

**ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI**

Cu titlu de manuscris  
C.Z.U.:

**LITOCENCO ANA**

**CREȘTEREA ATRACTIVITĂȚII INVESTIȚIONALE  
A VALORILOR MOBILIARE DE STAT ÎN SCOPUL  
FINANȚĂRII ECONOMIEI REPUBLICII MOLDOVA**

**522.01. FINANȚE**

Teză de doctor în științe economice

Conducător științific:

HÎNCU Rodica, prof. univ.,  
dr. hab. în economie

Autor:

**CHIȘINĂU, 2024**

**©Litocenco Ana, 2024**

## CUPRINS

<b>ADNOTARE</b> (română, rusă și engleză)	<b>4</b>
<b>LISTA TABELELOR ȘI FIGURILOR</b>	<b>7</b>
<b>LISTA ABREVIERILOR</b>	<b>9</b>
<b>INTRODUCERE</b>	<b>10</b>
<b>1. ASPECTE CONCEPTUAL-METODOLOGICE PRIVIND ATRACTIVITATEA INVESTIȚIONALĂ A VALORILOR MOBILIARE DE STAT ȘI FINANȚAREA ECONOMIEI PRIN INTERMEDIUL ACESTORA</b>	<b>20</b>
1.1. Reflecții teoretice și conceptuale privind valorile mobiliare de stat din perspectiva finanțării economiei	20
1.2. Particularități ale pieței valorilor mobiliare de stat și metodologii de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia	27
1.3. Aspecte definitorii privind atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat: metodologii existente și corelații cu nivelul de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat	39
1.4. Analiza situației actuale privind finanțarea economiei Republicii Moldova prin intermediul valorilor mobiliare de stat și atractivitatea investițională a acestora: identificarea problematicii în domeniu	46
1.5. Concluzii la capitolul 1	53
<b>2. PRACTICI NAȚIONALE ȘI INTERNAȚIONALE DE FINANȚARE A ECONOMIILOR PRIN INTERMEDIUL VALORILOR MOBILIARE DE STAT ȘI CERCETAREA ATRACTIVITĂȚII ACESTORA</b>	<b>55</b>
2.1. Analiza unor practici internaționale privind atractivitatea valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiilor prin intermediul acestora	55
2.2. Cercetarea nivelului de finanțare a economiei Republicii Moldova prin intermediul valorilor mobiliare de stat și a atractivității acestora	74
2.3. Evaluarea, în baza metodologiei Băncii Mondiale, a nivelului de dezvoltare a pieței interne a valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova în perspectiva creșterii atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat	89
2.4. Concluzii la capitolul 2	98
<b>3. DIRECȚII DE SPORIRE A ATRACTIVITĂȚII INVESTIȚIONALE A VALORILOR MOBILIARE DE STAT ÎN VEDEREA FINANȚĂRII ECONOMIEI AUTOHTONE</b>	<b>101</b>
3.1. Adaptarea metodologiei Băncii Mondiale de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a valorilor mobiliare de stat în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova	101
3.2. Determinarea, în baza modelelor econometrice, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiei prin intermediul valorilor mobiliare de stat	110
3.3. Identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat emise pe piața internă a Republicii Moldova	116
3.4. Concluzii la capitolul 3	127
<b>CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI</b>	<b>130</b>
<b>BIBLIOGRAFIE</b>	<b>136</b>
<b>ANEXE</b>	<b>154</b>
<b>DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII</b>	<b>198</b>
<b>CURRICULUM VITAE</b>	<b>199</b>

## ADNOTARE

### LITOCENCO Ana „Creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”, teză de doctor în științe economice, Chișinău, Republica Moldova, 2024

**Structura tezei:** introducere, 3 capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 193 de titluri, 16 anexe, 126 de pagini de text de bază, 26 figuri, 31 tabele. Rezultatele obținute sunt publicate în 15 lucrări științifice.

**Cuvinte-cheie:** valori mobiliare de stat (VMS), deficit bugetar, datorie sustenabilă, finanțarea economiei, sursă de finanțare, risc de refinanțare, instrument financiar, atractivitate investițională.

**Scopul lucrării** constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice privind VMS și argumentarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora din perspectiva asigurării finanțării economiei Republicii Moldova.

**Obiectivele cercetării:** dezvoltarea abordărilor teoretice ale VMS din perspectiva finanțării economiei și din perspectiva investițională; cercetarea particularităților pieței VMS și identificarea metodologiilor de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia; definirea conceptului de atractivitate investițională a VMS și identificarea metodelor de măsurare a acesteia, inclusiv identificarea corelației dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței VMS; efectuarea diagnosticării situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și atractivitatea investițională a acestora, cu identificarea problematicii în domeniu; analiza practicilor internaționale privind finanțarea economiei din contul VMS și măsurile întreprinse în scopul asigurării atractivității investiționale a acestora; cercetarea practicilor autohtone de asigurare a atractivității investiționale a VMS și de finanțare a economiei R. Moldova prin intermediul acestora; evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței VMS din R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE; determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS, emise pe piața internă a R. Moldova în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, adaptate de autor; validarea interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova în baza modelelor economice; identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS autohtone, în baza relațiilor dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne.

**Noutatea și originalitatea științifică rezidă în:** stabilirea elementelor determinante ale atractivității investiționale a VMS; evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; adaptarea, de autor, a metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE în scopul determinării atractivității investiționale a VMS autohtone; determinarea, în baza metodologiei adaptate de autor, a nivelului de atractivitate investițională a VMS autohtone și a statelor analizate; argumentarea, prin intermediul a două modele economice elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova; elaborarea modelului de relații de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne; identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața R. Moldova.

**Rezultatul obținut ce contribuie la soluționarea problemei științifice importante** constă în fundamentarea, din punct de vedere științific și metodologic, a creșterii atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia, fapt ce determină promovarea aspectelor inovative de emiteră a respectivelor instrumente financiare de către stat în vederea asigurării finanțării economiei R. Moldova.

**Semnificația teoretică** rezidă în aprofundarea fundamentării teoretice a aspectelor privind finanțarea economiei prin intermediul instrumentelor datoriei publice, implicit a VMS; abordarea VMS din perspectiva investițională și a finanțării economiei, cu elucidarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora; dezvoltarea conceptului de atractivitate investițională a VMS.

**Valoarea aplicativă** constă în: aplicarea metodologiei de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; identificarea, în baza modelelor economice, elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS; formularea recomandărilor privind sporirea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne; argumentarea necesității utilizării rezultatelor cercetării de către diverse autorități și instituții autohtone.

**Implementarea rezultatelor științifice** a fost efectuată în cadrul Ministerului Finanțelor al R. Moldova, Băncii Naționale a Moldovei, Comisiei Naționale a Pieței Financiare, Depozitarului Central Unic al Valorilor Mobiliare și Academiei de Studii Economice a Moldovei, fapt confirmat prin certificate de implementare.

## АННОТАЦИЯ

**ЛИТОЧЕНКО Ана «Повышение инвестиционной привлекательности государственных ценных бумаг с целью финансирования экономики Республики Молдова», кандидатская диссертация по экономическим наукам, Кишинев, Республика Молдова, 2024 г.**

**Структура диссертации:** введение, 3 главы, общие выводы и рекомендации, 193 библиографических ссылок, 16 приложений, 126 страницы основного текста, 26 рисунков, 31 таблиц. Полученные результаты опубликованы в 15 научных статьях.

**Ключевые слова:** государственные ценные бумаги (ГЦБ), бюджетный дефицит, устойчивый долг, финансирование экономики, источник финансирования, риск рефинансирования, финансовый инструмент, инвестиционная привлекательность.

**Цель работы** состоит в разработке теоретико-методологических основ ГЦБ и обосновании необходимости повышения их инвестиционной привлекательности для обеспечения финансирования экономики Р. Молдова.

**Задачи исследования:** развитие теоретических подходов относительно ГЦБ с точки зрения финансирования экономики и инвестиционной перспективы; исследование особенностей рынка ГЦБ и выявление методологий определения уровня его развития; определение понятия инвестиционной привлекательности ГЦБ и выявление методов ее измерения, включая выявление связи между инвестиционной привлекательностью и развитием рынка ГЦБ; проведение диагностики текущей ситуации с финансированием экономики Р. Молдова посредством ГЦБ и их инвестиционной привлекательности, с выявлением проблем в этой сфере; анализ международной практики финансирования экономики по-средством ГЦБ и принимаемых мер по обеспечению их инвестиционной привлекательности; исследование местной практики обеспечения инвестиционной привлекательности ГЦБ и финансирования экономики Р. Молдова по-средством ГЦБ; определение уровня развития рынка ГЦБ Р. Молдова на основе методологии МБ, МВФ, ОЭСР и ЕБРР; определение уровня инвестиционной привлекательности ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке Р. Молдова, на основе методологии МБ, МВФ, ОЭСР и ЕБРР, адаптированной автором; обоснование взаимозависимости между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики Р. Молдова на основе эконометрических моделей; выявление и обобщение связей между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики, а также определение перспектив повышения инвестиционной привлекательности ГЦБ выпущенных в Р. Молдова.

**Научная новизна и оригинальность заключаются в:** установлении определяющих элементов инвестиционной привлекательности ГЦБ; оценке уровня развития внутреннего рынка ГЦБ в Р. Молдова; адаптации методологии МБ, МВФ, ЕБРР и ОЭСР для оценки инвестиционной привлекательности отечественных ГЦБ; определении уровня инвестиционной привлекательности отечественных ГЦБ и анализируемых государств на основе адаптированной автором методологии; демонстрации, с помощью эконометрических моделей разработанных автором, взаимозависимости между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики Р. Молдова; определении модели взаимосвязи между развитием внутреннего рынка ГЦБ, инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики в условиях сохранения устойчивости внутреннего государственного долга; определении возможностей повышения инвестиционной привлекательности ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке Р. Молдова.

**Полученный результат, способствующий решению важной научной задачи,** заключается в обосновании, с научно-методической точки зрения, аспектов повышения инвестиционной привлекательности ГЦБ, на основе ее определяющих элементов, факт, который определяет продвижение инновационных аспектов выпуска этих финансовых инструментов государством в целях обеспечения финансирования экономики Р. Молдова.

**Теоретическое значение** состоит в: углублении теоретической обосновании аспектов финансирования экономики посредством инструментов государственного долга, а именно ГЦБ; подходе к ГЦБ с инвестиционной точки зрения и финансирования экономики, с выявлением необходимости повышения их инвестиционной привлекательности; разработке концепции инвестиционной привлекательности ГЦБ.

**Прикладное значение** состоит в: применении методологии оценки уровня развития внутреннего рынка ГЦБ в Р. Молдова; выявлении, с помощью эконометрических моделей разработанных автором, взаимозависимости между инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики Р. Молдова; формулировании рекомендации относительно повышении инвестиционной привлекательности ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке Р. Молдова, на основе взаимосвязи между развитием внутреннего рынка ГЦБ, инвестиционной привлекательностью ГЦБ и финансированием экономики в условиях устойчивости внутреннего государственного долга; аргументировании необходимости использования результатов исследований различными государственными органами и учреждениями.

**Внедрение научных результатов** осуществилось Министерством Финансов Р. Молдова, Национальным Банком Молдовы, Национальной Комиссией по Финансовому Рынку, Единым Центральным Депозитарием Ценных Бумаг Р. Молдова и Академией Экономических Наук Молдовы, что подтверждено актами внедрения.

## ANNOTATION

**LITOCENCO Ana „Increasing the investment attractiveness of government securities for financing the economy of the Republic of Moldova”, PhD thesis in economic sciences, Chisinau, Republic of Moldova, 2024**

**Structure of the thesis:** introduction, 3 chapters, general conclusions and recommendations, 193 bibliographic references, 16 appendices, 126 pages of basic text, 26 figures, 31 tables. The obtained results are published in 15 scientific papers.

**Keywords:** government securities (GS), budget deficit, sustainable debt, economy financing, financing source, refinancing risk, financial instrument, investment attractiveness.

**The purpose of the thesis** consists in developing the theoretical and methodological foundations regarding GS and rationalize the need in increasing their investment attractiveness, in order to ensure the financing of the Republic of Moldova's economy.

