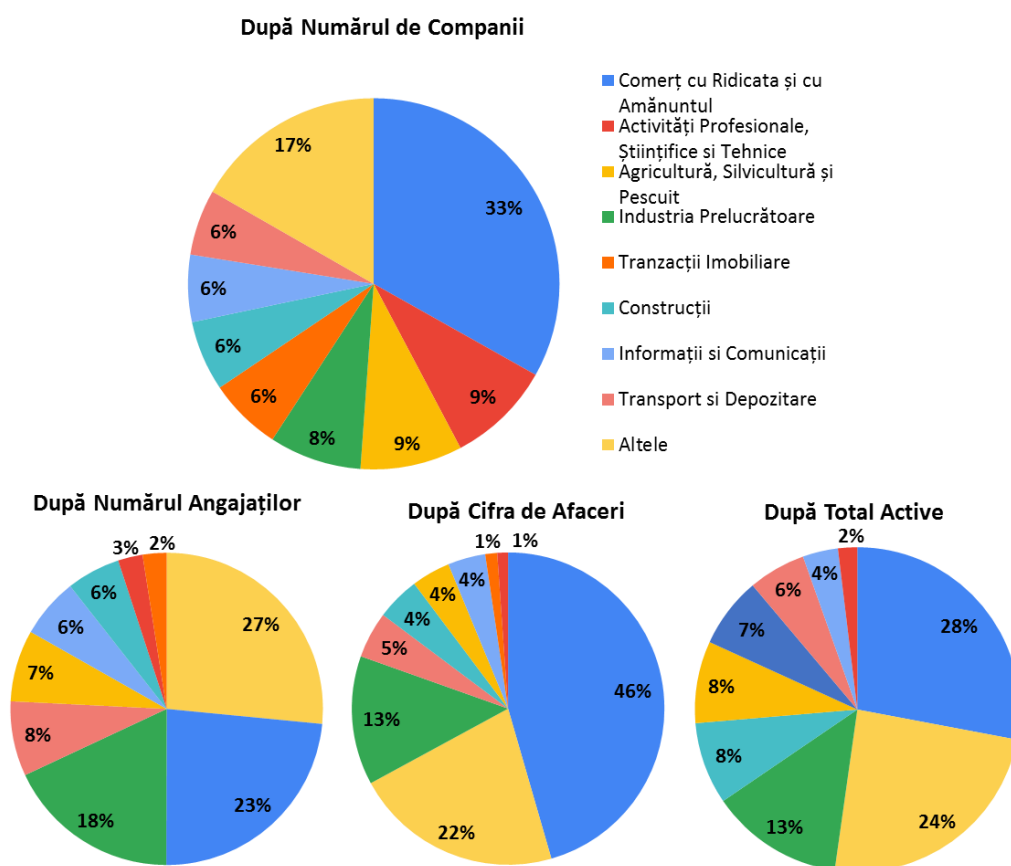
Economia Republicii Moldova este dominată de un șir restrâns de sectoare economice (Figura nr. 11. Distribuția întreprinderilor pe activități economice, 2023). Cele mai importante sectoare după active, care reprezintă, cumulativ, circa 57.6% din totalul de active, sunt:

- 1) comerțul cu ridicata și cu amănuntul;
- 2) industria prelucrătoare;
- 3) construcții;
- 4) agricultura, silvicultura și pescuitul.

De asemenea, alte câteva sectoare au ponderi în intervalul 5%-8% după cum urmează:

- 1) producția și furnizarea de energie electrică și termică, gaze apă caldă și aer condiționat;
- 2) tranzacții imobiliare;
- 3) transport și depozitare.

Figura nr. 11. Distribuția întreprinderilor pe activități economice, 2023



Sursa: BNS, *Principalii indicatori ai activității întreprinderilor pe activități economice, 2014 – 2023*

Cei mai mari angajatori sunt, de asemenea, companiile din sectoarele de comerț și industrie prelucrătoare, care cumulează aproximativ 55% din totalul forței de muncă din mediul corporativ. În ceea ce privește cifra de afaceri, a se reține că mai mult de jumătate din cifra de afaceri totală a mediului corporativ este generată de companiile implicate în activități de comerț. Analizând toți indicatorii, cumulativ, se poate menționa că economia Republicii Moldova este puternic orientată pe servicii. Pentru a spori contribuția sectoarelor productive, Guvernul Republicii Moldova a aprobat (*Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr. 280 din 17/04/2024 cu privire la aprobarea Programului național de dezvoltare industrială pentru anii*

2024-2028) Programul național de dezvoltare industrială pentru anii 2024-2028. Acesta presupune, ca prioritate, orientarea intervențiilor sale pe 6 sectoare industriale:

- 1) electronică;
- 2) chimică și farmaceutică;
- 3) construcția de mașini și de componente auto;
- 4) textile și de îmbrăcăminte;
- 5) materiale de construcție;
- 6) industria alimentară.

Ponderea semnificativă a companiilor de construcții indică un sector în dezvoltare, esențial pentru infrastructura națională, dar și pentru dezvoltarea instrumentelor de finanțare a sectorului. Pe termen mediu-lung, diversificarea economică și susținerea întreprinderilor în diferite sectoare vor fi esențiale pentru asigurarea unei dezvoltări economice durabile și pentru reducerea vulnerabilităților asociate cu o concentrare excesivă într-un singur sector.

După forma de proprietate, economia Republicii Moldova este dominată de sectorul privat. Din totalul numărului de agenți economici, circa 97.7% sunt privați, inclusiv 89.1% reprezintă companii private locale (Tabelul nr. 2). De asemenea, companiile private contribuie la PIB cu circa 82%, inclusiv ponderea contribuției companiilor locale private fiind de 62.8% (Tabelul nr. 4). Tendința generală este de creștere a contribuției în PIB a companiilor private locale.

Totodată, chiar dacă ponderea numărului întreprinderilor cu participarea proprietății publice este relativ joasă, de doar circa 2.3% din total, acestea contribuie la PIB cu circa de 17.8%. Astfel, ținând cont de faptul că circa 34% din întreprinderile cu participare publică sunt întreprinderile Mari și Mijlocii (Tabelul nr. 3), sporirea eficienței acestora ar aduce un beneficiu semnificativ pentru economia țării. Acest obiectiv este cuprins în politicile Guvernului Republicii Moldova, iar instrumentele pieței de capital ar putea juca un rol pozitiv în acest proces.

Tabelul nr. 2. Repartiția numărului întreprinderilor mari și IMM pe formele de proprietate

	Mari	Mijlocii	Mici	Micro	Total
Proprietatea publică	12.4	11.8	4.0	0.8	2.1
Proprietatea privată	62.1	71.7	85.5	91.8	89.1
Proprietatea mixtă (publică și privată) fără participare străină	1.3	0.9	0.4	0.1	0.2
Proprietatea străină	14.0	9.0	5.7	4.3	5.0
Proprietatea întreprinderilor mixte	10.2	6.6	4.4	3.0	3.6
Total	100	100	100	100	100

Sursa: BNS, Activitatea agenților economici pe forme de proprietate, mărimea agenților economici, 2015

Tabelul nr. 3. Structura întreprinderilor cu proprietate publică, privată și mixte după dimensiune

	Mari	Mijlocii	Mici	Micro	Total
Proprietatea publică	16.8	18.0	37.2	28.0	100
Proprietatea privată	2.0	2.6	18.7	76.8	100
Proprietatea mixtă (publică și privată) fără participare străină	18.3	14.4	37.5	29.8	100
Proprietatea străină	7.9	5.7	22.2	64.2	100
Proprietatea întreprinderilor mixte	8.0	5.8	23.7	62.4	100

Sursa: BNS, Activitatea agenților economici pe forme de proprietate, mărimea agenților economici, 2015

Tabelul nr. 4. Structura produsului intern brut pe forme de proprietate, %

	2020	2021	2022	2023
Proprietatea publică	18.2	17.0	17.5	17.5
Proprietatea privată	61.4	62.1	62.8	63.1
Proprietatea mixtă (publică și privată) fără participare străină	0.5	0.4	0.3	0.3
Proprietatea străină	12.4	13.4	11.7	11.0
Proprietatea întreprinderilor mixte	7.5	7.2	7.7	8.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

Sursa: BNS, Conturi naționale, 2023

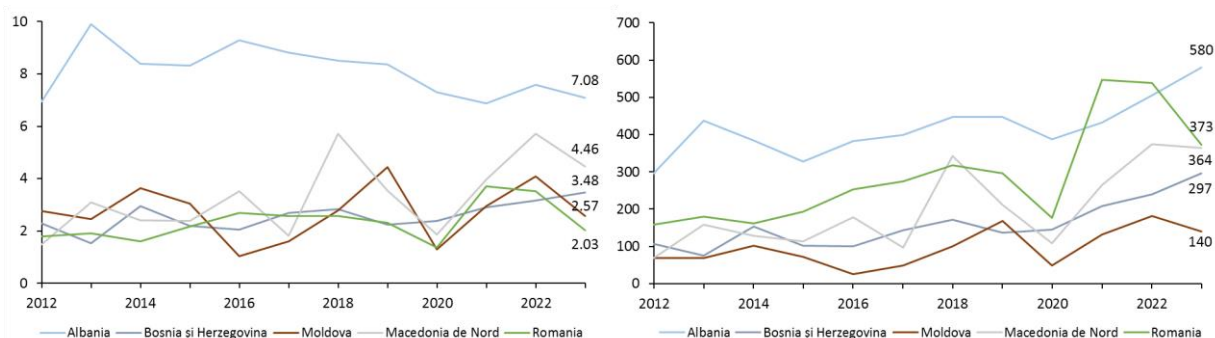
Un aspect specific pentru Republica Moldova este privatizarea în masă pe baza bonurilor patrimoniale. Această modalitate de privatizare a creat un număr mare de companii cu forma de organizare de societate pe acțiuni (în continuare SA). La sfârșitul anului 2023, în Registrul de stat al persoanelor juridice existau 2021 de SA, din care circa 954 erau active. O pondere de aproximativ 17,4% din întreprinderi au numărul de acționari între 200 – 500 de acționari și circa 18,6% (177 de societăți) au un număr de peste 500. Existența a multor acționari inactivi (nu pot fi contactați/identificați sau nu manifestă interes pentru participarea la adunările generale) creează dificultăți în activitatea acestor întreprinderi. De asemenea, această situație a permis preluarea unor întreprinderi sau a bunurilor acestora de către managerii acestor întreprinderi, fenomen care a știrbit din încrederea potențialilor investitori minoritari în managementul corporativ.

2.2.8. Investițiile străine directe (ISD)

Investițiile străine directe (ISD) joacă un rol important în dezvoltarea economică și poate să joace și un rol de stimulare a pieței de capital, iar o piață de capital funcțională poate stimula ISD. Conform datelor recente, fluxurile de ISD, pe cap de locuitor în Republica Moldova, au avut o tendință modestă de creștere, contribuind pozitiv la PIB-ul țării. De asemenea, ISD, exprimate în raport cu PIB, s-au majorat, indicând o încredere a investitorilor în stabilitatea economică și potențialul financiar al Republicii Moldova, în ciuda provocărilor cauzate de războiul din Ucraina.

Republica Moldova a evidențiat fluctuații semnificative în valoarea ISD în perioada analizată, variind de la 1.0% în anul 2016 la 4.3% în anul 2019. Comparativ cu alte țări din regiune, Republica Moldova a înregistrat o creștere semnificativă a ISD ca raport din PIB în ultimii ani, depășind Bosnia și Herțegovina și România, însă rămâne sub nivelurile înregistrate de Macedonia de Nord și Albania. În anul 2023, Republica Moldova a avut un raport a ISD în PIB în valoare de 2.6%, în timp ce România a avut – 2.0%. Totuși, aceste cifre sunt inferioare celor înregistrate de Bosnia și Herțegovina (3.5%), Macedonia de Nord (4.5%) și Albania (7.1%), (Figura nr. 12. Intrări de ISD raportate la PIB (% stânga) și intrări de ISD pe cap de locuitor, (dolari SUA, dreapta)).

Figura nr. 12. Intrări de ISD raportate la PIB (% stânga) și intrări de ISD pe cap de locuitor, (dolari SUA, dreapta)



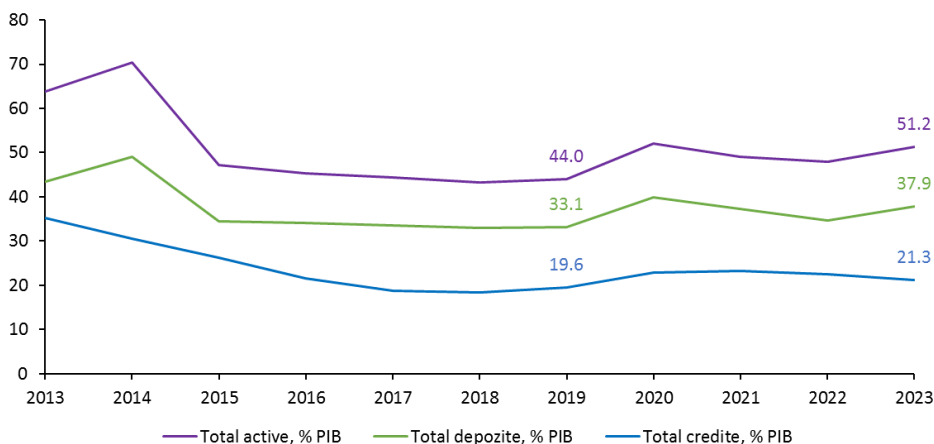
Investițiile străine sunt vitale pentru dezvoltarea sectorului financiar, deoarece, ca urmare a creșterii acestora, se observă atât sporirea intrărilor de capital, cât și atragerea expertizei externe și a practicilor de management, care pot îmbunătăți guvernanta și transparența sectorului corporativ. Acest lucru, la rândul său, face ca companiile locale să fie mai atractive atât pentru investitorii locali, cât și pentru cei străini, crescând astfel profunzimea și lichiditatea piețelor de capital. Fluxurile mai mari de ISD pot semnală un climat investițional favorabil, încurajând investițiile ulterioare și facilitând integrarea Republicii Moldova în sistemul financiar global. Comparativ cu omologii săi regionali, cum ar fi Albania și Macedonia de Nord, fluxurile de investiții străine directe ale Republicii Moldova sunt mai mici, evidențiind necesitatea continuării reformelor și îmbunătățirilor practicilor aplicate pentru atragerea investițiilor.

2.2.9. Sectorul bancar

La momentul actual, sectorul bancar din Republica Moldova este constituit din 10 bănci, inclusiv 4 filiale ale băncilor și ale grupurilor financiare străine, care domină cu desăvârșire sistemul financiar al țării. Sectorul bancar deține circa 90% din totalul activelor societăților din sectorul financiar, 9% revenindu-le organizațiilor de creditare nebanară și asociațiilor de economii și împrumut și circa 1% – societăților de asigurări. Chiar dacă 4 bănci sunt și societăți de investiții, sistemul financiar este dominat de creditarea banară, nu există atrageri de capital de pe piața titlurilor de capital, iar volumul capitalului atras prin obligațiuni corporative este nesemnificativ, prima emisiune având loc în anul 2023.

În ciuda mai multor provocări, în special în contextul agresiunii Rusiei asupra Ucrainei, sectorul bancar din Republica Moldova a demonstrat reziliență și stabilitate financiară, cu indicatori financiari pozitivi și cu o capitalizare adecvată. Față de anul 2022, în anul 2023, activele totale au crescut cu 17.1%, ajungând la 154 miliarde lei, în timp ce depozitele au sporit cu 20%, până la 114 miliarde lei. Soldul portofoliului de credite, în anul 2023, a crescut cu 3.7%, ajungând la 63.9 miliarde lei. În anul 2023, activele și depozitele au crescut, comparativ cu anul 2022, ca volum, dar și ca pondere din PIB (Figura nr. 13), în timp ce soldul de credite a cunoscut o diminuare cu 1.2 puncte procentuale. În acest context, se poate remarca nivelul destul de jos (*Bosnia și Herțegovina – peste 44%, Albania – peste 30%, România – 23%, Macedonia de Nord – peste 53%, UE – 78.5% și Total economia globală – 95,3%.* <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>) al creditării, care, în anul 2023, a ajuns la circa 21.3%.

Figura nr. 13. Evoluția activelor, depozitelor și a creditelor în sistemul bancar al Republicii Moldova

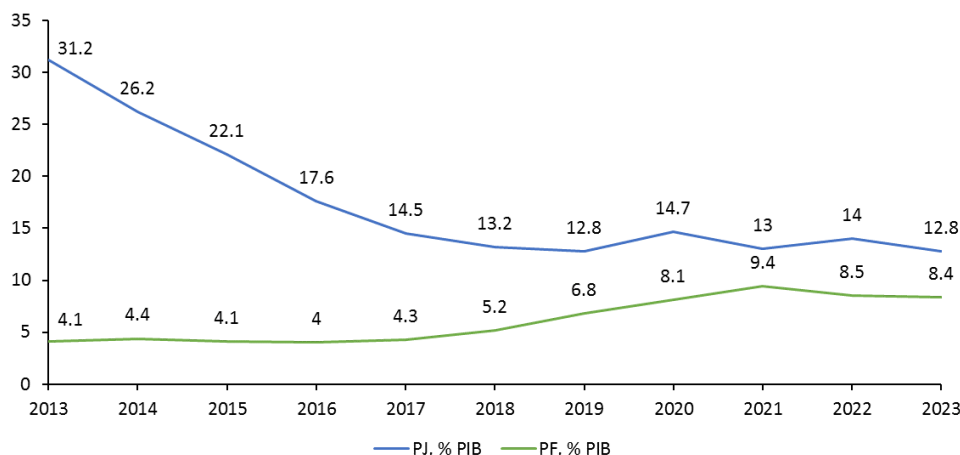


Sursa: BNM, BNS

Pe parcursul anilor 2013 – 2023, se constată un trend descendent al creditelor destinate afacerilor raportate la PIB, în anul 2023 înregistrându-se o pondere de 12.8%, comparativ cu

31.2% în anul 2013. Acest lucru poate fi explicat prin crizele cu care s-a confruntat Republica Moldova, instabilitatea situației din regiune sau/și prin dificultățile în accesarea creditelor pentru companii. Ponderea în PIB a creditelor acordate persoanelor fizice a cunoscut o tendință în general ascendentă, înregistrând un maxim de 9.4% în anul 2021, comparativ cu ponderea de 4.1%, înregistrată în anul 2013. Ca rezultat al șocului din anul 2022, generat de războiul din Ucraina și al politicilor antiinflaționiste, nivelul creditării persoanelor fizice, în anii 2022 și 2023, a cunoscut o ușoară scădere, ajungând la 8.4% din PIB în anul 2023 (Figura nr. 14). Totodată, nivelul de creditare în valori absolute pentru persoanele fizice a înregistrat o creștere continuă pe toată perioada.

Figura nr. 14. Ponderea în PIB a creditelor acordate PF și PJ (% din PIB)

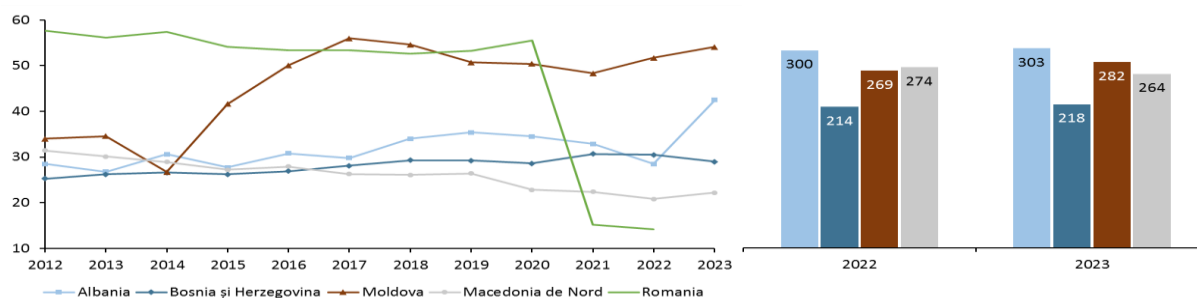


Sursa: BNM, BNS

Sectorul bancar din Republica Moldova manifestă o reziliență înaltă față de provocările parvenite în trecut și cu acelea pe care le înfruntă în prezent. În special, după provocările din anii 2021 și 2022, acesta a înregistrat, în anul 2023, o creștere a fondurilor proprii totale cu 13.6%, ceea ce constituie 20.9 miliarde lei. Rata totală de acoperire al capitalului în anul 2023 a fost de 30%, cu mult peste țările comparate și acoperirea cerinței stabilite pentru acest indicator a fost îndeplinită de toate băncile ($\geq 10\%$). În perioada anilor 2018 – 2023, sectorul bancar a înregistrat în medie o rentabilitate a capitalului propriu (ROE) de circa 13.4% și o rentabilitate a activelor (ROA) de circa 2.3%.

Rata de acoperire a lichidității (LCR) este un indicator financiar esențial pentru evaluarea capacității băncilor de a deține suficiente active lichide de înaltă calitate pentru a acoperi ieșirile totale nete de numerar pe o perioadă de stres de 30 de zile. Creșterea LCR în Republica Moldova arată că băncile și-au mărit deținerile de active lichide de înaltă calitate în raport cu datoriile lor pe termen scurt, consolidând astfel capacitatea de a face față stresului financiar și de a menține stabilitatea. Comparativ cu alte țări din analiză, creșterea LCR în Republica Moldova este cea mai semnificativă. Sistemul bancar din Republica Moldova pare a fi bine pregătit pentru a face față obligațiilor financiare pe termen scurt, ceea ce este crucial pentru sănătatea și reziliența generală a sistemului său financiar (Figura nr. 15. Indicatori de lichiditate: active lichide la total active (stânga); Indicatorul de acoperire a necesarului de lichiditate (LCR), (% dreapta)).

Figura nr. 15. Indicatori de lichiditate: active lichide la total active (stânga); Indicatorul de acoperire a necesarului de lichiditate (LCR), (%), (dreapta)

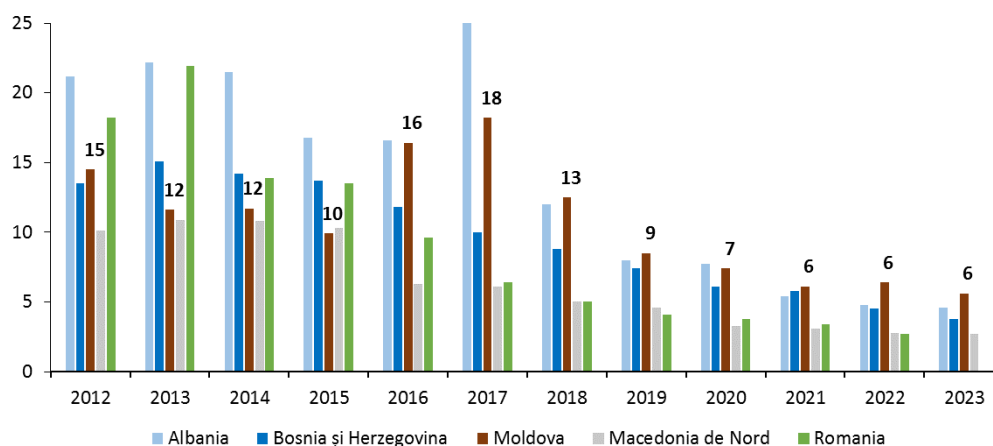


Sursa: Financial Soundness Indicators, FMI

La sfârșitul anului 2023, creditele neperformante constituiau 6% din totalul creditelor. Această cifră, deși reprezintă o îmbunătățire, în comparație cu perioadele anterioare, și nu se consideră un nivel alarmant, actualmente, este sub indicatorii înregistrați de țările analizate (

Figura nr. 16. Credite neperformante din totalul creditelor brute (%)). Totodată, se poate observa că, după anii 2016 și 2017 s-a revenit pe un trend de diminuare și stabilizare. Parțial, creșterea creditelor neperformante (NPL) în anii 2016 și 2017 poate fi explicată și prin implementarea unor standarde mai stricte pentru recunoașterea acestora, care urmăreau să ofere o evaluare mai precisă și mai transparentă a sănătății financiare a băncilor. Aceste standarde, mai stricte, au constituit o parte din seria de reforme mai ample, destinate să abordeze punctele slabe de bază din sectorul bancar, inclusiv practicile inadecvate de gestionare a riscurilor, supravegherea insuficientă din partea autorităților de reglementare și un istoric de practici de creditare dubioase. Efortul depus pentru îmbunătățirea calității portofoliilor de credite ale băncilor a implicat scoaterea din bilanț a creditelor neperformante, îmbunătățirea proceselor de evaluare a riscurilor de credit, consolidarea cadrului de reglementare și sporirea supravegherii din partea autorităților financiare naționale și internaționale. Aceste măsuri au fost esențiale pentru restabilirea stabilității și încrederii în sistemul bancar.

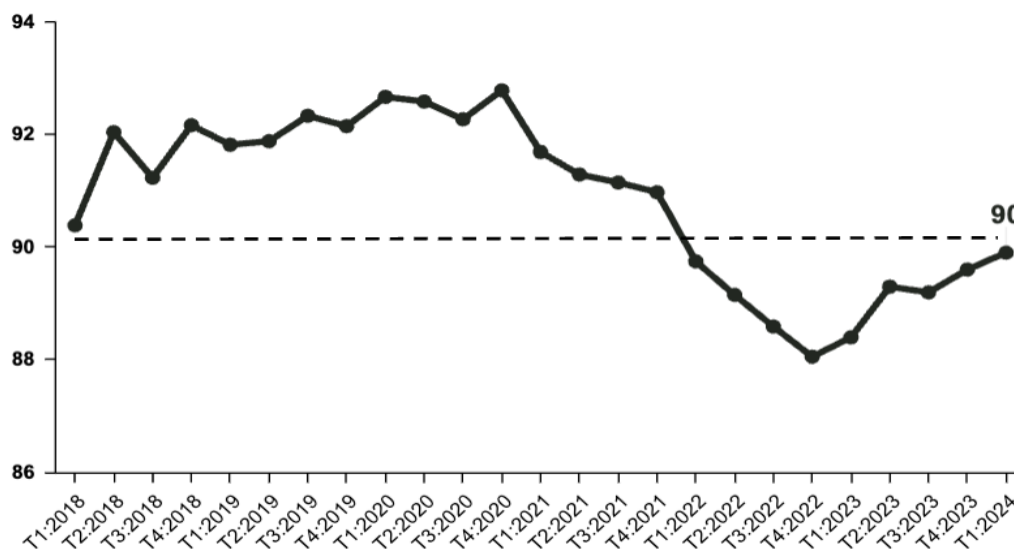
Figura nr. 16. Credite neperformante din totalul creditelor brute (%)



Sursa: Financial Soundness Indicators, FMI

Sursa principală de finanțare a sectorului bancar o constituie predominant depozitele, care au reprezentat 89.6% din totalul pasivelor sistemului la sfârșitul anului 2023 (Figura nr. 17. Sursele Finanțării Sectorului Bancar: Raportul Depozite la Datorii (%)). Majoritatea acestor depozite provin de la gospodăriile casnice, reprezentând 53% din totalul pasivelor în același timp. În ansamblu, dependența de depozitele gospodăriilor casnice reprezintă, în general, un avantaj pentru sectorul bancar al Republicii Moldova datorită stabilității și costului mai scăzut al fondurilor pe care le furnizează.

