

Fondurile de investiții – o condiție de bază pentru accelerarea creșterii economice

Adrian Lupușor, director executiv Expert-Grup

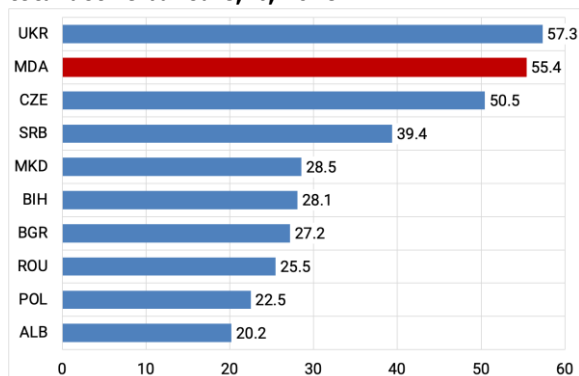
Dumitru Pîntea, expert asociat, Expert-Grup

Mai 2025

Planul de creștere a Moldovei oferit de Uniunea Europeană în valoare de 1,9 miliarde EUR poate servi drept catalizator pentru impulsivarea economiei naționale dacă și numai dacă resursele respective vor fi gestionate în mod profesionist. Alocarea eficientă a acestor resurse depinde de doi factori-cheie: (i) calitatea guvernării în sectorul public care va determina modul cum statul va gestiona proiectele de infrastructură sau programele de suport pentru mediul de afaceri finanțate din aceste resurse; și (ii) existența unor mecanisme și instrumente eficiente care să accelereze alocarea și transformarea resurselor în investiții productive ale sectorului privat. Despre prima condiție s-a vorbit deja: este necesară depolitizarea programelor prin care statul alocă bani în economie (fie că este vorba de subvenții în agricultură, finanțări pentru infrastructura rutieră sau dezvoltarea locală), excluderea diverselor conflicte de interese prin separarea funcțiilor de finanțare, implementare și evaluare, trecerea de la alocări bazate pe criterii de conformitate la finanțări bazate pe criterii de impact, creare de valoare adăugată și competitivitate (mai multe detalii vedeți în publicația Expert-Grup: [Moldova trebuie să tranziteze spre un nou model de creștere economică, bazat pe valoare adăugată sporită](#)). Însă, despre a doua condiție, care este crucială pentru accelerarea investițiilor private și impulsivarea creșterii economice sustenabile și de durată, s-a vorbit mai puțin.

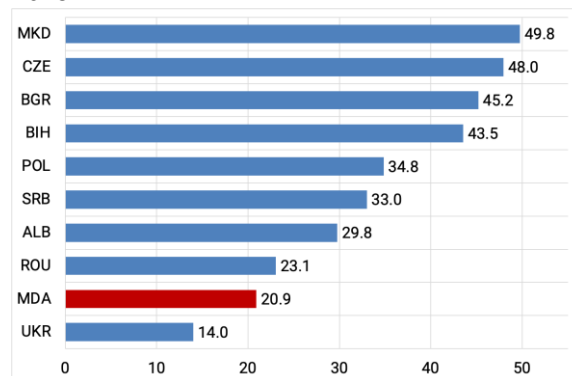
Unul din principalele handicapuri ale economiei moldovenești este alocarea sub-optimală a resurselor în economie cauzată de sub-dezvoltarea pieței de capital și, respectiv, absența unor investitori instituționali pe piață. Această problemă denotă și unul din cele mai evidente paradoxuri ale economiei noastre: pe de o parte, avem un nivel înalt de lichiditate (unul din cele mai mari din regiune) concentrat în sistemul bancar, ceea ce înseamnă că există resurse „libere” care pot fi transformate în investiții, iar pe de altă parte avem unul din cele mai scăzute nivele de intermediere financiară din regiune – deci, resursele financiare „libere”, de fapt, nu se transpun în investiții și, respectiv, nu contribuie la creșterea economică. Astfel, figura 1 relevă cu avem unul din cele mai lichide sisteme bancare din regiune (acest indicator coroborează și cu faptul că în 2024 creditele bancare au constituit doar 47% din total active din sistemul bancar). În același timp, figura 2 ne plasează la coada țărilor din regiune la capitolul ponderii creditului bancar în PIB. **Cu alte cuvinte, resursele libere, care sunt disponibile în economie nu sunt alocate în activități investiționale productive, respectiv care să genereze valoare adăugată, creștere economică și bunăstare.**