**The objectives of the research:** development of the theoretical approaches of GS from the perspective of economy financing and investment perspective; researching the peculiarities of the GS market and identifying the methodologies for determining its level of development; the concept of GS investment attractiveness and identifying the methodologies for its measurement, including the identification of the correlation between GS investment attractiveness and GS market development; carrying out the diagnosis of the current situation regarding financing the R. of Moldova's economy through GS and their investment attractiveness, with the identification of the problems in this field; analysis of international practices regarding the financing of the economy through GS and the measures taken to ensure their investment attractiveness; the research of local practices in ensuring the GS investment attractiveness and financing the economy of the R. of Moldova through them; assessment of the development level of the GS market in the R. of Moldova based on the methodology of the WB, IMF, EBRD, OECD; determining the investment attractiveness level of GS issued in the R. of Moldova based on the methodology of the WB, IMF, EBRD, OECD, adapted by the author; reflecting the interdependence between the investment attractiveness of GS and economy financing based on econometric models; identifying and generalizing the relationships between the GS investment attractiveness and the economy financing; identifying opportunities to increase the investment attractiveness of GS issued in the R. of Moldova.

**The scientific novelty and originality reside in:** establishing the determining elements of the GS investment attractiveness; assessment of development level of the local GS market in the R. of Moldova; adapting the methodology of the WB, IMF, EBRD, OECD in order to assess the GS investment attractiveness issued in the R. of Moldova; determining based on the methodology adapted by the author the GS investment attractiveness issued in the R. of Moldova and in the analyzed countries; proving, through two econometric models, elaborated by the author, the interdependence between the GS investment attractiveness and economy financing in the R. of Moldova; outlining a model of relationships between the GS investment attractiveness and economy financing in conditions of domestic state debt sustainability; identifying the opportunities for increasing the investment attractiveness of GS issued in the R. of Moldova.

**The result obtained, which contributes to the solution of the important scientific problem** consists in the backgrounding, from a scientific and methodological point of view, the aspects regarding the increase in the GS investment attractiveness, based on its determinant elements, a fact that determines promoting the innovative aspects of issuing these financial instruments (indexed, green and benchmark GS) for financing the economy of the R. of Moldova.

**The theoretical significance resides in** deepening the fundamentation of the theoretical aspects regarding the economy financing through the public debt instruments, mainly GS; conceptualizing the GS from the perspective of economy financing and investment perspective, highlighting the need in increasing their investment attractiveness; developing the concept of GS investment attractiveness.

**The applicative value consists in:** application of the evaluation methodology in determining the development level of the local GS market in the R. of Moldova; identifying, based on econometric models, elaborated by the author, the interdependence between the GS investment attractiveness and economy financing in the R. of Moldova via GS; formulating recommendations to increase the investment attractiveness of GS issued on the local market of the R. of Moldova based on the relations between the development of GS market, GS investment attractiveness and economy financing in conditions of domestic state debt sustainability; arguing the need to use the research results by various authorities and institutions.

**The implementation of the scientific results** was carried out within the Ministry of Finance of the R. of Moldova, the National Bank of Moldova, the National Commission of the Financial Market, the Single Central Depository of Securities and the Academy of Economic Studies of Moldova, fact confirmed by implementation certificates.

## LISTA TABELELOR

<b>Tabelul 1.1.</b> Indicatori de monitorizare a riscurilor statului și a sustenabilității datoriei publice	24
<b>Tabelul 1.2.</b> Criterii și tipuri de VMS emise de către stat	30
<b>Tabelul 1.3.</b> Abordări ale conceptului de „atractivitate investițională”	40
<b>Tabelul 1.4.</b> Riscurile aferente VMS din perspectiva investițională	45
<b>Tabelul 2.1.</b> Linii de VMS de tip benchmark emise pe piețele interne ale statelor analizate	63
<b>Tabelul 2.2.</b> Metode de plasare a VMS pe piața internă a statelor analizate	65
<b>Tabelul 2.3.</b> VMS tranzacționate pe piețele interne ale statelor analizate	68
<b>Tabelul 2.4.</b> Regimul fiscal aplicat deținerilor de VMS emise pe piețele interne ale statelor analizate	71
<b>Tabelul 2.5.</b> Ratingul de țară al statelor analizate, stabilit de Fitch Ratings, în perioada 2017-2021	72
<b>Tabelul 2.6.</b> Dinamica soldului bugetului de stat al R. Moldova și structura surselor de finanțare a acestuia, în perioada 2017-2022	75
<b>Tabelul 2.7.</b> Evoluția emiterilor, răscumpărărilor și costurilor aferente VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022	78
<b>Tabelul 2.8.</b> Ratingul de țară al R. Moldova stabilit de Fitch Ratings, în perioada 2017-2021	86
<b>Tabelul 2.9.</b> Structura datoriei de stat interne a R. Moldova, după tipul dobânzii, în perioada 2017-2022	87
<b>Tabelul 2.10.</b> Nivelul de dezvoltare a pieței monetare din R. Moldova	90
<b>Tabelul 2.11.</b> Nivelul de dezvoltare a pieței primare a VMS din R. Moldova	90
<b>Tabelul 2.12.</b> Nivelul de dezvoltare a pieței secundare a VMS din R. Moldova	92
<b>Tabelul 2.13.</b> Nivelul de dezvoltare a gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova	93
<b>Tabelul 2.14.</b> Nivelul de dezvoltare a infrastructurii pieței financiare din R. Moldova	94
<b>Tabelul 2.15.</b> Nivelul de dezvoltare a cadrului normativ și de reglementare aferent pieței VMS din R. Moldova	95
<b>Tabelul 2.16.</b> Nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova	96
<b>Tabelul 3.1.</b> Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea accesibilității și infrastructurii pieței VMS (AIp)	104
<b>Tabelul 3.2.</b> Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea diversității VMS (D)	106
<b>Tabelul 3.3.</b> Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea beneficiilor și avantajelor financiare ale VMS (BAf)	107
<b>Tabelul 3.4.</b> Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea riscurilor aferente investițiilor în VMS (GR)	108
<b>Tabelul 3.5.</b> Metodologia de determinare a nivelului atractivității investiționale a VMS, adaptată și propusă de autor	108
<b>Tabelul 3.6.</b> Nivelul atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și pe piețele interne ale statelor analizate, conform metodologiei adaptate de autor	109
<b>Tabelul 3.7.</b> Valoarea indicatorilor utilizați în calitate de variabile pentru testarea ipotezei de cercetare	113
<b>Tabelul 3.8.</b> Descrierea variabilelor utilizate pentru testarea ipotezei în cadrul primei etape, cu utilizarea Modelului 1	114
<b>Tabelul 3.9.</b> Regresia estimată a volumului pieței interne a VMS din R. Moldova	115
<b>Tabelul 3.10.</b> Descrierea variabilelor utilizate pentru testarea ipotezei în cadrul celei de a doua etape, cu utilizarea Modelului nr.2	115
<b>Tabelul 3.11.</b> Regresia estimată a nivelului finanțării economiei R. Moldova	116

## LISTA FIGURILOR

<b>Figura 1.1.</b> Derularea fluxurilor de finanțare prin intermediul valorilor mobiliare de stat	21
<b>Figura 1.2.</b> Riscurile aferente emiterii VMS din perspectiva finanțării economiei, implicit a datoriei publice	24
<b>Figura 1.3.</b> Elementele și structura pieței VMS	28
<b>Figura 1.4.</b> Condiții necesare dezvoltării pieței interne a VMS și componentele de bază ale acesteia	34
<b>Figura 1.5.</b> Elementele determinante ale atractivității investiționale a VMS	42
<b>Figura 2.1.</b> Dinamica deficitului bugetar în statele analizate, în perioada 2017-2022,% în PIB	56
<b>Figura 2.2.</b> Dinamica soldului datoriei publice a statelor analizate, în perioada 2017-2022, % în PIB	57
<b>Figura 2.3.</b> Dinamica ponderii VMS în circulație în soldul datoriei de stat a statelor analizate, în perioada 2017-2022, %	58
<b>Figura 2.4.</b> Evoluția serviciului VMS emise pe piața primară a statelor analizate, în perioada 2017-2022, % în venituri bugetare	59
<b>Figura 2.5.</b> Dinamica indicatorilor riscului de refinanțare a datoriei de stat interne a statelor analizate, în perioada 2017-2022	60
<b>Figura 2.6.</b> Modalități de desfășurare a operațiunilor de management al datoriei	62
<b>Figura 2.7.</b> Structura gamei de investitori pe piața internă a VMS a statelor analizate, în anii 2017 și 2022, %	64
<b>Figura 2.8.</b> Curba randamentelor VMS emise pe piața internă a statelor analizate, în anii 2017 și 2022, %	70
<b>Figura 2.9.</b> Ponderea VMS indexate în totalul emisiunilor de VMS pe piața internă a statelor analizate în perioada anilor 2017-2022, %	72
<b>Figura 2.10.</b> Structura, după rata dobânzii, a portofoliului VMS emise pe piața internă a statelor analizate, în perioada 2019-2022, %	73
<b>Figura 2.11.</b> Evoluția gradului de lichiditate al pieței secundare a VMS în statele analizate, în perioada 2017-2022, %	74
<b>Figura 2.12.</b> Evoluția datoriei de stat interne a R. Moldova, %	76
<b>Figura 2.13.</b> Structura datoriei de stat interne a R. Moldova, în perioada 2017-2022, %	77
<b>Figura 2.14.</b> Dinamica indicatorilor riscului de refinanțare a datoriei de stat interne a R. Moldova, în perioada 2017-2022	80
<b>Figura 2.15.</b> Structura gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova, în perioada anilor 2017-2022, %	81
<b>Figura 2.16.</b> Structura VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022,%	83
<b>Figura 2.17.</b> Rata nominală a dobânzii la VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022, %	84
<b>Figura 2.18.</b> Evoluția curbelor de randament aferente VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2018-2022, %	85
<b>Figura 2.19.</b> Dinamica cererii, ofertei și volumului comercializat al VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022, mil. lei	87
<b>Figura 2.20.</b> Evoluția gradului de lichiditate al pieței secundare a VMS din R. Moldova, în perioada 2018-2022	88
<b>Figura 3.1.</b> Modelul relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a DSI	117



## LISTA ABREVIERILOR

**ADB** – Banca de Dezvoltare Asiatică;  
**AfDB** – Banca de Dezvoltare Africană;  
**AIp** – accesibilitatea și infrastructura pieței VMS;  
**AIVMS** – atractivitatea investițională a VMS;  
**ATM** – scadența rămasă medie a portofoliului de VMS emis pe piața primară;  
**BAf** – beneficiile și avantajele financiare ale VMS;  
**BERD** – Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare;  
**BM** – Banca Mondială;  
**BNM** – Banca Națională a Moldovei;  
**BPN** – bugetul public național;  
**BVM** – Bursa de Valori a Moldovei;  
**BT** – Bonuri de trezorerie;  
**CBN** – certificatele Băncii Naționale a Moldovei;  
**CNPF** – Comisia Națională a Pieței Financiare din Republica Moldova;  
**D** – diversitatea VMS;  
**DCU** – Depozitarul Central Unic al Valorilor Mobiliare;  
**DSI** – datoria de stat internă;  
**DST** – drepturi speciale de tragere;  
**ESG** – Environment, Social, Governance (mediu, social, guvernantă);  
**ESMA** – Autoritatea Europeană a Pieței și a Valorilor Mobiliare;  
**FMI** – Fondul Monetar Internațional;  
**HG** – Hotărârea Guvernului Republicii Moldova;  
**IADB** – Banca de Dezvoltare Inter-Americană;  
**MF** – Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova;  
**MM** - Ministerul Mediului al Republicii Moldova;  
**MMPS** – Ministerul Muncii și Protecției Sociale al Republicii Moldova;  
**MTF** – sistem multilateral de tranzacționare;  
**OCDE** – Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică;  
**ODD** – obiective de dezvoltare durabilă;  
**ONU** – Organizația Națiunilor Unite;  
**OPCA** – organisme de plasament colectiv alternative;  
**OPCVM** – organisme de plasament colectiv în valori mobiliare;  
**OS** – obligațiuni de stat;  
**PIB** – produs intern brut;  
**R** – riscurile investiționale;  
**R. Moldova** – Republica Moldova;  
**VMS** – valori mobiliare de stat;  
**UAT** – unități administrativ-teritoriale;  
**UE** – Uniunea Europeană;  
**USD** – dolar american.