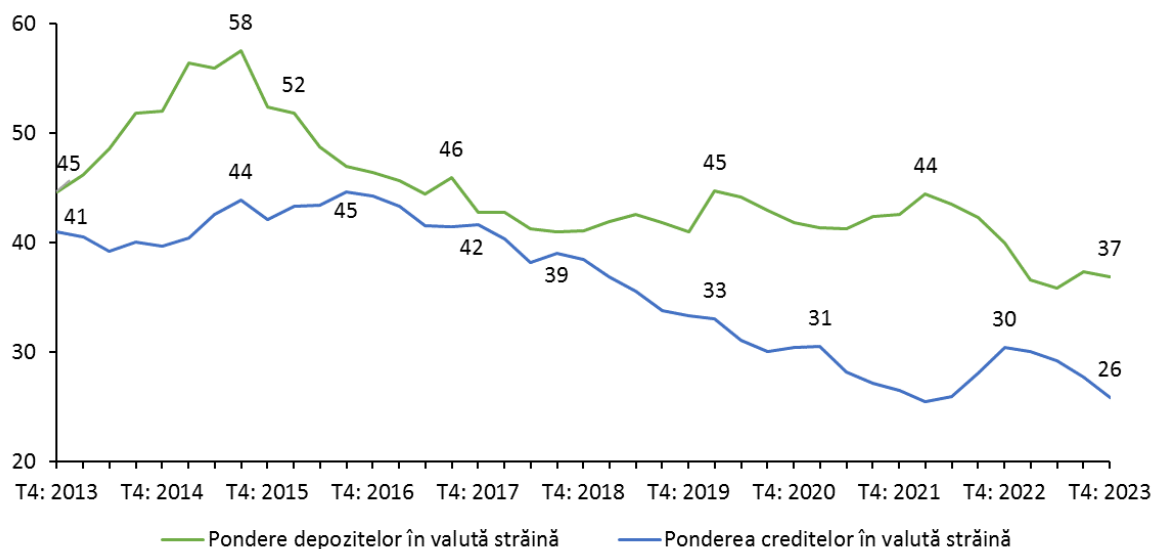
Figura nr. 17. Sursele Finanțării Sectorului Bancar: Raportul Depozite la Datorii (%)



Sursa: BNM, Structura portofoliului de credite pe sectorul bancar al RM (pe monede)

Efectul de „dolarizare” reprezintă un alt subiect atent monitorizat de către BNM. În ultimii ani, după criza bancară din anul 2015, dolarizarea pentru împrumuturi și depozite a înregistrat o scădere continuă (Figura nr. 18. Evoluția dolarizării în sectorul bancar (% din total)). După pandemie, aceasta a continuat să scadă, ajungând la un nivel de 26% pentru împrumuturi, în anul 2023, și la nivelul de 37% pentru depozite, la sfârșitul anului. Reducerea dolarizării la nivelul împrumuturilor și al depozitelor poate reflecta o creștere a încrederii în moneda națională, pe de o parte, și o expunere redusă la riscul valutar în sector, pe de altă parte, însă și prin nivelul ratelor dobânzilor oferite de bănci.

Figura nr. 18. Evoluția dolarizării în sectorul bancar (% din total)



Sursa: BNM, Structura portofoliului de credite pe sectorul bancar al RM (pe monede)

În concluzie, a se constata că sectorul bancar, după toate provocările din ultimii 10 ani, a demonstrat reziliență datorită fortificării capacității de supraveghere și reglementare a băncii centrale. Sectorul este bine capitalizat, profitabil, cu o lichiditate sporită și un nivel relativ jos al creditelor neperformante. Totodată, Republica Moldova are un nivel jos de creditare (21,3% din PIB), soldul brut de creditare fiind 41,5% din totalul de active deținute.

2.2.10. Concluzii

Sectorul financiar este dominat de finanțarea prin creditare bancară, cu o bază slabă de investitori instituționali. Sistemul bancar a dat dovadă de reziliență, capabil să facă față la diferite provocări, este bine capitalizat, profitabil, cu o lichiditate sporită și un nivel relativ jos al creditelor neperformante. În același timp, Republica Moldova are un nivel destul de jos de creditare a businessului privat.

Guvernul Republicii Moldova, practic, nu este prezent pe piața de capital. Finanțarea din surse interne este asigurată, preponderent, de către bănci, de regulă prin VMS, cu maturități de până la un an. Nivelul datoriei sectorului public este relativ jos, oferind un spațiu fiscal confortabil pentru a finanța domeniile prioritare. Conform evaluării agenției de rating Fitch din septembrie 2024, Republica Moldova a obținut un rating pe termen lung al emitentului în valută străină de „B+” cu o perspectivă stabilă. Moody’s, la evaluarea din august 2023, a atribuit B3 stabil, însă, ținând cont de ultimele progrese, există bune perspective pentru majorarea ratingului la evaluarea de la sfârșitul anului 2024. Având în vedere progresele menționate în evaluarea pe partea de sporire a independenței energetice, stabilității și a rezilienței sistemului financiar și pe alte aspecte, odată cu diminuarea riscurilor legate de războiul din Ucraina, Republica Moldova are bune perspective de atingere a unui nivel similar cu țările din regiune.

Astfel, în ciuda provocărilor macroeconomice cu care se confruntă, Republica Moldova are toate condițiile necesare pentru a dezvolta o piață de capital sustenabilă. Analiza arată că, deși există dificultăți, țara dispune de un mediu satisfăcător pentru atragerea investițiilor și creșterea economică. Elaborarea și implementarea unei strategii de dezvoltare a pieței de capital ar spori accesul agenților economici la o finanțare mai ieftină și mai avantajoasă.

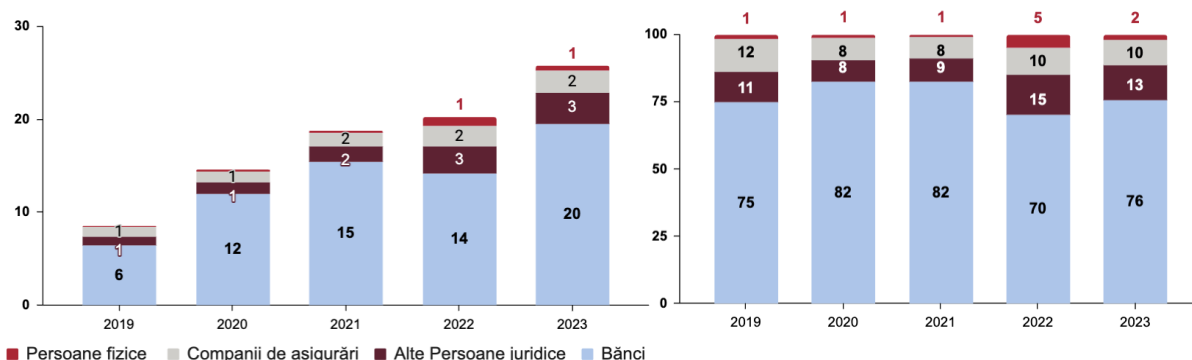
2.3. Evaluarea segmentelor pieței de capital

2.3.1. Piața valorilor mobiliare de stat

Analiza cererii pentru valorile mobiliare de stat

Din volumul total de VMS, aflate în circulație la sfârșitul anului 2023, în mărime de 39.67 miliarde lei, BNM deține o pondere de 35%, restul de 65% au fost emise pe piața primară. Din volumul VMS, aflate în circulație și emise pe piața primară (25.78 miliarde lei), creditorul cel mai important este sectorul bancar cu 76% (Figura nr. 19. Valoarea VMS, aflate în circulație și emise pe piața primară după tipul de deținător la sfârșit de an (miliarde MDL); ponderea VMS, aflate în circulație și emise pe piața primară după tipul de deținător la sfârșit de an (%)). Astfel, a se constata că, circa 84.2% din totalul VMS, aflate în circulație, aparțin BNM și sectorului bancar. Persoanele fizice au avut o prezență limitată la aceste instrumente, la sfârșitul anului 2023 deținând doar 1.95% din valoarea totală a VMS, aflate în circulație și emise pe piața primară, iar restul fiind deținute de sectorul de asigurări și persoane juridice (printre care și unele autorități). Deși în anul 2022 s-a observat o creștere a volumului de VMS achiziționate de investitorii non-bancari, datorită atractivității ratelor oferite de Ministerul Finanțelor (în continuare MF), în general accesul și interesul altor investitori locali și nerezidenților la aceste instrumente rămâne restrâns.

Figura nr. 19. Valoarea VMS, aflate în circulație și emise pe piața primară după tipul de deținător la sfârșit de an (miliarde MDL); ponderea VMS, aflate în circulație și emise pe piața primară după tipul de deținător la sfârșit de an (%)



Sursa: Ministerul Finanțelor

Nerezidenții sunt practic absenți în investițiile în valorile mobiliare de stat. Fluxul de investiții din partea nerezidenților în valorile mobiliare de stat a fost doar de 6.9 milioane lei sau 0.03% din totalul valorilor mobiliare în circulație în anul 2023. În primul rând, deschiderea unui cont bancar în Republica Moldova, necesar pentru a efectua investiții în VMS, poate fi un proces complex și anevoios, implicând birocrație și proceduri stricte care descurajează potențialii investitori străini. În al doilea rând, emiterea VMS doar în lei moldovenești prezintă un risc valutar pentru investitorii străini, care ar trebui să suporte fluctuațiile de schimb valutar, fiind astfel afectată profitabilitatea investițiilor lor. În plus, percepția de risc ridicat, asociată cu instabilitatea politică și economică din Republica Moldova contribuie la reticența investitorilor străini.

Investitorii persoane fizice și juridice din Republica Moldova nu sunt încurajați să investească în VMS din cauza mai multor constrângeri. Nivelul scăzut de cunoștințe financiare și educație investițională limitează înțelegerea și atractivitatea acestor instrumente pentru investitorii individuali. Lipsa infrastructurii adecvate, care ar asigura tranzacționarea VMS pe piața secundară, nu oferă posibilitatea investitorilor să transforme, la necesitate, investițiile în lichidități, ceea ce vine în contradicție cu principiile de funcționare a unei piețe de capital veritabile, investitorii fiind lipsiți de această oportunitate. De asemenea, lipsa unui istoric robust și transparent al performanței VMS nu reflectă o evoluție relevantă în materie de formare a

prețului de piață al acestora, corespunzător, nu este perfect potrivit din perspectiva utilizării lor ca indice de referință la plasarea altor titluri de îndatorare, cum ar fi obligațiunile municipale și cele corporative. În ceea ce privește investitorii nerezidenți, volumul mic de investiții poate fi atribuit unei infrastructuri slab integrate în piețele regionale și globale, precum și reglementările restrictive care limitează accesul acestora la piața locală. Aceste bariere combinate contribuie la un acces general restrâns al investitorilor locali și nerezidenților la valorile mobiliare de stat, în ciuda ratelor atractive oferite.

Analiza ofertei pe piața valorilor mobiliare de stat

În Republica Moldova, mijloacele obținute din plasarea VMS pe piața internă sunt utilizate pentru finanțarea deficitului bugetar și acoperirea necesităților decalajului temporar de casă al bugetului de stat, în limitele bugetelor anuale. VMS sunt emise exclusiv în lei moldovenești (MDL) și sunt structurate, în funcție de scadență, în bonuri de trezorerie și obligațiuni de stat. Bonurile de trezorerie sunt valori mobiliare pe termen scurt, emise cu scont și răscumpărate la scadență la valoarea lor nominală, având maturități de 91, 182 și 364 zile. În prezent, MF emite obligațiuni de stat cu maturități de 2, 3, 5, 7 și 10 ani.

Până la 31.12.2023, MF a emis pe piața primară VMS de 34.7 miliarde lei, ceea ce a asigurat finanțarea a circa 23.9% din datoria sectorului public (107.9 miliarde lei). Ponderea dominantă în finanțarea prin VMS emise pe piața primară o reprezintă bonurile de trezorerie, constituind circa 96.4% din totalul VMS emise. Volumul obligațiunilor de stat emise este de doar circa 3.6% sau aproximativ 1.25 miliarde lei.

Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2025-2027)”, are ca scop asigurarea transparenței politicii de gestionare a datoriei, creșterea conștientizării în rândul investitorilor și evitarea expunerii la riscuri semnificative, cum ar fi riscul valutar, de rată a dobânzii și de refinanțare. Politica în domeniul datoriei de stat este orientată spre atingerea obiectivului fundamental în procesul de administrare a datoriei de stat și anume asigurarea necesităților de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor implicate.

În anul 2024, finanțarea internă a fost planificată să se obțină prin emisiunea de valori mobiliare de stat pe piața primară. Licitările vor continua să fie desfășurate de către BNM, în calitate de agent al statului. Pentru a îndeplini finanțarea internă brută, mărimea ofertei pentru licitațiile de bonuri de trezorerie va constitui 34 miliarde lei, iar pentru licitațiile de obligațiuni de stat – 4 miliarde lei (Tabelul nr. 5).

Tabelul nr. 5. Volumul de VMS estimate spre a fi emise pe parcursul anului 2024 (milioane lei)

Valori mobiliare de stat	Trimestrul I	Trimestrul IV	Trimestrul IV	Trimestrul IV	Total
Bonuri de trezorerie	8,000.0	9,000.0	9,000.0	8,000.0	34,000.0
Obligațiuni de stat	300.0	1,100.0	1,100.0	1,300.0	4,000.0

Sursa: MF, Planul anual al împrumuturilor de stat pentru anul 2024

Conform Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2025-2027)”, finanțarea internă netă urmează a fi realizată prin emiterea următoarelor instrumente:

- 1) bonuri de trezorerie cu scadența de 91, 182 și 364 zile;
- 2) obligațiuni de stat cu rata dobânzii variabilă, maturitatea de 2 și 3 ani;
- 3) obligațiuni de stat cu rata dobânzii fixe, maturitatea de 2,3,5,7 și 10 ani.

MF va menține o politică de emisiune predictibilă și flexibilă, adaptată la cerințele mediului investițional, totodată, intenționând să continue politica de extindere a maturității VMS în condițiile identificării unei cereri pentru astfel de instrumente din partea investitorilor și având, ca scop, și diversificarea bazei de investitori. Structura pe termen mediu a finanțării interne pe piața primară este prezentată în Tabelul nr. 6.

Tabelul nr. 6. Prognoza emisiunii VMS prin licitații, conform scenariului de bază

Indicatori	2025	2026	2027
VMS emise pe piața primară prin licitații (% în PIB), inclusiv:	13.6	14.9	15.9
Bonuri de trezorerie (% din total)	88.9	79.2	74.3
Obligațiuni de stat (% din total)	11.1	20.8	25.7

Sursa: MF, Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2025-2027)”

Piața secundară a valorilor mobiliare de stat funcționează pe principiul negocierii directe și este organizată prin intermediul platformei unice de tranzacționare E-Bond (platforma E-Bond), interconectată cu Sistemului Depozitarului Central Unic al Valorilor Mobiliare (în continuare DCU), care asigură decontarea operațiunilor încheiate între părți. Lichiditatea VMS pe piața secundară reprezintă un indicator important în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al pieței VMS în Republica Moldova. Piața secundară de VMS este slab dezvoltată în Republica Moldova, acest lucru fiind evident și de volumele tranzacționate. Dealerii primari (băncile) au anumite obligații să efectueze tranzacții pe piața secundară și ar trebui să acționeze ca intermediari între emitent și investitori, la distribuirea VMS, și între deținătorii de VMS și emitent, la răscumpărarea anticipată a VMS.

Organizarea și infrastructura pieței valorilor mobiliare de stat

Piața VMS în Republica Moldova este organizată prin intermediul băncilor – dealeri primari, care au încheiat cu MF acorduri cu privire la îndeplinirea funcțiilor de dealer primar pe piața VMS. Dealerii primari pot participa la licitațiile de plasare a VMS în numele și din cont propriu, precum și din contul clienților, la cererea acestora. Clienții dealerilor primari pot fi persoane fizice și juridice, rezidente sau nerezidente. MF, în conformitate cu criteriile de selectare a băncilor, în calitate de dealeri primari, și de evaluare a activității lor, determină și modifică lista dealerilor primari. MF poate suspenda activitatea dealerilor primari în cazul în care se constată abateri de la prevederile cadrului normativ sau poate retrage calitatea de dealer primar cu rezoluțiunea Acordului cu privire la îndeplinirea funcțiilor de dealer primar pe piața VMS conform *Regulamentului cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscriere în cont, aprobat prin Hotărârea Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei nr.170/2018 și Ordinul ministrului finanțelor nr.129/2018.*

Caracteristicile platformei E-Bond includ implementarea în Bloomberg, care este un sistem electronic, în care pot participa doar dealerii primari și băncile care nu au calitatea de dealer primar. Dealerii primari pot efectua tranzacții pe piața secundară cu VMS în nume și pe cont propriu, precum și în nume propriu și pe contul clienților, la cererea acestora. Investitorii, cu excepția băncilor care nu au calitatea de dealer primar, pot efectua tranzacții pe piața secundară numai prin intermediul dealerilor primari. Dealerii primari furnizează cotații pentru VMS admise spre tranzacționare pe piața secundară, iar cotațiile afișate sunt ferme, participantul având obligația să încheie tranzacția la prețul cotelat și în limita volumului oferit în cazul în care aceasta a fost acceptată. Obligațiile minime de cotare zilnică pe platforma E-Bond, ce trebuie îndeplinite cumulativ de către dealerii primari, conform Regulamentului cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscriere în cont, sunt următoarele: furnizarea de cotații de vânzare și cumpărare pentru VMS emise la ultimele două

licitații, timp de 4 ore, în intervalul de timp 10:00 – 14:00; volumul minim al VMS pentru care se va publica o cotație de vânzare și de cumpărare este de 100 mii lei la valoarea nominală. Dezvoltarea în continuare a platformei E-Bond va avea un impact semnificativ asupra transparentizării procesului de formare a prețului, fiind o referință validă pentru piața secundară. Prin monitorizarea respectării obligațiunilor de cotare și tranzacționare de către dealerii primari se va asigura o departajare a acestora prin prisma performanțelor, iar prin respectarea cerințelor minime de cotare, se va impune o disciplină în această activitate.

Pentru diversificarea bazei investiționale, a fost extins canalul de tranzacționare a VMS pe piața secundară – bursa de valori. Astfel, la 30.05.2023, au fost admise spre tranzacționare obligațiunile de stat cu dobândă fixă, însă, în anul 2023, din lipsa solicitărilor, pe piața reglementată a bursei de valori, nu au fost înregistrate tranzacții.

De asemenea, începând cu septembrie 2024, MF a lansat platforma eVMS, destinată investitorilor – persoane fizice, cetățeni ai Republicii Moldova, prin care se oferă posibilitatea de a achiziționa direct VMS emise de MF. Această platformă vine să sporească accesul persoanelor fizice la VMS. Platforma în cauză servește pentru emisiunea primară, fără posibilitatea de răscumpărare înainte de maturitate sau tranzacționare secundară, investitorii având posibilitatea de a vinde aceste titluri înainte de scadență fie către emitent, fie către dealeri primari selectați. Direcția de dezvoltare de mai departe a acestei platforme urmează să fie decisă de MF ulterior.

Platforma în cauză nu este integrată (conectată) la piața bursieră, ceea ce limitează lichiditatea tranzacțiilor cu valori mobiliare de stat. Integrarea acestei platforme cu bursa de valori ar aduce multiple beneficii, printre care:

- 1) creșterea transparenței: tranzacțiile realizate prin intermediul bursei de valori sunt publice și monitorizate, ceea ce sporește încrederea investitorilor;
- 2) lichiditate sporită: o piață secundară activă permite investitorilor să vândă și să cumpere titluri mai ușor, ceea ce poate atrage mai mulți participanți;
- 3) prețuri de piață corecte: tranzacționarea prin intermediul bursei de valori asigură formarea prețurilor pe baza cererii și a ofertei, reflectând mai bine valoarea reală a titlurilor;
- 4) accesibilitate: integrarea cu bursa de valori ar facilita accesul unui număr mai mare de investitori la valorile mobiliare de stat, inclusiv investitori instituționali.

Astfel, tranzacționarea valorilor mobiliare de stat prin intermediul bursei de valori ar contribui semnificativ la dezvoltarea și eficiența pieței de capital locale.

Totodată, dezvoltarea pieței obligațiunilor de stat ar putea oferi o curbă de randament veritabilă și referințe de preț pentru evaluarea portofoliilor de investiții și dezvoltarea produselor din sectorul privat. De asemenea, aceasta ar putea facilita emiterea de obligațiuni corporative cu costuri reduse. Pentru a îmbunătăți piața valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova, este esențială abordarea mai multor aspecte critice care, odată gestionate eficient, ar putea atrage un număr mai mare de investitori și ar stimula dezvoltarea pieței de capital.

Regimul fiscal

În prezent, venitul persoanelor fizice rezidente obținut din VMS și obligațiunile municipale nu este impozabil.

2.3.2. Piața monetară

Piețele monetare sunt un segment din piețele financiare pe care se tranzacționează instrumente relativ sigure, cu o lichiditate înaltă și pe perioade scurte de timp, de regulă de la o zi (noapte) până la un an. Acestea sunt vitale pentru managementul lichidităților băncilor, servesc ca mijloc de asigurare a stabilității sistemului financiar și pentru descoperirea ratei dobânzii pentru credite și depozite. Aceste rate se utilizează ca referință pentru alte instrumente, inclusiv pentru cele de pe piața de capital. De asemenea, piețele monetare eficiente îmbunătățesc eficacitatea politicilor

monetare și sporesc potențialul economic al țării (*Practical Guide on the Potential of Capital Markets Development in Small Economies*. World Bank Group. 2019. <https://hdl.handle.net/10986/32067>).

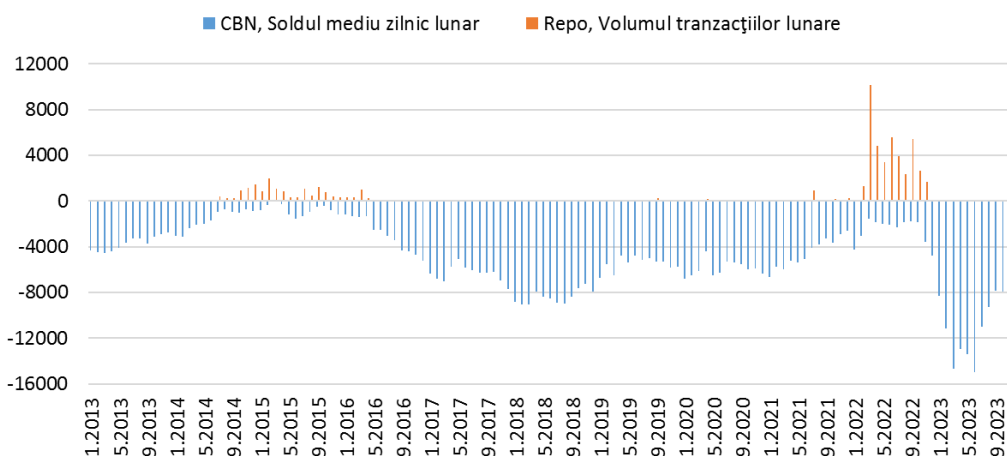
În Republica Moldova, piața monetară, ca și în alte țări cu economii de piață emergente, este relativ simplă și este utilizată preponderant de BNM pentru implementarea politicii monetare. Pentru atingerea obiectivelor politicii monetare, BNM utilizează *operațiunile de piață monetară, operațiunile pe piața valutară, facilitățile permanente și rezervele obligatorii (în scopul realizării țintei inflației, condițiile pe piața monetară sunt dirijate de BNM prin stabilirea de către Consiliul de administrație a indicatorului principal pentru piața monetară interbancară pe termen scurt – rata de bază.)*. BNM efectuează operațiuni de piață monetară, utilizând, în special, tranzacțiile Repo și emiterea de certificate ale BNM (*Regulament cu privire la operațiunile de piață monetară ale Băncii Naționale a Moldovei, aprobat prin Hotărârea Comitetului Executiv al BNM nr. 188/2014 prevede utilizarea următoarelor instrumente: Tranzacții repo/reverse repo cu active eligibile; Tranzacții simple (vânzări și cumpărări definitive de VMS); Acordare de credite garantate cu active eligibile; Emitere de certificate ale BNM; Atragere de depozite la termen; Tranzacții swap valutar.* https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=131145&lang=ro#).

Operațiuni de piață monetară

În perioada 2013-2023, din instrumentele aferente pieței monetare, BNM a efectuat tranzacții Repo și a emis certificate ale BNM (CBN) cu scadență la 14 zile. Soldul mediu zilnic al CBN, pe toată perioada analizată, constituie circa 4.8 miliarde lei, cu puternice abateri în funcție de necesarul intervenției BNM. Acest instrument a fost cel mai solicitat în anul 2023, când media zilnică pe acest an a reprezentat 10.9 miliarde lei, iar în anul 2014, soldul mediu a fost cel mai redus – circa 783 milioane lei (Figura nr. 20. Evoluția tranzacțiilor cu CBN și Repo, Figura nr. 21. Soldul mediu anual de vânzări de certificate ale BNM, mil MDL).

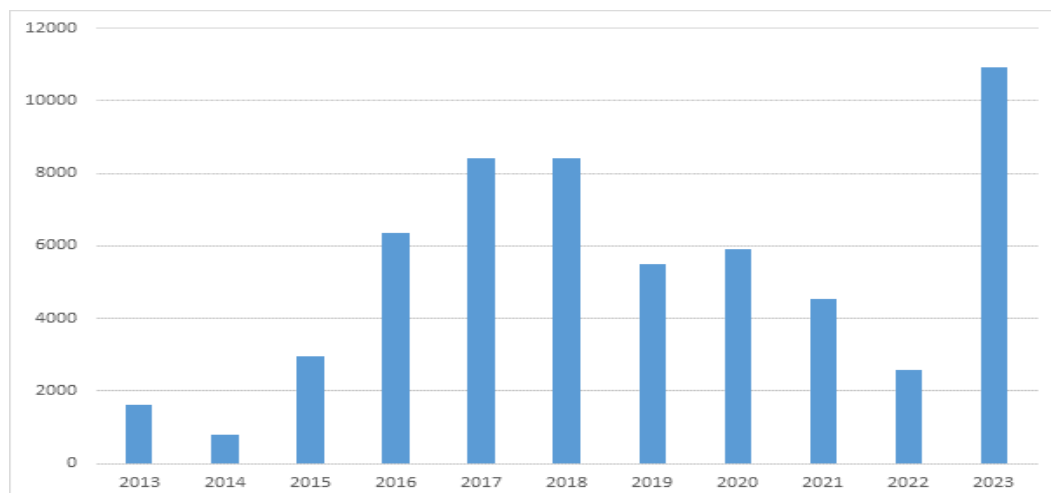
În general, datorită unui nivel înalt de lichidități din sistemul bancar, utilizarea operațiunilor Repo este sporadică și nesemnificativă, de regulă sunt efectuate tranzacții de la câteva milioane până la câteva sute de milioane lei. Excepție este perioada de criză din anii 2014 – 2016 și cea din anul 2022, survenită odată cu declanșarea războiului din Ucraina. Astfel, sumele totale livrate de BNM pe piață, aferente perioadelor de criză, a constituit 41.4 miliarde lei în anul 2022 și circa 16 miliarde în anii 2014-2016. În anul 2023, volumul de lichiditate a fost de 125 mil. lei, accesat prin procedura de licitație fără plafon la rata fixă pentru 14 zile (rata de bază plus 0.25 puncte procentuale).