Figura 1. Ponderea activelor bancare lichide în total active bancare, %, 2023



Sursa: Banca Mondială

Figura 2. Ponderea creditului bancar în PIB, %, 2023



Sursa: Banca Mondială

Perpetuarea situației descrise mai sus riscă să reducă Planul de creștere economică la o simplă extindere a cheltuielilor bugetare, investiții în infrastructura publică și programe de suport dedicate antreprenorilor, dar fără a genera o schimbare structurală a modului cum resursele financiare sunt alocate și utilizate în economie. Mai mult ca atât, atingerea unui ritm de creștere economică care să asigure convergența cu economia UE nu va fi posibilă în absența unor investiții private semnificative. Măsurile propuse de Guvern sub formă de subvenții, granturi și instrumente de acces la creditul bancar sunt utile, dar insuficiente pentru a genera un impact semnificativ și de durată.

Moldova are nevoie de a dezvolta piața de capital și infrastructura Fondurilor de investiții și a administratorilor privați de fonduri de investiții. Fondurile de investiții sunt vehicule de acumulare a resurselor financiare de la mai mulți investitori (pot fi persoane atât fizice, cât și juridice, chiar și instituții financiare multilaterale sau donatori) în vederea gestionării profesionale a unor proiecte sau portofolii investiționale. Respectiv, aceste Fonduri pot investi resursele acumulate în instrumente ale pieței de capital (ex: valori mobiliare sub forma de titluri de stat sau municipale, acțiuni sau obligațiuni corporative, etc.), dar și direct în capitalul statutar al diverselor companii cu potențial din țară, oferindu-le astfel resursele necesare pentru a face investiții pentru creștere și dezvoltare. Majoritatea țărilor în tranziție spre economii dezvoltate au mizat anume pe administratorii privați și Fonduri de investiții drept vehicule care contribuie la o alocare mai eficientă a resurselor în economie, contribuind la impulsivitatea activității investiționale și, respectiv, dezvoltarea economică. Exemplul României, al Lituaniei sau cel al Poloniei este unul extrem de elocvent. În aceste state activele Fondurilor de investiții ating între 11% (România) și 24% (Polonia) în raport cu creditarea bancară, iar dacă vorbim de creditarea către economia reală atunci acest raport crește semnificativ, figura 3.

Figura 3. Activitatea Fondurilor de investiții în unele state europene

	Număr de fonduri de investiții	Active totale, mlrd. EUR	Ponderea în raport cu creditul bancar	Ponderea în raport cu PIB
România	246	9,9	11%	3%
Polonia	463	95,2	24%	11%
Lituania	200	4,3	13%	6%

Sursa: statistica băncilor centrale

Premise favorabile

În prezent, în Republica Moldova nu există nici un Fond de investiții activ și nici un administrator autorizat în conformitate cu cadrul legal național în vigoare. Procesul de privatizare în masă din anii '90 nu a reușit să edifice o piață de capital viabilă în condițiile în care toate fondurile de investiții și companiile fiduciare lansate în baza bonurilor patrimoniale au falimentat. În consecință, companiile emitente de instrumente financiare, sau bunurile acestora, au fost în cele mai multe cazuri preluate de acționarii majoritari sau managerii acestora. Această situație a compromis la scară largă încrederea investitorilor în managementul corporativ al Fondurilor de investiții, în mecanismele legale de protecție, dar și în capacitatea instrumentelor financiare de a le fructifica economiile și moștenirea obținută din perioada sovietică. Cu toate acestea, situația macro-economică și politică a evoluat, aducând în prim plan premise favorabile apariției unor Fonduri de investiții și a unor administratori privați de Fonduri de investiții.