## INTRODUCERE

**Actualitatea și importanța temei abordate.** Apărute în calitate de sursă de finanțare a necesităților statului, în prezent, valorile mobiliare de stat (VMS) sunt pe larg utilizate de majoritatea țărilor lumii, în scopul acoperirii deficitului bugetar și asigurării statului cu resurse necesare finanțării economiei. Recesiunea din anul 2020, provocată de pandemia Covid-19, seceta severă din anul 2021, dar și criza energetică din anii 2021-2022, care a produs o creștere în lanț a prețurilor, atât la resursele energetice la nivel regional, cât și la produsele alimentare la nivel intern, au generat noi provocări pe plan mondial și pe plan național, determinând statele lumii, inclusiv R. Moldova, să se orienteze pe piețele interne de VMS, pentru obținerea necesarului de finanțare.

Totodată, în condițiile în care VMS sunt garantate integral de stat și sunt însoțite de anumite avantaje financiare (dobândă, după caz, scutiri de impozite), acestea reprezintă un instrument financiar important pentru investitori. În rezultatul evoluțiilor în timp ale sectorului și ale piețelor financiare, investițiile în VMS au devenit o alternativă viabilă de economisire și investire pentru populație și agenții economici, oferind companiilor: oportunități de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale; posibilități de utilizare, în calitate de instrument de referință, pentru stabilirea prețurilor altor instrumente de datorie; posibilități de utilizare, în calitate de garanție financiară, în scopul asigurării tranzacțiilor financiare. Un segment important de utilizare a VMS se referă la băncile centrale, care efectuează vânzări și cumpărări de VMS în calitate de operațiuni de piață monetară, destinate absorbției și/sau injectării de lichidități în sistemul bancar.

Potrivit legislației R. Moldova, mijloacele bănești obținute din plasarea VMS sunt utilizate pentru: sprijinirea dezvoltării economiei țării și activității investiționale; promovarea exporturilor; crearea de noi locuri de muncă și îmbunătățirea condițiilor sociale și ecologice în țară; lichidarea consecințelor calamităților naturale și ale altor situații excepționale. În special, este de menționat utilizarea mijloacelor bănești obținute din plasarea VMS, în scopul rambursării, refinanțării și restructurării obligațiilor existente și a garanțiilor, precum și în scopul finanțării deficitului bugetar, și acoperirii necesităților decalajului temporar de casă al bugetului de stat. Astfel, VMS se dovedesc a fi un instrument important, aflat la dispoziția statului, prin intermediul căruia acesta își poate asigura necesarul de finanțare.

În acest context, având în vedere importanța resurselor obținute de către stat prin intermediul pieței interne a VMS, în scopul finanțării, dezvoltării și creșterii economiei, dezvoltarea pieței respective reprezintă un obiectiv ferm pentru autoritățile din R. Moldova, acestea din urmă planificând, în documentele de politici, diverse măsuri și acțiuni de îmbunătățire a modului de organizare, funcționare și dezvoltare a pieței VMS. Aceste măsuri sunt focusate cu precădere pe

adaptarea strategiilor de emitere a VMS pe piața internă, în dependență de preferințele și necesitățile investiționale ale investitorilor, în vederea creșterii atractivității acestui instrument financiar.

Un moment important de remarcat este faptul că măsurile și acțiunile, vizate mai sus, se planifică ținând cont de obiectivul fundamental al *managementului datoriei de stat* pe termen mediu, care prevede că *necesitățile de finanțare a bugetului de stat se asigură la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor aferente*. Respectiv, întru realizarea *obiectivului* dat, activitățile aferente organizării și dezvoltării pieței VMS din R. Moldova se realizează cu identificarea, monitorizarea și gestionarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat, precum și cu menținerea costurilor respectivei datorii la un nivel acceptabil.

Reieșind din cele expuse, precum și din aspectele legale naționale prenotate, *în teza dată, cercetarea VMS, în scopul finanțării economiei, se efectuează prin prisma finanțării deficitului bugetar și a rambursării, refinanțării obligațiilor aferente VMS ajunse la scadență, iar atractivitatea investițională a VMS este cercetată atât în condițiile menținerii unui nivel acceptabil de cheltuieli pentru stat, în calitatea sa de emitent, cât și în condițiile limitării riscurilor aferente datoriei de stat*. Respectiv, în prezenta cercetare, VMS sunt abordate atât **din perspectiva emitentului (a statului)**, care este obligat să-și gestioneze prudent costurile și riscurile, cât și **din perspectiva investitorului**, care este cointerestat în cele mai atractive instrumente financiare, precum și investiții.

Suplimentar, se remarcă faptul că tema de cercetare și rezultatele obținute se încadrează perfect în prioritățile de cercetare și dezvoltare setate la nivel internațional, în special în următoarele obiective de dezvoltare durabilă (ODD), aprobate de Organizația Națiunilor Unite (ONU) spre realizare către anul 2030:

- ODD 8 „Muncă decentă și creștere economică” (8.10. Consolidarea capacității instituțiilor financiare locale de încurajare și extindere a accesului tuturor părților interesate de servicii financiare);

- ODD 9 „Industrie, inovație și infrastructură” (9.3. Creșterea accesului antreprenorilor, în special din țările în curs de dezvoltare, la serviciile financiare, inclusiv la credite accesibile, și integrarea acestora în lanțurile valorice și piețele aferente).

În același timp, tema cercetată și rezultatele aferente rezonează cu prioritățile strategice de cercetare și inovare stabilite prin Programul național în domeniile cercetării și inovării, pentru anii 2020-2023, aprobat prin HG nr.381/2019, în special cu prioritatea V „Competitivitate economică și tehnologii inovative”.

### **Descrierea situației în domeniul de cercetare și identificarea problemelor în domeniu.**

Deși dezvoltarea pieței interne a VMS reprezintă un obiectiv important pentru autoritățile naționale, consacrat în documentele de politici aprobate periodic, până la momentul actual, nivelul și gradul de dezvoltare a pieței VMS din R. Moldova a fost puțin studiat. De asemenea, în

publicațiile (inclusiv ale autorităților naționale și ale instituțiilor financiare internaționale) disponibile publicului nu s-au atestat careva analize sau evaluări ale nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS a R. Moldova.

În aceeași ordine de idei, este important de remarcat că pe piața internă a VMS din R. Moldova, atragerea investitorilor se efectuează de către autorități doar în condițiile obiectivului fundamental, și anume a celui de asigurare a statului cu resurse financiare necesare, la cel mai mic cost posibil, pe termen mediu și lung, precum și cu limitarea riscurilor aferente datoriei de stat. În acest context, un deziderat imperios pentru toate statele lumii, inclusiv pentru R. Moldova, este atragerea și diversificarea gamei de investitori pe piață, ceea ce contribuie, în mod substanțial, la asigurarea unei cereri solide pe piață, la reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, la asigurarea stabilității și eficienței pieței VMS, precum și la creșterea capacității de finanțare a economiei de către stat.

La momentul actual, principalele surse de acoperire a necesităților de finanțare a economiei în majoritatea statelor lumii, inclusiv și în R. Moldova, sunt constituite din instrumente ale datoriei. În cazul R. Moldova, finanțarea netă a deficitului bugetului de stat, din contul emisiunilor de valori mobiliare de stat pe piața internă, a constituit circa 84,1% în anul 2021 comparativ cu valoarea de 39,2% în anul 2017. Ca rezultat al pandemiei Covid, secetei și crizei energetice, serviciul VMS (emise pe piața primară), care vizează nemijlocit costurile de deservire a datoriei, s-a majorat în anii 2021-2022, acest fapt influențând indicatorul de sustenabilitate a datoriei de stat.

Totodată, se remarcă faptul că, în R. Moldova, finanțările necesare gestionării consecințelor generate de ultimele crize și evenimente ce au afectat întreaga lume, acumulate de către stat de pe piața internă a VMS, s-au obținut, preponderent, din contul emisiunilor de bonuri de trezorerie, fapt ce a generat o creștere a costurilor aferente deservirii datoriei și o amplificare semnificativă a riscurilor de refinanțare, ultimele afectând, într-o anumită măsură, sustenabilitatea datoriei de stat interne. Pe lângă faptul că bonurile de trezorerie dispun de capacitatea de absorbție a șocurilor financiare, constituirea portofoliului de emisiuni ale statului, preponderent din instrumente pe termen scurt, se explică prin diversificarea redusă a gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova, aceasta fiind puternic concentrată pe o singură categorie de participanți – băncile comerciale. Faptul dat este determinat în principal de structura și nivelul de dezvoltare a pieței financiare autohtone, care este, în mare parte, reprezentată de sistemul bancar, iar investitorii străini pe piața locală a VMS sunt practic absenți. O altă explicație în acest sens ar fi și diversitatea redusă a VMS oferite spre plasare, atât ca tipuri de instrumente – cu dobândă fixă și dobândă variabilă, cât și ca scadențe – de la 3 luni până la 7 ani, precum și oportunitățile reduse de gestionare a riscurilor investiționale, cum ar fi cel al inflației, al lichidității pe piața secundară

etc. De asemenea, începând cu anul 2021, a fost introdus impozitul pe venit pentru dobânzile obținute din deținerile de VMS, fapt ce a temperat, într-o anumită măsură, apetitul investițional al pieței, atestându-se în perioada dată, în premieră, o cerere de VMS, venită din partea investitorilor, inferioară ofertei statului.

Reieșind din cele expuse, atât pentru pentru majoritatea statelor în curs de dezvoltare, cât și R. Moldova, *atragera investitorilor pe piața internă a VMS și asigurarea statului cu resursele financiare necesare, în condițiile menținerii unui nivel acceptabil de costuri și riscuri pentru stat, se dovedește a fi o adevărată provocare*, autoritățile fiind mereu în căutare de noi soluții și măsuri în acest sens, motiv din care, autorul tezei și-a propus efectuarea cercetării pe aspectul dat.

**Gradul de studiere a temei de cercetare.** Aspectele ce vizează finanțarea deficitului bugetar prin intermediul instrumentelor datoriei publice au fost abordate de adepții școlilor clasice, neoclasice și contemporane: Lieberman M., Hall R., Mankiw G., Greenspan A., Baumol W., Blinder A., Panizza U, Văcărel I., Bistriceanu G. Studii pe această dimensiune se atestă și în lucrările cercetătorilor autohtoni: Stratan A., Manole T., Casian A., Petroia A. Cu referire la atractivitatea și activitatea investițională, se remarcă faptul că, cercetări în acest domeniu au fost efectuate de către cercetători străini: Velandia A., Secunho L., Zencenko S., Ахтаријева Л., Васильцова А., Гусева К., Смаглюкова Т., precum și de cercetători autohtoni: Hîncu R., Băncilă N., Timuș A., Belostecinic G., Perciun R., Gumovschi A., Suhovici A., Mărgineanu A. În acest context, studiile și cercetările efectuate până în prezent la subiectul atractivității investiționale, precum și a metodelor de evaluare a acesteia, sunt dedicate atractivității investiționale a companiei, a regiunii, a țării, atractivitatea investițională a unui instrument financiar, implicit a VMS, fiind puțin cercetată.

În același timp, este de menționat că până la momentul actual, aspectele privind atragerea plasamentelor investitorilor în valori mobiliare de stat au fost abordate din perspectiva dezvoltării pieței valorilor mobiliare de stat, a factorilor determinanți și a constrângerilor ce împiedică dezvoltarea acesteia. În sensul dat, s-au efectuat studii la nivel internațional, de către: Creehan S., Jonasson T., Papaioannou M., Williams M., Burger J.D., Warnock F.E., Park C.Y., Arvai Z., Heenan G. și alții.

De asemenea, se remarcă unele cercetări efectuate de către experții internaționali la subiectul pieței valorilor mobiliare (în speță a pieței obligațiunilor, a pieței valorilor mobiliare de stat), a impactului dezvoltării acesteia asupra creșterii economice, precum și contribuției investitorilor străini asupra pieței obligațiunilor și creșterii economice, cum ar fi: Pradhan R.P., Zaki D.B., Kolapo F.T., Adaramola O., Kapingura F., Markheta-Kosi P., Matei I., Lucey B.M., Zhang Q., Ulubaşoglu M.A., Ebeke C., Muharam H., Ghozali I. Cercetări la nivel național, la subiectul pieței financiare și a celei de capital, a valorilor mobiliare, inclusiv a celor de stat, au fost

efectuate de către: Hîncu R., Secieru A., Cobzari L., Lopotenco V., Caraganciu A., Cociug V., Biloocaia S., Timuș A., Dragomir L., Darovannaia A., Timofei O., Iovv T. și alții.

**Scopul lucrării** constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice privind valorile mobiliare de stat și argumentarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora, din perspectiva asigurării finanțării economiei R. Moldova.

