

# *EVOLUȚIA NEUNIFORMĂ ÎN ACTIVITATEA PIETEI FINANCIARE ȘI DE CAPITAL*

**Ion MOROZNIUC**

*cerc. științific,*

*Institutul Național de Cercetări Economice,*

*Republica Moldova, or. Chișinău*

[i.morozniuc@mail.ru](mailto:i.morozniuc@mail.ru)

**Tatiana COLESNICOVA**

*doctor, conferențiar cercetător,*

*Institutul Național de Cercetări Economice,*

*Republica Moldova, or. Chișinău*

[ctania@gmail.com](mailto:ctania@gmail.com)

## **Abstract**

*The development and consolidation of the non-banking financial sector stems from the need to ensure sustainable economic growth. Compliance to the principles of financial stability will contribute significantly to the sustainable financing of the real economy. In comparison to other regional and global economies the non-banking financial market in Moldova is at an early stage of development and is directly related to the general economic context.*

**Key words:** *non-banking financial sector, financial market, sustainable financing, financial stability.*

**JEL Classification:** *G1, G14, G15, G21*

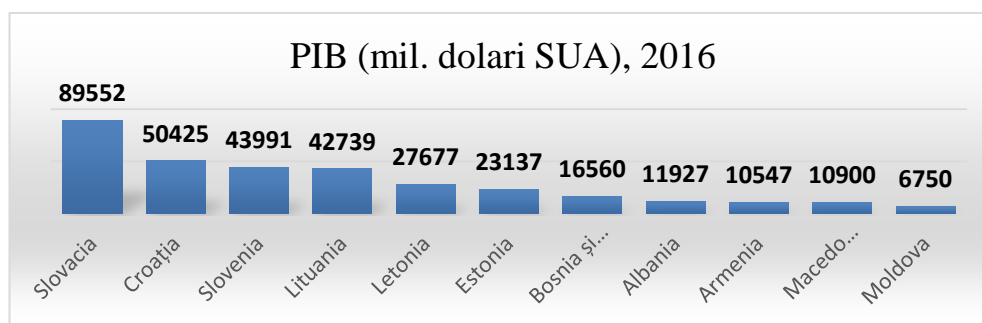
## **Introducere**

Pieței financiare și participanților acesteia în parte îi aparține un rol decisiv în asigurarea creșterii economice în condițiile extinderii și aprofundării reformelor bazate pe principiile economiei de piață. Piața financiară este unicul din principalele mecanisme de atragere a investițiilor și de redistribuire a capitalului, servind drept furnizor important al resurselor investiționale prin transformarea economiilor în investiții.

Comisia Națională a Pieței Financiare (CNPF), ca autoritate unică de reglementare și control a mai multor sectoare ale pieței financiare nebankare, inclusiv a valorilor mobiliare, asigurărilor, asociațiilor de economii și împrumut și organizațiilor de microfinanțare, trebuie să acorde o atenție

deosebită asigurării transparenței activității sale și dezvoltării pieței. Modelul de reglementare și supraveghere se bazează pe practicile internaționale și are ca scop contracararea imperfecțiunilor pieței, sporind astfel stabilitatea financiară, protecția consumatorului și funcționarea echitabilă și eficientă a pieței.

Țara noastră se află pe ultima poziție între țările din regiune și cele comparabile (după dimensiunile teritoriale și numărul populației) în ceea ce privește volumul PIB. Totodată, gradul de penetrare agregat a tuturor sectoarelor pieței financiare nebankare în totalul PIB este la un nivel redus figura 1.



**Figura 1. Volumul PIB-ului în țările din regiune comparabile după teritoriu și populație**

Sursă: World Development Indicators database, World Bank, April 2017.

Pe termen mediu, scopul primordial este susținerea dezvoltării pieței de capital, pieței asigurărilor, pieței fondurilor nestatale de pensii și pieței microcreditelor prin reducerea riscurilor și vulnerabilităților, sporirea transparenței, actualizarea reglementărilor conform celor mai bune practici internaționale și încurajarea introducerii unor instrumente financiare noi cu asistența tehnică din partea instituțiilor financiare internaționale. În aceste condiții statul trebuie să consolideze cadrul de supraveghere și reglementare a sistemului financiar, să asigure transparența în vederea promovării stabilității și dezvoltării continue.