În ultimii ani se manifestă premise favorabile pentru apariția unor vehicule investiționale și de administrare corporativă a businessului sub forma de Fonduri de investiții. În vederea creșterii nivelului de finanțare a economiei acestea trebuie stimulate și pe deplin valorificate. Astfel, putem menționa:

- i. **Cadrul legal modern** – legislația privind piața de capital a fost revizuită în anul 2012 odată cu adoptarea Legii privind piața de capital nr. 171/2012¹. Această lege stabilește cadrul general de funcționare a pieței de capital și include prevederi referitoare la înființarea, administrarea și reglementarea Fondurilor de investiții de tip OPCVM* (Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare), aliniindu-se astfel practicilor europene. Ulterior, procesul de modernizare legislativă a continuat cu adoptarea Legii nr. 2/2020 privind Organismele de Plasament Colectiv Alternative (OPCA**)², care reglementează funcționarea Fondurilor de investiții alternative, precum și activitatea administratorilor acestora. Această lege oferă un cadru juridic clar pentru atragerea capitalului privat și implementarea unor strategii de investiții mai flexibile, fiind un pas esențial în dezvoltarea unei infrastructuri financiare moderne.
- ii. **O bază relativ mare de investitori din domeniul privat** - Abundența de lichidități existentă în sistemul bancar, combinată cu un interes în creștere al persoanelor fizice pentru diversificarea portofoliilor lor de economii, determină o reorientare de la instrumentele tradiționale de economisire – precum depozitele bancare – către alternative mai dinamice și potențial mai profitabile, cum sunt obligațiunile de stat sau cele municipale. Acest fenomen contribuie semnificativ la creșterea ofertei de resurse financiare disponibile pentru instrumentele pieței de capital. În același timp, platforme de investiții de tipul evms crește nivelul de educație financiară a populației și înclinația acestora spre o gestionare mai activă a finanțelor personale.
- iii. **Potențial de mobilizare a resursele din partea partenerilor de dezvoltare** - alocarea de către Comisia Europeană a unui sprijin financiar de 1.9 miliarde EUR în cadrul Planului de creștere economică precum și fondurile puse la dispoziție pentru Moldova de mai multe instituții financiare multilaterale sau bănci de dezvoltare denotă angajamentul ferm față de consolidarea economică și modernizarea țării. Cu toate acestea, capacitatea statului de a transforma aceste resurse în proiecte concrete rămâne limitată. Deficiențele administrative, birocrăția excesivă, lipsa de expertiză se transpun într-un ritm lent de absorbție a fondurilor. În acest context, devine evidentă nevoia unei infrastructuri financiare complementare de tipul Fondurile de investiții, capabile să mobilizeze capital împrumutat și să-l canalizeze către cele mai productive proiecte.
- iv. **Cerere de finanțare sporită din partea mediului de afaceri** – accesul la finanțare rămâne una dintre principalele provocări semnalate de antreprenori care limitează creșterea și dezvoltarea afacerilor. În mod special, deficitul de capital pe termen lung reduce din capacitatea firmelor de a implementa proiecte investiționale de amploare, întrucât finanțarea tradițională prin credite bancare este adesea insuficientă, costisitoare sau dificil de accesat. În acest context, dezvoltarea și extinderea interacțiunii dintre antreprenori și fondurile de investiții poate reprezenta o soluție viabilă și eficientă. Fondurile de investiții, prin instrumente precum obligațiunile corporative, împrumuturile pe termen lung sau investițiile de tip private equity, pot oferi acces la capital flexibil, adaptat nevoilor specifice ale companiilor din diverse sectoare economice.

Ce urmează de făcut?