Pentru realizarea scopului dat au fost stabilite următoarele **obiective de cercetare**:

O<sub>1</sub>. Dezvoltarea abordărilor teoretice ale VMS, din perspectiva finanțării economiei, inclusiv în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, și din perspectiva investițională;

O<sub>2</sub>. Cercetarea particularităților pieței VMS și identificarea metodologiilor de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia;

O<sub>3</sub>. Definirea conceptului de atractivitate investițională a VMS și identificarea metodelor de măsurare a acesteia, inclusiv identificarea corelației dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței acestora;

O<sub>4</sub>. Efectuarea diagnosticării situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și atractivitatea investițională a acestora, cu identificarea problematicii în domeniul respectiv;

O<sub>5</sub>. Analiza practicilor internaționale privind finanțarea economiei din contul VMS și măsurile întreprinse în scopul asigurării atractivității investiționale a acestora;

O<sub>6</sub>. Cercetarea practicilor autohtone de asigurare a atractivității investiționale a VMS și de finanțare a economiei R. Moldova prin intermediul acestora;

O<sub>7</sub>. Evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, în baza metodologiei elaborate în comun de organismele internaționale: Banca Mondială (BM), Fondul Monetar Internațional (FMI), Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD) și Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE);

O<sub>8</sub>. Determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza metodologiei elaborate în comun de organismele internaționale (BM, FMI, OCDE și BERD) și adaptate de autor;

O<sub>9</sub>. Validarea și reflectarea interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova, în baza modelelor econometrice elaborate de autor;

O<sub>10</sub>. Identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor, generalizate de autor, dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne.

**Ipoteza de cercetare** presupune că *creșterea atractivității investiționale*, în baza *elementelor determinante* (accesibilitatea și infrastructura pieței VMS; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare ale VMS; gestionarea riscurilor investiționale), identificate de autorul tezei, constituie un factor important în asigurarea statului cu resurse financiare necesare pentru *finanțarea economiei R. Moldova*.

**Sinteza metodologiei de cercetare.** În vederea realizării obiectivelor tezei, au fost utilizate următoarele metode de cercetare: metoda analitică, prin intermediul căreia s-a ajuns la esența proceselor cercetate; metoda descriptivă, folosită la descrierea elementelor determinante ale atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat și a metodelor de măsurare a atractivității investiționale a acestora; metoda sintezei, aplicată pentru stabilirea conexiunii fenomenelor cercetate; metoda analizei cantitative și calitative; metoda comparației, utilizată la analiza practicii internaționale la subiectul cercetat; metoda grafică, utilizarea căreia a facilitat prezentarea particularităților fenomenelor studiate, precum și prezentarea datelor statistice. Totodată, în cadrul cercetării date, au fost utilizate modele econometrice de regresie neliniară (metoda de estimare a căroră fiind metoda celor mai mici pătrate, utilizând softul econometric Eviews), prin intermediul căroră s-a cercetat și determinat interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei prin intermediul VMS emise în R. Moldova.

**Suportul informațional** al cercetării este reprezentat de rapoartele periodice și publicațiile organizațiilor și instituțiilor financiare internaționale (Banca Mondială, Fondul Monetar Internațional, Organizația de Cooperare și Dezvoltare Economică, Banca Reglementărilor Internaționale, Banca Asiatică de Dezvoltare, Banca Intra-Americană de Dezvoltare), actele normative, publicațiile și datele statistice ale autorităților administrației publice centrale din Republica Moldova (Ministerul Finanțelor, Banca Națională a Moldovei, Comisia Națională a Pieței Financiare) și ale Ministerului Finanțelor, băncilor centrale și autorităților responsabile de managementul datoriei de stat din unele state (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), analizate pe parcursul tezei date, precum și cercetările științifice efectuate la tema de studiu, prezentate în reviste de specialitate, în cadrul conferințelor naționale și internaționale etc.

**Noutatea și originalitatea științifică rezidă în:**

- stabilirea elementelor determinante ale atractivității investiționale a VMS, acestea fiind reprezentate de „accesibilitatea și infrastructura pieței VMS”, „diversitatea VMS”, „beneficiile și avantajele financiare ale VMS” și „gestionarea riscurilor investiționale ale VMS”;
- evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova;

- adaptarea, de către autor, a metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a VMS autohtone;

- determinarea, în baza metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, adaptate de autor, a nivelului de atractivitate investițională a VMS emise în R. Moldova și în statele analizate, în scopul comparării și preluării bunelor practici;

- argumentarea, prin intermediul a două modele econometrice elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova;

- elaborarea modelului de relații de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne;

- identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza modelului de relații de interconexiune elaborat de autor.

**Rezultatul obținut, care contribuie la soluționarea problemei științifice importante,** constă în fundamentarea, din punct de vedere științific și metodologic, a creșterii atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia, fapt ce determină promovarea aspectelor inovative de emisie a respectivelor instrumente financiare de către stat (emiterea VMS indexate, de tip „green”, „benchmark” etc.), în vederea asigurării finanțării economiei R. Moldova.

**Semnificația teoretică** rezidă în: aprofundarea fundamentării teoretice a aspectelor privind finanțarea economiei prin intermediul instrumentelor datoriei publice, implicit a VMS; abordarea VMS din perspectiva investițională și din perspectiva finanțării economiei, cu elucidarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora; dezvoltarea conceptului de atractivitate investițională a VMS.

**Valoarea aplicativă** constă în: aplicarea metodologiei de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; identificarea, în baza modelelor econometrice elaborate de autor, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS; formularea recomandărilor privind sporirea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne; argumentarea necesității utilizării rezultatelor cercetării de către diverse autorități și instituții autohtone. Rezultatele pot fi folosite în scopuri de cercetare și didactice, inclusiv în cadrul cursurilor universitare.



**Sumarul capitolelor tezei.** Teza cuprinde: introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări. În **Introducere**, este argumentată actualitatea și importanța temei abordate; gradul de cercetare a temei selectate; sunt identificate scopul și obiectivele cercetării; este prezentat suportul metodologic al tezei și ipoteza de cercetare.

**Capitolul 1 - „Aspecte conceptual-metodologice privind atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiei prin intermediul acestora”** - cuprinde sinteza teoriilor economice, a conceptelor și a legislației R. Moldova privind: VMS în calitate de sursă de finanțare a economiei utilizată de către stat; deficitul bugetar; datoria publică; efectele și consecințele acestora; costurile și riscurile aferente acoperirii necesităților de finanțare prin intermediul instrumentelor datoriei publice; VMS în calitate de instrument financiar, din perspectiva investitorului; atractivitatea investițională a VMS și elementele determinate ale acesteia. De asemenea, în acest capitol se abordează particularitățile pieței interne a VMS, importanța dezvoltării acesteia, metodele existente de determinare a nivelului de dezvoltare a piețelor interne a VMS și de evaluare a atractivității investiționale, precum și corelațiile dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței interne a VMS. Este efectuată o descriere a particularităților metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS. În capitolul dat se prezintă o analiză a situației R. Moldova în domeniu, cu identificarea problematicii caracteristice aspectului cercetat.

**Capitolul 2 - „Practici naționale și internaționale de finanțare a economiilor prin intermediul valorilor mobiliare de stat și cercetarea atractivității acestora”** - reflectă anumite tendințe în R. Moldova și în diverse state ale lumii, analizate în cadrul tezei date (cum ar fi: Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), privind finanțarea economiei prin intermediul VMS, și anume: nivelul și dinamica deficitului bugetar și a datoriei publice, contribuția emisiunilor de VMS pe piețele interne ale statelor prenotate, în procesul de asigurare și acoperire a necesităților de finanțare, nivelul costurilor suportate de către stat pentru deservirea datoriei generate de emisiunile de VMS, riscurile aferente datoriei de stat interne și măsurile aplicate în scopul gestionării eficiente a acestora. Totodată, în acest capitol se elucidează particularitățile atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și a statelor analizate - accesibilitatea și infrastructura pieței interne a VMS - sistemul dealerilor primari, programe de vânzări retail a VMS, particularități de accesare a pieței interne a VMS de către investitorii străini; diversitatea VMS propuse investitorilor - ca tipuri de instrumente și ca scadențe; beneficiile și avantajele financiare - evoluția randamentelor oferite de piețele interne ale VMS, modul și regimul de impozitare aplicat deținerilor de VMS; particularitățile riscurilor investiționale (riscul inflației, riscul lichidității, riscul ratei dobânzii etc.) aferente VMS și oportunitățile puse de către stat la

dispoziția investitorilor, în scopul gestionării eficiente a acestora. De asemenea, considerând legătura dintre atractivitatea investițională a VMS și nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS, în capitolul dat s-a efectuat o evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE.

**Capitolul 3 - „Direcții de sporire a atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat, în vederea finanțării economiei autohtone”** - se axează pe: adaptarea, de către autorul tezei, a metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, în scopul determinării nivelului atractivității investiționale a VMS emise pe piața autohtonă, având la bază și elementele determinante, care, în opinia autorului tezei, definesc atractivitatea investițională a VMS; argumentarea, în baza modelelor econometrice elaborate de autor, a interdependenței dintre creșterea atractivității investiționale a VMS și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS emise pe piața internă; identificarea și generalizarea interconexiunilor dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, în baza unui model de relații elaborat de autor; identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS, în scopul finanțării economiei R. Moldova.

În **Concluzii generale și recomandări** sunt prezentate principalele concluzii ale cercetării realizate, precum și recomandările formulate privind creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat din R. Moldova, în vederea asigurării statului cu resursele necesare finanțării economiei.

**Aprobarea rezultatelor.** Rezultatele cercetării au fost prezentate autorităților și instituțiilor autohtone în domeniu, fiind susținute și apreciate de Ministerul Finanțelor al R. Moldova, Banca Națională a Moldovei, Depozitarul Central Unic al Valorilor Mobiliare, Comisia Națională a Pieței Financiare și Academia de Studii Economice a Moldovei, prin certificatele de implementare anexate la sfârșitul tezei.

Totodată, abordările teoretice, metodologice și rezultatele obținute, ca urmare a cercetării efectuate, au fost expuse în cadrul a **15 articole științifice**, cu un volum de 8,05 coli de autor, acestea fiind publicate în reviste naționale și internaționale, precum și susținute în cadrul manifestărilor științifice naționale și internaționale, **cele mai importante fiind:**

- *publicații în cadrul manifestărilor științifice:*

1. Conferința științifică internațională „Competitivitate și inovare în economia cunoașterii”, ediția 26 din 23-24 septembrie 2022; Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, R. Moldova; „Budget Deficit: indicator of financial relations within the financial system”;

2. Conferința științifică internațională „30 de ani de reformă economică în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic”, ediția 25 din 24-25 septembrie 2021; Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, R. Moldova; „Analiza valorilor mobiliare de stat ca instrument de finanțare a deficitului bugetar al Republicii Moldova”;

3. Conferința științifică internațională „Competitivitate și inovare în economia cunoașterii”, ediția 24 din 25-26 septembrie 2020; Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, R. Moldova; „Oportunități investiționale și provocări pe piața valorilor mobiliare de stat”;

4. Conferința Științifică Internațională „Development through research and innovation - 2020” din 28 august 2020, ediția I-a, Academia de Studii Economice din Moldova, Chișinău, R. Moldova „Internal Government Debt of the Republic of Moldova: trends and perspectives”;

5. Conferința Internațională a studenților economiști „Noi provocări în cercetarea economică” din 10-11 mai 2018, Universitatea „Dunărea de Jos”, Galați, România; „Eficiența măsurilor întreprinse în scopul atragerii investițiilor: cazul Republicii Moldova”;

6. Conferința științifică internațională pentru doctoranzi și tineri cercetători „Scientia Iuventa 2018”, ediția 13 din 19 aprilie 2018; Universitatea Matej Bel, Banská Bystrica, Slovacia; „Trends of Attracting Foreign Direct Investment in the Economy of the Republic of Moldova”.

- publicații în cadrul revistelor de specialitate:

1. Revista *Akademios*, nr.2(69), 2023, Chișinău, Republica Moldova, ISSN 1857-0461, pag. 99-104; „Influența pieței valorilor mobiliare de stat interne asupra creșterii economice”;

2. Revista *Economica*, nr.4(122), 2022, Chișinău, Republica Moldova, ISSN 1810-9136, pag. 62-75; „Fundamentarea teoretico-practică a relației „deficit bugetar - datorie publică”: cazul Republicii Moldova”;

3. Revista *MEST*, Facultatea Business și Drept, Universitatea Nikola Tesla, 2021, Belgrad, Serbia. ISSN 2334-7058, pag. 28-36; „The importance of institutional investors diversification in the development of the government securities market”;

4. *Analele Universității „Eftimie Murgu”*, Fascicola II-Studii Economice, Anul XXVII, 2020, Reșița, România, ISSN 2344 – 6315, pag. 47-57; „The investment attractiveness of the government securities, as an instrument of government debt in the Republic of Moldova”;

5. Revista *Eastern European Journal of Regional Studies*, Volumul 1, Ediția a 2-a, 2015, Chișinău, Republica Moldova, ISSN: 1857-436X. pag. 80-90; „The new investment instruments developed in the international financial market”.