*Aspecte din activitatea pieței financiare nebankare.* Evoluția principalilor indicatori ai pieței financiare nebankare în anul 2016, atestă un trend ascendent pozitiv per ansamblu și per sectoare în condiții de factori și mediu nefavorabili. Volumul emisiunilor de acțiuni a evoluat în creștere de

2 ori comparativ cu anul 2015, constituind 442 mil. lei, fiind determinat de majorarea volumului investițiilor interne realizate prin intermediul emisiunilor de valori mobiliare (VM) de către societățile autohtone de la 163,7 mil. lei (2015) la 336,5 mil. lei (2016), cota înregistrând 76,1% din volumul total al emisiunilor de valori mobiliare. Volumul investițiilor străine atrase prin intermediul emisiunilor de VM în anul 2016 a alcătuit 105,5 mil. lei, în creștere cu 48,1 mil. lei față de precedent. Cele mai importante investiții străine revin investitorilor din România (95,8 mil. lei) și din Cipru (9,2 mil. lei). În anul 2016 pe piața secundară a fost înregistrată o creștere a volumului tranzacțiilor cu VM de la 648,5 mil. lei la 1137,3 mil. lei, de peste 1,7 ori. Tranzacțiile efectuate în afara pieței reglementate au predominat atât după numărul tranzacțiilor (98,2%), cât și după volumul acestora (70,1%).

O tendință pozitivă a primelor de asigurare subscrise prezintă creșterea volumului acestora cu 12,3%, în detrimentul descreșterii numărului polițelor de asigurare emise pe parcursul anului conform contractelor încheiate cu persoane fizice și juridice, fiind determinată de majorarea începând cu 01.01.2016 a primei de bază cu circa 20%. Pe segmentul asigurărilor de viață s-a înregistrat o dinamică de creștere cu 1,7 mil. lei în comparație cu 2015, alcătuiind 89,2 mil. lei. Cu toate acestea, ponderea asigurărilor de viață în totalul primelor brute subscrise rămâne la un nivel scăzut (6,5%) comparativ cu țările UE și chiar cu unele din CSI.

Volumul despăgubirilor și indemnizațiilor de asigurare achitate de asigurători a constituit 519,1 mil. lei, în creștere cu 132,5 mil. lei (34,3%) față de anul 2015. Cerințele prudențiale stabilite societăților de asigurare au condiționat creșterea rezervelor de asigurare cu 122,2 mil. lei (8,5%).

În anul 2016 a fost înregistrată o creștere a valorilor de bază ale activității sectorului de microfinanțare, portofoliul împrumuturilor acordate majorându-se cu 30,2%, iar valoarea totală a activelor - cu 27,2 %. Evoluția indicatorilor acestui sector atestă o creștere a ratei de penetrare cu 3,7 p.p. față de a. 2015.

Portofoliul de împrumuturi acordate de către organizațiile de microfinanțare (OM), au evoluat în creștere cu 915,1 mil. lei (31,8%), iar a profitului net cu 32,1% datorită majorării portofoliului de împrumuturi acordate și creșterii rentabilității activelor care denotă efectuarea investițiilor preponderent în active generatoare de dobândă cu o profitabilitate sporită. Volumul împrumuturilor acordate membrilor

asociațiilor de economii și împrumut (AEÎ) a alcătuit 524,4 mil. lei, în creștere cu 19,4% față de anul 2015. În structura portofoliului de împrumuturi acordate în anul 2016, partea dominantă au deținut-o împrumuturile acordate agriculturii și industriei alimentare 41,7% și împrumuturile pentru consum 25,5%. Împrumuturile acordate din depunerile de economii atrase de AEÎ cu licență de categoria B au avut o rată de 72,3%, în creștere cu 8,4 p.p. comparativ cu finele anului 2015, în rezultatul majorării valorii totale a împrumuturilor acordate într-un ritm egal celui înregistrat de majorarea valorii depunerilor de economii (Tabelul 1).