Fondurile de investiții ar putea servi și drept vehicul de alocare eficientă a resurselor donatorilor prezenți în Republica Moldova. Chiar dacă granturile și finanțările preferențiale sunt foarte utile pentru mulți antreprenori, în special pentru cei mici, trebuie să înțelegem că, pentru a ridica economia națională la un alt nivel și pentru a asigura o creștere substanțială a competitivității în sectorul real avem nevoie de mai multe instrumente, nu doar granturi și credite. Astfel, facilitarea apariției administratorilor de fonduri și a

¹ https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=145907&lang=ro#

*OPCVM – Fonduri de investiții destinate în special investitorilor de retail care presupun cupărarea/răscumpărarea unităților de fond în orice moment, și care investesc, de regulă, în instrumente financiare tranzacționate pe o bursă

² https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=137018&lang=ro#

**OPCA – Fonduri de investiții alternative destinate unui număr restrâns de investitori care presupun reguli mai stricte privind investirea/dezinvestirea și investesc, de regulă, în companii ne-listate pe o bursă

fondurilor de investiții ar putea aduce două elemente de valoare adăugată care la moment lipsesc – 1. creșterea capitalului statutar și 2. management profesionist. Ambele pot fi asigurate prin intermediul Fondurilor de investiții care pot veni cu participări în capitalul social al companiilor cu potențial, împreună cu fortificarea managementului companiilor respective prin participarea reprezentanților acestora în Consiliile de administrare. Asemenea măsuri de intervenție sunt extrem de necesare multor întreprinderi autohtone creșterea cărora, deseori, este limitată din cauza insuficienței de resurse financiare (granturile sunt prea mici, iar împrumuturile sunt prea costisitoare) sau resurse umane (în special pe dimensiunea de management, promovare cercetare de piață). Prin urmare, o serie de acțiuni pot fi luate în calcul în vederea atingerii obiectivelor menționate, printre care:

1. **Integrarea pieței de capital naționale în cea comunitară** – în contextul inițierii procesului de negociere pentru aderarea Moldovei la UE, piața de capital națională are oportunitatea unei integrări accelerate în piața financiară unică europeană. Pentru valorificarea acestui potențial, este esențială facilitarea cât mai rapidă a accesului societăților de investiții, administratorilor de fonduri și fondurilor de investiții din statele membre ale UE pe piața locală, mai ales în condițiile în care actorii interni sunt încă puțin activi sau chiar absenți. Această perspectivă oferă un cadru favorabil pentru atragerea de investiții, consolidarea infrastructurii financiare extinderea accesului la finanțare și creșterea încrederii investitorilor.
2. **Instruirea antreprenorilor cu privire la mecanismele de finanțare alternative creditului bancar** - una dintre provocările majore cu care se confruntă antreprenorii autohtoni în procesul de identificare a capitalului necesar dezvoltării afacerilor ține de lipsa de informare și pregătire în ceea ce privește opțiunile de finanțare din afara sistemului bancar. Astfel, creșterea nivelului de înțelegere a mecanismelor de finanțare alternativă de rând cu fortificarea cunoștințelor în materie de governanță corporativă va spori interesul pentru piața de capital și va profesionaliza cererea de capital.
3. **Continuarea eforturilor de educație financiară a populației** – creșterea nivelului de educație financiară a populației este un factor esențial pentru transformarea și modernizarea sistemului financiar, sporirea încrederii în instrumentele financiare și consolidarea ofertei de capital. O populație bine informată din punct de vedere financiar este mai capabilă să ia decizii raționale privind economisirea, investirea asumarea riscurilor și planificarea finanțelor personale pe termen lung.
4. **Stabilirea unui regim fiscal și valutar atractiv pentru investițiile în instrumentele pieței de capital** – pentru a stimula înclinația investitorilor atât locali cât și străini în instrumentele pieței de capital regimul fiscal aplicabil veniturilor din investiții financiare trebuie să fie suficient de stimulat. De asemenea, transferul și conversia valutară nu trebuie să creeze bariere suplimentare pentru investitorii străini sau pentru persoanele care doresc să acceseze instrumente denumite în valută.
5. **Extinderea programelor de suport pentru acele companii care se finanțează de pe piața de capital** – în prezent toate programele guvernamentale de sprijin pentru întreprinderi sunt axate exclusiv spre facilitarea accesului la creditul bancar. Printre acestea se numără programele de subvenționare a costului creditului (Programul 373) sau de suplimentare a gajului (Fondul de garantare a creditului). Acest model de sprijin riscă să perpetueze dependența economiei de finanțarea bancară în detrimentul unui ecosistem financiar diversificat. Pentru a crea un cadru echilibrat în care companiile care aleg alte surse de finanțare decât creditul bancar nu sunt discriminate, trebuie evaluată posibilitatea extinderii acestor programe și către formele alternative de finanțare. În acest sens, ar putea fi realizată subvenționarea costurilor de emisiune sau cele legate de consultanță pentru emitenți.
6. **Transformarea Fondului pentru antreprenoriat și creștere economică (FACEM) într-un Fond de fonduri** – FACEM a fost conceput ca un mecanism de sprijin a sectorului privat prin furnizarea de