Figura nr. 20. Evoluția tranzacțiilor cu CBN și Repo, mil MDL



Sursa: BNM

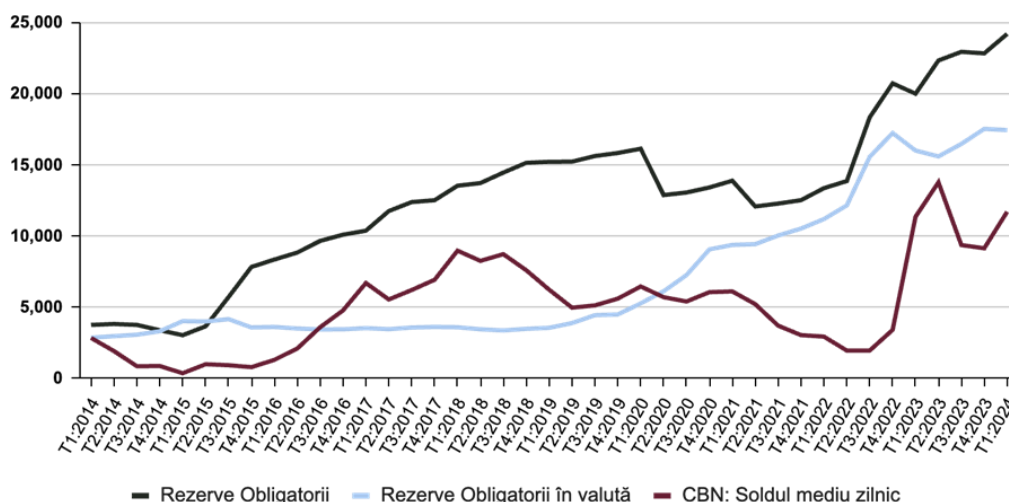
Figura nr. 21. Soldul mediu anual de vânzări de certificate ale BNM, mil MDL



Sursa: BNM

În anul 2023, pe fundalul presiunilor dezinflaționiste, BNM a redus norma rezervelor obligatorii pentru mijloacele atrase în lei moldovenești (MDL) și în valută liber convertibilă (VLC). BNM a continuat politica de recalibrare a rezervelor obligatorii, majorând decalajul dintre normele pentru MDL și VLC, pentru a spori eficiența transmiterii impulsurilor monetare în sectorul real. Rezervele obligatorii în MDL, menținute de bănci între 16.12.2023 și 15.01.2024, au totalizat aproape 23 miliarde lei. La sfârșitul anului 2023, rezervele obligatorii în VLC, menținute de bănci, au totalizat 244 milioane dolari SUA și 639 milioane euro. Absorbția excesului de lichiditate de către BNM, prin vânzarea de CBN către bănci are un impact mixt asupra dezvoltării pieței de capital. După anul 2014, excesul de lichiditate a devenit o problemă structurală constantă, cu intensitate variabilă (Figura nr. 22. Evoluția rezervelor obligatorii la BNM și evoluția soldului mediu zilnic al CBN, milioane MDL).

Figura nr. 22. Evoluția rezervelor obligatorii la BNM și evoluția soldului mediu zilnic al CBN, milioane MDL



Sursa: BNM, Sinteza Monetară

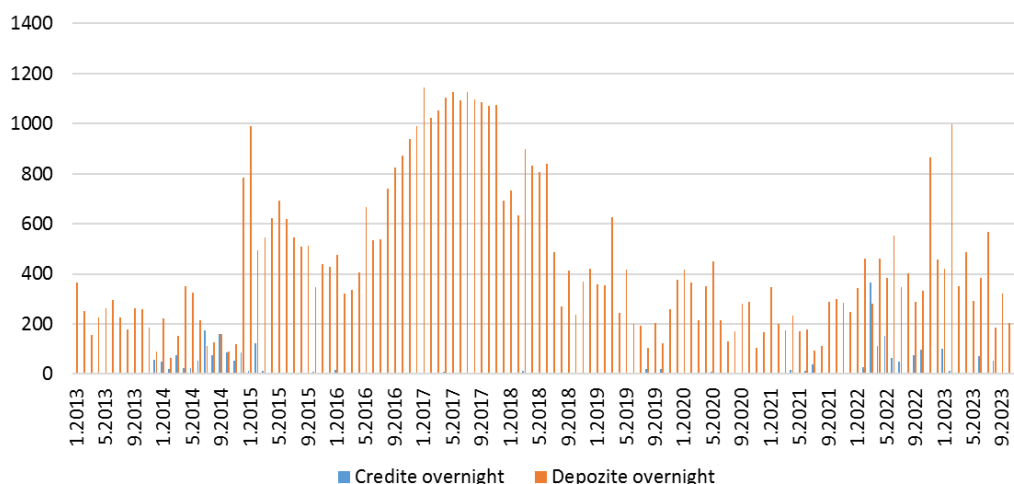
Facilitățile permanente

Facilitățile permanente acordate de BNM băncilor au drept scop sterilizarea și, respectiv, furnizarea de lichiditate (*Regulamentul cu privire la facilitățile permanente de creditare acordate băncilor de către Banca Națională a Moldovei, aprobat de BNM prin hotărârea nr. 171/2018.*) pe termen foarte scurt (cu scadența overnight) și micșorarea fluctuațiilor ratelor

dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară interbancară. De asemenea, prin aceste facilități băncile își pot asigura un management corespunzător a lichidităților zilnice.

Băncile au apelat mai intens la facilitatea de depozit, în timp ce facilitatea de creditare a fost utilizată pe perioade scurte și la volume relativ reduse. Soldurile medii zilnice la depozite, în medie pe perioadă, au constituit circa 444 milioane lei, iar cel mai înalt nivel al soldurilor medii a fost înregistrat în anul 2017, fiind de circa 1.058 miliarde lei. În timp ce soldurile zilnice medii în perioada 2013 – 2023 pentru creditele overnight au fost doar de circa 19.1 milioane lei, fiind, în mare parte, determinate de operațiunile din anul 2022, cu un sold mediu de 79.6 milioane lei și de cele din anul 2014, cu un sold mediu de 74.1 milioane lei, în anul 2023, soldul zilnic mediu a coborât la 22 milioane lei (Figura nr. 23. Soldul mediu zilnic pentru creditele și depozitele overnight, milioane MDL).

Figura nr. 23. Soldul mediu zilnic pentru creditele și depozitele overnight, milioane MDL



Sursa: BNM

Absorbția lichidității excesive urmărește asigurarea stabilității financiare, reducând presiunea inflaționistă și asigurând un mediu macroeconomic predictibil. Stabilitatea economică este crucială și pentru dezvoltarea pieței de capital, deoarece investitorii sunt mai dispuși să investească în instrumente financiare atunci când riscurile macroeconomice sunt reduse. Totuși, absorbția excesului de lichiditate poate avea și unele efecte adverse asupra pieței de capital. Prin direcționarea lichidității disponibile către CBN, băncile devin mai puțin interesate în a investi în alte instrumente financiare, cum ar fi VMS pe termen lung, acțiunile sau obligațiunile corporative. Astfel, cererea pentru aceste instrumente poate scădea, afectând negativ dezvoltarea și lichiditatea pieței de capital.

Piața creditelor/depozitelor interbancare

După anul 2014, activitățile de creditare reciprocă între bănci sunt destul de reduse. Dacă în anii 2013 și 2014 volumul tranzacțiilor a constituit peste 37.4 miliarde lei și, respectiv 45.5 miliarde lei, atunci, în întreaga perioadă a anilor 2015 – 2023, volumul creditelor/depozitelor interbancare a constituit circa 3.3 miliarde lei. În anul 2023, volumul tranzacțiilor a constituit 133 milioane lei, iar în anul 2022, tranzacții nu au fost efectuate.

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară în Republica Moldova sunt stabilite în conformitate cu standardele internaționale. Ratele de referință CHIBOR și CHIBID se determină de către Agentul de fixing (Bloomberg Finance L.P) ora locală, prin aplicarea regulilor stipulate în Regulamentul privind ratele de referință CHIBOR și CHIBID. CHIBOR (Chisinau Interbank Offered Rate) reprezintă rata de referință calculată în baza cotațiilor băncilor contribuții pentru plasarea mijloacelor bănești în lei moldovenești la alte bănci. CHIBID (Chisinau Interbank Bid Rate) reprezintă rata de referință calculată în baza cotațiilor

băncilor contribuitorii pentru atragerea mijloacelor bănești în lei moldovenești de la alte bănci. Totodată, activitatea redusă a băncilor pe piața interbancară duce la existența mai mult formală a acestor indici, fără o utilizare largă ca rată de referință în tranzacțiile financiare.

Astfel, piața monetară din Republica Moldova este dominată preponderent de BNM pentru realizarea politicii monetare, în timp ce funcția de descoperire de preț și gestionare a lichidităților băncilor este utilizată într-o măsură mai mică. În același timp, cadrul de reglementare pentru piața monetară din Republica Moldova este relativ bine structurat, asigurând un mediu favorabil pentru desfășurarea și dezvoltarea operațiunilor de piață monetară.

2.3.3. Piața de acțiuni și piața obligațiunilor non-guvernamentale (corporative)

Complementar, lipsa promovării accesării finanțării prin intermediul pieței de capital a condus la o utilizare aproape inexistentă a acestei metode de către companii. Societățile de investiții, cele care ar trebui să aibă un interes economic în promovarea finanțării pe piața de capital, au manifestat o atitudine pasivă în ceea ce privește dezvoltarea activităților de intermediere financiară.

Totodată, se constată informarea insuficientă despre instrumentele dedicate investitorilor de retail pe piața de capital, care, în timp, prin implicarea acestora ar putea contribui la creșterea nivelului de educație financiară. De asemenea, atât sistemul educațional, cât și CNPF, alături de participanții profesioniști, dispun de capacități limitate pentru a informa și educa potențialii investitori. În același timp, lipsa stimulentei oferite de companii angajaților săi, în calitate de bonusuri de performanță și loialitate, achitate cu acțiunile companiei, la fel, contribuie la lipsa de informare și dezinteres în rândul persoanelor fizice pentru instrumentele pieței de capital.

Rolul valorilor mobiliare corporative în cadrul pieței de capital este de a furniza finanțare – sub formă de titluri de capital și finanțare prin îndatorare – companiilor din sectorul privat, utilizând resursele financiare disponibile ale investitorilor. În afară de beneficiile direct legate de finanțare, companiile participante pe piața de capital își sporesc notorietatea și reputația, astfel câștigând încrederea partenerilor și a clienților.

Investitorii instituționali

Pentru a asigura o lichiditate continuă pe piața de capital este necesară prezența diferitor tipuri de investitori, cu diverse viziuni și orizonturi de timp în a efectua investiții. Prezența continuă a acestora este necesară pentru a evita disbalanța între cererea și oferta de capital ce poate duce la formarea prețului neechitabil sau supraevaluat.

În Republica Moldova, principalii *investitori instituționali* sunt băncile licențiate, societățile de asigurare (reasigurare) și alte persoane juridice, care ar susține cererea de valori mobiliare și ar fi o categorie de investitori stabili cu politici de investiții pe termen lung. La sfârșitul anului 2023, în Republica Moldova, activau circa 130 de instituții financiare, care includeau 11 bănci, 9 societăți de asigurare și 111 organizații de creditare nebanară. Pentru toate aceste entități reglementate din sectorul financiar, cadrul legal oferă posibilități de plasare a resurselor acumulate în diverse produse investiționale ajustate în funcție de cost și risc pe piața de capital locală sau externă. În pofida acestui fapt, investițiile în valori mobiliare, în mod special corporative, sunt neglijabile, respectiv, s-ar prezuma că costurile investiției, nivelul de educație investițională și încrederea în piață reprezintă factorii de influență decisivi ai comportamentului investițional al celor prenoți.

Băncile licențiate

Activele băncilor licențiate au constituit 153,9 miliarde de lei (în anul 2023). Cu toate acestea, băncile sunt reticente de a investi în instrumentele pieței de capital, din cauza lipsei diversității acestora, preferând creditarea directă și subscrierea VMS, investițiile în ultimele fiind de circa 16 miliarde de lei.

Societățile de asigurare (reasigurare)

Societățile de asigurare dețin cumulativ un portofoliu de aproximativ 5 miliarde lei, mijloace care potențial pot fi dispersate prudențial, inclusiv în instrumentele pieței de capital. Conform Legii nr. 92/2022 privind activitatea de asigurare și reasigurare, limitele de investiții permise pentru instrumentele pieței de capital, în mod special obligațiunile corporative, sunt de 5% per emitent sau de 40% per total, ponderea fiind calculată din rezervele tehnice sau capitalul prudențial. Astfel, potrivit datelor pentru anul 2023, companiile de asigurări dețin doar 0,6% din activele care acoperă rezervele tehnice sub formă de investiții în instrumente ale pieței de capital, cum ar fi acțiunile, deși legea permite un plafon de până la 20%. Totodată, acumulările pe produsele de asigurare de viață sunt destul de modeste pe piața autohtonă (valoarea primelor încasate pe 2023 – 107,57 milioane lei) și pot fi regăsite doar la o singură societate de asigurare (reasigurare), mijloacele bănești aflate în portofoliul gestionat fiind relevante pentru piața de capital datorită necesității de a le investi în instrumente pe termen lung.

Fondurile de investiții

În pofida existenței unui cadru legal parțial armonizat directivelor UE, în prezent, în Republica Moldova nu există niciun Organism de Plasament Colectiv (în continuare OPC). Având în vedere importanța acestor entități pentru impulsianarea pieței de capital, apariția lor ar servi drept o alternativă oportună pentru investitori.

Fondurile de pensii facultative

Piața de capital pentru a fi dezvoltată are nevoie de jucători instituționali, care pot, în mod continuu, susține cererea de capital pentru diverse forme și mărimi ale activității de antreprenariat. De curând (octombrie 2024), a fost licențiat primul administrator de fonduri de pensii facultative, care ar prezenta un potențial de a impulsiona piața de capital. Totodată, ar trebui făcuți pași în dezvoltarea cadrului de reglementare pentru fondurile de pensii private obligatorii (Pilonul II).

Investitorii individuali

Sectorul *investitorilor individuali* (clienți obișnuiți/investitori neprofesioniști) în instrumentele pieței de capital nu este dezvoltat în Republica Moldova, aceștia optând să își plaseze disponibilitățile de economii în depozitele bancare. Cu referire la gama de instrumente financiare și accesul la ele, Republica Moldova se confruntă astăzi cu problema fundamentală a lipsei schemelor de investiții colective în calitate de distribuitori primari de produse investiționale pentru populație. Totodată, băncile licențiate pe piața de capital și societățile de investiții nebankare nu oferă infrastructură necesară de tranzacționare online pe piața bursieră locală sau externă, având impact de limitare directă a numărului de investitori potențiali activi pe piață. Republica Moldova are cel mai mic nivel al PIB pe cap de locuitor, sub 30% din media țărilor membre UE. Cu toate acestea, există factori care demonstrează interesul investitorilor mici de a investi:

- 1) majoritatea absolută a tranzacțiilor cu valori mobiliare atât pe piața bursieră, cât și pe cea în afara piețelor reglementate (Over the counter – în continuare OTC) sunt efectuate de către clienții obișnuiți;
- 2) rezultatele subscrierilor anterioare a 3 emisiuni de obligațiuni municipale și a 4 emisiuni de obligațiuni corporative unde au plasate mijloace bănești în volum de 330 milioane lei, denotă prezența interesului investitorilor pentru instrumente alternative depozitelor bancare;
- 3) salariul mediu pe economie a cunoscut o creștere exponențială în ultimii 5 ani de raportare (cu peste 65%), ceea ce permite a releva oportunități de economisire.

Interesul și investițiile investitorilor individuali în valori mobiliare corporative joacă un rol crucial în dinamizarea și diversificarea pieței de capital. Atragerea acestora pe piața de acțiuni din Republica Moldova poate aduce numeroase beneficii, inclusiv creșterea lichidității și stabilității pieței. Educația financiară, accesul facil la informații și stimulentele adecvate pot

încuraja participarea activă a investitorilor individuali, consolidând astfel baza investițională și promovând o piață de capital mai stabilă și mai robustă.

Investițiile străine pe piața de capital sunt asociate, mai degrabă, procedurilor regulatorii de vânzare/cumpărare a companiilor din Republica Moldova, decât modalității clasice de infuzii directe în capitalul social al acestora, prin intermediul pieței primare de capital. În ultimii ani, se observă o creștere a investițiilor străine pe piața primară de capital, ceea ce reprezintă un semnal pozitiv pentru potențialul de dezvoltare, evidențiind oportunități de creștere într-un mediu economic global incert.

Protecția investitorilor este asigurată de CNPF printr-o serie de măsuri. Legislația aferentă pieței de capital este focalizată pe acest mandat, stabilind practici prudentiale și asigurând atât calitatea managementului în cadrul participanților licențiați/autorizați pe piața de capital, cât și cerințe față de adecvarea capitalului acestora. Un alt aspect esențial este transparența emitenților. Astfel, societățile admise spre tranzacționare la bursă sunt obligate să aplice principiile de guvernanță corporativă și să facă publice situațiile financiare, în timp ce emitenții de obligațiuni trebuie să publice un prospect în care să prezinte clar proiectele ce urmează a fi finanțate și riscurile asociate. La fel, este posibilă emiterea obligațiunilor cu acoperire (garantate prin gaj, garanție bancară sau fidejusiune) sau a obligațiunilor fără acoperire, protecția investitorilor fiind asigurată de posibilitatea de convertire a obligațiunilor în acțiuni și de bonitatea emitentului. Totodată, CNPF administrează Fondul de compensare a investitorilor, garantând clienților societăților de investiții aflate în incapacitate de returnare a mijloacelor bănești și/sau a instrumentelor financiare o compensație de până la 1 000 de euro. Totuși, acest plafon este considerabil mai mic decât în alte state (UE – 20 000 de euro).

Piața primară

În ultimii ani, oferta valorilor mobiliare pe piața corporativă din Republica Moldova a fost marcată de o scădere semnificativă a numărului de emisiuni de constituire. Societățile comerciale preferă să evite organizarea afacerilor sub forma de societăți pe acțiuni, optând pentru alte structuri juridice. Totodată, scăderea numărului de emitenți de valori mobiliare este cauzată de lichidarea societăților inactive sau reorganizarea acestora în societăți cu răspundere limitată, la care cadrul de administrare este mai simplist. Această tendință reflectă provocările și dinamica actuală a pieței valorilor mobiliare din Republica Moldova, evidențiind necesitatea unor reforme și stimulente pentru a încuraja emisiunile și a atrage investitori.

În ciuda faptului că, după realizarea programului de privatizare din perioada 1994-1995, circa 2235 de întreprinderi au fost privatizate, până în prezent, nu a fost realizată nicio emisiune de acțiuni prin intermediul unei oferte publice inițiale (IPO). Un număr de societăți mare, după procesul de privatizare, reprezenta un potențial înalt de a dezvolta piața de capital, inclusiv prin realizarea ofertelor publice primare. Astăzi, avem o piață de capital slab dezvoltată din cauza mai multor factori, cum ar fi:

- 1) acționarii întreprinderilor privatizate nu au demonstrat un interes sporit față de participarea personală la adunările generale ale acționarilor;
- 2) modelul de conducere a întreprinderilor netransparent, inclusiv prin prezentarea informațiilor eronate și neachitarea dividendelor către acționari;
- 3) nivelul de cunoștințe redus al acționarilor pentru participarea la administrarea corporativă;
- 4) lipsa de încredere a investitorilor în mecanismele actuale de protecție.

Consecințele acestor evenimente se resimt până în prezent, investitorii având o atitudine rezervată față de investițiile pe piața de capital, fiind sceptici față de mecanismele de protecție. Astăzi la bursă sunt listați 37 de emitenți, cu o capitalizare bursieră de 10,2 miliarde lei, în cadrul căreia pe piața reglementată sunt admiși 13 emitenți, majoritatea fiind din sectorul bancar și asigurări, iar în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare (în continuare MTF) – 24 de emitenți, fiind preponderent din sectorul de servicii (comercial, transport și închirieri bunuri imobiliare proprii). Restul companiilor sunt tranzacționate prin negocieri directe în afara bursei (OTC) la societățile de registru sau DCU, volumul cumulativ de tranzacționare în ultimii 14 ani fiind de 37% pe piața bursieră și de 63% OTC.

În condițiile în care nicio întreprindere cu participațiune majoritară de stat nu este listată pe piața bursieră, acestea reprezintă potențiali emitenți de valori mobiliare, care pot juca un rol important în dezvoltarea pieței de capital prin a fi parțial privatizate sau pentru a atrage finanțare prin îndatorare. La finele anului 2023, au fost 83 de întreprinderi cu capital de stat active, dintre care 50 au un capital propriu mai mare de echivalentul în lei a 1 milion de euro și cu o valoare totală a capitalului propriu de 38,5 miliarde lei. În anul 2023, 37 de întreprinderi cu capital de stat au distribuit dividende/defalcări către bugetul de stat în valoare de 286,2 milioane lei, iar profitul net al acestora a însumat 538 milioane lei. 7 companii au generat aproximativ 75% din totalul profitului net, demonstrând rezultate impresionante pe parcursul ultimilor ani, fiind considerate potențiali emitenți pe piața de capital. Aceste 7 companii ar putea stimula semnificativ dezvoltarea pieței de capital din Republica Moldova, atrăgând investiții și sporind încrederea investitorilor în piața locală.

Totodată, unele întreprinderi mari și mijlocii din industria comerțului, prelucrătoare, construcții, inclusiv companii care se tranzacționează mai activ OTC și sunt profitabile, veniturile acestora fiind comparabile cu cele ale societăților listate, asemenea pot fi un potențial care ar utiliza piața de capital prin emisiuni noi de valori mobiliare sau pot accesa finanțare prin îndatorare.

Piața secundară

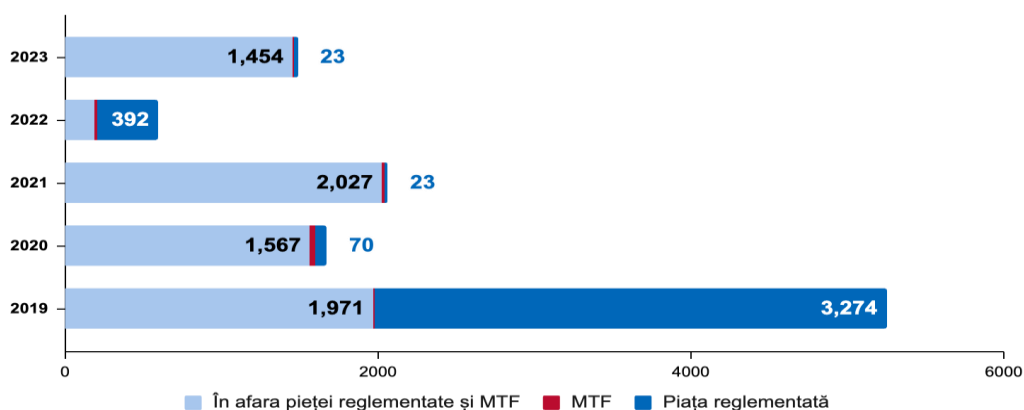
Starea actuală a pieței secundare a valorilor mobiliare indică un nivel extrem de scăzut al lichidității. Volumul tranzacțiilor pe piața reglementată este foarte redus, iar sectorul MTF al pieței bursiere continuă să fie în declin. În ultimii 5 ani, pe piața bursieră s-au înregistrat, în medie, aproximativ 3 tranzacții zilnic. În mod obișnuit, segmentul extrabursier prevalează în volumul tranzacțiilor înregistrate (Figura nr. 24. Volumele tranzacțiilor cu valori mobiliare, milioane MDL).

Ponderea volumului tranzacțiilor în PIB a scăzut, în perioada 2020 – 2022, comparativ cu anii 2018 și 2019. Nivelul semnificativ mai înalt al acestui indicator, înregistrat în anii precedenți, se datorează schimbărilor majore în acționariatul bancar. Dacă excludem aceste tranzacții, care sunt de obicei unice și implică pachete mari de acțiuni, indicatorii activității bursiere ar fi extrem de modești.

Stagnarea activității bursiere poate fi atribuită mai multor factori:

- 1) gama redusă de instrumente financiare atractive disponibile, care limitează opțiunile de investiții pentru participanții la piață;
- 2) reticența emitenților de a se înscrie la cota bursei și a plasa public acțiuni suplimentare, din dorința de a menține controlul asupra companiilor lor;
- 3) lipsa cunoștințelor financiare adecvate în rândul populației, dar și a managementului companiilor, care contribuie la o participare redusă pe această piață.

Figura nr. 24. Volumele tranzacțiilor cu valori mobiliare, milioane MDL



Sursa: Comisia Națională a Pieței Financiare

Statisticile arată că circulația valorilor mobiliare pe piața secundară este destul de redusă și ocazională, din cauza lipsei de ofertă. Acțiunile rămân clasa dominantă de active financiare tranzacționate. Cu toate acestea, chiar dacă inițial pe bursă erau listate circa 1 100 de emitenți, astăzi, numărul acestora s-a redus la 37. Restul companiilor sunt tranzacționate prin negocieri directe în afara bursei (OTC) la societățile de registru sau DCU, proporția medie de tranzacționare, în ultimii 14 ani, fiind de 37% pe piața bursieră și de 63% – OTC. Totodată, din numărul total de societăți tranzacționate în afara bursei, doar câteva, cu un capital social de peste 1 milion de lei și venituri comparabile cu cele ale societăților listate, sunt eligibile pentru piața reglementată sau în cadrul MTF.

De obicei, societățile de investiții oferă, în calitate de servicii de bază, doar intermedierea tranzacțiilor cu valori mobiliare. Prin realizarea de către societățile de investiții sau bursa de valori a unor analize pe companii ori publicarea, cu periodicitate, a datelor despre starea actuală a pieței de capital, s-ar oferi informații valoroase pentru investitori, astfel încât să poată lua decizii mai structurate, însă acest fapt necesită un capital de lucru și uman mai mare în cadrul instituțiilor vizate. Complementar, prin sporirea capacității societăților de investiții non-bancare de a realiza subscrierea (underwriting) pentru obligațiuni și de a găsi, în timp redus, investitori (*similar finanțării participative (crowdfunding)*), s-ar putea încuraja clienții să opteze pentru un alt tip de finanțare decât cel clasic – bancar.

Obligațiuni

În ciuda faptului că, din anul 1997, cadrul legal aferent emiterii obligațiunilor oferea emitenților posibilitatea accesării capitalului prin acest mecanism, totuși, abia în anul 2023, a avut loc prima emisiune de obligațiuni, oferite public, de către o instituție financiară, în cadrul unui program de ofertă de 400 milioane lei, fiind plasate 64,56% din volumul total anunțat, continuând lansarea unui alt program de obligațiuni în anul 2024. Obligațiunile emise au fost, ulterior, admise la tranzacționare la bursa de valori, în vederea sporirii lichidității pe piața secundară.