**Tabelul 1. Evoluția principalilor indicatori ai pieței financiare nebankare, mil lei**

	2012	2013	2014	2015	2016
Volumul emisiunilor de VM	1106,0	950,1	1249,6	221,1	442,0
Volumul tranzacțiilor cu VM	1251,5	1711,6	1307,8	648,5	1137,3
Volumul tranzacțiilor bursiere pe piața reglementată	623,3	822,0	708,6	194,0	340,5
- în raport cu volumul tranzacțiilor VM, %	49,8	48,0	54,2	29,9	29,9
- în raport cu PIB, %	0,7	0,8	0,6	0,15	0,25
Volumul investițiilor străine atrase prin emisiuni de VM	428,3	49,6	843,2	57,4	105,5
- în raport cu volumul emisiunilor de VM, %	38,7	51,5	67,5	26,0	23,9
Volumul primelor de asigurare subscribe	1089,3	1198,9	1203,6	1228,5	1380,1
- în raport cu PIB, %	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
Volumul primelor de asigurare în asigurări de viață	68,6	73,5	80,0	87,5	89,2
- în raport cu volumul primelor de asigurări subscribe, %	6,3	6,1	6,7	7,1	6,5
Volumul rezervelor de asigurare	841,9	1042,2	1143,6	1430,5	1552,7
Capitalul propriu al societăților de asigurare	1241,8	1068,9	1130,5	1154,3	1304,4
Portofoliu împrumuturilor acordate de AEÎ.	273,9	331,9	409,3	439,1	524,4
- în raport cu PIB, %	0,3	0,33	0,4	0,4	0,4
Rata de finanțare a împrumuturilor acordate de AEÎ de categoria B, %	69,1	69,9	66,2	63,9	72,3
Portofoliu de împrumuturilor acordate de OM.	590,1	1897,0	2427,5	2874,4	3789,5
- în raport cu PIB, %	1,8	1,9	2,2	2,4	2,8

Sursa: Conform datelor CNPF

În topul țărilor din regiune comparabile după dimensiunile teritoriale și după numărul populației privind volumul tranzacțiilor bursiere în raport cu PIB, Republica Moldova tradițional se plasează pe ultimele poziții. Cât privește mărimea ponderii primelor brute subscrise în raport cu PIB, în 2015 Moldova a depășit doar Albania și Armenia, înregistrând 0,95% (Tabelul 2).

**Tabelul 2. Indicatori ai pieței financiare nebankare din Europa în raport cu PIB, 2015**

		Nr. populației	PIB (mii euro)	Ponderea volumului de tranzacții bursiere în PIB, %	Ponderea primelor brute subscrise în PIB, %	Ponderea activelor AEÎ în PIB, %
<b>1</b>	<b>Moldova</b>	<b>3.554.108</b>	<b>6.007.226,7</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,95%</b>	<b>0,40%</b>
2	România	19.815.308	163.455.947,3	1,90%	1,24%	0,03%
3	Croația	4.203.604	44.569.312,6	1,06%	2,60%	n/a
4	Letonia	1.977.527	24.802.822,1	0,18%	2,14%	0,10%
5	Estonia	1.314.608	20.629.597,9	0,72%	2,97%	0,44%
6	Lituania	2.904.910	38.027.131,3	0,29%	1,70%	1,77%
7	Albania	2.889.167	10.469.727,6	n/a	0,70%	0,41%
8	Macedonia	2.078.453	9.264.279,6	0,47%	1,46%	0,04%
9	Armenia	3.017.712	9.629.777,4	0,13%	0,62%	n/a
10	Georgia	3.717.100	12.827.579,5	n/a	1,07%	n/a

Sursa: Conform datelor statistice a țărilor nominalizate

*Evoluția în activitatea pieței de capital.* Volumul tranzacțiilor efectuate prin intermediul ofertelor înregistrate pe piața de capital a evoluat în scădere comparativ cu anul 2015 cu 119,1 mil. lei (12,5%). Prin intermediul ofertelor de preluare înregistrate în 2016 au fost tranzacționate valorile mobiliare emise de 21 societăți pe acțiuni cu diverse genuri de activitate, cu prevalarea acelor emitenți, care și-au desfășurat activitatea în domeniul comerțului.

*Piața primară.* Potrivit datelor din Registrul de Stat a Valorilor Mobiliare (RSVM), cumulativ în perioada anilor 1992 și 2016, au fost înregistrate emisiuni de VM în volum total de 27,46 mld. lei (13,04 mld. lei volumul acțiunilor plasate la înființarea societăților pe acțiuni și 14,42 mld. lei volumul acțiunilor plasate prin emisiuni suplimentare de acțiuni și

emisiuni de obligațiuni). Din RSVM au fost radiate 923 societăți pe acțiuni în rezultatul lichidării sau reorganizării acestora. Astfel la 31.12.2016 erau înregistrate 2917 societăți pe acțiuni. Astfel pe parcursul anului 2016 au fost înregistrate 36 emisiuni de VM (5 la constituirea societăților pe acțiuni și 31 emisiuni suplimentare). Valoarea totală a emisiunilor înregistrate în 2016 echivalau cu 442 mil. lei, în creștere cu 220,9 mil. lei comparativ cu anul precedent. Emisiunile suplimentare de VM reprezintă instrumente eficiente în procesul de atragere investițiilor în sectorul real al economiei pe termen lung, necesare societăților pe acțiuni pentru realizarea programelor investiționale. În 2016 emisiunile suplimentare de VM s-au efectuat fără organizarea ofertelor publice, adică prin intermediul emisiunilor închise de acțiuni ordinare nominative. Volumul emisiunilor suplimentare efectuate de către societățile pe acțiuni a constituit 409,7 mil. lei, în creștere cu 197,2 mil. lei față de nivelul anului precedent

Așadar numărul impunător de societăți pe acțiuni înregistrate în RSVM și numărul redus de emisiuni efectuate pe parcursul anilor, duce la concluzia că în acestea predomină politica atragerii investițiilor prin intermediul solicitării creditelor de la instituții financiare.