## 1. Aspecte conceptual-metodologice privind atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiei prin intermediul acestora

### 1.1. Reflecții teoretice și conceptuale privind valorile mobiliare de stat din perspectiva finanțării economiei

Modalitatea de funcționare și ritmul de dezvoltare a economiei unui stat sunt determinate de nivelul de finanțare a acesteia. Un volum adecvat de resurse financiare și accesibilitatea acestora contribuie la: crearea de noi locuri de muncă și instruirea/formarea profesioniștilor în diverse ramuri ale economiei; dezvoltarea mediului de afaceri; modernizarea infrastructurii; asigurarea protecției sociale a populației; apariția de inovații și a progresului tehnico-științific etc. Conceptul de *finanțare* presupune procurarea, alocarea și, respectiv, cheltuirea mijloacelor bănești pentru realizarea anumitor obiective, noțiunii date fiindu-i imprimate conotații relativ diferite, determinate de specificitatea surselor utilizate în scopul finanțării [74], motiv din care, conceptul de finanțare se divizează în „*finanțare publică*” și „*finanțare privată*”. Finanțarea privată se efectuează din fondurile financiare private, acestea fiind constituite din capitaluri și fonduri ale entităților din mediul privat și ale populației.

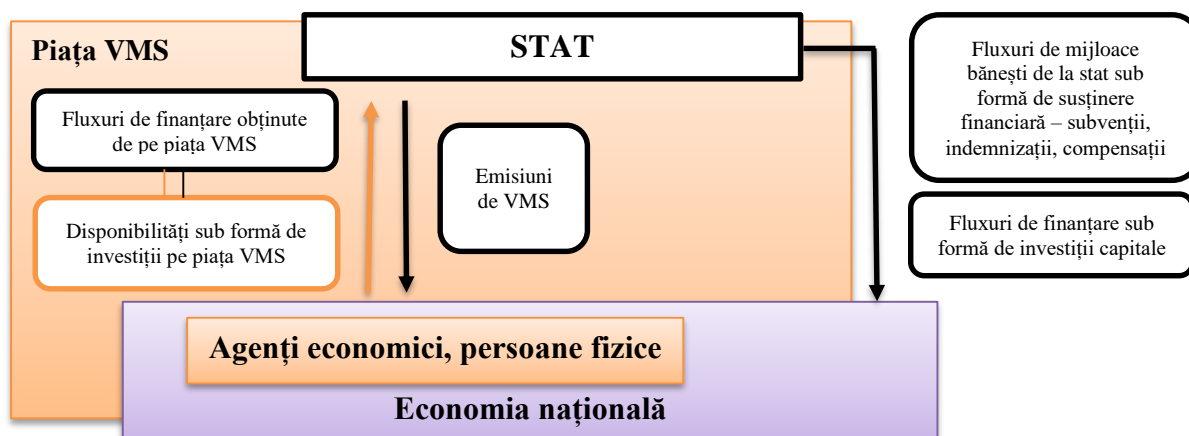
*Finanțarea publică* sau *bugetară* se efectuează din contul bugetului public național și reprezintă acordarea mijloacelor financiare bugetare pentru cheltuielile aprobate în buget, *teza dată axându-se anume pe acest tip de finanțare*. Prin programele bugetare anuale prioritare și de strictă necesitate, statul asigură finanțarea bugetară a economiei, fiind astfel prevăzute, anual, în bugetul de stat, la compartimentul cheltuieli publice, resurse financiare pentru realizarea diverselor acțiuni în domeniul învățământului, sănătății, protecției sociale, ordinii publice și apărării, protecției mediului, economiei (agricultură, industrie, transport, comunicații, comerț) etc. Finanțarea acțiunilor și obiectivelor aferente domeniilor prenotate ia forma alocațiilor, investițiilor capitale publice și ajutoarelor de stat (subvenții, facilități fiscale, scutiri de plata dividendelor și defalcărilor (în cazul entităților cu capital public) etc.), prin intermediul cărora statul are drept scop obținerea efectelor pe termen lung și, respectiv, dezvoltarea economiei [106, 158].

În majoritatea statelor lumii, de-a lungul timpurilor, finanțarea economiei a impus, în condițiile insuficienței resurselor financiare acumulate, identificarea unor surse adiționale de mijloace financiare, VMS devenind una dintre sursele primare ale acestei finanțări. Dacă inițial VMS erau emise pe piața internă în scopul finanțării războaielor, a campaniilor militare și protejării frontierelor, treptat, împrumuturile statului prin intermediul VMS s-au reorientat progresiv, spectrul necesităților de finanțare fiind mult mai larg. Astfel, scopul emiterii VMS a evoluat spre furnizarea de bunuri publice: de la lucrări de apă și canalizare până la rețele de căi ferate, porturi și canale, în prezent scopurile fiind mult mai complexe, de exemplu: acoperirea deficitului bugetar,

rambursarea datoriilor scadente, dezvoltarea și impulsivarea pieței VMS și a pieței de capital, mijloacele financiare obținute fiind utilizate de către stat inclusiv cu scopul creării locurilor de muncă, impulsivării activității investiționale, sprijinirii dezvoltării economiei țării etc. [61, 73].

Aceste beneficii economice, generate ca rezultat al finanțării economiei prin intermediul emiterii VMS, contribuie, la rândul lor, la stimularea creșterii economice pe termen lung a statului, precum și la asigurarea rezilienței financiare la șocuri în perioade de instabilitate, fapt demonstrat de consecințele recentelor crize financiare, inclusiv cea generată de pandemia Covid-19, crize care au arătat că susținerea societății, a activității de antreprenoriat și a întregii economii în ansamblu, depinde inclusiv de capacitatea de intervenție financiară a statului.

În literatura de specialitate există mai multe definiții privind VMS. Potrivit uneia dintre ele, VMS fac parte din categoria obligațiunilor, acestea constituind „*valori mobiliare ce exprimă o relație de creditare publică, ce acoperă o investiție efectuată pe baza unui împrumut și care conferă deținătorului dreptul de a încasa de la emitent dobânzile plătibile periodic, aferente sumei date cu împrumut, precum și dreptul ca, la maturitatea împrumutului, investitorul să-și redobândească întreaga sumă investită*” [48]. În esență, VMS reprezintă *instrumente financiare care atestă datoria publică*, acestea constituind împrumuturi ale statului pe un anumit termen, efectuate *cu scopul dezvoltării economiei țării, susținerii activității investiționale, creării unor noi locuri de muncă* etc. [82]. Totodată, potrivit prevederilor legislației UE, VMS reprezintă *instrumente financiare ce pot fi negociate pe piața de capital* [3]. Legislația R. Moldova definește VMS drept *instrument al datoriei de stat* (ultima fiind parte componentă a datoriei publice), emis în formă de titlu financiar negociabil [5]. Investind în VMS, persoanele fizice și agenții economici, efectiv, împrumută statului anumite sume de bani pentru asigurarea finanțării și dezvoltării economiei țării, iar la scadență, statul achită suma investită și o dobândă anumită (figura 1.1.).



**Figura 1.1. Derularea fluxurilor de finanțare prin intermediul valorilor mobiliare de stat**  
Sursa: elaborată de autor în baza sursei [74]

Reieșind din prevederile legale prenotate, având în vedere că problema deficitului bugetar este una de înaltă preocupare pentru toate statele lumii, inclusiv pentru R. Moldova, precum și dat fiind caracterul instabil al fluxurilor financiare externe, *interes deosebit pentru cercetarea dată prezintă VMS emise pe piața internă, în scopul finanțării economiei prin:*

- 1) *acoperirea deficitului bugetar;*
- 2) *rambursarea/refinanțarea datoriilor statului ajunse la scadență.*

1. În acest context, este de menționat că fenomenul **deficitului bugetar** a devenit tot mai frecvent în rândul statelor lumii, în condițiile în care, de cele mai multe ori, fondurile ce se pot constitui la nivelul acestora, din impozite, taxe și alte venituri, nu sunt suficiente pentru acoperirea cererii de resurse financiare publice. Astfel, în vederea asigurării necesarului de finanțare a economiei și realizării tuturor măsurilor și acțiunilor planificate de către stat, prin diverse documente de politici (strategii, buget public național/buget de stat, planuri de acțiuni), precum și, eventual, în scopul acoperirii deficitului bugetar, statul este nevoit să identifice alte surse de finanțare, pe lângă impozite și taxe.

Dintre toate sursele existente de finanțare a deficitului bugetar (creșterea impozitelor, reducerea cheltuielilor bugetare, emiterea instrumentelor de datorie publică și emisiunea monetară), emiterea instrumentelor de datorie publică<sup>1</sup> este cea mai răspândită și des utilizată modalitate de acoperire a deficitului bugetar.

Cu toate acestea, de-a lungul timpului, cercetătorii și specialiștii din domeniu au avut păreri împărțite privind impactul acoperirii deficitului bugetar prin emiterea instrumentelor de datorie publică. Astfel, adepții școlii clasice erau de părerea că finanțarea deficitului prin instrumente de datorie publică are efecte negative asupra economiei, întrucât acest fapt generează o diminuare a investițiilor private și, respectiv, afectează negativ productivitatea muncii, salariul real și producția de bunuri și servicii, dar și exercită presiuni sporite asupra surselor de finanțare disponibile ale statului [79, 123]. Pe de altă parte, în opinia lui Baumol W. și Blinder A., în pofida creșterii ratei dobânzii, ca rezultat al creșterii cererii statului la împrumuturi, un stimul economic net totuși rămâne [32], iar Roubini N. și Setser B. considerau că un guvern credibil poate avea deficite majorate, confruntate cu perioadele de criză, fără să-și facă griji asupra solvabilității ulterioare [105].

Având în vedere cele expuse, opinia autorului tezei se aliniază cu viziunile cercetătorilor Baumol W., Blinder A., Roubini N. și Setser B., conform cărora, deficitul bugetar și finanțarea

---

<sup>1</sup> Prin datorie publică se are în vedere cuantumul total al datoriei statului față de părți terțe: organisme internaționale, persoane juridice din afara țării (datorie externă) și populație, persoane juridice rezidente (datorie internă). Totodată, prin datorie publică se are în vedere datoria statului acumulată inclusiv la nivel guvernamental și la nivelul autorităților locale. Datoria publică, potrivit legislației R. Moldova, este denumită datoria sectorului public, aceasta fiind constituită din: datoria de stat (la nivel guvernamental), datoria unităților administrativ-teritoriale (la nivel local), datoria Băncii Naționale a Moldovei și datoria aferentă împrumuturilor entităților cu capital public (vezi Anexa 10).

acestui, prin intermediul instrumentelor datoriei publice, nu reprezintă o amenințare gravă la adresa economiilor naționale. În condițiile în care deficitul bugetar este generat de un volum mai mare de cheltuieli publice, ca rezultat al finanțării economiei prin investițiile publice efectuate pentru dezvoltarea sistemului de educație, sănătate, protecție socială, protecția mediului înconjurător, dezvoltarea infrastructurii etc., existența acestuia nu reprezintă un fenomen negativ, finanțările efectuate de către stat contribuind astfel la creșterea și dezvoltarea economiei naționale.

Ce ține de finanțarea deficitului bugetar prin intermediul instrumentelor datoriei publice, în opinia autorului, emiterea VMS reprezintă cea mai avantajoasă metodă de finanțare, din următoarele considerente: accesibilitatea resurselor financiare necesare (spre deosebire de creșterea impozitelor); lipsa condiționării creșterii impozitelor, fapt ce ar afecta nivelul de trai al populației; lipsa necesității de reducere/optimizare a cheltuielilor planificate sau de renunțare la unele proiecte și măsuri planificate pentru dezvoltarea economiei; nu generează apariția proceselor inflaționiste în economie. Pe lângă acoperirea necesităților de finanțare a statului, finanțarea deficitului bugetar prin emiterea VMS oferă investitorilor posibilități sigure de investire.