Piața obligațiunilor corporative din Republica Moldova nu este dezvoltată din cauza unei combinații de factori, precum expertiză financiară insuficientă, costuri fixe înalte raportate la volumele de finanțare și intermediere insuficientă.

Costurile fixe asociate emisiunii de obligațiuni sunt un impediment pentru companiile, în special, cele mici și mijlocii, în a utiliza acest instrument de finanțare, având în vedere că apelarea la un credit bancar poate fi mai eficient.

Un factor crucial este rolul băncilor, ca și principale societăți de investiții, care pot face subscrierea pentru obligațiuni. De asemenea, resursele umane limitate în cadrul băncilor, ca și societăți de investiții, și lipsa de suficiente cunoștințe la nivel de directori comerciali ai companiilor contribuie la reticența față de piața obligațiunilor. De altfel, obligațiunile corporative oferă o flexibilitate mai mare pentru corporații și autoritățile locale, deoarece termenul de scadență este, de regulă, mai mare decât la creditele comerciale, plata principalului se face doar la final, și nu pe parcursul duratei creditului, iar implicațiile de reglementare sunt mai relaxate față de procesul de creditare, care este extrem de minuțios monitorizat de BNM.

Teoretic, datorită termenului de scadență extins al obligațiunilor non-guvernamentale, în comparație cu creditele comerciale, precum și posibilității de rambursare a principalului exclusiv la maturitate, aceste instrumente financiare pot fi considerate mai atractive decât alte forme de finanțare. Totodată, caracteristicile menționate pot stimula tranzacționarea acestor instrumente pe piața secundară, oferind deținătorilor oportunitatea de a-și transforma instrumentele în lichidități. Cu toate acestea, piața secundară a obligațiunilor non-guvernamentale este limitată la tranzacțiile cu titlurile de creanță, emise de o singură bancă, înregistrându-se 4 tranzacții de vânzare-cumpărare în anul 2023, și, respectiv, 7 tranzacții de vânzare-cumpărare și 3 tranzacții de moștenire în anul 2024, cu un volum total de 6,08 milioane lei.

2.3.4. Piața instrumentelor derivate și a altor segmente de piață

Scopul principal al piețelor eficiente de instrumente financiare derivate este gestionarea riscului asociat cu fluctuațiile de preț ale activului de bază, oferind instrumente de gestionare a riscului pentru investitori. Derivatele se referă, în general, la contracte a căror preț derivă din valoarea unui instrument de bază – fie că este vorba de obligațiuni, mărfuri, acțiuni sau valute. În prezent, în Republica Moldova nu se emit nici instrumente financiare derivate, nici titluri securizate, deși Regulamentul privind serviciile și activitățile de investiții (Hotărârea CNPF nr. 49/3 din 26.08.2015) reglementează serviciile și activitățile de investiții, precum și serviciile auxiliare legate de instrumentele derivate, stabilind cadrul necesar pentru operarea și dezvoltarea pieței instrumentelor derivate.

Piața locală a instrumentelor financiare ipotecare se află la o etapă incipientă de dezvoltare, astfel de instrumente nefiind prezente.

Proiecte bazate de investiții durabile, deși nu sunt prezente în Republica Moldova, merită o atenție deosebită. Nu există o taxonomie pentru investițiile durabile și nici un cadru de reglementare în acest sens. Totodată, în lipsa legislației privind raportarea nefinanciară, se creează incertitudine în angajamentul companiilor pentru finanțarea sau dezvoltarea proiectelor sustenabile cu impact pozitiv asupra mediului.

În Republica Moldova nu există un cadru de reglementare consolidat pentru finanțele digitale. Lipsa capacităților și a riscurilor prezente în domeniu a contribuit la crearea barierelor legale pentru dezvoltarea unor piețe organizate pe acest segment de piață.

2.4. Analiza cadrului de reglementare

Cadrul primar de reglementare care guvernează în prezent activitatea participanților pieței de capital cuprinde:

- 1) Legea nr. 1134/1997 privind societățile pe acțiuni;
- 2) Legea nr. 171/2012 privind piața de capital;
- 3) Legea nr. 2/2020 privind organismele de plasament colectiv alternative;
- 4) Legea nr. 234/2016 privind Depozitarul central unic al valorilor mobiliare.

Aceste legi, împreună cu actele normative secundare, formează ecosistemul de reglementare, care asigură echilibrul între libertatea prestării serviciilor pe piața de capital, respectarea normelor de conduită pe piață și protecția drepturilor consumatorilor de servicii pe piața de capital.

Legislația pieței de capital din Republica Moldova este, în mare parte, compatibilă cu directivele UE, asigurând un cadru legal robust și transparent. În domeniul pieței de capital și al serviciilor de investiții, Republica Moldova a făcut pași convingători în dezvoltarea cadrului pieței de capital, în conformitate cu directivele UE, precum Directiva 2014/65/UE privind piețele instrumentelor financiare (în continuare MiFID), OPCVM, Administratori de fonduri de investiții alternative, Regulamentul (UE) 909/2014 privind depozitarii centrali de titluri de valoare, Regulamentul (UE) 2020/1503 pentru prestarea de servicii de finanțare participativă.

Subsecvent, pe partea de pensii suplimentare, Republica Moldova are în vigoare un cadru de reglementare primar și secundar privind Pilonul III de pensii facultative.

Mai mult, conform recomandărilor Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (în continuare OECD), CNPF a aprobat Codul de guvernanză corporativă (Hotărârea nr. 67/10 din 24.12.2015), un cadru de reglementare care vizează îmbunătățirea transparenței, responsabilității și eficienței în gestionarea întreprinderilor, în mod special, a celor care sunt de interes public.

Consecvent, urmează a fi depuse eforturi suplimentare pentru consolidarea, prin armonizare continuă, a legislației privind piața de capital, pentru a asigura implementarea obiectivului de creștere a gradului de integrare, competitivitate și eficiență a pieței de capital locale.

2.5. Infrastructura pieței de capital și integrarea

Principalele elemente-cheie de infrastructură a pieței de capital din Republica Moldova sunt bursa de valori, DCU și societățile de registru.

Bursa de valori a Moldovei (BVM), fiind unicul operator pe piața bursieră locală, este o structură inefficientă și slab dezvoltată. Aceasta nu asigură lichiditatea înaltă a valorilor mobiliare listate, tranzacțiile fiind sporadice, extrem de joase, după număr și volum. Noile listări lipsesc. Drept urmare, sustenabilitatea financiară a BVM este afectată.

Sistemul tehnologic de tranzacționare, fiind creat cu 30 de ani în urmă, este unul învechit și inefficient. Acesta necesită modernizare, cu utilizarea tehnologiilor progresive și asigurarea conexiunii la piețele mai dezvoltate.

Accesul BVM la platforme internaționale lipsește și, în condiții actuale, fără atragerea partenerilor străini, nu poate fi asigurat.

În condițiile actuale, BVM nu îndeplinește rolul de locomotivă și indicator economic: nu facilitează acumularea de capital pentru companii și alți emitenți, nu asigură lichiditatea investițiilor și atragerea investitorilor, nu permite evaluarea companiilor și diversificarea investițiilor. Activitățile de dezvoltare a afacerii, îmbunătățirea relațiilor cu clienții și atragerea de noi clienți nu se manifestă adecvat. De asemenea, nu se oferă sprijin companiilor listate pentru a obține o mai mare vizibilitate pe piață, iar sprijinul consultativ, educațional și informațional calificat pentru emitenții potențiali și investitori este insuficient. Serviciile de gestionare și furnizare de informații bursiere sunt, de asemenea, deficitare.

Numărul redus de cotații stabile și lipsa de interes din partea conducerii bursei în dezvoltarea acesteia sunt motive de îngrijorare pentru viitorul pieței de capital organizate, afectând direct sustenabilitatea bursei de valori.

În același timp, BVM demonstrează lipsă de inițiativă și susținere în dezvoltarea infrastructurii de tranzacționare. Structura actuală a acționariatului, cu mulți membri dezinteresați în dezvoltarea afacerii, compromite perspectivele investițiilor suplimentare în capitalul social al BVM, necesare pentru continuitatea activității și dezvoltare. Această situație creează incertitudine în ceea ce privește sustenabilitatea și funcționalitatea operatorului de piață.

DCU, fiind creat în anul 2018, pentru asigurarea activităților pre și post-tranzacționare și evidența centralizată a valorilor mobiliare, și, deși, reprezentând o infrastructură a pieței financiare modernă, acesta totuși nu efectuează schimb automatizat de informații cu operatorul de piață și participanții profesioniști privind conturile de instrumente financiare și evidențele pe aceste conturi și nu este conectat la piețele financiare internaționale, ceea ce constituie o precondiție necesară pentru asigurarea fluxului de date între depozitari la executarea tranzacțiilor derulate pe platformele bursiere străine.

Societățile de registru asigură evidența deținătorilor de valori mobiliare corporative ale companiilor create, în mare parte, în procesul de privatizare în masă și le oferă servicii de consultanță și suport în relații și operațiuni corporative. Acțiunile acestor companii se tranzacționează doar în afara bursei de valori (OTC). Societățile de registru, în ultima perioadă, se confruntă cu severe probleme financiare, veniturile din activitate fiind inferioare cheltuielilor suportate. Sistemele informatice utilizate de societăți sunt învechite, fiind într-un decalaj cu noile soluții tehnologice. Pentru asigurarea sustenabilității financiare și a actualizării sistemelor informatice, utilizate de registratori, sunt necesare reforme legate de mediul în care aceștia își desfășoară activitatea.

Serviciile de cercetare, evaluare și analiză pe piața de capital sunt rar aplicate și nu sunt publice.

Sectorul serviciilor de intermediere la emitere, plasare și subscriere a valorilor mobiliare, precum și de **consultanță investițională** nu este dezvoltat. Societățile de investiții, în special băncile, ca și intermediari financiari, au capacitatea de a furniza un spectru larg de servicii pe piața de capital, inclusiv intermediere la emitere, plasare, subscriere, tranzacționare și consultanță investițională. Cu toate acestea, în practică, intermediarii se limitează, de obicei, la oferirea doar a serviciilor de tranzacționare. Așadar, un număr nesemnificativ de intermediari (1 – 2 bănci) oferă un spectru mai larg de servicii.

În prezent, nu sunt aplicate anumite inițiative care ar oferi sprijin financiar sau consultanță companiilor pentru a emite valori mobiliare. Astfel de programe pot reduce barierele, precum și contribui la sporirea nivelului de încredere a investitorilor și la încurajarea companiilor de a efectua mai multe emisiuni de valori mobiliare.

Integrarea

Studiile arată că, pentru o bună dezvoltare a pieței de capital, în țările mici precum Republica Moldova, integrarea cu o piață de capital emergentă sau dezvoltată poate fi considerată o opțiune viabilă (*World Bank Group, 2020, Capital Markets Development: A Primer for Policy Makers* (www.ifc.org); *World Bank Group, 2020, Creating domestic capital markets in developing countries* (www.ifc.org/thoughtleadership)). Corespunzător, beneficiile asociate integrării contribuie la dezvoltarea economică printr-o mai bună alocare de capital pentru proiecte investiționale, opțiuni diversificate în instrumente și transfer de risc.

Integrarea piețelor de capital presupune asigurarea condițiilor egale de acces pentru investitori și emitenți la infrastructura pieței de capital și serviciile de intermediere, care operează transfrontalier în mod simetric. Potrivit literaturii (*Daniel Stavárek, Iveta Řepková, Katarína Gajdošová, Theory of financial integration and achievements in the European Union - <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/34393/>*), într-o integrare perfectă a piețelor de capital, un investitor se poate aștepta, la aceeași rentabilitate a investițiilor de la piețe diferite. Pentru Republica Moldova, de rând cu statutul recent de candidat la UE, integrarea cu o piață de capital regională din UE, mai cu seamă, România (pornind de la relațiile care leagă Republica Moldova și România sub aspect lingvistic, cultural și economic), ar deschide multiple oportunități, printre care *dezvoltarea unor căi fiabile de acces la finanțare, inclusiv transferul de tehnologii și cunoștințe privind reglementările și mecanismele de piață*.

Totodată, pe lângă necesitatea existenței unor prevederi legale similare de autorizare și supraveghere între țările care participă la integrarea piețelor de capital, legea solicită existența unor acorduri de cooperare între autorități, care să includă dispoziții ce reglementează schimbul de informații, în scopul menținerii integrității pieței și protejării investitorilor.

În prezent, CNPF, în calitate de regulator al pieței de capital, nu este parte a Acordului Multilateral de Înțelegere a Organizației Internaționale a Comisiilor de Valori Mobiliare (în continuare IOSCO MMoU), ceea ce reprezintă o vulnerabilitate pentru realizarea obiectivului de integrare a pieței de capital locale în uniunea piețelor de capital din UE. Mai mult, acest statut al CNPF creează percepția unei competențe insuficiente în schimbul reciproc de informații în scop de supraveghere cu autorități similare, în special legat de incapacitatea de a obține informații-cheie de investigație de la reglementatorii de peste hotare (ca parte a MMoU al IOSCO).

2.6. Probleme și recomandări de intervenții

Piața VMS este organizată de BNM, ca și agent al Guvernului Republicii Moldova, și se bazează pe participarea băncilor, ca și dealeri primari. În linii mari, aceasta poate fi caracterizată după cum urmează:

- 1) Finanțarea deficitului de stat prin VMS are loc preponderent cu termene de maturitate de până la 1 an (peste 96%). Aceasta are un impediment negativ asupra stabilității și previzibilității gestionării datoriei sectorului public, dar are și urmări negative asupra pieței de capital și sistemului financiar, inclusiv prin imposibilitatea formării unei curbe de randament a VMS, care poate servi, ca referință de preț, pentru valorile mobiliare.
- 2) Participarea persoanelor fizice pe piața VMS este joasă, din mai multe cauze: nivelul scăzut de cunoștințe financiare și educație investițională, lipsa infrastructurii tehnologice adecvate, care ar asigura tranzacționarea valorilor mobiliare de stat pe piața secundară, lipsa unui istoric robust și transparent al randamentului VMS, precum și randamente scăzute.
- 3) Piața secundară a VMS este practic lipsă, chiar dacă obligațiunile de stat (VMS cu maturitate de peste un an) pot fi tranzacționate pe bursa de valori. Această situație este cauzată, în primul rând, de volumul extrem de redus al VMS cu maturități lungi și infrastructura nedevelopată, cu costuri de tranzacționare relativ mari, și de prezența unei lichidități excesive în sistemul bancar, în al doilea rând.
- 4) Începând cu septembrie 2024, MF a lansat platforma eVMS dedicată investitorilor – persoane fizice. În condițiile actuale, dezvoltarea unei astfel de platforme a fost un pas necesar, realizat de MF, în vederea consolidării participării cetățenilor la finanțarea deficitului bugetului de stat, a diversificării canalelor de vânzare a VMS, precum și creșterii ponderii VMS pe termen lung în totalul portofoliului datoriei de stat interne. Totodată, la dezvoltarea acestei platforme nu s-a ținut cont de rolul și locul acesteia în sistemul financiar, de interacțiunea cu alte instituții financiare și de gestiunea riscurilor pentru finanțele publice. În aceste condiții, având în vedere și dimensiunea mică a pieței, crearea și extinderea platformelor adiționale, paralele celor existente, nu contribuie la dezvoltarea pieței de capital în Republica Moldova.

Piața monetară din Republica Moldova este dominată preponderent de BNM pentru realizarea politicii monetare, în timp ce funcția de descoperire de preț și gestionare a lichidităților băncilor este utilizată într-o măsură mai mică. Activitatea redusă a băncilor pe piața interbancară duce la existența mai mult formală a indicilor CHIBOR și CHIBID, fără o utilizare largă ca rată de referință în tranzacțiile financiare.

Accesul companiilor autohtone la finanțare este limitat, inclusiv prin faptul că companiile nu au capacitatea de a utiliza instrumentele pieței de capital. Oferta pe piața de capital din Republica Moldova se rezumă la două programe de ofertă publică de obligațiuni corporative ce au inclus 13 emisiuni de obligațiuni corporative din sectorul financiar, care au avut loc în anii 2023 și 2024 și nu au fost înregistrate oferte publice de acțiuni. Cu alte cuvinte, oferta instrumentelor financiare pe piața de capital este extrem de redusă. Această situație este cauzată de câteva constrângeri și impedimente majore:

- 1) capacitatea joasă a companiilor, a serviciilor de consultanță și a intermediarilor financiari, care operează pe piața de capital privind elaborarea soluțiilor de finanțare prin instrumentele pieței de capital;
- 2) pe lângă capacitatea joasă, care pentru IMM este și mai pronunțată, sectorul IMM se confruntă și cu lipsa platformelor de finanțare dedicate acestui sector sau platformele nu sunt adaptate la necesitățile și capacitățile IMM;
- 3) lipsa unor condiții echitabile de acces la programele de suport ale statului pentru companii, în comparație cu creditarea bancară, limitează utilizarea pieței de capital ca sursă de finanțare;
- 4) costuri sporite de acces la piața de capital aferente elaborării ofertelor publice, subscrierii, tranzacționării și înregistrării instrumentelor financiare, precum și cu procedurile de conformare cu cerințele de reglementare;

5) printre cele mai mari companii autohtone sunt întreprinderile cu participarea statului. Prin faptul că acestea nu sunt prezente pe piața de capital, pe de o parte se restrânge dezvoltarea și performanța acestora, iar pe de altă parte, se diminuează puternic cererea pentru instrumentele pieței de capital. Astfel, sporirea accesului la finanțare a acestora depinde de capacitatea acestora de a emite oferte publice de valori mobiliare, precum și de politicile statului în domeniul de guvernare și privatizare.

Cererea pe piața de capital este limitată, ca urmare a lipsei activității investitorilor instituționali, a culturii financiare joase a populației și a protecției reduse a investițiilor. De asemenea, în condițiile menționate, cadrul fiscal aplicat nu oferă anumite avantaje pentru stimularea investitorilor în instrumentele financiare pe termen lung. Cauzele acestei situații se prezintă după cum urmează:

- 1) Sectorul investitori instituționali este subdezvoltat, reducându-se doar la bănci și companiile de asigurare. Fondurile de pensii voluntare sunt la etapa de constituire, însă lipsește pilonul doi de pensii, care este un facilitator puternic pentru dezvoltarea acestui segment de investitori instituționali. De asemenea, lipsesc schemele de investiții colective, chiar dacă cadrul legal a fost elaborat, din anul 2012, pentru fondurile de investiții clasice, și, din anul 2020, pentru cele alternative;
- 2) Cunoștințele populației privind investițiile pe piața de capital sunt insuficiente, iar încrederea acesteia este redusă, fiind alimentată, în special, de rezultatul plasării bonurilor patrimoniale din programul de privatizare în masă. La fel, lipsa programelor de stimulare a angajaților prin planuri de remunerare prin capitalul propriu (stock option plan) nu facilitează interesul cetățenilor pentru piața de capital;
- 3) Protecția este insuficientă și/sau percepția lipsei acesteia derivă din nivelul redus al garanțiilor și al modului de recuperare a investițiilor și nu este încredere în capacitatea regulatorului și a operatorului de piață de a asigura o transparență suficientă pentru luarea deciziilor de investiții.

Infrastructura pieței de capital este una din cele mai importante bariere în dezvoltarea pieței de capital, prin faptul că nu asigură un acces facil și sigur al participanților, utilizează o platforma de tranzacționare învechită, nu asigură o interoperabilitate eficientă între actorii acesteia și nu este integrată în piețele regionale și globale. De asemenea, operatorul de piață, depozitarul central și participanții profesioniști nu dispun de cunoștințele, abilitățile și capacitățile necesare pentru activitatea pe piața de capital în era postprivatizare în masă. Această problemă este determinată de următoarele probleme specifice:

- 1) Utilizarea de către bursa de valori a unui sistem de tranzacționare învechit, care nu permite accesul la distanță direct al participanților și interconectarea cu alți actori ai pieței, are o siguranță îndoielnică, are costuri ridicate pentru respectarea cerințelor regulatorii și în domeniul spălării banilor și finanțării terorismului și nu dispune de o gamă largă de funcționalități aferente platformelor moderne de tranzacționare;
- 2) Operatorul de piață și-a dezvoltat un model de business preponderent orientat pe procesele ce au rezultat din privatizarea în masă. Astfel, personalul și procesele interne ale acestuia nu sunt pregătite pentru a oferi emitenților și investitorilor servicii prin care investitorii și emitenții să găsească piața de capital ca o alternativă viabilă de investiții și finanțare;
- 3) DCU a trecut printr-un șir de reforme care au condus la îndepărtarea acestuia de la dezvoltarea funcționalităților legate de deservire a pieței de capital, totodată, fiind atribuite funcții improprii unui depozitar central tipic, și anume:
 - (i) interacționarea în mod direct cu investitorii în vederea prestării serviciilor;
 - (ii) gestionarea conturilor de valori mobiliare ale investitorilor;
 - (iii) executarea ordinelor de decontare pentru operațiuni OTC.

- 4) Intermediarii financiari și participanții profesioniști la piața de capital, dar și serviciile de consultanță în afaceri nu au cunoștințele și abilitățile necesare pentru a oferi și promova, în special, emitenților utilizarea pentru finanțare a instrumentelor pieței de capital;
- 5) Piața de capital autohtonă nu este conectată și integrată în piața regională și globală, fără de care investitorii și emitenții din Republica Moldova nu pot beneficia de o piață eficientă. Ținând cont de piața mică a Republicii Moldova și diversitatea de necesități a emitenților, dar și a investitorilor, fără o integrare a pieței de capital în piețele regionale și globale, finanțarea eficientă a afacerilor și obținerea unor randamente corecte a investitorilor va fi afectată.

Piața de capital nu dispune de o gamă suficient de diversă de instrumente financiare. Astfel, companiile, Guvernul Republicii Moldova și/sau unele sectoare sunt lipsite de oportunitățile de finanțare de pe piața de capital. În primul rând, această situație se referă la instrumentele pentru finanțarea proiectelor publice și a economiei verde, a pieței ipotecare, precum și pentru piața activelor virtuale. Această problemă devine tot mai stringentă odată cu creșterea necesităților de finanțare a proiectelor publice de infrastructură și a investițiilor verzi, dezvoltarea pieței ipotecare, dar și cu crearea noilor oportunități de investiții pe piața de capital, în contextul procesului de integrare europeană.

Armonizarea legislației la acquis-ul UE este unul din principalele criterii de aderare la comunitatea europeană a unei țări, devenind stat membru al acesteia. După obținerea statutului de candidat la 23.06.2022, abordarea transpunerii totale a acquis-ului comunitar, așa cum solicită Tratatul de Funcționare al UE (Art.114), devine o prioritate majoră pentru țară, dar, în același timp, o problemă a pieței de capital, aflată la o fază incipientă de dezvoltare, legată de imposibilitatea de a dispune de o marjă de discreție în a devia de la prevederile directivelor aplicabile, în mod special, unor țări membre ale UE, cu piețe de capital dezvoltate. Respectiv, devine clar că armonizarea totală a legislației implică atât pentru piață, cât și pentru regulator costuri de menținere a cerințelor directivelor UE, în scopul creării unor standarde care să asigure respectarea principiului de:

- 1) armonizare minimală a condițiilor de autorizare și a reglementărilor prudențiale;
- 2) autorizației unice – pașaport european (libera circulație a serviciilor);
- 3) exercitare a supravegherii de către autoritatea competentă din statul de origine și de recunoaștere reciprocă a criteriilor naționale de supraveghere.

În altă ordine de idei, beneficiile rezultate din armonizarea și integrarea pieței de capital locale în uniunea piețelor de capital din UE sunt incommensurabile.

Recomandări de intervenție

A. Dezvoltarea pieței VMS este subordonată politicilor MF privind administrarea datoriei sectorului public și finanțarea proiectelor de infrastructură. Astfel, principalele intervenții pe această piață se vor efectua ținând cont de politicile MF privind diversificarea surselor de finanțare, necesitatea de resurse și politici aferente maturității instrumentelor;

Pentru dezvoltarea pieței obligațiunilor de stat, inclusiv prin utilizarea mecanismelor oferite de către infrastructura pieței de capital, care ar sprijini MF în realizarea acestor politici, se recomandă:

- 1) creșterea accesibilității și educației financiare prin sporirea cunoștințelor financiare în rândul investitorilor individuali și dezvoltarea platformelor de tranzacționare. Este crucială lansarea unor campanii educaționale care să informeze populația despre beneficiile investițiilor în valori mobiliare de stat;
- 2) MF și ministerele vor iniția și susține diversificarea instrumentelor de finanțare a proiectelor publice, MF va spori maturitatea VMS și va lărgi gama de investitori, inclusiv nerezidenți.
- 3) MF, de comun cu CNPF și BNM, va identifica soluții privind integrarea optimală a platformei eVMS în piața primară și secundară a VMS în sistemul financiar, inclusiv utilizând

bursa de valori și societățile de investiții, cu atribuirea rolului de market-maker unui dealer primar pe emisiunile de referință, în schimbul unor avantaje sau stimulente;

4) facilitarea accesului investitorilor nerezidenți prin simplificarea procedurilor pentru deschiderea de conturi bancare, reducerea riscurilor valutare prin introducerea unor mecanisme de acoperire a riscului.

B. Crearea unui cadru general de suport pentru sporirea accesului companiilor la finanțare prin utilizarea instrumentelor pieței de capital;

În acest sens, se va interveni pe următoarele direcții principale:

- 1) eliminarea discriminărilor privind suportul acordat companiilor pe diferite programe guvernamentale pe sursele de finanțare;
- 2) acordarea suportului pentru sporirea capacităților companiilor de a analiza și a elabora oferte publice de valori mobiliare;
- 3) crearea unor condiții mai atractive și mai potrivite pentru accesul acestora la finanțarea de pe piața de capital al IMM;
- 4) promovarea politicilor de privatizare și de guvernanță a companiilor, cu participarea statului, în vederea utilizării instrumentelor oferite de piața de capital;
- 5) Întreprinderea măsurilor de eliminare a numărului societăților pe acțiuni inactive și de clarificare a situației cu conturile inactive.

C. Pentru valorificarea resurselor financiare disponibile în investiții pe piața de capital din Republica Moldova și pentru creșterea volumului acestora este important de consolidat sectorul de investitori instituționali, de restabilit încrederea investitorilor – persoane fizice și de intensificat educația financiară;

În acest caz, este nevoie de:

- 1) implementarea acțiunilor de consolidare și de dezvoltare, prin facilitare și promovare a fondurilor de pensii private și a schemelor de plasament colectiv (fonduri de investiții);
- 2) întreprinderea măsurilor de sporire a încrederii investitorilor – persoane fizice și realizarea, împreună cu participanții profesioniști, a programelor de educație financiară pentru persoanele fizice;
- 3) consolidarea cadrului de protecție a investițiilor investitorilor prin asigurarea unui cadru de supraveghere și transparență adecvat și prin ajustarea dimensiunii fondului de garantare a investitorilor;
- 4) asigurarea unui cadru de impozitare și raportare cu privire la veniturile obținute din creșterea de capital și titlurile de datorie, care să stimuleze investițiile pe termen lung și cu costuri minime de raportare.