*Piața secundară.* Principalul indicator care caracterizează evoluția pieței secundare a valorilor mobiliare este volumul tranzacțiilor înregistrate. Pe parcursul anului 2016 pe piața secundară au fost efectuate 12041 tranzacții cu VM în volum total de 1137,3 mil. lei, în creștere față de anul 2015 cu 488,8 mil. lei. Aceasta datorită creșterii volumului tranzacțiilor înregistrate atât pe piața reglementată, cât și în afara acesteia în rezultatul înstrăinării prin intermediul pieței reglementate a unor pachete atractive de acțiuni ale statului și volumului tranzacțiilor înregistrate în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare (MTF).

Cu toate că volumul tranzacțiilor înregistrate pe piața secundară a marcat o tendință de creștere, numărul acestora în anul 2016 s-a diminuat față de 2015 cu 2490 unități. Astfel prezența redusă a investitorilor pe piața de capital rămâne în continuare una din deficiențele majore ale pieței chiar și dispunând de un cadru regulator bine definit.

*Piața reglementată.* Conform situației din 31.12.2016, pe piața reglementată erau admise spre tranzacționare VM emise de către 32 societăți pe acțiuni. Numărul emitenților de VM tranzacționate pe piața reglementată în anul 2016 a evoluat în creștere cu 10 unități, constituind la finele anului 79 emitenți. Potrivit datelor activității pieței reglementate în ultimii ani, se

atestă o evoluție neuniformă a volumului tranzacțiilor efectuate. Cea mai însemnată parte în structura tranzacțiilor directe le revine tranzacțiilor efectuate prin licitații organizate de către Agenția Proprietății Publice (APP), fiind organizate 2 licitații în cadrul cărora au fost înregistrate 4 tranzacții în volum de 258,3 mil. lei sau 78,6 % din totalul tranzacțiilor directe și 75,9 % din volumul tranzacțiilor înregistrate pe piața reglementată.

Tranzacțiile efectuate pe parcursul anului 2016 în **afara pieței reglementate** și prin **sistemul multilateral de tranzacționare** în număr de 11,3 mii, au atras 29,65 mil de acțiuni în valoare totală de 785,4 mil. lei, în creștere față de 2015 cu 330,9 mil. lei (1,7 ori). O cotă substanțială în valoare de 620,5 mil. lei (9,0%) o deține tranzacțiile de depunere a VM ca aport la capitalul social dictate de modificarea structurii acționarilor într-o bancă comercială. Volumul tranzacțiilor de vânzare-cumpărare a 96,8 mil. lei sau 12,3% din totalul tranzacțiilor înregistrate în afara pieței reglementate și MTF, a evoluat în scădere față de anul 2015 cu 163,0 mil. lei.

*Participarea investitorilor străini pe piața de capital.* Prin intermediul pieței primare volumul investițiilor străine atrase în anul 2016 a constituit 105,5 mil. lei, în creștere cu 48,1 mil. lei sau de 1,8 ori față de anul precedent, ele fiind realizate exclusiv prin emisiuni suplimentare. Interesul preponderent la investirea capitalului în VM pe piața primară în anul 2016 l-au manifestat investitorii din România (90,8%). În anul 2016 pe piața secundară cu implicarea persoanelor fizice și juridice nerezidente, au fost efectuate 141 tranzacții în volum de 1305,5 mil. lei. În aspect structural, poziția dominantă revine tranzacțiilor de aport la capitalul social cu un volum de 1240,9 mil. lei (95,0%) din totalul tranzacțiilor cu implicarea nerezidenților.

În anul 2016 sectorul bancar a fost cel mai atractiv pentru investitorii străini, înregistrându-se 26 de tranzacții în volum de 1275,9 mil. lei ori 97,7% din volumul total de tranzacții efectuate cu implicarea nerezidenților. Totodată, pe parcursul anului, investitorii străini nu au efectuat careva tranzacții cu acțiunile emise de companiile de asigurări. Prin intermediul societăților de investiții nebankare, în anul 2016, au fost efectuate 3635 tranzacții în valoare totală de 379,8 mil. lei, inclusiv: 397 tranzacții în valoare de 322,4 mil. lei (84,9%) - pe piața reglementată, iar 950 tranzacții în volum de 22,3 mil. lei (5,8%) în cadrul MTF. Celelalte 2288 tranzacții în volum de 35,1 mil. lei (9,3%) au fost efectuate în afara acestor piețe. Per total se atestă o scădere cu 3,1% față de anul 2015.