Cu toate acestea, în procesul de acoperire a deficitului bugetar prin intermediul instrumentelor datoriei publice, este foarte importantă *asigurarea sustenabilității* acesteia. În accepțiunea FMI, *datoria publică este sustenabilă atunci* când soldul primar necesar, cel puțin pentru stabilizarea datoriei în scenariul de șoc, de bază și realist, este fezabil din punct de vedere economic și politic, astfel încât nivelul datoriei este în concordanță cu un *risc de refinanțare acceptabil de scăzut*, cu menținerea creșterii potențiale a acestuia la un nivel satisfăcător. În plus, datoria publică a unei țări este considerată sustenabilă<sup>2</sup> dacă guvernul este capabil să își îndeplinească obligațiile de plată actuale și viitoare, fără ca să intre în incapacitate de plată.

2. Confruntarea cu deficite bugetare perpetue, precum și necesitatea de onorare, la o anumită etapă de timp, a noilor angajamente survenite ca rezultat al emiterii VMS, a determinat statele să recurgă la „rostogolirea” sau *refinanțarea datoriei*, fapt ce presupune noi emisiuni de VMS pentru *achitarea dobânzilor și cupoanelor la VMS (serviciul datoriei)* emise anterior și aflate în circulație, dar și *rambursarea mijloacelor financiare aferente VMS ajunse la scadență*. În contextul celor menționate, în procesul de raportare, la nivel internațional, se operează cu noțiunea de *necesarul brut de finanțare*, acesta reprezentând volumul resurselor financiare necesare statului în scopul acoperirii deficitului bugetar și rambursării datoriei scadente în anul respectiv, și *necesarul net de finanțare*, care reprezintă volumul resurselor financiare necesare doar pentru

---

<sup>2</sup> Pe lângă cele menționate, în ultimii ani, la nivel mondial, s-a conturat tot mai mult o *nouă formă de datorie sustenabilă*, ce derivă din ODD stabilite de ONU, aceasta fiind constituită din emiterea instrumentelor de datorie (obligațiuni sau împrumuturi) pentru finanțarea proiectelor sau afacerilor care promovează cauze sociale sau de mediu (analiza mai detaliată a acestora va fi prezentată în capitolul 2 al tezei date).

acoperirea deficitului bugetar, elementele date servind suport în analiza practicilor expuse în capitolul 2 al tezei date.

În acest context, necesitățile de finanțare și obligațiile de plată ale statului, conform recomandărilor FMI, urmează a fi îndeplinite la *cel mai mic cost posibil* pe parcursul termenului mediu și lung, în concordanță cu un *grad prudent de risc*, acestea reprezentând obiectivul principal al managementului datoriei publice. Un management prudent al riscului, menit să evite volume și structuri periculoase ale datoriei (inclusiv finanțarea monetară a datoriei statului), precum și să asigure un *nivel sustenabil al datoriei publice*, este crucial, având în vedere consecințele macroeconomice severe ale situației de incapacitate de plată a statului. Astfel, la emiterea VMS în scopul finanțării deficitului bugetar, statul trebuie să minimizeze costurile aferente serviciului datoriei, precum și să evalueze, și să monitorizeze riscurile aferente acestora.

Pe lângă *costuri* aferente serviciului datoriei, ca rezultat al emisiunilor de VMS, statul, în calitate de emitent al VMS, în scopul asigurării necesarului de finanțare a economiei, este supus unor *riscuri* (figura 1.2.).



**Figura 1.2. Riscurile aferente emiterii VMS din perspectiva finanțării economiei, implicit a datoriei publice**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [61]

În acest context, indicatorii de monitorizare a riscurilor aferente VMS, din perspectiva finanțării economiei, utilizați în majoritatea statelor lumii, sunt reflectați în tabelul 1.1.

**Tabelul 1.1. Indicatori de monitorizare a riscurilor statului și a sustenabilității datoriei publice**

Nr.	Parametri	Indicatori
1.	Riscul valutar	Ponderea VMS emise în monedă națională în total VMS emise, %
2.	Riscul de refinanțare	Ponderea VMS scadente în termen de 1 an în total VMS emise, %
		Maturitatea medie rămasă (ATM) pentru total VMS emise, nr. ani
3.	Riscul ratei dobânzii	Ponderea VMS cu rata flotantă a dobânzii în total VMS emise, %
		Perioada medie până la următoarea modificare a dobânzii, nr. ani
4.	Sustenabilitatea datoriei publice	Serviciul datoriei publice/venituri bugetare, %

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [61]



Țările dezvoltate, care dispun, de obicei, de piețe VMS profunde și lichide, adesea se concentrează, în primul rând, pe riscul de piață (riscul valutar și riscul ratei dobânzii), iar țările emergente (inclusiv R. Moldova), care dispun de piețe VMS mai puțin dezvoltate (analiza nivelului de dezvoltare a pieței VMS autohtone se prezintă în subcapitolul 2.3. al tezei date), ar trebui să prioritizeze *riscul de refinanțare*. Acest risc are cel mai mare impact asupra finanțării bugetare a economiei, în caz de materializare, motiv pentru care, *riscul de refinanțare este analizat mai detaliat în continuarea tezei*.

*Riscul de refinanțare* este riscul ca datoria să fie reportată la un cost neobișnuit de mare sau, în cazuri extreme, să nu poată fi răscumpărată deloc. În măsura în care riscul de refinanțare este limitat la riscul ca datoria să fie reînnoită la rate mai mari ale dobânzii, inclusiv modificări ale marjelor de credit, acesta poate fi considerat un tip de risc de piață. Cu toate acestea, deoarece incapacitatea de a reînnoi datoria și/sau creșterile excepțional de mari ale costurilor finanțării deficitului bugetar pot duce la o criză a datoriei publice și, prin urmare, pot provoca pierderi economice reale, acest risc este tratat adesea separat. Riscul de refinanțare este unul dintre elementele esențiale, ce *necesită monitorizare minuțioasă și gestiune eficientă* în procesul *asigurării sustenabilității datoriei publice*. În vederea asigurării unei gestiuni eficiente și prudente a acestui risc, *statul poate întreprinde o serie de măsuri, și anume:*

- *planificarea profilului de răscumpărare a datoriilor prin emiterea și construirea VMS de tip benchmark*: profilul de răscumpărare a datoriilor determină nivelul indicatorilor de măsurare a riscului de refinanțare (ponderea datoriei scadente în decurs de 1 an și maturitatea medie rămasă). Obiectivul acestei măsuri este menținerea aceluiași profil de răscumpărare în fiecare an, prin emiterea unui volum concret de VMS, la aceleași condiții de scadență, astfel încât profilul de răscumpărare să se mențină la același nivel, atât ca scadență, cât și ca valori. Realizarea acestei măsuri este destul de complexă și implică o serie de provocări pentru stat. Dacă volumul rambursărilor pentru anul următor este unul predictibil, atunci deficitul bugetar este cu mult mai greu de prezis, astfel predictibilitatea acestuia este foarte greu de realizat. Pe lângă incertitudinea privind nivelul deficitului bugetar din perioada următoare, statul trebuie să ia în considerare potențialele evenimente și situații ce pot influența necesitățile de finanțare în cursul anului (cheltuieli bugetare imprevizibile), ceea ce va implica necesitatea unor emisiuni suplimentare de VMS. O altă provocare majoră în emiterea unui volum fix de VMS este *apetitul investițional*, ce poate varia de la o perioadă de timp la alta. Deși este o măsură ce înaintează o serie de provocări pentru stat, aceasta este pe larg aplicată la nivel internațional, guvernele multor state construind diverse linii de VMS de tip benchmark (cu excepția R. Moldova), cu scadențe variate, în scopul gestionării eficiente a riscului de refinanțare [182]. De regulă, VMS de tip benchmark sunt

obligațiuni cu rată fixă, emise cu anumite scadențe cheie, acestea fiind cele mai potrivite instrumente pentru a construi o curbă de randament, întrucât tind să *atrage o gamă largă de investitori* cu preferințe investiționale diferite. În cazurile în care stabilitatea macroeconomică este o problemă ce reflectă un nivel ridicat al așteptărilor inflaționiste, VMS cu rată flotantă a dobânzii și VMS indexate pot fi utilizate ca strategie de tranziție pentru inițierea emiterii VMS de tip benchmark [62]. Pe lângă acestea, *VMS de tip benchmark* au devenit un punct de reper în stabilirea prețurilor și/sau randamentelor altor instrumente de datorie (acest tip de VMS este analizat în capitolele 2 și 3 ale tezei date);

- *aplicarea operațiunilor de management al datoriei publice (în special a datoriei de stat)*, cum ar fi: operațiunile de răscumpărare anticipată și operațiunile *switch* (o descriere mai detaliată a acestora este redată în capitolul 2 al tezei date), în scopul obținerii unei structuri anumite a portofoliului datoriei de stat. Aceste operațiuni sunt foarte răspândite în statele dezvoltate și cele în curs de dezvoltare (cu excepția R. Moldova), aplicarea acestora facilitând construirea VMS de tip benchmark, menținerea profilului de răscumpărare și diminuarea riscului de refinanțare;

- *diversificarea surselor de finanțare a statului pe piața VMS*, prin diversificarea gamei de investitori: investiții în VMS emise de către un stat pot efectua persoanele fizice și agenții economice, fie rezidenți sau nerezidenți ai statului respectiv. Deși numărul de investitori în VMS poate fi semnificativ, o concentrație a acestora într-un anumit tip de investitori/instituții angajate în strategii de investiții similare, poate rezulta în existența preponderentă pe piața VMS a portofoliilor de tipul *buy and hold* (o descriere mai detaliată a tipului dat de investitori este prezentată în subcapitolul 1.2.), care, în cele din urmă, *subminează eficiența și eficacitatea* emisiunilor de VMS pe piața internă [48]). În același timp, o atenție aparte în procesul de diversificare a surselor de finanțare pe piața VMS merită acordată investitorilor străini. Aceștia, de rând cu potențialele investiții pe care ar putea să le facă pe piața internă a VMS a oricărui stat, reprezintă o sursă importantă de creștere economică, mai ales în perioade de instabilitate economică, din următoarele motive: asigură statul cu resursele necesare finanțării și dezvoltării economiei; contribuie la crearea noilor locuri de muncă; influențează creșterea veniturilor populației; reprezintă un flux de tehnologii, cunoștințe și practici ce stimulează creșterea economică [108, 109]. Pe lângă suplimentarea resurselor financiare de care are nevoie statul, capitalul străin, obținut prin intermediul pieței VMS, joacă un rol fundamental în restructurarea economiei și realizarea procesului de dezvoltare, acesta reprezentând un catalizator de tranziție către economia de piață și asigurarea creșterii economice. Pe lângă toate acestea, investițiile străine servesc drept sursă de renovare a potențialului de producție al țării, ca o modalitate eficientă de

creștere a competitivității economiei și a sectoarelor sale, ceea ce este foarte important pentru țările cu economii în tranziție, în special pentru Republica Moldova [115].

Totodată, diversificarea surselor de finanțare pe piața internă a VMS contribuie la reducerea dependenței statului de un anumit grup de investitori, fapt ce limitează volatilitatea pieței, îmbunătățind implicit eficiența emisiunilor VMS. O *gamă de investitori diversificată*, cu orizonturi variate de tranzacționare și diverse preferințe de risc, contribuie, în mod substanțial, la *asigurarea unei lichidități înalte și cereri solide pe piață*. Astfel, printre principalele avantaje ale unei game diversificate de investitori pe piața VMS se evidențiază: *reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, asigurarea stabilității și eficienței pieței VMS, creșterea capacității de finanțare bugetară a economiei*, precum și *impulsionarea apariției și utilizării noilor tehnologii financiare și inovații pe piață* [81]. Aceste avantaje, în opinia autorului tezei, reprezintă repere strategice în gestionarea riscului de refinanțare, în special în statele cu necesități semnificative de finanțare, acestea menținându-se ridicate pe termen mediu, lung, cum ar fi și în cazul R. Moldova.