D. Facilitarea și promovarea dezvoltării infrastructurii pieței de capital în conformitate cu cerințele actuale privind sistemul informațional, siguranța și interoperabilitatea dintre actorii pieței și susținerea dezvoltării capacităților participanților profesioniști pentru a activa în condițiile pieței de capital post-privatizare în masă;

În această privință, este necesar de întreprins următoarele acțiuni:

- 1) facilitarea și promovarea utilizării de către operatorul de piață a unui sistem de tranzacționare sigur, care permite accesul la distanță al participanților, dispune de funcționalitățile necesare activității operatorului de piață și participanților, inclusiv respectării cerințelor regulatorii și spălării banilor și finanțării terorismului;
- 2) colaborarea cu operatorul de piață și alți actori pentru promovarea programelor de sporire a capacităților operatorului de piață în ceea ce privește dezvoltarea serviciilor de marketing și promovare, analiză și informare, respectare a standardelor de transparență și implementare a măsurilor anti-fraude;

- 3) asigurarea de către DCU a schimbului automatizat de informații cu operatorul de piață și participanții profesioniști privind conturile de instrumente financiare și evidențele pe aceste conturi, precum și consolidarea capacităților sale operaționale, în vederea asigurării dezvoltării pieței de capital;
- 4) integrarea pieței de capital autohtone în piețele regionale și globale, prin asigurarea conexiunilor necesare cu depozitarii centrali din alte țări și sporirea capacităților CNPF privind stabilirea parteneriatelor de colaborare și promovare;
- 5) impulsionearea și acordarea de suport intermediarilor financiari, societăților de investiții, consultanților investiționali, precum și sectorului de consultanță în afaceri, în vederea sporirii capacităților acestora în ceea ce privește serviciile financiare aferente pieței de capital;
- 6) clarificarea rolului registratorilor și elaborarea cadrului de reglementare în conformitate cu noua abordare privind asigurarea înregistrării și emiterii acțiunilor de către societățile pe acțiuni.

E. Lărgirea gamei de instrumente financiare disponibile, în vederea oferirii sectorului privat, Guvernului Republicii Moldova și APL a mai multor opțiuni de finanțare și crearea unor premise pentru consolidarea segmentelor de piață existente, precum și pentru apariția noilor segmente de piață;

În această ordine de idei, sunt necesare preponderent activități preliminare și de reglementare precum:

- 1) efectuarea analizelor privind oportunitatea dezvoltării instrumentelor de finanțare și a cadrului/condițiilor de utilizare a instrumentelor derivative, aferente pieței ipotecare, finanțării proiectelor economiei verzi și de dezvoltare a instrumentelor pentru finanțarea proiectelor publice de infrastructură;
- 2) elaborarea unor politici și reglementări favorabile dezvoltării pieței instrumentelor financiare ipotecare;
- 3) implementarea unei taxonomii pentru investițiile durabile și a unui cadru de reglementare clar, promovând astfel emisiunile de obligațiuni verzi ca și instrumente de investiții durabile;
- 4) elaborarea materialelor analitice privind riscurile și oportunitățile dezvoltării pieței de active virtuale, inclusiv a unui plan de dezvoltare a acestui segment de piață, conform calendarului de armonizare la Aquis-ul comunitar, în condițiile în care tranzacțiile cu active virtuale în Republica Moldova sunt interzise.

F. Armonizarea legislației în vederea aderării la UE întru asigurarea deschiderii pieței pentru profesioniștii care activează în mod legal într-un stat membru, corespunzător, eliminarea restricțiilor pentru libera circulație a capitalurilor ce permit transferul dreptului de proprietate: achiziționarea de acțiuni în companii străine, realizarea de investiții acolo unde se poate obține cel mai bun randament;

Pentru atingerea acestui obiectiv, este necesară realizarea acțiunilor îndreptate spre:

- 1) implementarea în legislația națională a dispozițiilor acquis-ului UE din domeniul pieței de capital axat pe:
 - a) directive;
 - b) regulamente europene – măsuri de punere în aplicare/sanctiuni;
 - c) ghiduri/orientări – principiul *comply or explain*;
- 2) procesul de restructurare a unor instituții financiare nebancare privind:
 - a) schimbarea formei de organizare;
 - b) cerințe de capital și prudențiale suplimentare – resurse suplimentare;
 - c) alinierea documentației tuturor entităților autorizate la noua legislație/reautorizare;
- 3) întărirea capacității instituționale a autorității de supraveghere.

III. VIZIUNEA

Într-o perspectivă lungă de timp, piața de capital din Republica Moldova va deveni atractivă pentru agenții economici autohtoni, autoritățile publice locale și Guvernul Republicii Moldova, care vor beneficia de finanțarea proiectelor pe termen lung, iar investitorii vor găsi oportunități largi de a investi resursele acumulate.

Piața de capital va funcționa, ca parte integrantă din piețele regionale și în UE, cu un acces mai larg al investitorilor și al emitenților autohtoni pe piețele internaționale, devenind o piață eficientă, sustenabilă și competitivă. De asemenea, finanțarea prin instrumentele pieței de capital va spori rolul acesteia în sistemul financiar al țării, astfel creând condiții pentru o creștere economică robustă și inclusivă.

În decursul perioadei de implementare a Strategiei, până în 2030, piața de capital va oferi agenților economici, Guvernului Republicii Moldova și cetățenilor o gamă largă de instrumente financiare de bază, cu condiții de tranzacționare la nivelul standardelor din UE. Republica Moldova va dispune de o piață în formare, sigură și funcțională, în care vor activa primele fonduri de pensii private și fonduri de investiții, cu o infrastructură de piață la nivelul standardelor internaționale, și participanți profesioniști capabili să ofere servicii de calitate înaltă și în cele mai bune interese ale clienților.

Piața obligațiunilor corporative va deveni o alternativă viabilă creditării bancare și va fi lansată prima emisiune publică de acțiuni. Piața de capital va deveni mai accesibilă pentru IMM și startup-uri, cu opțiuni clare pentru finanțarea prin obligațiunile verzi. Potențialii emitenți de instrumente financiare vor dispune de standarde înalte de guvernanta corporativă, fiind pregătite inclusiv pentru dezvăluire și raportare a impactului de sustenabilitate.

Piața va avea un nivel crescut de lichiditate, care va permite formarea de preț echitabil pe instrumentele principale și va oferi un acces facil prin canale digitale pentru investitorii autohtoni și nerezidenți. Platforma de tranzacționare va asigura funcționalități sporite de monitorizare și analiză a tranzacțiilor și va dispune de capacități robuste de securitate cibernetică. De asemenea, aceasta va permite companiilor și participanților profesioniști o interoperabilitate pentru asigurarea cerințelor de transparență și supraveghere la costuri minime.

Investitorii, în mod special non-profesioniști, vor dispune de cunoștințe financiare necesare înțelegerii riscurilor și oportunităților investiționale în diverse tipuri de instrumente financiare ale pieței de capital, astfel deciziile investiționale vor fi mai raționale în funcție de economiile disponibile și apetitul la risc.

La baza funcționării pieței de capital va fi un cadru legal și de reglementare consistent cu cadrul UE și bine ajustat la condițiile Republicii Moldova. Respectarea acestuia va fi asigurată de către CNPF, care va dispune de o dotare tehnică suficientă, resurse umane bine pregătite, care dețin cunoștințele și procedurile necesare. Corespunzător, sentimentul de încredere al investitorilor în piața de capital va fi unul sporit, ținând cont de o protecție adecvată a acestora împotriva diverselor tipuri de abuz pe piață.

În vederea realizării viziunii, prezenta Strategie conține 5 direcții majore de intervenții:

- 1) sporirea accesului la finanțare prin consolidarea capacităților companiilor de a crea oferte de finanțare de pe piața de capital;
- 2) lărgirea bazinului de investitori pentru creșterea cererii și lichidității pieței;
- 3) sporirea accesului IMM la piața de capital;
- 4) modernizarea infrastructurii și fortificarea capacităților ecosistemului pieței de capital;
- 5) armonizarea cadrului legal și de reglementare cu Acquis-ul comunitar.

Astfel, prezenta Strategie este conceptualizată pe 5 obiective generale, care vor fi atinse prin realizarea unor direcții prioritare.

IV. OBIECTIVE STRATEGICE

Obiectivele strategice, setate în prezentul document, sunt orientate spre atingerea scopului major enunțat la elaborarea Strategiei – *de a impulsiona dezvoltarea și a asigura funcționarea unei piețe de capital eficiente, integrată armonios în sistemul economic al țării, în vederea susținerii creșterii durabile a acesteia.*

Consecvent, în perspectiva perioadei de implementare, se propun un set specific de acțiuni sistematizate și alinate la realizarea punctuală a 5 obiective generale. Acestea vizează inclusiv acțiuni de ajustare a cadrului de reglementare, a infrastructurii pieței, de educație financiară și de protecție a investitorilor, precum și acțiuni de reformă fiscală, pentru a fi puse în aplicare de toate părțile implicate, inclusiv ministerele și agențiile guvernamentale, aportul celor din urmă fiind crucial întru atingerea scopului major scontat. În același timp, acțiunile propuse sunt fundamentate pe analiza situației actuale a pieței de capital din Republica Moldova, pe principalele probleme structurale ce derivă din analiza cadrului de reglementare sectorial, dar și al celui din alte domenii conexe și interconectate – legislația în domeniul fiscal, financiar-bancar, inclusiv valutar etc.).

Obiectivele generale urmăresc fortificarea și creșterea rolului bursă de valori în dezvoltarea pieței de capital locală, vectorul în activitatea operatorului de piață fiind orientat spre o creștere a participării companiilor, precum și a investitorilor naționali și internaționali. Totodată, elementul-cheie ține de promovarea finanțării Guvernului Republicii Moldova, a companiilor de stat și a autorităților publice locale, dar și a companiilor private, inclusiv a IMM, prin intermediul pieței de capital.

În acest context, arhitectura de ansamblu a obiectivelor generale este aliniată și țintește realizarea inclusiv a obiectivelor SND2030 (OG1), aprobate prin Legea nr. 315/2022, a obiectivelor SNDE2030 (OG1), aprobate prin Hotărârea Guvernului nr. 393/2024, precum și a „Strategiei cu privire la administrarea proprietății de stat în domeniul întreprinderilor de stat și societăților comerciale cu capital integral sau majoritar de stat pentru anii 2023-2030” (OG1-OG3), aprobate prin Hotărârea Guvernului nr. 911/2022. Nu în ultimul rând, unul din pilonul forte în susținerea scopului major sunt activitățile de educație financiară integrate, ca piatră de temelie a activităților viitoare ale CNPF în domeniul protecției drepturilor consumatorilor, dar și în scopul direcționării fluxurilor financiare libere a populației către piața de capital.

Asigurarea realizării scopului major al prezentei Strategii și al succesului în impulsionează dezvoltării pieței de capital depinde, în mod direct, de capacitatea agențiilor de stat de a sprijini dezvoltarea acestui sector. Doar prin eforturi comune, se va atinge un nivel crescut al atractivității pieței de capital, care, la rândul său, va îmbunătăți capacitatea sistemului financiar de a oferi companiilor surse alternative de finanțare pe termen lung, care pot completa împrumuturile bancare și sursele proprii de finanțare.

Strategia conține 5 obiective generale (OG):

OG 1. Sporirea accesului companiilor la finanțare pe termen lung prin utilizarea instrumentelor pieței de capital;

OG 2. Lărgirea bazinului de investitori activi pe piața de capital prin facilitarea accesului investitorilor și sporirea atractivității investițiilor în instrumentele pieței de capital;

OG 3. Modernizarea infrastructurii pieței de capital;

OG 4. Dezvoltarea instrumentelor noi pe piața de capital;

OG5. Armonizarea legislației naționale în domeniu, conform procesului de aderare la UE.

4.1. Obiectivul general 1. Sporirea accesului companiilor la finanțare pe termen lung prin utilizarea instrumentelor pieței de capital

Întreprinderile din Republica Moldova se confruntă cu un acces redus la finanțare, în special pe termen lung, principala modalitate de finanțare externă a acestora fiind creditul bancar

(Trimitere la Strategia de dezvoltare economica partea de analiza sau la Analiza din Strategia PC). Astfel, ca măsură de remediere, accesul companiilor la fluxurile financiare oferite de piața de capital ar reprezenta o sursă alternativă de finanțare a afacerii pentru acestea, pe de o parte, cu oportunități reale de a-și diminua și ajusta costurile aferente în raport cu un împrumut clasic, pe de altă parte. Totodată, analiza situației curente relevă o ofertă redusă de instrumente financiare pe piața de capital atât ca număr de participanți, cât și ca volum. În vederea diminuării reticenței întreprinderilor de a obține sursele necesare de finanțare de pe piața valorilor mobiliare este necesară o abordare de încurajare și susținere pe toate căile disponibile, cu orientarea lor spre fluxurile financiare și beneficiile oferite, în acest sens, de mecanismele și instrumentele pieței de capital.

Acest obiectiv general este în consonanță și cu alte documente de politici naționale, precum SND2030, (*Obiectivul general 1. Creșterea veniturilor din surse durabile și atenuarea inegalităților*) și SNDE2030, (*Obiectivul 1. Crearea unui mediu favorabil pentru antreprenoriat și investiții și pregătirea economiei pentru aderarea la UE*), unde dezvoltarea pieței de capital reprezintă direcția prioritară de intervenție a Guvernului Republicii Moldova în vederea sporirii varietății, accesibilității și calității instrumentelor de finanțare pentru companii, precum și un factor determinant pentru atragerea ISD.

Atingerea acestui obiectiv se va obține prin sporirea nivelului de informare și a capacităților de luare a deciziilor, în contextul oportunităților de finanțare de pe piața de capital a companiilor, inclusiv a IMM din sectorul non-financiar. În acest sens, vor fi întreprinse măsuri pentru dezvoltarea sectorului de consultanță și prestare a serviciilor financiare, oferite de societățile de investiții și alți participanți la piața de capital. O atenție deosebită va fi acordată dezvoltării capacităților întreprinderilor, mai cu seamă, a căror guvernare implică participarea statului, fiind susținute eforturile depuse pentru întrunirea condițiilor de accedere a celor mai bune companii pentru listare la bursa de valori.

Situația de referință

Principala sursă externă de finanțare a companiilor este reprezentată aproape în totalitate de creditul bancar. Instrumentele pieței de capital sunt puțin cunoscute și extrem de puțin accesate de către companii, motivele fiind multiple și acute pe mai multe dimensiuni. Astfel, nivelul de cunoaștere și înțelegere a instrumentelor financiare, dar și modul în care operează bursa este puțin înțeles atât de managerii companiilor, cât și de consultanții financiari. De asemenea, cadrul de reglementare în domeniu este unul complex, peste capacitățile multor companii autohtone, iar costurile financiare suportate de emitenții de instrumente financiare demotivează potențialele companii interesate. Mai mult ca atât, statul promovează un tratament asimetric atunci când este vorba de facilitarea accesului la finanțare, or, creditul bancar este stimulat prin intermediul mai multor programe de sport antreprenorial.

Rezultate așteptate

Atingerea obiectivului general 1 va duce la creșterea nivelului de informare și extinderea capacităților companiilor de accesare a oportunităților de finanțare de pe piața de capital, inclusiv a IMM din sectorul non-financiar. Sectorul de consultanță va fi capabil să ofere consultanța necesară companiilor pentru a satisface necesitățile acestora. De asemenea, guvernarea și transparența companiilor va fi îmbunătățită, mai cu seamă, a celor care implică participarea statului, fiind asigurate astfel condițiile necesare pentru listarea la bursa de valori. Prin atingerea obiectivului general 1 va crește finanțarea companiilor prin emisiunea valorilor mobiliare cu 1,5 miliarde (200%), inclusiv prin cel puțin o emisiune publică de acțiuni și 20 de companii finanțate prin titluri de datorie tranzacționate pe piața de capital. Va crește numărul companiilor noi listate pe piața reglementată cu 10 companii, iar în cadrul MTF – cu 12 companii, capitalizarea bursieră va spori cu 30%. De asemenea, finanțarea de pe platformele de finanțare participativă va atinge un nivel de cel puțin 50 de proiecte investiționale în volum

de cel puțin 100 milioane lei (*Analiza impactului de reglementare la Legea nr.181/2023 privind furnizorii de servicii de finanțare participativă*).

Atingerea obiectivului general 1. se va obține prin realizarea a 5 direcții prioritare (DP), după cum urmează:

DP1.1. Crearea unui cadru stimulator și atractiv pentru finanțarea companiilor prin intermediul pieței de capital în raport cu creditarea bancară;

DP1.2. Sporirea accesului IMM la finanțare prin intermediul pieței de capital;

DP1.3. Sporirea eficienței companiilor a căror guvernare implică participarea statului, prin listarea pe piața reglementată și în cadrul MTF;

DP1.4. Informarea și promovarea oportunităților de finanțare prin intermediul pieței de capital în rândul companiilor;

DP1.5. Simplificarea proceselor de supraveghere și monitorizare a companiilor care nu sunt de interes public și diminuarea numărului de societăți/conturi inactive.

Direcția prioritară 1.1. Crearea unui cadru stimulator și atractiv pentru finanțarea companiilor prin intermediul pieței de capital în raport cu creditarea bancară

La momentul actual, majoritatea companiilor utilizează, de regulă, ca sursă externă de finanțare, creditul bancar. Această situație este cauzată de mai mulți factori, inclusiv prezența unui cadru normativ dezechilibrat, care facilitează accesul la finanțare a companiilor din sectorul bancar. Astfel, Guvernul Republicii Moldova, prin diferite programe de suport antreprenorial, oferă subvenții, compensații, garanții sau alte facilități financiare companiilor care accesează credite bancare, neglijând mecanismele oferite de piața de capital.

Prin urmare, realizarea acestei direcții prioritare va permite eliminarea dezavantajelor de ordin financiar și va crea un cadru fiscal, coerent și favorabil, pentru finanțarea prin intermediul pieței de capital. De asemenea, companiile care vor decide să se împrumute prin instrumentele pieței de capital vor beneficia de aceleași condiții de garantare din partea statului.

Situația de referință

Cadrul fiscal general și cel de stimulare a investițiilor este discriminatoriu pentru finanțarea de pe piața de capital în raport cu creditarea bancară. Programele guvernamentale de stimulare a investițiilor urmăresc facilitarea accesului la finanțare doar prin intermediul creditului bancar, ceea ce lipsește pe o parte din companii de alternativele mai avantajoase de finanțare.

Rezultate așteptate:

- 1) programe guvernamentale de suport a businessului, care conțin stimulente (subvenții, compensații, garanții) pentru a încuraja companiile să se finanțeze prin intermediul pieței de capital;
- 2) program național de stimulare a emisiunilor de obligațiuni corporative, elaborat și implementat.

Direcția prioritară 1.2. Sporirea accesului IMM la finanțare prin intermediul pieței de capital

În prezent, IMM sunt extrem de dependente de finanțare din surse proprii, iar sursele de finanțare externă sunt reprezentate în cea mai mare măsură de împrumuturile contractate de la OCN, precum și de credite bancare. În esență, această modalitate de finanțare este una obișnuită pentru IMM, dar nu și singura (*Finanțarea companiilor este în general dominată de finanțarea din surse proprii*). Astfel, ținând cont, în special, de necesitățile de investiții, respectiv resurse financiare pe termen lung, accesul la finanțare prin intermediul pieței de capital poate fi un factor de creștere pentru IMM.

Realizarea acestei direcții prioritare va permite IMM să-și extindă și să-și diversifice sursele de finanțare, pentru a beneficia de cele mai avantajoase și potrivite forme de finanțare, utilizate la

inițierea, extinderea și la internaționalizarea afacerilor. În vederea realizării acestei direcții prioritare, vor fi întreprinse măsuri concertate pe câteva dimensiuni printre care:

- 1) programe de informare și educație financiară;
- 2) dezvoltarea platformelor de tranzacționare.

Suplimentar, pe lângă programele de acces la finanțare pentru IMM, prin intermediul pieței de capital, vor fi susținute și inițiative de dezvoltare a două platforme de tranzacționare dedicate acestui tip de companii:

- 1) pe baza MTF;
- 2) prin intermediul platformelor de finanțare participativă.

Cea dintâi platformă urmează a fi destinată preponderent întreprinderilor medii, cu necesități de finanțare mai mari, în timp ce platformele de finanțare participativă vor putea fi utilizate pentru finanțarea companiilor micro și mici, cu necesar de finanțare de până la 1 milion de euro per proiect.

Situația de referință

În prezent, cadrul legal și instituțional nu facilitează accesul IMM pentru finanțarea de pe piața de capital, respectiv, nu au fost realizate oferte publice de valori mobiliare de către IMM și nu există platforme funcționale, dedicate IMM. Cadrul legal privind serviciile de finanțare participativă a fost aprobat în anul 2023, iar în 2024 au fost autorizate 2 entități în calitate de furnizori de servicii de finanțare participativă, însă deocamdată nu există nicio platformă de finanțare participativă funcțională.

Rezultatele așteptate:

- 1) program de informare și educare privind piața de capital pentru IMM, aprobat și implementat;
- 2) cadru legal și instituțional ajustat, pentru a permite/facilita accesul IMM la finanțarea prin bursă și platformele de finanțare participativă.

Direcția prioritară 1.3. Sporirea eficienței companiilor a căror guvernare implică participarea statului, prin listarea pe piața reglementată și în cadrul MTF

Guvernul Republicii Moldova a aprobat în anul 2022 „Strategia cu privire la administrarea proprietății de stat în domeniul întreprinderilor de stat și societăților comerciale cu capital integral sau majoritar de stat pentru anii 2023-2030” (Hotărârea Guvernului nr. 911/2022). Scopul principal al acestei Strategii este de a raționaliza și eficientiza administrarea sectorului întreprinderilor de stat și a societăților comerciale cu capital integral sau majoritar de stat. Întru realizarea acestei direcții prioritare, Guvernul Republicii Moldova își propune să îmbunătățească administrarea proprietății de stat, să consolideze capacitatea statului de management al proprietății publice în baza principiilor de transparență, eficiență și integritate și să îmbunătățească guvernanta corporativă în sector. Corespunzător, realizarea DP 1.4. din prezenta Strategie, în mod direct, contribuie la atingerea obiectivului enunțat în Strategia prenotată prin intermediul următoarelor acțiuni:

- 1) listarea întreprinderilor cu participarea statului la bursă (piața reglementată și în cadrul MTF);
- 2) utilizarea bursei ca și instrument de privatizare;
- 3) îmbunătățirea aspectelor de guvernanta corporativă întru eficientizarea administrării acestora de către stat.

Actualmente, companiile de stat, în mare parte, se confruntă cu insuficiența de resurse financiare pentru a asigura modernizarea și dezvoltarea durabilă ale acestora. Privatizarea, inclusiv privatizarea parțială a companiilor de stat prin intermediul pieței de capital va asigura atragerea de investiții noi, atât locale, cât și străine, cu potențial de a susține dezvoltarea

companiilor și implementarea de proiecte investiționale. În vederea realizării acestei direcții prioritare, este esențială revizuirea cadrului normativ aferent privatizării întreprinderilor de stat, asigurarea accesului acestora pe piața reglementată, precum și promovarea transparenței și eficienței în gestionarea companiilor de stat.

Situația de referință

În prezent, nicio companie cu capital de stat nu este prezentă pe bursa de valori și nu recurge la atragerea de resurse financiare prin intermediul instrumentelor pieței de capital.

Rezultate așteptate:

- 1) listarea pe bursă a cel puțin 2 companii notorii, cu deținere majoritară de stat, cu realizarea emisiunii publice inițiale de acțiuni pe piața locală, în condițiile în care se va asigura menținerea controlului de către stat, și cu un număr suficient de acțiuni în circulație liberă pentru a asigura cotația lor continuă pe bursă;
- 2) privatizarea (parțială) a companiilor prin mecanisme transparente ale pieței bursiere și atragerea capitalului privat pentru dezvoltare.

Direcția prioritară 1.4. Informarea și promovarea oportunităților de finanțare prin intermediul pieței de capital în rândul companiilor

În lipsa informării și a unei educații financiare adecvate, piața valorilor mobiliare rămâne nevalorificată și trezește reticență atât pentru managementul companiilor, cât și pentru reprezentanții sectorului de consultanță financiară, inclusiv a participanților de pe piața de capital. Astfel, realizarea acestei direcții prioritare va permite managementului companiilor să ia în calcul și piața de capital drept sursă de finanțare și să decidă situațiile în care această modalitate este potrivită. De asemenea, sectorul de consultanță financiară, inclusiv participanții la piața de capital, vor avea suficiente cunoștințe și abilități pentru evaluarea oportunităților și valorificarea opțiunii de finanțare prin intermediul pieței de capital.

Situația de referință

În prezent, companiile, în special cele din sectorul non-financiar au cunoștințe extrem de reduse privind piața de capital. Chiar dacă participanții la piața de capital au anumite cunoștințe privind instrumentele pieței, capacitatea de promovare este destul de redusă. Totodată, a se menționa că majoritatea companiilor au o deprindere de a lucra cu consultanții financiari, care le asigură accesarea de resurse financiare prin intermediul creditelor bancare, și nu apelează la societățile de investiții sau la alți participanți profesioniști ai pieței de capital. Astfel, opțiunea de finanțare de pe piața de capital nici nu este analizată.

Rezultatele așteptate

- 1) program de formare pentru managerii și directori financiari privind oportunitățile accesării instrumentelor pieței de capital, elaborat și implementat;
- 2) program de instruire periodică obligatorie pentru participanții profesioniști la piața de capital, elaborat și pus în aplicare;
- 3) cel puțin 4 instruirii anuale privind piața de capital, dedicate consultanților financiari, realizate.

Direcția prioritară 1.5. Simplificarea proceselor de supraveghere și monitorizare a companiilor care nu sunt de interes public și diminuarea numărului de societăți/conturi inactive

Având în vedere că procesul de privatizare în masă, care a avut loc în anii '90, a avut consecințe negative, devine absolut necesară soluționarea problemelor acționariatului minoritar, căruia îi corespunde un număr extrem de redus de acțiuni și care au o valoare mică. Un număr mare din acționarii minoritari, de regulă, nu sunt interesați în gestionarea întreprinderilor, nu au adrese și acte actualizate și nici nu pot fi contactați. Această situație sporește costurile companiilor

legate de guvernarea acestora, iar drepturile acționarilor minoritari sunt afectate. Astfel, sunt necesare măsuri importante, prin care s-ar clarifica statutul acționarilor minoritari cu cote extrem de mici și aducerea acestora într-un cadru legal funcțional. De asemenea, existența unui număr mare de companii inactive creează dificultăți în elaborarea politicilor și reprezintă un impediment la aplicarea eficientă a măsurilor de dezvoltare a afacerilor.

Situația de referință

Atât efectele procesului de privatizare în masă, cât și evoluția în timp a cadrului normativ aplicat societăților pe acțiuni, mai cu seamă, din perspectiva necesității de conformare a acestora la mărimea minimă a capitalului social, a condus la creșterea numărului de societăți pe acțiuni inactive, dar și la formarea unui număr imens de conturi dormante ale deținătorilor de acțiuni. Această avalanșă de societăți/conturi dormante implică o anumită incertitudine, dar și cheltuieli administrative nejustificate, legate de monitorizarea și evidența lor, inclusiv impedimente majore pentru ținerea/preluarea registrelor deținătorilor de acțiuni, dar și pentru finalizarea procedurilor de lichidare/retragere a acestora de pe piața de capital.