capital pe termen lung la costuri reduse, către entitățile financiare partenere (EFP). Pentru a crește impactul și a contribui la dezvoltarea pieței de capital FACEM ar putea fi transformat într-un veritabil *Fond de fonduri* care ar canaliza resursele sale către o listă extinsă de EFP, printre care și administratorii de Fonduri de investiții care investesc în companiile cu potențial real de creștere (ex. fonduri de private equity sau venture capital).

7. **Implementarea unor mecanisme de alocare a resurselor din Planul de creștere a Moldovei prin intermediul Fondurilor de investiții și administratorilor privați de Fonduri de investiții** - Capacitatea Guvernului de a transforma resursele din Planul de creștere în creștere economică accelerată rămâne limitată. În acest context, devine tot mai evidentă necesitatea construirii unei infrastructuri financiare complementare, capabile să sprijine Guvernul în procesul de mobilizare și direcționare eficientă a resurselor. Fondurile de investiții pot juca un rol esențial în acest sens, prin capacitatea lor de a canaliza capitalul către proiecte cu impact economic ridicat. Spre deosebire de mecanismele publice tradiționale, acestea pot acționa cu mai multă flexibilitate, eficiență și orientare către rezultate. România și alte state europene au introdus astfel de instrumente în cadrul Planurilor Naționale de Redresare și Reziliență (PNRR), utilizând fonduri europene pentru a crea sau consolida vehicule financiare de tip fonduri de investiții, cu scopul de a sprijini dezvoltarea economică sustenabilă și inovarea.
8. **Utilizarea pieței de capital ca modalitate de privatizare** – Guvernul și-a asumat continuarea procesului de privatizare dar interesul marilor investitori strategici pentru Republica Moldova rămâne limitat. Astfel, privatizarea prin intermediul pieței de capital reprezintă o soluție în condițiile în care prin intermediul Fondurilor de investiții pot fi mobilizate nu doar resurse financiare care să asigure dezvoltarea acestor companii dar și un management profesionist, o guvernanță corporativă solidă și o transparență extinsă.
9. **Aprobarea unui document de planificare strategică privind dezvoltarea pieței de capital** – pentru a sprijini dezvoltarea coerentă a pieței de capital este nevoie de un document strategic asumat de Parlament și Guvern care să stabilească viziunea, măsurile concrete și mecanismele instituționale necesare pentru transformarea pieței de capital într-un pilon activ al finanțării economiei naționale. Recent un asemenea document a fost elaborat de către Comisia Națională a Pieței Financiare, dar aprobarea acestuia rămâne incertă.
10. **Buna guvernare** - o condiție fundamentală pentru buna funcționare a Fondurilor de investiții și a pieței de capital este buna guvernanță. Acestea trebuie administrate de persoane autorizate și profesioniste, respectiv integritatea urmează a fi asigurată prin transparență maximă, consilii independente și profesioniste, proceduri de control intern bine puse la punct și un cadru de reglementare adecvat, în linie cu directivele UE.