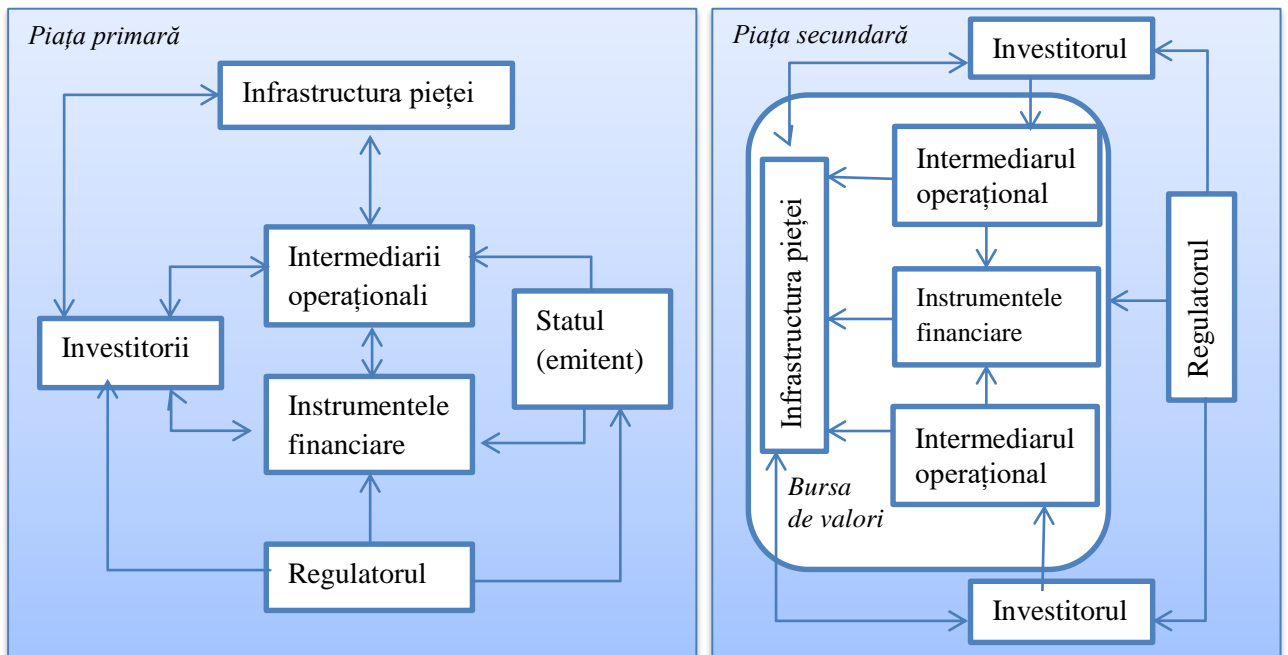
În scopul asigurării unei finanțări a economiei prin intermediul instrumentelor datoriei publice, implicit prin intermediul VMS, în condițiile unei datorii publice sustenabile, organizațiile și instituțiile financiare internaționale, precum Banca Mondială, Fondul Monetar Internațional etc., recomandă statelor să asigure un *proces eficient de emitere a VMS*, cu orientarea și focusarea măsurilor de politici întreprinse de către acestea spre asigurarea *eficienței costurilor și minimizarea riscurilor aferente*, prin constituirea emisiunilor de VMS de tip benchmark, aplicarea operațiunilor de management al datoriei și *diversificarea gamei de investitori pe piața VMS*, premisele de bază pentru aceste măsuri fiind: diversificarea portofoliului de VMS emise, dezvoltarea pieței primare și secundare a VMS, maximizarea concurenței și promovarea transparenței, toate conducând, în mod evident, la necesitatea considerării atractivității VMS.

Având în vedere cele descrise în subcapitolul dat, obiectivul O<sub>1</sub>, pe dimensiunea dezvoltării abordărilor teoretice ale VMS, din perspectiva finanțării economiei, inclusiv în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, se consideră a fi realizat.

## **1.2. Particularități ale pieței valorilor mobiliare de stat și metodologii de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia**

În majoritatea statelor lumii, piața VMS reprezintă cea mai mare piață de obligațiuni, având în vedere volumele și frecvența emisiunilor de instrumente financiare de către stat. Piața VMS conține 2 componente: piața primară și piața secundară (figura 1.3.). Pe *pieța primară* are loc emiterea instrumentelor de către stat și alocarea acestora investitorilor, resursele financiare disponibile ale acestora transformându-se în capitaluri pe termen lung, de care aceștia beneficiază, precum și în resurse de finanțare a economiei de către stat. În cadrul *pieței secundare* are loc

negocierea și tranzacționarea VMS aflate deja în circulație. Piața secundară permite investitorului să tranzacționeze VMS înainte de a ajunge la scadență. Investitorii sunt mai predispuși să investească în VMS emise pe piața primară, în condițiile în care, ulterior, la un anumit moment, ar putea vinde aceste instrumente pe piața secundară. Premisa unei piețe primare puternice este existența unei piețe secundare viabile, eficiente și lichide. Astfel, cu cât piața secundară este mai lichidă, cu atât este mai ușor pentru investitori să tranzacționeze VMS cumpărate pe piața primară. Totodată, *nivelul de dezvoltare* a pieței primare și secundare a VMS, precum și gradul de transparență a acestora, la fel, *reprezintă pentru investitori un indicator de plasare a disponibilităților bănești și a economiilor pe piața VMS.*



**Figura 1.3. Elementele și structura pieței VMS**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [61]

Tranzacțiile pe piața secundară pot fi derulate pe piețe reglementate (la burse de valori), precum și în afara acestora (piețele OTC). Spre deosebire de piețele OTC, bursele de valori oferă un cadru bine organizat, ce favorizează derularea tranzacțiilor în baza unui sistem de reglementări și principii, menite să asigure încheierea și executarea angajamentelor asumate de părți, cu un grad sporit de corectitudine și exactitate, fapt datorat inclusiv caracterului public al tranzacțiilor derulate pe piețele reglementate. Totodată, pentru desfășurarea tranzacțiilor, bursele de valori sunt preferate de către investitori, întrucât acestea, prin activitatea intermediarilor, a mecanismelor și sistemelor proprii de funcționare, pun la dispoziție o piață bine stabilită, organizată, accesibilă, funcțională și credibilă de negociere a instrumentelor, asigurând în același timp investitorilor un nivel înalt de garanție morală, siguranță financiară și lichiditate a investițiilor efectuate [48].

Analizând *elementele pieței primare și secundare a VMS*, este de remarcat că în calitate de *participanți pe piața VMS* sunt emitentul și investitorii. Calitatea de *emitent* pe piața VMS revine statului, acesta, în majoritatea țărilor, fiind reprezentat de Ministerul Finanțelor sau autoritatea responsabilă de managementul datoriei de stat. *Investitorii* pe piața VMS se clasifică în *investitori retail* și *investitori instituționali*. Investitorii retail includ persoane fizice și persoane juridice, ce fac investiții pe piața VMS în cont propriu, pentru interesul lor propriu, în vederea securitizării economiilor proprii și obținerea beneficiilor financiare. Investițiile în VMS din partea investitorilor retail, de regulă, sunt mai mici ca volum. Investitorii instituționali (rezidenți și nerezidenți) sunt reprezentați de participanții profesioniști la piața de capital, care plasează investiții din numele și pe contul propriu sau al clienților acestora. Investitorii instituționali includ băncile, fondurile de investiții, fondurile mutuale, fondurile de pensii, companiile de asigurări, fondurile hedge etc. Investițiile în VMS efectuate de către investitorii instituționali în nume propriu se încadrează în categoria investițiilor de tipul *buy and hold*, întrucât acestea, fiind garantate de către stat, sunt compatibile cu cerințele privind rezervele și politica de investiții permisă de către regulator. Investițiile în VMS ale investitorilor retail și instituționali, în numele clienților lor, se efectuează, de regulă, în scop de tranzacționare și de diversificare a portofoliului [108, 109].

O categorie indispensabilă de participanți pe piața VMS, care asigură legătura dintre emitent și investitori pe piața primară, și care facilitează tranzacționarea acestora pe piața secundară, sunt *intermediarii financiari*. Aceștia sunt participanți profesioniști ai pieței de capital și includ intermediarii operaționali (brokeri, dealeri primari) și intermediarii de deservire (burse de valori, sisteme de tranzacționare, sisteme de clearing și decontare, depozitari, societăți de registru etc.), aceștia din urmă constituind infrastructura pieței VMS.

*Sistemul dealerilor primari*, în calitate de intermediari financiari, funcționează în majoritatea statelor lumii pe piața VMS, acesta reprezentând un acord - între două părți interesate pe piața internă a VMS - autoritatea emitentă a VMS și un grup de dealer - de stabilire și urmare a unei strategii comune în sprijinul funcționării și dezvoltării piețelor primare și secundare a VMS. Dealerii primari se selectează în baza unor *criterii* anumite, iar prin îndeplinirea unor *funcții și obligații specifice* pe piața VMS, aceștia obțin anumite *privilegii* (Anexa 1). În majoritatea piețelor VMS dezvoltate, calitatea de dealeri primari este deținută preponderent de către bănci, întrucât acestea dispun de capacitatea necesară de dezvoltare a unei baze de clienți extinse și pot să participe activ pe piața secundară. În același timp, în unele state emergente, în afară de bănci, calitatea de dealer primar poate fi deținută de către societăți de investiții (brokeri), în condițiile în care aceștia au acces la o bază de clienți specifică. De asemenea, în unele state, calitatea de dealeri primari este oferită inclusiv instituțiilor financiare străine (nerezidente), din motiv că acestea dețin

o experiență și expertiză mai vastă în domeniu și, respectiv, o credibilitate mai mare pe piață, precum și au acces la baze de clienți din statul de rezidență, șansele de diversificare a gamei de investitori pe piața internă a VMS fiind mult mai mari [58].

Având în vedere că rolul primordial al dealerilor primari pe piața internă a VMS este asigurarea necesităților de finanțare a statului și dezvoltarea pieței VMS [47], existența și activitatea acestora în calitate de intermediari financiari pe piața VMS contribuie la: reducerea costurilor și riscurilor asociate deservirii datoriei publice; dezvoltarea piețelor financiare în ansamblu; facilitarea utilizării de către Banca Centrală a instrumentelor indirecte de politică monetară; încurajarea economisirii, prin furnizarea de investiții sigure, cu randamente atractive. Cu toate acestea, deși sistemul dealerilor primari este foarte răspândit pe piețele VMS (inclusiv în R. Moldova), sunt state (Danemarca, spre exemplu) care nu și-au prestabilit un astfel de sistem, iar emiterea și distribuția VMS către investitori se efectuează direct la bursa de valori, toți brokerii și dealerii (participanți la bursă) având posibilitatea să achiziționeze și, ulterior, să vândă aceste VMS, ca și oricare alte tipuri de instrumente financiare listate la bursă. De asemenea, sunt state unde emiterea și plasarea VMS către investitori, în special persoane fizice, se efectuează direct, fără intermediere financiară, prin intermediul platformelor electronice.

Pe lângă dealerii primari, existența sistemelor de clearing, de decontare și de plăți eficiente contribuie la minimizarea costurilor de finanțare pentru stat, precum și la reducerea, și prevenirea riscurilor de decontare și a celor operaționale ale statului, în procesul de gestiune a VMS. Un rol nu mai puțin important pe piața VMS revine regulatorului (figura 1.3.), acesta având menirea să asigure cadrul legal și normativ de organizare și funcționare a pieței VMS.

Un alt element important al pieței VMS vizează *instrumentele financiare* emise și tranzacționate pe piață, acestea fiind diverse, clasificându-se după mai multe criterii (tabelul 1.2.).

**Tabelul 1.2. Criterii și tipuri de VMS emise de către stat**

Nr.	Criterii	Tipuri
1.	După perioada pentru care sunt emise	VMS pe termen scurt, mediu, lung și perpetue
2.	După tipul de venit pe care îl generează	VMS cu discount (cu cupon zero), VMS cu dobândă, VMS cu câștiguri (lottery government bonds)
3.	După tipul ratei dobânzii	VMS cu rata fixă a dobânzii și cu rata flotantă a dobânzii
4.	După piața pe care sunt emise	VMS emise pe piața internă și externă (euroobligațiuni)
5.	După posibilitatea de tranzacționare	VMS tranzacționabile și netranzacționabile
6.	După autoritatea emitentă (în unele state)	VMS (obligațiuni) suverane și municipale

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [61, 178, 179, 180, 181, 182]

Un aspect important, ce necesită a fi remarcat, este că VMS emise pe termen scurt sunt considerate, de către guvernele emitente, drept „amortizoare”, întrucât, în cazul unei creșteri neașteptate a necesităților de finanțare în timpul unor crize, aceasta, de regulă, se acoperă din contul emisiunilor de VMS pe termen scurt. Faptul dat este influențat atât de cererea, cât și de

oferta acestor titluri. Din perspectiva cererii, investitorii își doresc, în perioadele de criză, dar și în general, cele mai sigure și mai lichide active, acestea fiind reprezentate de VMS pe termen scurt, ceea ce ar putea duce la o scădere mai mare a randamentelor acestor instrumente și ar avea, ca rezultat, condiții de finanțare mai ieftine. Din punctul de vedere al ofertei (statului), în astfel de circumstanțe, există, adesea, incertitudini cu privire la dimensiunea și durata necesităților de finanțare, generate de insuficiența veniturilor pentru acoperirea cheltuielilor legate de măsurile de sprijin guvernamental. Astfel, emiterea de VMS pe termen scurt contribuie la soluționarea incertitudinilor statului cu privire la cerința de finanțare. În pofida avantajelor sale, o dependență puternică și continuă de finanțare pe termen scurt amplifică riscul de refinanțare (afere instrumentelor de datorie emise pe termen scurt), întrucât datoria care ajunge la scadență trebuie refinanțată la noi rate ale dobânzii, în perioade scurte de timp. Când situația financiară se îmbunătățește, guvernul ar trebui să ia în considerare trecerea treptată de la finanțarea prin intermediul VMS pe termen scurt la cea prin VMS pe termen lung, pentru a-și recâștiga capacitatea de reacție în situații de urgență și de a reduce riscul de refinanțare.