Rezultatele așteptate:

1) reducerea numărului de societăți inactive (circa 1 000) și a numărului de conturi dormante (circa 1 milion);

2) crearea mecanismelor viabile pentru respectarea drepturilor de proprietate ale acționarilor minoritari și extinderea oportunităților de valorificare a investițiilor efectuate contra bunuri patrimoniale.

4.2. Obiectivul general 2. Lărgirea bazinului de investitori activi pe piața de capital prin facilitarea accesului investitorilor și sporirea atractivității investițiilor în instrumentele pieței de capital

Privatizarea în masă, ca punct de pornire în edificarea pieței de capital autohtone, a influențat direct nivelul de lichiditate a pieței, dar a și avut drept efect subminarea, pe scară largă, a încrederii populației în beneficiile acesteia (așteptate de la investirea bonurilor patrimoniale prin intermediul fondurilor de investiții și al companiilor fiduciare). În consecință, această situație a condus la eliminarea investitorilor instituționali din sistemul financiar al țării (fondurile de investiții și fondurile nestatale de pensii), actori care, cu precădere, și definesc o piață veritabilă de capital.

Astfel, prezența extrem de redusă a investitorilor instituționali pe piața locală de capital, lipsa organismelor de plasament colectiv, gama restrânsă de instrumente financiare disponibile pe piața de capital sunt printre principalele cauze care creează impedimente în dezvoltarea pieței de capital locale.

Situația de referință

În prezent, pe piața de capital din Republica Moldova nu există fonduri de investiții sau fonduri de pensii obligatorii sau facultative, precum nici administratori autorizați. De asemenea, cadrul de impozitare nu oferă facilități pentru instrumentele pieței de capital, care ar putea compensa, în anumită măsură, riscurile macroeconomice generale și ar spori interesul pentru investitori. Mai mult ca atât, nivelul redus de educație financiară și încrederea relativ joasă a investitorilor potențiali în instrumentele pieței de capital scade și mai mult oferta de investiții.

Rezultatele așteptate

Realizarea obiectivului general 2 va asigura un cadru atractiv pentru investițiile în instrumentele pieței de capital prin diminuarea presiunii fiscale și a mecanismului de raportare, educație financiară adecvată și prin măsuri de sporire a încrederii investitorilor în piața de capital. De asemenea, crearea precondițiilor apariției unor investitori instituționali prin introducerea

pilonului II de pensii și promovarea investițiilor în fonduri de pensii facultative și facilitarea apariției organismelor de plasament colectiv.

Atingerea obiectivului general 2 se va obține prin realizarea a 4 direcții prioritare (DP), după cum urmează:

DP 2.1. Orientarea cadrului de impozitare spre stimularea investițiilor în instrumentele pieței de capital;

DP 2.2. Sporirea rolului și a accesului investitorilor instituționali la piața de capital;

DP 2.3. Sporirea încrederii și promovarea culturii de economisire și investire în rândul populației;

DP 2.4. Crearea unui cadru efectiv de protecție a investitorilor.

Direcția prioritară 2.1. Orientarea cadrului de impozitare spre stimularea investițiilor în instrumentele pieței de capital

Asigurarea unui cadru de impozitare facilitator pentru investițiile pe termen lung este o condiție-cheie pentru sporirea interesului investitorilor în a investi în instrumente ale pieței de capital. Prin urmare, este necesară reorientarea cadrului de impozitare aferent, ținând cont de următoarele repere:

- 1) impozit pe venit din creșterea de capital mai mic, comparativ cu cel aferent veniturilor din depozite bancare;
- 2) impozite reduse (sau chiar impozit zero) pentru investițiile (obligațiuni corporative) cu maturitate îndelungată;
- 3) modalități simple de plată și raportare a veniturilor și a impozitelor aferente.

Implementarea acestei direcții prioritare va conduce la reorientarea sistemului fiscal spre sporirea investițiilor și a acumulării de capital.

Situația de referință

La moment, regimul de impozitare a investițiilor în instrumentele pieței de capital nu oferă suficiente stimulente care ar crește interesul pentru investiții pe piața de capital din Republica Moldova.

Rezultatele așteptate:

- 1) Investițiile în instrumentele pieței de capital au un anumit avantaj la impozitarea veniturilor din creșterea de capital sau din dobânzi, față de veniturile din dobânzile bancare și sunt consistente pe maturitate;
- 2) Raportarea veniturilor și a impozitelor este simplă și la costuri minime;

Direcția prioritară 2.2. Sporirea rolului și a accesului investitorilor instituționali la piața de capital

Într-o economie de scară mică, cu resurse puține și dispersate, așa cum este și Republica Moldova, prezența investitorilor instituționali pentru dezvoltarea pieței de capital și, în consecință, pentru dezvoltarea economică este una crucială. Investitorii instituționali „tradiționali” (*Serdar Çelik, Mats Isaksson, Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?, OECD Corporate Governance Working Papers No. 11, 2013, <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5k3v1dvmfk42-en.pdf?expires=1722932717&id=id&accname=guest&checksum=755444EC2F3C6C941B4BAEDA8B59F911>*) în Republica Moldova se reduc la bănci și la sectorul de asigurări, care, în mare parte, este axat pe asigurările obligatorii de tipul RCA și „Carte Verde” și puțin – pe asigurările de viață (element specific unui investitor instituțional). Deși cadrul legal conex activității fondurilor de pensii a fost definitivat în anul 2023, acesta vizează doar apariția fondurilor de pensii facultative, inclusiv celor ocupaționale (pilonul III și IV) (*În Republica Moldova prin Legea 198/2020 privind fondurile de pensii facultative sunt reglementate fondurile de pensii formate din surse voluntare ale salariatului (personale), precum și cele*

ocupationale, formate din surse voluntare ale angajatorului.), dar niciun fond de pensii nu și-a lansat activitatea. O situație similară se remarcă, de altfel, și în cazul fondurilor de investiții, unde, de asemenea, există cadrul legal, dar niciun fond de investiții funcțional.

Din perspectiva creării unor premise favorabile pentru o administrare eficientă și rentabilă a surselor acumulate în cadrul unui fond de pensii, dezvoltarea de mai departe a acestora depinde, în linii mari, de introducerea pilonului II de pensii. Astfel, implementarea acestei scheme de pensii, ar impulsiona, în mod direct, apariția și consolidarea activității administratorilor fondurilor de pensii și în cadrul pilonii III și IV de pensii, ceea ce, efectiv, ar contribui la schimbarea calitativă a structurii investitorilor instituționali. Mai mult ca atât, în acest mod se vor asigura condiții avantajoase și sigure de acumulare a resurselor financiare pentru perioada de pensionare, dar și surse de *bani lungi*, de care ar beneficia economia națională. La caz, a se preciza că implementarea pilonului II de pensii este un obiectiv setat în SND2030, aprobată prin Legea nr. 315/2022, care prevede dezvoltarea unui sistem de pensii multi-pilon, administrat privat – pilonul II (pensiile private obligatorii) și pilonii III și IV (pensiile personale și ocupationale).

În același timp, spre deosebire de fondurile de pensii, fondurile de investiții pot avea destinația de dezvoltare a circulației instrumentelor financiare, cu un orizont de investiții mai larg, inclusiv pe termen mediu și scurt. La baza activității eficiente a acestui tip de investitori instituționali, de asemenea, stă formarea unui portofoliu investițional echilibrat, limitele de investire în instrumente financiare fiind, corespunzător, reglementate în scopuri prudentiale. Din perspectiva că, de regulă, investițiile acestor instituții posedă un grad de risc mai înalt, piața trebuie să ofere o gamă largă de instrumente financiare, precum titluri de capital (acțiuni) și titluri de creanță (obligațiuni), cu o profitabilitate și nivel al dividendelor achitate, suficient de înalte, astfel încât să se poată acoperi riscurile includerii acestor instrumente în portofoliul investițional.

Iată de ce, impulsionarea dezvoltării acestor instituții urmează a fi coroborată cu implementarea măsurilor de atragere pe piața reglementată a mai multor emitenți de acțiuni și obligațiuni corporative, de dezvoltare a instrumentelor financiare de stat, de creare a infrastructurii moderne de tranzacționare a valorilor mobiliare, de creștere a încrederii investitorilor și de creștere a nivelului de educație financiară în rândul populației și a întreprinzătorilor mici și mijlocii.

Situația de referință

Pe piața de capital națională nu există fonduri de investiții sau fonduri de pensii obligatorii sau facultative. În lipsa investitorilor instituționali, piața de capital rămâne subdezvoltată, iar economia națională nu beneficiază de resurse financiare cu maturitate îndelungată.

Rezultatele așteptate:

- 1) cel puțin un fond de pensii și un fond de investiții este activ pe piața de capital națională;
- 2) resurse financiare de cel puțin 2% din PIB gestionate de investitori instituționali;
- 3) cel puțin 10% din forța de muncă activă, care participă în cadrul unor fonduri de pensii sau alte forme de plasament colectiv.

Direcția prioritară 2.3. Sporirea încrederii și promovarea culturii de economisire și investire în rândul populației

Efectele negative ale privatizării din anii '90 și problemele pe care le întâmpină în continuare acționarii minoritari – investitori contra bonurilor patrimoniale, erodează în continuare încrederea populației în instrumentele pieței de capital. Suplimentar, lipsa abilităților de planificare a finanțelor personale și a deprinderii reduse de acumulare de resurse financiare pentru perioada de pensionare îndepărtează și mai mult potențialii investitori de piața de capital.

Din această perspectivă, încrederea limitată în capacitățile cadrului legal și instituțional de a proteja investitorii limitează și mai mult interesul populației vizavi de valorile mobiliare.

Deși salariul mediu pe economie s-a majorat, în ultimii 5 ani, cu peste 110%, totuși nu se observă o tendință bine definită de creștere a investițiilor populației în instrumentele pieței de capital. În schimb, depunerile persoanelor fizice în depozite la termen cu dobândă au crescut cu peste 30% în aceeași perioadă. Consecvent, dezinteresul populației de a investi mijloacele financiare în instrumentele pieței de capital poate fi atribuită cu precădere lipsei de cunoștințe a acestora despre modalitățile respective de creare a veniturilor suplimentare.

Astfel, prin realizarea direcției prioritare 2.3. se urmărește diminuarea constrângerilor legate de lipsa de încredere și educație financiară în rândul populației.

Situația de referință

În prezent, cultura de economisire și încredere a populației că ar putea investi eficient economiile în instrumente ale pieței de capital este destul de redusă. Acest fapt determină un volum redus de resurse financiare plasate de persoanele fizice în instrumentele pieței de capital în detrimentul depozitelor bancare sau al altor forme de investiții.

Rezultatele așteptate:

- 1) extinderea și îmbunătățirea cadrului de protecție a acționarilor minoritari, care au realizat investiții contra bonuri patrimoniale;
- 2) cadru legal și instituțional, care asigură diminuarea riscurilor investitorilor în instrumentele de datorie (obligațiuni corporative sau municipale);
- 3) elaborarea și implementarea programelor anuale de educație financiară.

Direcția prioritară 2.4. Crearea unui cadru efectiv de protecție a investitorilor

Implementarea și aplicarea unor reguli și măsuri de protecție a investitorilor sunt esențiale pentru a asigura un mediu sigur și echitabil pentru toți participanții la piața de capital. Asigurarea unui mediu sigur de investiții presupune acțiuni de monitorizare a tranzacțiilor, de prevenire a fraudelor și de garantare a drepturilor investitorilor. Totodată, transparența și integritatea piețelor de capital este crucială pentru a crește încrederea investitorilor – persoane fizice, iar informațiile despre companii, tranzacții și performanțe ale acestora trebuie să fie disponibile și ușor de înțeles pentru toți cei implicați.

În același timp, majorarea plafonului de compensare, în cazul incapacității societății de investiții de a returna mijloacele bănești/instrumentele financiare până la un nivel competitiv, va spori siguranța investitorilor.

Situația de referință

Tendința populației de a investi este orientată, cu precădere, spre instrumente simple, lichide și pe termen scurt (depozitele bancare), care oferă un nivel înalt de siguranță investițională. Această situație reprezintă rezultatul lipsei unor certitudini și garanții privind recuperarea investiției, precum și al înțelegerii insuficiente a riscurilor ce le comportă investițiile pe termen lung.

Rezultatele așteptate:

- 1) sporirea calității transparenței informațiilor prezentate de emitenți pe piața de capital;
- 2) fortificarea rolului guvernantei corporative în cadrul companiilor listate la bursă;
- 3) dezvoltarea și consolidarea sistemului de protecție pentru investitori și apropierea acestuia de nivelul oferit de sistemul bancar.

4.3. Obiectivul general 3. Modernizarea infrastructurii pieței de capital

În arhitectura globală a unei economii de piață modernă, o configurare optimă a infrastructurii pieței de capital, adaptată la nivelul de dezvoltare a țării și la nevoile de creștere durabilă a ei, reprezintă un element de bază. Din această perspectivă, dezvoltarea pieței de capital, per ansamblu, nu poate fi examinată izolat de modernizarea constantă a infrastructurii sale. Astfel, doar o infrastructură modernă și sigură poate să atragă investitori străini și locali, oferindu-le încredere în stabilitatea și transparența pieței. Totodată, o piață de capital modernizată facilitează tranzacțiile rapide și eficiente, cu costuri reduse de tranzacționare, ceea ce influențează creșterea lichidității ei. Drept urmare, o infrastructură a pieței bine configurată va conduce, în cele din urmă, la creșterea fluxului de capital, oferirea companiilor locale a accesului la surse alternative de finanțare, cum ar fi emisiunile de acțiuni și obligațiuni, și va putea stimula activitatea economică.

În același timp, modernizarea infrastructurii pieței de capital poate facilita integrarea în piețele financiare internaționale, oferind acces la o gamă mai largă de investitori și oportunități de finanțare.

Prin prisma acestor beneficii, OG 3. se aliniază cu direcția 5.12 (punctul 4)) de politici și intervenții prioritare din SND2030 și cu OG 1 SNDE2030. Astfel, potrivit SND2030, dezvoltarea pieței de capital și sporirea varietății, accesibilității și calității instrumentelor de finanțare constituie o parte din direcții și intervenții prioritare, care vor contribui la realizarea obiectivelor trasate și a priorităților corespunzătoare angajamentelor din Acordul de Asociere Republica Moldova – Uniunea Europeană, ratificat prin Legea nr. 112/2014.

Situația de referință

Infrastructura actuală a pieței de capital din Republica Moldova nu exploatează pe deplin toate oportunitățile oferite de legislația și practica europeană, fiind astfel la nivelul piețelor de capital subdezvoltate.

Rezultatele așteptate

Piața de capital din Republica Moldova dispune de un operator de piața de capital, care pune la dispoziția participanților o platformă modernă de tranzacționare (acces la distanță, licitații electronice, informativă), capabil să promoveze investițiile în instrumentele bursiere și să informeze publicul larg despre evoluțiile pieței. Piața beneficiază de toate conexiunile necesare pentru efectuarea operațiunilor post-tranzacționare în siguranță și la costuri minime, integrate în piața regională și globală. Societățile de investiții și sectorul de consultanță sunt capabili să ofere servicii de calitate emitenților și investitorilor, asigurând interesul major al clienților.

Pentru atingerea OG3. se propun a fi realizate următoarele 5 direcții prioritare (DP):

DP 3.1. Facilitarea dezvoltării platformelor de tranzacționare moderne pentru diverse tipuri de instrumente financiare;

DP 3.2. Consolidarea infrastructurii post-tranzacționare pe piața de capital;

DP 3.3. Facilitarea integrării regionale a pieței de capital;

DP 3.4. Facilitarea dezvoltării ecosistemului intermediar financiar;

DP 3.5. Dezvoltarea rezilienței și sporirea supravegherii societăților de registru.

Direcția prioritară 3.1. Facilitarea dezvoltării platformelor de tranzacționare moderne pentru diverse tipuri de instrumente financiare

Operatorul pieței reglementate și a sistemului multilateral de tranzacționare din Republica Moldova trebuie să dezvolte, să achiziționeze sau să adapteze sistemul actual de tranzacționare, astfel încât acesta să îndeplinească cerințele unei piețe de capital moderne, sigure și flexibile. Conform standardelor europene și internaționale, sistemul de tranzacționare continuu ar trebui

considerat metoda principală de gestionare a ședințelor de tranzacționare. Acest sistem, utilizat pe toate piețele internaționale, permite încheierea tranzacțiilor pe tot parcursul zilei de tranzacționare. Implementarea unui astfel de sistem reprezintă un pas semnificativ în dezvoltarea pieței interne de capital, în atragerea investitorilor și în creșterea lichidității.

Realizarea acestei direcții prioritare implică revizuirea mecanismelor de tranzacționare existente la bursa de valori și asigurarea tranziției către un sistem de formare continuă a prețului de tranzacționare a valorilor mobiliare. Un rol important în realizarea acestei direcții prioritare îl va avea un partener strategic străin, fie regional, fie internațional, care va aduce expertiză și resurse necesare pentru dezvoltarea pieței de capital din Republica Moldova.

Situația de referință

Sistemul de tranzacționare bazat pe formarea prețului unic de piață, utilizat în prezent la bursa de valori, permite investitorilor să încheie tranzacții doar o singură dată pe zi, totodată, algoritmul actual de formare a prețului de piață este unul avantajos pentru cumpărător, dar nu și pentru vânzător, ceea ce, implicit, nu se înscrie în mecanismele de formare a unui preț de piață corect. De asemenea, acest model nu este atractiv pentru cei mai activi participanți de pe piața de capital, cum ar fi investitorii și formatorii de piață (market-maker).

De asemenea, sistemul de tranzacționare local nu este adaptat pentru calcularea veniturilor din instrumentele financiare de creanță (obligațiuni), care transformă venitul unei obligațiuni în preț și invers, pe baza plăților cupon.

Rezultatele așteptate

Operatorul de piață oferă o platformă modernă, cu mecanism continuu de tranzacționare, sigur, cu acces la distanță, licitații electronice, ce asigură funcționalități globale în ceea ce privește modelul de tranzacționare și tipul instrumentelor tranzacționate.

Direcția prioritară 3.2. Consolidarea infrastructurii post-tranzacționare pe piața de capital

În Republica Moldova, rolul de infrastructură post-tranzacționare este atribuit DCU. Pentru funcționarea efectivă a pieței, cu un nivel înalt de reziliență și siguranță, un rol important îl joacă existența unei conexiuni directe cu operatorul de piață și cu restul participanților, inclusiv prin prisma schimbului automatizat de date privind conturile de instrumente financiare și evidențele de pe aceste conturi. De asemenea, modul de gestionare a conturilor clienților trebuie să fie în linie cu bunele practici necesare unei funcționari eficiente a pieței de capital. Prin realizarea acestei direcții prioritare se urmărește interconectarea efectivă a DCU cu operatorul de bursă și cu societățile de investiții, pentru sporirea calității serviciilor de clearing și decontare.

Situația de referință

În prezent, nu există o conexiune directă între DCU și operatorul de bursă, nu este posibilă efectuarea operațiunilor în baza conturilor agregate. De asemenea, DCU este implicat în activități improprii unui depozitar central, cum ar fi efectuarea tranzacțiilor OTC, emisiunile de valori mobiliare și alte activități aferente guvernanței corporative.

Rezultatele așteptate:

- 1) realizarea interconectării efective a sistemului DCU cu sistemul de tranzacționare al operatorului de piață și cu sistemele societăților de investiții;
- 2) asigurarea evidenței clienților cu aplicarea modelului de segregare a conturilor omnibus;
- 3) activitățile improprii depozitarilor centrali au fost reduse;

Direcția prioritară 3.3. Facilitarea integrării regionale a pieței de capital

Integrarea cu piețele de capital regionale, mai mature, cum ar fi cea din România, nu reprezintă doar o oportunitate, ci și o necesitate pentru Republica Moldova. UE, prin planul său de unificare a piețelor de capital, oferă un cadru de acțiune accelerată în acest sens. Procesul de integrare va aduce multiple beneficii, în mod special, emitenților de valori mobiliare, cum ar fi listările transfrontaliere duale sau non-duale, creșterea lichidității, recunoașterea investitorilor și un nivel mai înalt de transparență și guvernare corporativă. Suplimentar, integrarea în uniunea piețelor de capital din UE ar putea produce câștiguri substanțiale de eficiență, comparativ cu organizarea acestor activități la nivel național.

Situația de referință

În prezent, se constată lipsa conexiunilor DCU cu alți depozitari străini, această situație fiind, în mare parte, condiționată de anumite carențe în legislația națională, cum ar fi interdicția de aplicare a modelului de segregare a conturilor omnibus. De asemenea, lipsesc acorduri de colaborare cu autoritățile din alte țări, precum și a cadrului de reglementare care ar facilita integrarea pieței.

Rezultatele așteptate:

- 1) stabilirea unor parteneriate strategice cu autoritățile relevante din alte state și instituții financiare internaționale;
- 2) dezvoltarea și adaptarea cadrului legal sectorial în vederea facilitării listării transfrontaliere a emitenților locali;
- 3) Cel puțin o conexiune între depozitarul central al Republicii Moldova și un depozitar străin este stabilită.

Direcția prioritară 3.4. Facilitarea dezvoltării ecosistemului intermediar financiar

Ecosistemul intermediar financiar include mai multe componente esențiale: băncile, instituțiile financiare nebancare, fondurile de investiții, fondurile de pensii private, societățile de asigurare, consultanții de investiții și afaceri, platformele de tranzacționare, precum și autoritățile de reglementare. Fiecare dintre acestea are un rol specific în facilitarea tranzacțiilor și în asigurarea lichidității pe piața de capital. Aceste componente lucrează împreună pentru a crea un mediu financiar robust și eficient, capabil să susțină dezvoltarea economică și să ofere oportunități diverse de investiții.

Realizarea acestei direcții prioritare depinde, în mare măsură, de realizarea altor direcții prioritare din prezenta Strategie, cum ar fi modernizarea platformelor de tranzacționare și a sistemelor de raportare, dezvoltarea programelor de educație financiară și conștientizarea publicului larg și a investitorilor, precum și stimularea cererii și a ofertei de instrumente financiare. Este necesară, de asemenea, impulsionearea antrenării băncilor și a altor instituții financiare în piața de capital, inclusiv prin crearea de stimulente pentru intermediarii financiari să extindă gama de servicii oferite. Implicarea activă a consultanților de afaceri în promovarea pieței de capital este, de asemenea, esențială.

Situația de referință

Intermediarii financiari au o capacitate limitată de a oferi servicii diversificate și de calitate pe piața de capital. Lipsesc stimulentele comerciale pentru implicarea activă a intermediarilor financiari în dezvoltarea pieței de capital, iar eforturile de marketing sunt limitate. Până în prezent, nicio societate de investiții nu oferă informații și analize privind oportunitățile și tendințele de piață sau alte recomandări generale privind tranzacțiile cu instrumente financiare. Societățile de investiții sunt absente în spațiul public.

Rezultatele așteptate:

- 1) Societățile de investiții prestează anual servicii de cercetări în investiții și analiză financiară pentru cel puțin 50 de clienți.
- 2) Băncile, companiile de asigurare și alți investitori instituționali implementează politici investiționale pe piața de capital și sunt activi pe această piață.
- 3) Firmele de investiții străine sunt prezente pe piața de capital locală.
- 4) Pe piața organizată locală sunt prestate servicii de rating, formatori de piață, intermediere la plasarea valorilor mobiliare pe piața primară și alte servicii, cum ar fi consultanța în fuziuni și achiziții, managementul riscului și consultanța strategică.

Direcția prioritară 3.5. Dezvoltarea rezilienței și sporirea supravegherii societăților de registru

Societățile de registru asigură evidența deținătorilor de valori mobiliare corporative la circa 1 400 de societăți pe acțiuni, care, în mare parte, au fost create în procesul de privatizare în masă și care nu fac parte din categoria entităților de interes public. Acțiunile acestor societăți pe acțiuni se tranzacționează doar în afara bursei de valori (OTC). Importanța menținerii în continuare a societăților de registru, precum și fortificarea capacităților societăților de registru, în vederea asigurării păstrării integrității datelor din registrele acționarilor, este condiționată de necesitatea asigurării drepturilor de proprietate a deținătorilor de valori mobiliare, emise în forma de înscrieri pe conturi.

Situația de referință

Din numărul total de societăți pe acțiuni cărora societățile de registru le prestează servicii, doar circa 10% sunt viabile și își asumă responsabilitățile financiare contractual asumate. Drept urmare, în ultima perioadă, societățile de registru se confruntă cu severe probleme financiare, veniturile din activitatea acestora nu asigură acoperirea cheltuielilor suportate. Sistemele informatice utilizate de societățile de registru sunt învechite, neactualizate din perioada anilor 2000, fiind într-un decalaj cu noile invenții tehnologice. Totodată, societățile de registru păstrează la sediile lor arhiva voluminoasă, aferentă ținerii registrelor acționarilor de la începutul activității – anii 1995 și 1996 și până în prezent, care, în condițiile legislative actuale, nu poate fi transmisă către Agenția Națională a Arhivelor.

Rezultatele așteptate:

- 1) modernizarea sistemelor de ținere a registrelor acționarilor;
- 2) liberalizarea mecanismului de stabilire a tarifelor la serviciile prestate pentru registratori;
- 3) soluționarea problemei arhivării registrelor acționarilor ale emitenților lichidați și reorganizați;
- 4) reorientarea mecanismelor de supraveghere a registratorilor în direcția rezilienței sistemelor informatice utilizate de registratori.

4.4. Obiectivul general 4. Dezvoltarea instrumentelor noi pe piața de capital

Oferta de instrumente investiționale pe piața de capital este extrem de limitată din cauza dimensiunii mici a pieței, dar și a dependenței companiilor de surse tradiționale de finanțare. Companiile locale, practic, nu folosesc posibilitățile de mobilizare a resurselor financiare prin emiterea de valori mobiliare și expunerea acestora spre vânzare unei game largi de investitori. La moment, singurele valori mobiliare plasate pe piață sunt acțiunile, care, cu precădere, se plasează în mod închis. De cealaltă parte, utilizarea instrumentelor de datorie este la început de cale, companiile utilizând, în mare parte, împrumuturile bancare sau resursele proprii pentru finanțarea proiectelor investiționale.

În condițiile în care există o reticență acută în rândul companiilor pentru instrumentele pieței de capital, ajustarea legislației în vederea facilitării emiterii și circulației unor instrumente noi ar fi o măsură viabilă de redistribuire a economiilor și transformarea lor în investiții. Astfel,

stimularea apariției unor instrumente financiare ipotecare sau finanțarea unor proiecte naționale de infrastructură, utilizând emisiunea de titluri de creanță care să respecte cerințele de sustenabilitate (de exemplu, obligațiuni verzi (green bonds)), ar duce nu doar la mobilizarea de capital, dar și la apariția unor elemente suplimentare de impulsie a creșterii economice.

Situația de referință

În prezent, piața locală de capital nu înregistrează anumite instrumente financiare care să mobilizeze resurse financiare de la investitori și care să finanțeze proiecte imobiliare. Chiar dacă sectorul imobiliar este unul destul de vibrant atât pe partea de cerere, cât și cea de ofertă, mecanismele de finanțare utilizate sunt rudimentare și chiar pe alocuri riscante. De asemenea, nu există un cadru de reglementare a instrumentelor investiționale sustenabile, iar sectorul Fintech rămâne slab dezvoltat și slab supravegheat.