După tipul tranzacțiilor efectuate de către societățile de investiții nebancale pe piața reglementată, ponderea covârșitoare revine tranzacțiilor prin licitații organizate de către APP – 80,4%, tranzacțiilor prin ofertele publice – 10%, de vânzare – cumpărare pe piața interactivă – 5,6% și pachete unice de VM – 4%. În anul 2016 prin societățile de investiții bancare s-au efectuat 148 tranzacții în valoare de 360,1 mil. lei, dintre care 126 în volum de 358,6 mil. lei (99,6%) - pe piața reglementată, dintre acestea prin licitații organizate de APP – 70,3%, alte tranzacții coordonate cu CNPF – 27,9%, de tranzacțiile de vânzare-cumpărare pe piața interactivă – 1,8%. Diminuarea numărului de tranzacții pe piața de capital este condiționată de nivelul preponderent al pachetelor majoritare de acțiuni deținute de câteva persoane în societățile pe acțiuni, admise spre tranzacționare pe piața reglementată și/sau MTF. Și profesionalismul investițional caracteristic societăților pe acțiuni nu contribuie la atragerea investițiilor prin intermediul pieței de capital. Astfel, predomină atragerea de către societățile pe acțiuni a mijloacelor financiare prin solicitarea creditelor bancare în detrimentul ofertelor publice de valori mobiliare.

*În concluzie* putem menționa că piața financiară nebancaară încă nu corespunde cerințelor actuale de dezvoltare și nu a devenit o sursă importantă de atragere a investițiilor în sectorul real al economiei naționale. Pentru crearea unei pieți financiare contemporane în Moldova este necesar de a înlătura impedimentele și de a valoriza oportunitățile existente, în special a celor care țin de menținerea stabilității economice. Trebuie de conștientizat că, stimularea fluxului de investiții în economia națională a fost și rămâne un factor extrem de important pentru dezvoltarea și modernizarea țării.

CNPF trebuie să întreprindă acțiuni stringente pentru întărirea capacității instituționale și de consolidare a Regulatorului, să asigure alinierea legislației la directivele și standardele europene și redresarea situației create pe piața financiară nebancaară prin elaborarea proiectelor de acte legislative, precum și a cadrului normativ în materie. Protecția, drepturile și interesele consumatorilor de servicii financiare trebuie să rămână ca obiectiv prioritar în activitatea CNPF prin monitorizarea riscurilor aferente lansării produselor și serviciilor pe piața financiară nebancaară.

Este necesară reexaminarea politicilor publice ce țin de impozitare în scopul susținerii investițiilor în instrumentele financiare, creșterii gradului de accesibilitate și atractivitate a pieței asigurărilor de viață și dezvoltării

asigurărilor de sănătate, adaptării politicilor de investiții ale fondurilor de pensii la condițiile pieței dar și sporirii eficienței funcționării acestui sistem.

Condițiile de acordare a serviciilor financiare, precum și situația financiară a participanților profesioniști la piața financiară nebancaară, nu au devenit accesibile investitorilor în măsura cuvenită. Activele unor participanți deseori sunt lipsite de lichiditate, iar conținutul contractelor cu clienții este sofisticat și chiar neînțeles de către aceștia. Acest gol în transparență duce la neîncrederea investitorilor și la stoparea dezvoltării pieței financiare nebancaare.

#### **Bibliografie selectivă**

- [1]. Rapoartele anuale ale CNPF a Republicii Moldova (pentru anii 2015, 2016)
- [2]. Letonia – Baza de date stat. <http://www.csb.gov.lv/en/dati/statistics-database-30501.html>;
- [3]. Lituania – Baza de date stat. <http://db1.stat.gov.lt/statbank/SelectVarVal/saveselections.asp>
- [4]. România – Anuar statistic. <http://www.insse.ro/cms/ro/content/anuarele-statistice-ale-romaniei>
- [5]. UE –Baza de date Eurostat (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>)
- [6]. Georgia – Anuar statistic [http://www.geostat.ge/index.php?action=wnews\\_archive&qy=1&lang=eng](http://www.geostat.ge/index.php?action=wnews_archive&qy=1&lang=eng);
- [7]. Serbia – Baza de date stat. <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=168>
- [8]. Ucraina – Anuar statistic, <http://www.ukrstat.gov.ua/>