Rezultatele așteptate

Implementarea OG4 va determina extinderea gamei de instrumente financiare pe piața de capital prin facilitarea finanțării pieței imobiliare din Republica Moldova, consolidarea instrumentelor de finanțare durabilă și dezvoltarea piețelor activelor virtuale.

Pentru atingerea **OG4.**, se propun a fi realizate următoarele 4 direcții prioritare:

DP 4.1. Facilitarea dezvoltării instrumentelor financiare ipotecare;

DP 4.2. Facilitarea dezvoltării instrumentelor de finanțare durabilă;

DP 4.3. Facilitarea dezvoltării finanțelor digitale;

DP 4.4. Promovarea finanțării autorităților publice prin obligațiuni municipale și de proiect.

Direcția prioritară 4.1. Facilitarea dezvoltării instrumentelor financiare ipotecare

Piața de capital poate sprijini dezvoltarea sectorului imobiliar prin furnizarea de capital, creșterea lichidității și transparenței, diversificarea riscurilor și promovarea stabilității acestui sector. La rândul său, dezvoltarea sectorului imobiliar va contribui la maturizarea și diversificarea pieței de capital, creând un ciclu benefic pentru creșterea economică.

Această direcție prioritară urmărește dezvoltarea și extinderea accesului la instrumente financiare ipotecare, care sunt esențiale pentru stimularea pieței imobiliare, creșterea accesului populației la locuințe și consolidarea stabilității financiare pe termen lung. Băncile și organismele de plasament colectiv joacă un rol crucial în intermedierea capitalului de pe piața de capital către persoanele care apelează la credite ipotecare sau dezvoltatorii imobiliari.

Situația de referință

Astăzi, băncile dispun de suficiente lichidități și nu necesită finanțare din surse alternative, cum sunt instrumentele de securitizare. Cu toate acestea, există oportunități sigure pentru consolidarea sectorului ipotecar, în special prin îmbunătățirea cadrului legislativ, creșterea educației financiare și întărirea infrastructurii pieței de capital.

Rezultatele așteptate:

- 1) crearea mecanismelor aferente pieței de capital pentru finanțarea sectorului imobiliar;
- 2) creșterea accesului la finanțare pentru proiectele imobiliare;
- 3) diversificarea instrumentelor pe piața de capital: cel puțin o emisiune de obligațiuni pentru finanțarea unor proiecte imobiliare.

Direcția prioritară 4.2. Facilitarea dezvoltării instrumentelor de finanțare durabilă

Încurajarea investițiilor pe termen lung și a unei abordări responsabile asupra investițiilor poate avea beneficii atât pentru investitorii de retail, cât și pentru companii sau Guvernul Republicii Moldova/municipii. Investițiile realizate cu utilizarea instrumentelor pieței de capital pot

susține proiecte investiționale de anvergură, iar promovarea investițiilor în sectoare cu impact major asupra mediului înconjurător și a societății în general poate fi un element important de dezvoltare durabilă.

Din perspectiva aderării la UE, Republica Moldova trebuie să depună eforturi pentru a-și realiza angajamentele, inclusiv cele în domeniul adaptării la schimbările climatice și promovării dezvoltării sustenabile. Așa cum la nivel UE sectorul financiar este plenipotențiar implicat în lupta împotriva schimbărilor climatice (European Green Deal), la nivel național, finanțarea sustenabilă poate deveni un catalizator de facilitare a investițiilor în proiecte durabile din partea băncilor și a pieței de capital. Pentru aceasta, părțile implicate (BNM, CNPF și Guvernul Republicii Moldova) și-au asumat implementarea Foi de parcurs pentru finanțarea durabilă 2024 – 2028, care include un set de acțiuni pe dimensiunea pieței de capital, în vederea armonizării principiilor taxonomiei UE și ale standardelor privind obligațiunile verzi europene. Respectiv, crearea unei politici de tranziție la economia verde, luându-se în considerație factorii de mediu, sociali și de guvernare, produce, direct și indirect, soluții și pentru dezvoltarea pieței de capital.

Pentru demararea cadrului de finanțare a proiectelor verzi, sunt necesare eforturi conjugate ale instituțiilor guvernamentale, ale sectorului financiar și ale sectorului privat.

Situația de referință

În Republica Moldova nu există o taxonomie pe investițiile durabile, la fel cum nu există și un cadru de reglementare în acest sens. Totodată, în lipsa legislației privind raportarea nefinanciară, se creează incertitudine în angajamentul companiilor pentru finanțarea sau dezvoltarea proiectelor sustenabile, inclusiv cu impact pozitiv asupra mediului.

Rezultatele așteptate:

- 1) crearea cadrului de reglementare pentru dezvoltarea durabilă – raportarea nefinanciară și emiterea de obligațiuni verzi este pusă în aplicare;
- 2) sporirea capacităților statului și companiilor în domeniul economiei durabile;
- 3) realizarea a cel puțin unei emisiuni de obligațiuni verzi.

Direcția prioritară 4.3. Facilitarea dezvoltării finanțelor digitale

Încurajarea digitalizării, dezvoltării și implementării de noi soluții tehnologice contribuie la reducerea costurilor și îmbunătățirea transparenței și supravegherii pe piața de capital. Totodată, Fintech poate produce noi modele de afaceri pe piață, oferind consumatorilor acces la produse financiare inovatoare. Extinderea rapidă a tehnologiilor necesită focusarea atenției pe riscurile pe care le comportă în zone de protecție a drepturilor consumatorilor, de integritate a pieței și de stabilitate financiară. Sporirea rezilienței digitale a actorilor de pe piața de capital și crearea condițiilor pentru investitori, emitenți și intermediari pentru utilizarea de inovații tehnologice va facilita dezvoltarea finanțelor digitale în țară.

Situația de referință

În Republica Moldova, nu există un cadru de reglementare pe finanțele digitale. Lipsa capacităților și a riscurilor prezente în domeniu a contribuit la crearea barierelor legale pentru dezvoltarea unor piețe organizate pe acest segment de piață.

Rezultatele așteptate:

- 1) dezvoltarea cadrului de reglementare pentru extinderea finanțelor digitale;
- 2) sporirea capacităților statului și a companiilor în domeniul finanțelor digitale;
- 3) crearea de noi modele de afaceri.

Direcția prioritară 4.4. Promovarea finanțării autorităților publice prin obligațiuni municipale și de proiect

După cum se menționează în SND2030, insuficiența resurselor financiare pune în dificultate autoritățile publice locale atunci când este vorba realizarea proiectelor de infrastructură necesare localității. Finanțarea proiectelor de infrastructură, inclusiv în sfera social-culturală, poate fi impulsionată prin utilizarea de către autoritățile publice locale a unor instrumente financiare de datorie, așa cum sunt obligațiunile municipale sau obligațiunile de proiect.

Implementarea practicii de analiză și de evaluare a oportunităților de finanțare prin emisiunile de obligațiuni pentru fiecare proiect investițional la nivel național și local va contribui la utilizarea mai activă a acestora în identificarea și atragerea finanțelor pe termen lung. În acest sens, este binevenită, instituirea unor programe de suport naționale, inclusiv conceptualizarea și punerea în aplicare a unui program național de achiziție a obligațiunilor municipale pentru sporirea certitudinii APL în obținerea finanțării pentru proiectele investiționale planificate.

Pentru primă dată, obligațiunile municipale au fost emise în Republica Moldova în anii 2021 și 2022 de către Primăria mun. Chișinău, Primăria mun. Ceadâr-Lunga și Primăria or. Sângera, pentru finanțarea unor proiecte de infrastructură locală. Chiar și așa, aceste emisiuni pilot realizate cu suportul partenerilor externi, valorificate și ușor absorbite de către piață, nu au fost preluate imediat, ca model alternativ de finanțare, de către alte APL. Cu toate acestea, mai multe APL totuși își manifestă interesul pentru acest mecanism de finanțare.

Situația de referință

Obligațiunile municipale, ca și instrument de atragere a resurselor financiare suplimentare, destinate finanțării proiectelor publice de dezvoltare locală, încă nu sunt valorificate pe deplin. Ca atare, acest instrument financiar are un mare potențial de creștere și poate contribui la finanțarea comunităților locale.

Rezultatele așteptate:

Ținta DP 4.4. este de a promova și cultiva în rândurile autorităților publice, drept o practică uzuală, mecanismul de emisiune a obligațiunilor în atragerea fondurilor pentru proiecte de interes național și local, dezvoltarea sustenabilă a economiei naționale, cu finanțarea a cel puțin 3 proiecte de infrastructură și extinderea până la 7 a numărului de APL, care se finanțează de pe piața de capital.

4.5. Obiectivul general 5. Armonizarea legislației naționale în domeniu conform procesului de aderare la UE

Armonizarea legislației naționale cu acquis-ul comunitar este un element crucial în procesul de integrare a Republicii Moldova în UE. Acest obiectiv strategic urmărește alinierea cadrului legal și instituțional național în domeniul pieței de capital la standardele și normele europene, facilitând astfel aderarea și asigurând o piață de capital națională robustă și competitivă. În perioada 2024 – 2027, procesul de actualizare a legislației la normele europene deja urmărește revizuirea și actualizarea legislației naționale primare și secundare referitoare la organismele de plasament colectiv, emitenți, societăți de investiții, piețe reglementate și depozitari centrali.

În scopul atingerii OG5., urmează a fi realizate, în procesul de reglementare pentru înțelegerea și aplicarea corectă a noului cadru normativ, următoarele acțiuni:

- 1) asigurarea că publicul este bine informat despre schimbările planificate în politica de reglementare;
- 2) colaborarea și coordonarea eficientă cu autoritățile competente, instituțiile și alte părți interesate în timpul consultărilor publice legate de propunerile de modificare a reglementărilor;
- 3) organizarea atelierelor de lucru/seminarelor pentru a educa și a instrui entitățile reglementate și publicul larg despre noile reglementări;

4) elaborarea și publicarea de ghiduri explicative detaliate, care să clarifice aspectele-cheie ale noilor reglementări și să ofere exemple practice de aplicare;

5) crearea pe pagina web oficială a CNPF a unei secțiuni/platforme dedicate, care să includă întrebări frecvente, documente și formulare standardizate, linkuri către sesiuni de instruire live, pentru a facilita accesul rapid și ușor la informații esențiale pentru entitățile reglementate și publicul larg.

Situația de referință

Procesul de armonizare a legislației pieței de capital a fost inițiat în anul 2012, perioadă în care, până la obținerea de către Republica Moldova a statutului de țară candidat, Autoritatea nu avea obligația de transpunere integrală a aquis-ului comunitar în materie. Corespunzător, transpunerea parțială a legislației UE creează, actualmente, bariere în libera circulație a serviciilor financiare și capitalului.

Urmare a procesului de evaluare a gradului de conformitate a legislației naționale cu cea din UE, realizat la începutul anului 2024, în domeniul pieței de capital au fost identificate peste 100 acte europene care urmează a fi armonizate/transpuse de CNPF, în vederea aderării Republicii Moldova la UE.

Rezultatele așteptate:

Proces continuu de armonizare a legislației sectoriale, ținta pentru OG 5. fiind respectarea termenelor asumate pentru transpunerea, la nivel național, a legislației europene.

Pentru atingerea **OG 5.**, se propun a fi realizate următoarele 2 direcții prioritare:

DP 5.1. Asigurarea liberei circulații a serviciilor de investiții și a capitalului;

DP 5.2. Consolidarea capacității instituționale a regulatorului pieței de capital.

Direcția prioritară 5.1. Asigurarea liberei circulații a serviciilor financiare și a capitalului

Unul din principiile fundamentale ale pieței unice europene și ale economiilor integrate îl reprezintă asigurarea liberei circulații a serviciilor și a capitalului, măsură care urmează a fi îndeplinită de Republica Moldova, în contextul procesul de integrare în UE, și care este esențială pentru funcționarea eficientă a unei piețe unice integrate, promovând creșterea economică, competitivitatea și stabilitatea financiară.

În vederea realizarea direcției prioritare propuse, la prima etapă, se va efectua o radiografie a reglementărilor aferente pieței de capital, pentru a identifica barierele care împiedică sau restricționează fluxul liber al serviciilor și al capitalului între statele membre ale UE/țările terțe sau alte entități economice. Ulterior, pentru realizarea acestei direcții prioritare vor fi efectuate activități orientate spre îmbunătățirea și ajustarea cadrului normativ aferent pieței de capital prin transpunerea în legislația națională a cadrului de reglementare UE, cu precădere, pe capitolele de aderare a aquis-ului comunitar de bază, precum: 2 – „Libera circulație a lucrătorilor”; 4 - „Libera circulație a capitalului; 6 – „Dreptul societăților comerciale” și 9 – „Servicii financiare”.

Situația de referință

Piața de capital se confruntă cu un deficit de expertiză din partea intermediarilor financiari din afara țării pentru asigurarea convergenței la nivel de reglementare și supraveghere a entităților reglementate pe piața de capital.

Rezultatele așteptate

1) revizuirea și armonizarea cadrului legal, în vederea eliminării barierelor și garantarea drepturilor de acces și circulație;

2) asigurarea accesului intermediarilor financiari pe piața de capital locală și străină.

Direcția prioritară 5.2. Consolidarea capacității instituționale a regulatorului pieței de capital

Din perspectiva asigurării succesului în realizarea OG 5., trebuie de constatat că, drept continuitate a măsurilor preconizate, realizarea acestei direcții prioritare, în mod direct și indispensabil, depinde de consolidarea capacității instituționale a CNPF și avansarea în dezvoltarea competențelor de cooperare, prin echiparea suficientă a CNPF, inclusiv alocarea de resurse umane și financiare pentru a crea mecanisme menite să asigure interacțiunea pertinentă cu organismele de profil europene, dar și supravegherea continuă și adecvată a participanților pieței și a competențelor de intervenție. Aceste măsuri ar trebui să faciliteze accesul firmelor de investiții străine pe piața de capital din Republica Moldova.

Fortificarea cadrului de supraveghere a activităților desfășurate profesionist de către principalii actori ai pieței este esențială pentru un mediu favorabil și protector al investițiilor efectuate pe piața de capital. Acesta este motivul pentru care dispozițiile reglementărilor UE (MiFID, UCITS, IORP etc.) oferă autorităților competente instrumente clare de supraveghere și intervenție, precum: solicitarea și obținerea de date relevante; efectuarea de inspecții și investigații la fața locului; audierea persoanelor; blocarea activelor.

Totodată, în aspecte de integrare, în afară de condiția de aplicare, de către țările care participă la integrarea piețelor de capital, a unor prevederi legale similare privind autorizarea și supravegherea, cadrul legal prevede prezența unor acorduri de cooperare între autorități, care ar include și dispoziții privind schimbul de informații în scopul menținerii integrității pieței și protejării investitorilor.

Armonizarea și dezvoltarea cooperării vor îmbunătăți și consolida capacitățile instituționale ale CNPF, în scopul supravegherii eficiente a pieței de capital. Asistența din partea partenerilor externi poate contribui la realizarea acestei direcții prioritare .

Situația de referință

La ziua de astăzi, CNPF, în calitate de regulator al pieței de capital, nu este parte a IOSCO MMoU sau a acordurilor bilaterale cu autorități similare din statele membre, ceea ce reprezintă o vulnerabilitate pentru realizarea unui obiectiv de integrare a pieței de capital locale în uniunea piețelor de capital din UE. Mai mult, acest statut al CNPF creează percepția de competență insuficientă în realizarea schimbului reciproc de informații în scop de supraveghere cu autorități similare, fiind legat, în mod special, de incapacitatea de a obține informații-cheie de investigație de la reglementatorii de peste hotare (ca parte a MMoU al IOSCO).

Rezultatele așteptate

- 1) identificarea asistenței externe, în vederea transunerii acquis-ului comunitar, dezvoltării și consolidării capacității instituționale a CNPF;
- 2) capacități instituționale ale CNPF consolidate și competențe de cooperare dezvoltate;
- 3) încheierea acordurilor de cooperare cu autorități similare, în mod special, din statele membre UE.

V. DIRECȚII PRIORITARE

Obiectivele generale ale strategiei sunt atinse prin realizarea direcțiilor prioritare pentru fiecare obiectiv general. În această ordine de idei, principalele direcții de intervenție prin care se vor realiza direcțiile prioritare sunt activitățile:

- 1) de elaborare și modificare a cadrului de reglementare a proceselor ce țin de accesul și funcționarea pieței de capital;

- 2) de dezvoltare a altor domenii cuprinse în obiectivele strategice ale SND2030 și a altor documente strategice;
- 3) de modificare a regimului fiscal/valutar pe aspectele ce țin de piața de capital;
- 4) de informare și educație financiară;
- 5) de exercitare de către autoritățile și instituțiile implicate a rolului de coordonator și facilitator.

Activitățile ce urmează a fi implementate pentru atingerea OG 1. Sporirea accesului companiilor la finanțare pe termen lung prin utilizarea instrumentelor pieței de capital se vor realiza în baza următoarelor direcții prioritare:

DP 1.1. Crearea unui cadru stimulator și atractiv pentru finanțarea companiilor prin intermediul pieței de capital în raport cu creditarea bancară

Principalele intervenții realizate pentru a spori accesul emitenților pe piața de capital se vor axa pe:

- 1) eliminarea constrângerilor;
- 2) crearea mecanismelor de suport și stimulare.

Acest lucru va implica analiza și revizuirea cadrului legal primar și secundar privind ofertele publice, condițiile de listare pe piața reglementată și în cadrul MTF, de tranzacționare și post-tranzacționare. Principalele măsuri de suport vor conține subvenționarea costurilor de lansare a IPO și elaborarea prospectelor de obligațiuni corporative, precum și asistența tehnică a emitenților. De asemenea, pentru participanții profesioniști la piața de capital se vor oferi programe de suport financiar și de asistență tehnică.

DP 1.2. Sporirea accesului IMM la finanțare prin intermediul pieței de capital

Pentru realizarea acestei direcții prioritare se vor implementa măsuri de îmbunătățire a funcționării platformelor de tranzacționare pentru IMM. În acest sens, se va analiza și se vor elabora măsuri de facilitare și admitere a IMM pe platforma bursieră și în afara pieței reglementate. A doua direcție este aceea de a dezvolta platformele de finanțare participativă. Totodată, pentru a elimina discrepanțele pe suportul acordat IMM, în funcție de sursa de finanțare a proiectelor de dezvoltare a afacerilor, se va efectua evaluarea tuturor programelor de suport, oferite IMM de Guvernul Republicii Moldova, și se vor efectua modificările necesare pentru a elimina discriminarea după sursa de finanțare. De asemenea, în dialog și cooperare cu BNM, se va analiza și examina oportunitatea emiterii obligațiunilor corporative în valută liber convertibilă, similar creditelor din sectorul bancar. Adicional, se vor realiza programe de informare și promovare a finanțării de pe piața de capital.

DP 1.3. Sporirea eficienței companiilor a căror guvernare implică participarea statului, prin listarea pe piața reglementată și în cadrul MTF

Pentru îndeplinirea **DP 1.3.** este necesară realizarea a 3 categorii de măsuri principale:

- 1) modificarea ținutului a cadrului legal ce ține de privatizarea companiilor cu deținerea statului;
- 2) elaborarea și implementarea planurilor de dezvoltare în întreprinderile cu o implicare activă și efectivă a Agenției Proprietății Publice;
- 3) acordarea suportului tehnic (consultanță) necesar la toate etapele de dezvoltare a companiilor, selectate în baza unor principii și criterii prestabilite;
 - a) elaborarea planurilor de afaceri;
 - b) listarea la bursă și emisiunea de valori mobiliare (în continuare VM).

DP 1.4. Informarea și promovarea oportunităților de finanțare prin intermediul pieței de capital în rândul companiilor

Principalele activități de informare și promovare vor fi direcționate spre 3 categorii-țintă:

- 1) managementul emitenților pentru a crea un nivel general de conștientizare privind oportunitatea de finanțare de pe piața de capital;
- 2) participanții profesioniști;
- 3) publicul larg.

De asemenea, pentru promovarea pieței de capital, de comun cu principalii parteneri și asociațiile de business, se vor organiza evenimente dedicate sau relevante pentru piața de capital.

DP 1.5. Simplificarea proceselor de supraveghere și monitorizare a companiilor care nu sunt de interes public și diminuarea numărului de societăți/conturi inactive.

Pentru realizarea acestei direcții prioritare, se va efectua o analiză amplă a implicării reglementărilor ce se referă la procesul de privatizare în masă și urmările acestuia. În rezultat, se va propune modificarea cadrului legal privind piața de capital, astfel încât să se creeze un fundament pentru elaborarea și implementarea politicilor ce țin de companiile rezultate din privatizare într-un mod separat de politicile privind piața de capital. De asemenea, în colaborare cu Agenția Servicii Publice (în continuare ASP) și alte autorități publice relevante, se vor elabora și implementa măsuri privind radierea din registrele de stat a societăților inactive, dar și identificarea/actualizarea datelor în registrele acționarilor a tuturor acționarilor și crearea unor mecanisme facile de informare a acestora, clarificarea și elaborarea măsurilor privind eliminarea/diminuarea de societăți/conturi inactive.

Direcțiile prioritare ce urmează a fi implementate pentru atingerea OG 2. Lărgirea bazinului de investitori activi pe piața de capital prin facilitarea accesului investitorilor și sporirea atractivității investițiilor în instrumentele pieței de capital

Atingerea OG 2. necesită intervenții de susținere și suport dedicate investitorilor instituționali, gospodăriilor casnice și investitorilor din afara Republicii Moldova. Diaspora poate juca un rol important în stimularea investițiilor pe piața de capital autohtonă. Prin urmare, sunt necesare măsuri ținute și pentru această grupă de investitori.

Principalii factori care contribuie la realizarea acestei direcții prioritare vizează:

- 1) existența unui cadru de impozitare atractiv în comparație cu alte modalități de investire, în special dobânzile bancare;
- 2) măsuri de sporire a încrederii și promovării culturii de economisire printre populație;
- 3) dezvoltarea și facilitarea activității investitorilor instituționali;
- 4) reguli efective de protecție a investitorilor.

DP 2.1. Orientarea cadrului de impozitare spre stimularea investițiilor în instrumentele pieței de capital

Regimul fiscal este unul din factorii primordialii care se iau în considerație de către investitori în procesul de investire. Atingerea DP 2.1. se va realiza prin orientarea cadrului de impozitare și reglementare valutară pentru a acorda investițiilor în instrumentele pieței de capital un avantaj sau o arhitectură echilibrată față de alte instrumente financiare. La elaborarea propunerilor de modificare a cadrului legal se va ține cont de bunele practici din regiune și de standardele UE.

DP 2.2. Sporirea rolului și a accesului investitorilor instituționali la piața de capital

Activitățile pentru realizarea DP 2.2. sunt orientate, în cea mai mare parte, pe facilitarea creării investitorilor instituționali locali (fonduri de investiții, fonduri de pensii) și pe crearea materialelor de sprijin pentru funcționarea acestora. De asemenea, o altă direcție de activități

ține de elaborarea unui program de atragere a investitorilor instituționali străini și de adaptare a legislației aplicabile în acest scop.

DP 2.3. Sporirea încrederii și promovarea culturii de economisire și investire în rândul populației

Se vor elabora și implementa un spectru larg de activități dedicate educației financiare a populației, în special a tinerilor, precum și orientate pe diferite grupe ținte de investitori potențiali, persoane fizice, care vor include fără a se limita la: organizarea și găzduirea unor evenimente de educație financiară tematice, îmbunătățind și actualizând continui conținutul și profilul acestor evenimente; elaborarea și publicarea materialelor de educație financiară a piețelor de capital pe pagina web oficială a CNPF și a bursei de valori, dar și pe rețelele de socializare.

DP 2.4. Crearea unui cadru efectiv de protecție a investitorilor

Realizarea acestei direcții prioritare va avea loc prin elaborarea și implementarea măsurilor aferente sporirii capacității CNPF în partea ce ține de supravegherea și monitorizarea pieței, dezvoltarea mecanismelor de garantare a investițiilor, de îmbunătățire a mecanismelor de raportare și furnizare a informațiilor.

Activitățile prioritare ce urmează a fi implementate pentru atingerea OG 3. Modernizarea infrastructurii pieței de capital

DP 3.1. Facilitarea dezvoltării platformelor de tranzacționare moderne pentru diverse tipuri de instrumente financiare

Realizarea acestei direcții prioritare se va produce prin:

- 1) revizuirea mecanismelor tranzacționale existente;
- 2) implementarea de noi tehnologii pentru tranzacționarea instrumentelor financiare;
- 3) fortificarea capacității financiare a operatorului bursei.

DP 3.2. Consolidarea infrastructurii post-tranzacționare pe piața de capital

Principalele activități pentru consolidarea rolului infrastructurii post-tranzacționare pe piața de capital se vor axa pe:

- 1) stabilirea cadrului legal universal pentru depozitarii centrali prin transpunerea deplină a aquis-ului european în domeniul depozitarilor centrali;
- 2) asigurarea integrării DCU în piețe financiare internaționale;
- 3) modificarea cadrului de reglementare și guvernare al DCU, în vederea asigurării unui nivel înalt de reziliență, siguranță și sustenabilitate, prin distribuirea funcțiilor de înregistrare a operațiunilor OTC către societățile de investiții.

DP 3.3. Facilitarea integrării regionale a pieței de capital

Pentru a realiza direcția prioritară de integrare a pieței de capital locale cu piețele regionale, se va:

- 1) realiza un studiu privind modelele de integrare a piețelor de capital;
- 2) ajusta cadrul de reglementare, întru facilitarea accesului reciproc liber și nediscriminatoriu al prestatorilor de servicii și activități de investiții;
- 3) reconfigura, moderniza și tehnologiza sistemul de tranzacționare și interconexiunii între operatorii și intermediarii de pe piață.
- 4) identifica o bursă de valori străine, care va putea deveni un partener puternic al infrastructurii de tranzacționare locale, în vederea asigurării alinierii acestuia la cerințele pieței europene (o măsură crucială);
- 5) întocmirea unui memorandum (acord) care va oglindi obiectivele acestui parteneriat.

DP 3.4. Facilitarea dezvoltării ecosistemului intermediar financiar

Realizarea acestei direcții prioritare va avea loc prin:

- 1) inițierea și dezvoltarea unor proiecte comune și de parteneriat public-privat, în vederea multiplicării efectului de utilizare a resurselor pentru dezvoltarea serviciilor și a activităților de investiții;
- 2) promovarea programelor de sponsorizare a analizei fundamentale a potențialilor emitenți, destinate investitorilor interesați, inclusiv cu suportul donatorilor;
- 3) elaborarea și implementarea măsurilor de stimulare a activității pe piața organizată a consultanților financiari, companiilor de rating, companiilor analitice, formatorilor de piață, a underwriter-ilor etc.

DP 3.5. Dezvoltarea rezilienței și sporirea supravegherii societăților de registru

Principalele activități pentru dezvoltarea rezilienței și sporirea supravegherii societăților de registru vor fi direcționate spre 3 categorii-țintă:

- 1) fortificarea capacităților societăților de registru, în vederea asigurării păstrării integrității datelor din registrele acționarilor (liberalizarea tarifelor, tehnologii de informației și comunicațiilor – în continuare TIC);
- 2) soluționarea problemei arhivării registrelor acționarilor;
- 3) sporirea capacităților tehnice ale CNPF în realizarea corespunzătoare a măsurilor de control și supraveghere a corectitudinii ținerii registrelor acționarilor.

Activitățile ce urmează a fi implementate pentru atingerea OG 4. Dezvoltarea instrumentelor noi pe piața de capital

DP 4.1. Facilitarea dezvoltării instrumentelor financiare ipotecare

Realizarea acestei direcții prioritare se vor realiza prin:

- 1) elaborarea unui studiu privind fezabilitatea apariției pe piața de capital a instrumentelor financiare ipotecare;
- 2) dezvoltarea cadrului de reglementare pentru obligațiunile ipotecare și alte instrumente de securitizare.

DP 4.2. Facilitarea dezvoltării instrumentelor de finanțare durabilă

Realizarea acestei direcții prioritare se va produce prin:

- 1) transpunerea în legislația națională privind piața de capital și guvernanta corporativă a pachetului finanțe verzi (green finance) european;
- 2) elaborarea cadrului normativ cu specificarea stimulentei pentru încurajarea emiterii obligațiunilor verzi;
- 3) realizarea unui program-pilot de obligațiuni verzi;
- 4) elaborarea ghidului privind obligațiunile verzi;
- 5) dezvoltarea capacităților societăților privind obligațiunile verzi;
- 6) organizarea campaniilor de informare, în vederea formării conștientizării potențialilor investitori privind oportunitățile investirii în instrumente financiare ecologice;
- 7) promovarea în rândul emitenților a culturii integrității (investițiile bazate pe elemente de mediu, sociale și guvernanta (în continuare ESG) și preocupările de responsabilitate socială), dezvoltarea conștientizării criteriilor ESG și consolidarea capacităților emitenților de a le respecta;
- 8) desfășurarea activităților educaționale și de promovare în domeniul investițiilor durabile.

DP 4.3. Facilitarea dezvoltării finanțelor digitale

Principalele activități pentru facilitarea dezvoltării finanțelor digitale vor fi direcționate spre următoarele 5 categorii-țintă:

- 1) dezvoltarea cunoștințelor angajaților CNPF privind piața instrumentelor financiare digitale, în vederea asigurării reglementării adecvate a acesteia;
- 2) organizarea sesiunilor de informare a participanților la piața valorilor mobiliare cu prevederile legislației europene privind finanțele digitale;
- 3) organizarea unor dezbateri cu participanții din infrastructura pieței valorilor mobiliare pentru analiza oportunităților și a riscurilor generate de utilizare a tehnologiilor bazate pe Tehnologia Registrului Distribuie;
- 4) identificarea soluțiilor digitale pentru sporirea eficienței și a calității serviciilor financiare, cu scăderea concomitentă a costurilor de tranzacționare;
- 5) dezvoltarea cadrului de reglementare pe finanțele digitale (crypto).

DP 4.4. Promovarea finanțării autorităților publice prin obligațiuni municipale și de proiect

Principalele intervenții se vor axa pe:

- 1) identificarea și promovarea unor proiecte de parteneriat public-privat pentru realizarea proiectelor de infrastructură, cu finanțarea proiectelor prin emisiunile publice de obligațiuni;
- 2) implementarea practicii efectuării analizei oportunității finanțării proiectelor publice prin emisiunea obligațiunilor de proiect;
- 3) dezvoltarea programelor de consolidare a capacităților APL, care intenționează să finanțeze proiecte durabile prin emiterea de obligațiuni municipale.

Activitățile ce urmează a fi implementate pentru atingerea OG5. Armonizarea legislației naționale în domeniu conform procesului de aderare la UE

DP 5.1. Asigurarea liberei circulații a serviciilor financiare și a capitalului

Principalele activități vor fi direcționate, cu precădere, spre:

- 1) realizarea foii de parcurs, în ansamblul său de acte și termene setate pentru transpunerea acestora în legislația sectorială;
- 2) revizuirea și armonizarea cadrului legal, în vederea eliminării barierelor și asigurării accesului intermediarilor financiari pe piața de capital locală și străină.

DP 5.2. Consolidarea capacității instituționale a regulatorului pieței de capital

Realizarea acestei direcții prioritare creează premise efective pentru a atinge ținta DP 5.1, vizând:

- 1) identificarea asistenței externe pentru transpunerea acquis-ului comunitar, precum și pentru dezvoltarea și consolidarea capacității instituționale a CNPF;
- 2) consolidarea capacităților instituționale ale CNPF și dezvoltarea competențelor de cooperare;
- 3) încheierea acordurilor de cooperare cu autorități similare în mod special din statele membre UE.

VI. ESTIMAREA IMPACTULUI

Strategia pentru dezvoltarea pieței de capital este așteptată să îmbunătățească semnificativ peisajul financiar al Republicii Moldovei prin aprofundarea pieței de capital, stimularea creșterii economice și sporirea stabilității financiare. Strategia urmărește crearea unui ecosistem

financiar mai dinamic și mai diversificat, care să servească drept catalizator pentru investițiile private, productivitate și inovare. Iată o privire de ansamblu asupra impacturilor anticipate:

1. Stimularea creșterii economice

1.1. Creșterea volumului investițiilor și a productivității

Dezvoltarea pieței de capital va canaliza fluxuri mai mari de economii către investiții productive, în special prin intermediul pieței primare. Acest aflux de finanțare va ajuta la finanțarea proiectelor inovatoare pe termen lung, care sunt, de obicei, mai puțin accesibile prin creditarea bancară tradițională. Drept rezultat, se așteaptă creșterea cantității și calității investițiilor private, alimentând expansiunea economică.

1.2. Facilitarea finanțării activităților complexe

Piețele de capital sunt mai potrivite decât băncile pentru finanțarea proiectelor care implică riscuri mai mari sau lipsesc garanții tangibile, cum ar fi dezvoltarea de software, analiza datelor și cercetarea și dezvoltarea (R&D). Pe măsură ce economia Republicii Moldovei evoluează și structura sa productivă devine mai sofisticată, piețele de capital vor juca un rol esențial în finanțarea acestor sectoare cu creștere rapidă, contribuind astfel la dezvoltarea economică generală și la o creștere mai mare a PIB-ului.

Un exemplu practic subliniază impactul economic potențial: o creștere de 10 puncte procentuale a capitalizării pieței de acțiuni a fost estimată să crească rata anuală de creștere a PIB-ului cu 0,04 puncte procentuale. Această relație, stabilită printr-un studiu realizat de Caporale și alții, intitulat „Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members,”, ilustrează rolul semnificativ pe care extinderea piețelor de capital îl poate juca în accelerarea creșterii economice.

2. Îmbunătățirea stabilității financiare

2.1. Acționând ca un amortizor împotriva ciclurilor de credit

Spre deosebire de creditul bancar, care tinde să fie prociclic, piețele de capital pot avea un efect de stabilizare în perioadele de recesiune economică, acționând ca o sursă alternativă de finanțare. Piețele de obligațiuni și de acțiuni au potențialul de a compensa scăderile de credit în sectorul bancar, oferind finanțarea necesară firmelor atunci când creditarea bancară se contractă. Această funcție de „roată de rezervă” a piețelor de capital ajută la reducerea severității recesiunilor și sprijină o recuperare mai rapidă.

2.2. Diversificarea surselor de finanțare

Prin completarea sistemului bancar cu canale suplimentare de finanțare, piețele de capital pot atenua riscurile financiare sistemice. Dovezile istorice arată că țările cu piețe de obligațiuni și acțiuni mai dezvoltate tind să experimenteze recesiuni mai puțin severe și recuperări mai rapide decât cele puternic dependente de creditul bancar. Prin urmare, dezvoltarea pieței de capital în Republica Moldova va contribui la un sistem financiar mai rezilient.

Sprijinirea factorilor de creștere pe termen lung

2.3. Promovarea inovării și a avansului tehnologic

Extinderea piețelor de capital este legată de creșterea investițiilor în active intangibile și inovare tehnologică, cum ar fi brevetele și exporturile de înaltă tehnologie. Aceste investiții sunt esențiale pentru susținerea creșterii productivității și îmbunătățirea competitivității economiei moldovenești pe piața globală.

2.4. Îmbunătățirea eficienței sistemului financiar

Strategia recunoaște că băncile și piețele de capital se completează reciproc. În timp ce băncile sunt mai specializate în împrumuturi standardizate și garantate pentru activități tradiționale, piețele de capital sunt mai potrivite pentru oferirea de finanțare personalizată pentru proiecte inovatoare și cu riscuri mari. Această relație complementară va optimiza alocarea resurselor în cadrul sistemului financiar.

Prin avansarea dezvoltării piețelor de capital, Strategia urmărește crearea unei structuri financiare mai echilibrate care nu doar trebuie să sprijine creșterea economică durabilă, ci și să sporească reziliența Republicii Moldovei la șocuri financiare, contribuind, în cele din urmă, la un viitor mai prosper.

VII. INDICATORI DE MĂSURARE A EVOLUȚIEI IMPLEMENTĂRII STRATEGIEI

Implementarea Strategiei va avea la bază aplicarea unui mecanism eficient de participare a autorităților publice din domeniu, entităților private, mediului academic, societății civile, precum și a altor părți interesate în dezvoltarea pieței de capital din țară. O Strategie bine definită și fundamentată va putea satisface interesele tuturor părților interesate, va fi suficient de flexibilă pentru a se acomoda la planurile strategice sau de activitate ale partenerilor, asigurând în același timp suficientă rigiditate pentru atingerea obiectivelor generale.

Întrucât, Strategia vizează un cadru cuprinzător de politici publice, guvernate de diverse autorități de stat, implementarea acesteia este condiționată de implicarea nemijlocită atât a CNPF, cât și a celorlalte autorități ale administrației publice centrale și locale, precum Parlamentul RM, Guvernul, Banca Națională a Moldovei, Ministerul finanțelor, Ministerul dezvoltării economice și digitalizării, Ministerului muncii și protecției sociale, a participanților profesioniști care activează pe piața de capital și entităților private, a societății civile, precum și a partenerilor de dezvoltare. În acest sens, instituțiile și entitățile partenere în implementarea Strategiei vor stabili în planurile lor strategice și/sau de activitate acțiunile care derivă din prezentul document și vor asigura corelarea acestora cu obiectivele și activitățile stabilite pentru perioadele următoare.

O mare parte dintre obiectivele generale și direcțiile prioritare reflectate în Strategie urmează a fi finanțate în limita bugetului instituțional propriu al autorității, aprobat pentru anul de gestiune, unele acțiuni vor fi finanțate în limita alocațiilor aprobate în bugetul de stat pentru autoritățile/instituțiile implementatoare, iar pentru unele activități inovatoare vor fi examinate și identificate oportunități de atragere a resurselor adiționale sub formă de asistență consultativă și tehnică de la partenerii de dezvoltare sau în baza realizării unor parteneriate cu asociațiile de profil sau alte părți interesate.

CNPF, în calitate de autoritate responsabilă de implementarea Strategiei, va monitoriza acest proces și va solicita la nivelul fiecărei autorități sau instituții publice responsabile, potrivit competențelor legale, informația corespunzătoare privind stadiul implementării obiectivelor generale și/sau specifice de care sunt responsabile, precum și va oferi suportul și asistența, în caz de necesitate.

Informația compilată și generalizată privind gradul de implementare a Strategiei va fi inclusă în Raportul anual de activitate a CNPF, care se prezintă Parlamentului, Președinției și Guvernului până la data de 1 iunie a anului care urmează după anul de raport. Monitorizarea și evaluarea implementării Strategiei va fi efectuată în baza indicatorilor de monitorizare identificați și stabiliți pentru atingerea rezultatelor aferente fiecărui obiectiv în parte (Tabelul nr.7).

Tabelul nr. 7. Indicatori de monitorizare a implementării Strategiei naționale de dezvoltare a pieței de capital din Republica Moldova pentru perioada 2025-2030

	Obiectiv general și indicatori de monitorizare	Sursă de raportare	Valoare de referință (2024)	Țintă intermediară (2027)	Țintă finală (2030)
	OG 1. Sporirea accesului companiilor la finanțare pe termen lung prin utilizarea instrumentelor pieței de capital				
1	Numărul de oferte publice de obligațiuni corporative noi	CNPF	1 ofertă	5 oferte	10 oferte

2	Valoarea capitalului atras prin ofertă publică	CNPF	517,38 milioane lei	750 milioane lei	1,5 miliarde lei
3	Valoarea capitalului atras prin finanțarea participativă	CNPF	0	100 milioane lei	200 milioane lei
4	Numărul de noi companii listate	CNPF, Operatorul de piață	10	15	22
5	Sondajul privind accesibilitatea pieței de capital (% din respondenți care consideră că piața de capital este accesibilă pentru emitenți)	CNPF, companii de consultanță, asociații patronale	Valoarea de referință urmează să fie stabilită în urma primului sondaj aplicat	30%	50%
OG 2. Lărgirea bazinului de investitori activi pe piața de capital prin facilitarea accesului investitorilor și sporirea atractivității investițiilor în instrumentele pieței de capital					
6	Numărul de investitori non-profesioniști care apelează la servicii pe piața de capital	CNPF, Operatorul de piață	144	50000	100000
7	Numărul de investitori instituționali noi (Fond de Pensie Facultativă, OPC)	CNPF, Operatorul de piață	0	2	4
8	Valoarea activelor administrate de către investitorii instituționali (Fond de Pensie Facultativă, OPC)	CNPF	0	3 miliarde lei	6 miliarde lei
9	Lichiditatea pieței (raportul volum de tranzacții la capitalizare), %	Operatorul de piață	1.45	1.60	1.75
10	Sondajul privind accesibilitatea pieței de capital (% din respondenți care consideră că piața de capital este accesibilă pentru investitori)	CNPF, companii de consultanță, asociații patronale	Valoarea de referință urmează să fie stabilită în urma primului sondaj aplicat	30%	50%
OG 3. Modernizarea infrastructurii pieței de capital					
11	Capitalizarea bursieră, mld. lei	CNPF	11,44	12.58	13.84
12	Numărul de participanți profesioniști noi pe piață	CNPF	2	5	10
13	Disponibilitatea serviciilor digitale (% tranzacții la distanță)	CNPF, Operatorul de piață	38%	70%	85%
14	Ponderea tranzacțiilor transfrontaliere	Operatorul de piață, Depozitarul Central	0	5%	10%
OG 4. Dezvoltarea instrumentelor noi pe piața de capital					

15	Numărul de instrumente financiare noi	CNPF	2 instrumente	+ 5 instrumente	+ 7 instrumente
16	Rata de adoptare a instrumentelor ESG la companiile listate pe piața reglementată	CNPF, Operatorul de piață	1 companie	+ 5 companii	Toate companiile listate pe piața reglementată
OG 5. Armonizarea legislației naționale în domeniu, conform procesului de aderare la UE					
17	Numărul de acte normative armonizate	CNPF, MF	7	62	Toate directivele UE
18	Gradul de transpunere a reglementărilor UE în legislația națională	Comisia Europeană raport anual de extindere	10%	70%	100%

VIII. RISCURI DE IMPLEMENTARE

În procesul de elaborare a Strategiei, CNPF, cu suportul partenerilor de dezvoltare, a realizat o evaluare cuprinzătoare a situației curente a pieței de capital, fiind analizate tendințele și evoluțiile pieței pentru a aprecia zonele potențiale care pot fi explorate de către autoritate, în eforturile de a fi pro activi și de perspectivă. Urmare a acestui exercițiu complex, au fost stabilite și listate obiectivele strategice de implementare cu succes a Strategiei.

CNPF a identificat potențialele riscuri și provocări care pot crea impedimente în implementarea cu succes a Strategiei și care trebuie depășite pentru a atinge cu succes obiectivele stabilite și angajamentele asumate față de partenerii de dezvoltare.

Experiența din perioada de implementare a precedentei Strategii de dezvoltare a pieței de capital, precum și experiența acumulată în întreaga perioadă de promovare a reformelor au scos în evidență o serie de provocări și riscuri specifice care au persistat pe întreaga perioadă menționată și care ar putea apărea pe parcursul implementării prezentei Strategii.

În contextul obiectivelor setate în Strategia de dezvoltare a pieței de capital și în sensul celor menționate supra, după caracterul evidenței, distingem anticipat riscurile care pot influența implementarea cu succes a prezentei strategii în:

1. Riscurile aferente mediului extern sunt acele riscuri care nu pot fi controlate și care pot produce un impact semnificativ asupra realizării obiectivelor documentului strategic. În această categorie pot fi incluse următoarele riscuri:

- 1) Vulnerabilitatea la șocurile externe provocate de încetinirea dezvoltării economice globale și din regiune, în special la aprofundarea acestora în țările cu care Republica Moldova are relații economice mai strânse (România, Germania, Italia);
- 2) Interes redus a potențialilor operatori de piață externi de a activa pe piața financiară din Republica Moldova;
- 3) Interesul redus al autorităților partenere pentru colaborarea cu autoritățile din RM ;
- 4) Deficiențe de comunicare și colaborare cu donatorii externi și partenerii de dezvoltare fie datorate situațiilor interne a donatorilor fie datorate proceselor adverse produse în Republica Moldova;

2. Riscurile aferente mediului intern sunt acele riscuri care au impact direct asupra implementării documentului de politici și provin din interior. În această categorie pot fi incluse următoarele riscuri:

- 1) Deficiențe în colaborarea interinstituțională ca rezultat al comunicării slabe pe plan orizontal;
- 2) Intervenții în agenda de priorități stabilite în Strategie ce pot periclita mersul implementării obiectivelor strategice;
- 3) Răspunsul tardiv al mediului de afaceri la măsurile propuse pentru implementarea obiectivelor de dezvoltare a pieței de capital;
- 4) Insuficiența capacităților instituționale privind implementarea obiectivelor, însoțite de fluctuație înaltă și capacitatea redusă de recrutare a personalului cu competențe de bază în absența motivației financiare.

Riscurile enumerate supra reprezintă riscurile-cheie anticipate ce au fost identificate în procesul de elaborare, consultare și promovare a Strategiei și vor servi drept bază pentru formularea măsurilor și a acțiunilor necesare în cadrul sistemului de prevenire și gestiune a riscurilor. Totodată, este imperios a se ține cont că riscurile identificate nu sunt exhaustive și în procesul de implementare a strategiei pot fi stimulate diverse reacții sau implicații neidentificate la această etapă.

Analiza riscurilor indică faptul că o parte din acestea pot fi prevenite printr-o planificare adecvată și prin acțiuni de eliminare a deficiențelor în timp util de către instituțiile competente pe parcursul implementării. Întreprinderea măsurilor de diminuare a riscurilor vor fi direct încorporate în planurile de activitate ale autorităților implicate.

Tabelul nr. 8. Riscurile și măsuri de atenuare a acestora în implementarea Strategiei

	Probabilitate	Impact	Măsuri de atenuare a riscului
Riscurile aferente mediului extern			
Vulnerabilitatea la șocurile externe provocate de încetinirea dezvoltării economice globale și din regiune	Medie	Mare	Ajustarea activităților în funcție de sectoarele afectate și considerarea modificărilor în planul de implementare a obiectivelor strategice. În caz de necesitate se vor propune măsuri suplimentare de suport temporar pentru depășirea perioadelor de criză.
Interes redus a potențialilor operatori de piață externi de a activa pe piața financiară din Republica Moldova	Medie	Mare	Informare amplă a oportunităților pe piața financiară în Republica Moldova, inclusiv prin implicarea instituțiilor guvernamentale.
Interesul redus al autorităților partenere pentru colaborarea cu autoritățile din RM	Medie-redusă	Mediu-mic	Sporirea dialogului pe platforma integrării în UE.
Deficiențe de comunicare și colaborare cu donatorii externi și partenerii de dezvoltare	Medie-redusă	Mic	Asigurarea lucrului eficient cu toți donatorii externi prin reacții prompte și cu descrierea clară și bine definită a necesităților. Diversificarea numărului de donatori externi și parteneri de dezvoltare pentru diminuarea unui potențial impact advers asupra realizării obiectivelor din Strategie.

Riscurile aferente mediului intern			
Deficiențe în colaborarea interinstituțională	Medie	Mediu	Stabilirea unor documente cadru de colaborare privind implementarea Strategiei cu indicarea mecanismelor și periodicității de comunicare și dialog.
Intervenții în agenda de priorități stabilite în Strategie ce pot periclita mersul implementării obiectivelor strategice	Redusă	Mediu	Regruparea direcțiilor prioritare stabilite de Strategie în conformitate cu intervențiile survenite, însă fără a aduce prejudiciu atingerii scopului general urmărit de document, fără care îndeplinirea ulterioară a măsurilor descrise își va pierde sensul și fără a crea instabilitate ce va aduce prejudiciu întregului sistem financiar al Republica Moldova.
Răspunsul tardiv al mediului de afaceri la măsurile propuse pentru implementarea obiectivelor de dezvoltare a pieței de capital	Medie	Mediu	Crearea platformelor de dialog permanent cu implicarea asociațiilor patronale. Campanii de informare suplimentare cu implicarea autorităților guvernamentale și parteneri privind beneficiile oferite de piața de capital pentru companii și investitori.
Insuficiența capacităților instituționale privind implementarea obiectivelor	Medie-înaltă	Mediu	Activități de identificare și stabilire a parteneriatelor și altor forme de colaborare cu instituțiile de educație și cu autoritățile relevante. Îmbunătățirea capacităților de recrutare a personalului necesar și de reținere a specialiștilor calificați.

IX. AUTORITĂȚI ȘI INSTITUȚII RESPONSABILE

Strategia de dezvoltare a pieței de capital pentru perioada 2025 – 2030 este un document de politici integrat, care are drept scop sporirea atractivității pieței de capital locale, prin dezvoltarea infrastructurii și a parametrilor de funcționare, care să conducă la o creștere stabilă a numărului de emitenți de valori mobiliare, a lichidității și a categoriilor de instrumente tranzacționate, și, respectiv, la creșterea și diversificarea categoriilor de investitori individuali și instituționali.

În procesul de promovare și implementare a Strategiei CNPF va coopera cu autoritățile administrației publice centrale și locale, societatea civilă, precum și cu partenerii de dezvoltare, în funcție de necesitate. Elaborarea și implementarea măsurilor necesare pentru atingerea obiectivelor strategiei va avea loc prin cooperarea instituțiilor implicate, în baza memorandumurilor bilaterale și activității grupurilor de lucru instituite în acest scop.

Instituțiile implicate în promovarea și implementarea Strategiei, precum și în realizarea obiectivelor stabilite sunt:

- 1) Parlamentul Republicii Moldova, în special Comisia parlamentară economie, buget și finanțe;

- 2) Guvernul Republicii Moldova în persoana Ministerului finanțelor, Ministerului dezvoltării economice și digitalizării, Ministerului muncii și protecției sociale;
- 3) Banca Națională a Moldovei;
- 4) Operatorul de piață;
- 5) Depozitarul central unic al valori mobiliare;
- 6) Autoritățile publice locale;
- 7) Participanții profesioniști ai pieței de capital;
- 8) Companiile private (IMM).

Succesul implementării acestui document depinde de asumarea angajamentului și implicarea punctuală a mai multor instituții publice și private, precum și de instituționalizarea unui mecanism de coordonare eficient. Având la bază principiile de cooperare și colaborare dintre instituțiile implicate pentru implementarea eficientă a strategiei va fi creată o structură interinstituțională pentru implementarea și monitorizarea strategiei. Această structură va fi constituită printr-un memorandum semnat între principalii actori implicați în implementarea strategiei: CNPF, Ministerul Finanțelor, Ministerul dezvoltării economice și digitalizării, Ministerul Muncii și protecției sociale, Agenția proprietății publice și BNM.

În scopul consolidării procesului consultativ și intensificării dialogului cu instituțiile donatoare și partenerii de dezvoltare, Strategia va fi consultată cu reprezentanții organizațiilor financiare internaționale (Fondul Monetar Internațional, Banca Mondială) și cu partenerii europeni (Comisia Europeană, Delegația Uniunii Europene în Republica Moldova) etc.

Pentru a asigura promovarea și implementarea reformelor propuse, prezenta Strategie urmează să beneficieze de consultanță continuă și de interacțiunea cu instituțiile menționate mai sus, astfel încât să fie asigurată implicarea lor directă și activă într-un proces intens și structurat de identificare și revizuire a obiectivelor prioritare atât la nivel strategic, cât și la nivel tematic și de subcomponentă. Deși acest proces consultativ este important pentru definitivarea Strategiei, va fi, de asemenea, vital în timpul perioadei de implementare, deoarece va necesita o consultare continuă, pentru a monitoriza progresul și a face corecții acolo unde este necesar.

X. PROCEDURI DE EVALUARE ȘI RAPORTARE

Implementarea Strategiei de dezvoltare a pieței de capital pentru perioada 2025 – 2030 va avea loc în mod etapizat, fiind supusă unui proces continuu de monitorizare și evaluare de către CNPF și structura interinstituțională pentru implementarea și monitorizarea strategiei. Acest proces va fi realizat în baza sistemului de indicatori de monitorizare stabiliți în strategie. CNPF, în baza prevederilor din memorandumul privind crearea structurii interinstituționale pentru implementarea și monitorizarea strategiei va colecta și va prezenta Cancelariei de Stat un raport privind nivelul de implementare a strategiei.

Aceste rapoarte vor include analiza gradului de realizare a obiectivelor strategice, dificultățile întâmpinate în proces, recomandări de ajustare a măsurilor și, dacă este cazul, propuneri de revizuire a cadrului strategic. Rapoartele de monitorizare vor constitui un instrument esențial pentru coordonarea și ajustarea politicilor în domeniul pieței de capital.

Pe parcursul implementării prezentei Strategii vor fi realizate următoarele proceduri de monitorizare:

- 1) **monitorizarea semestrială și anuală** – semestrial (până la 30 septembrie) și anual (până la 31 martie), acțiunile de raportare privind implementarea Strategiei și gradul de realizare a indicatorilor de rezultat vor fi reflectate în raportul de monitorizare prezentat Cancelariei de Stat și Parlamentului (Comisia economie buget și finanțe);
- 2) **evaluarea intermediară** – la expirarea anului 2027, va fi elaborat un raport de evaluare, în care se va analiza impactul implementării Strategiei până la perioada respectivă și gradul de implementare a obiectivelor strategice în baza indicatorilor de rezultat stabiliți. Raportul, de

asemenea, poate cuprinde experiențe și recomandări de ajustare (după caz) pentru următoarea etapă de implementare;

3) evaluarea finală de implementare – la finalizarea implementării prezentei Strategii (2030), va fi elaborat un raport final de implementare, care va include rezultatele și impactul implementării acesteia cu aprecierea gradului de realizare a activităților specifice etapei de implementare, a ȋintelor finale pentru anul 2030, a implementării recomandărilor din Raportul de evaluare intermediară, a capacității de a produce efecte de durată și a impactului final. Raportul va cuprinde concluzii finale și experiențe pentru viitor.

Pentru a asigura oferirea permanentă a unor informații simple și ușor accesibile societății civile și tuturor părților interesate cu privire la evoluțiile importante în domeniul dezvoltării pieței de capital, CNPF va publica pe pagina sa web oficială informațiile relevante privind implementarea prezentei Strategii.