În scopul satisfacerii preferințelor și necesităților investitorilor, precum și în vederea *majorării atractivității acestui instrument financiar*, ca premisă pentru diversificarea gamei de investitori pe piață, în timp, s-au dezvoltat *tipuri noi de VMS*, (cercetate detaliat în capitolul 2):

- VMS indexate - instrumente financiare pentru care emitentul este de acord să actualizeze valoarea în funcție de un indice sau de o anumită variabilă (cursul de schimb dintre moneda națională și o valută internațională, indicele prețurilor, rata inflației etc.). Indexarea se poate aplica asupra dobânzilor, asupra părții principale a împrumutului la momentul rambursării, asupra dobânzilor sau asupra principalului. De regulă, VMS se indexează la rata inflației, plățile nominale aferente acestor instrumente crescând o dată cu nivelul inflației, iar randamentele reale ale investiției își mențin valoarea la data achiziției, nefiind afectate de evoluția inflației. Acest tip de VMS reprezintă pentru investitori un instrument atractiv din două considerente. Cel mai important, acest tip de VMS oferă o posibilitate reală și stabilă, spre deosebire de alte instrumente financiare, de hedjare a riscului inflației pentru o perioadă lungă de timp. Totodată, alocarea investițiilor în VMS indexate contribuie la diversificarea portofoliului investitorului. Pe de altă parte, protejarea investitorilor de riscul inflației, prin emiterea de VMS indexate, generează riscuri adiționale pentru stat. În acest context, credibilitatea băncii centrale și mandatul acesteia de a menține stabilitatea prețurilor contribuie, în mare măsură, la diminuarea semnificativă a incertitudinii cu privire la evoluțiile ulterioare ale inflației;

- VMS cu caracter de economisire (savings government bonds) - reprezintă instrumente financiare emise de guvernul unui stat ca opțiune de economisire pentru populație. Acestea, de

regulă, iau forma unor VMS pe termen lung (10, 15, 20 ani etc.), cu discount, cu rată fixă a dobânzii, cerința obligatorie fiind păstrarea acestora până la scadență;

- VMS pentru incluziune digitală - emise cu scopul de a finanța proiectele menite să dezvolte și să asigure incluziunea digitală (accesul la resurse informaționale);

- VMS de tip ESG (environmental, social and governance bonds), cele mai răspândite fiind VMS de tip *green bond*, *VMS sociale* și *VMS sustenabile*. După cum s-a menționat în subcapitolul 1.1., acest tip de instrumente de datorie (ESG) emise fie de către stat - VMS de tip ESG, fie de către sectorul privat - obligațiuni de tip ESG, constituie obiecte ale datoriei sustenabile. *Green bondurile* reprezintă obligațiunile care asigură fonduri pentru proiecte ce beneficiază de continuitatea vieții naturale, mediu, climă și asigură sustenabilitatea. Veniturile aferente acestor tipuri de obligațiuni sunt folosite doar pentru proiecte ecologice, spre deosebire de obligațiunile tradiționale. Proiectele de tip *green*, pentru care se asigură finanțare prin intermediul acestor tipuri de VMS, reprezintă diverse proiecte destinate activităților care oferă beneficii și soluționări ale problemelor de mediu, în calitate de obiect al acestor proiecte fiind: eficiența energetică, prevenirea și controlul poluării mediului, sustenabilitatea resurselor naturale, protecția biodiversității, transportul pur ecologic și furnizarea de resurse sustenabile de apă etc. [78]. *VMS sociale* reprezintă obligațiunile ale căror venituri sunt utilizate pentru finanțarea unor proiecte sociale: serviciile de infrastructură de bază, cum ar fi apa potabilă curată și canalizare; accesul la servicii de bază, cum ar fi sănătate și educație; accesul la locuințe la prețuri accesibile; proiecte menite să contribuie la prevenirea șomajului, siguranța alimentară, reducerea risipei alimentare, practicile agricole flexibile și proiectele concentrate pe reducerea inegalității veniturilor. *VMS sustenabile* se consideră acele tipuri de obligațiuni, emiterea cărora este destinată atât proiectelor *green*, cât și celor sociale [179].

Apariția și implementarea în practică, în unele țări, a emisiunilor de noi tipuri de VMS, precum cele prenotate, a fost posibilă datorită evoluției și dezvoltării pieței interne a VMS a statului respectiv. În acest context, și dat fiind rolul VMS în asigurarea statului cu resurse financiare necesare finanțării economiei, de-a lungul timpului, o atenție sporită s-a acordat, în special în ultimele două decade, prin diverse cercetări și analize în domeniu (vezi lucrările [27, 46, 58, 80, 132 etc.]), *dezvoltării pieței VMS*, întrucât o piață internă a VMS dezvoltată poate contribui la: diversificarea surselor de finanțare a statului, prin atragerea investitorilor; protejarea portofoliilor de emisiuni de anumite neconcordanțe valutare și ale scadențelor; prevenirea sau ameliorarea crizelor financiare de pe piețele emergente. Astfel, Velandia A. a constatat că unele piețe emergente, prin modificarea compoziției portofoliilor de datorie publică în favoarea emisiunilor de datorie de stat internă și prin îmbunătățirea fundamentelor macroeconomice ale

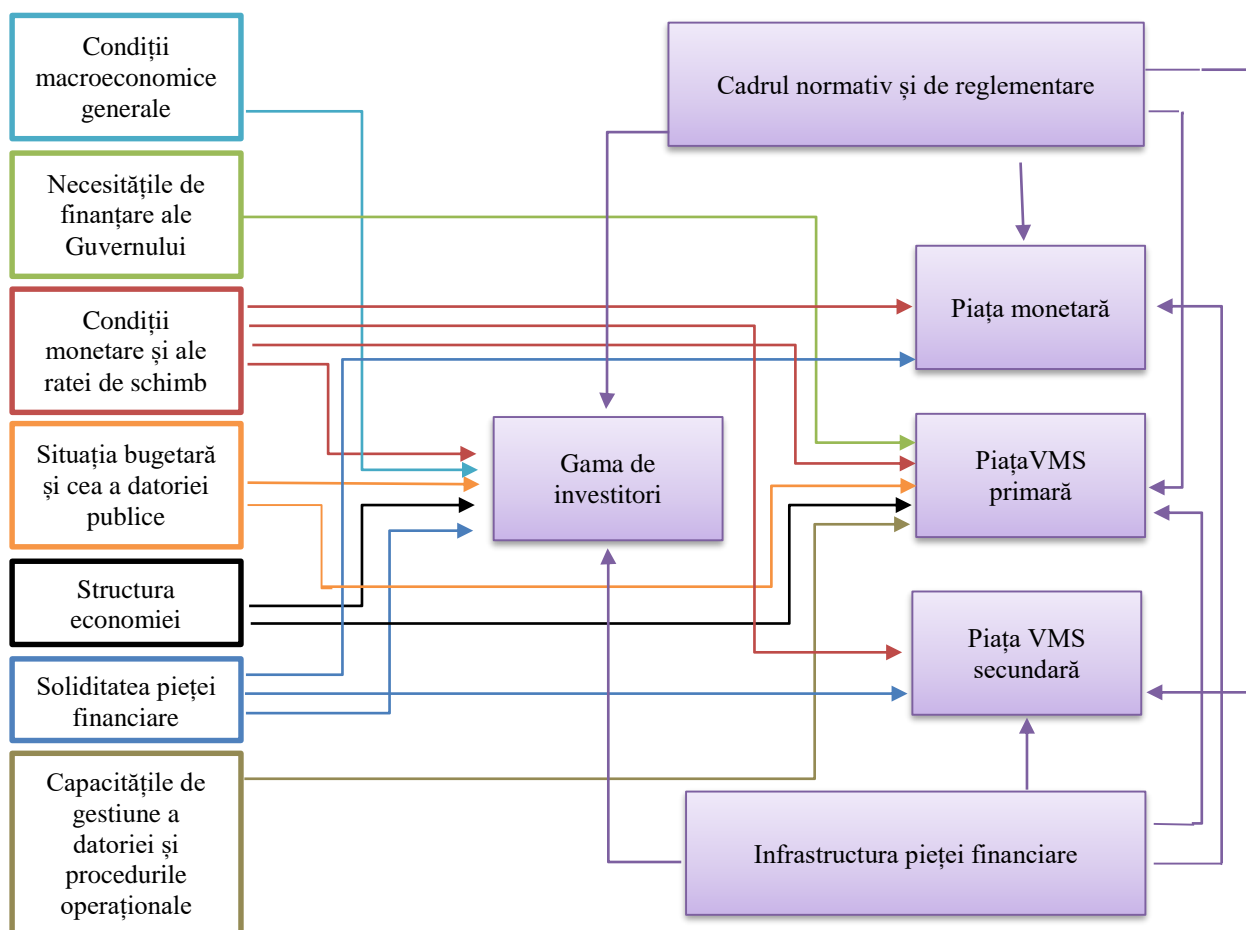


acestora, au reușit să evite sau să atenueze într-o anumită măsură impactul crizei financiare globale [159]. În aceeași ordine de idei, Creehan S. susține că dezvoltarea pieței interne a VMS poate contribui la izolarea piețelor emergente de volatilitatea piețelor globale de capital și a cursului de schimb, care pot genera costuri mai mari aferente serviciului datoriei pentru debitorii autohtoni în cazul deprecierei monedei naționale. În același timp, provocările aferente capacității de finanțare a statului, cu care s-au confruntat și se confruntă încă multe țări, din cauza pandemiei de Covid-19, crizei energetice etc., reprezintă un alt exemplu al importanței și necesității dezvoltării piețelor interne a VMS în scopul creșterii rezistenței economice [58]. În accepțiunea Băncii Mondiale, *o piață internă a VMS dezvoltată reprezintă piatra de temelie a unei piețe eficiente de venituri fixe, ambele fiind importante pentru sprijinirea creșterii economice și reducerea sărăciei. Funcționarea armonioasă a piețelor interne a VMS: susține, într-o mare măsură, guvernele să-și realizeze și implementeze inițiativele politice; contribuie la o conectare mai potrivită a investitorilor cu oportunitățile de investiții existente, aceasta fiind bazată pe preferințele de rentabilitate și de gestiune a riscurilor; facilitează finanțarea proiectelor de infrastructură; reduce dependența de împrumuturile în valută și finanțarea bancară. Dezvoltarea unor piețe interne a VMS eficiente este vitală, în special pentru statele în curs de dezvoltare, întrucât acestea asigură o utilizare eficientă a capitalului limitat pentru investiții productive și promovează crearea locurilor de muncă și, respectiv, prosperitatea [80].*

Analizând factorii determinanți ai dezvoltării pieței interne a VMS, Burger I.D. și Warnock F.E. constată că țările cu rate ale inflației stabile au o piață internă a VMS mai dezvoltată, ce se bazează mai puțin pe obligațiuni denominate în valută [46]. Într-un studiu privind piețele emergente din Asia, Park C.Y. prezintă dovezi care demonstrează că o performanță macroeconomică mai bună și o structură instituțională mai puternică, contribuie la dezvoltarea unor piețe VMS mai puternice [132]. În cercetarea elementelor componente, specifice dezvoltării pieței interne a VMS, Árvai Z. și Heenan G. au ajuns la o serie de concluzii privind dezvoltarea piețelor secundare a VMS. Astfel, în accepțiunea cercetătorilor prenotați, un angajament de a realiza și menține un mediu macroeconomic stabil, în special o politică fiscală prudentă, ar trebui să sprijine dezvoltarea pieței VMS; o strategie transparentă și sănătoasă de gestionare a datoriei publice susține activitatea pe piața secundară; *o gamă de investitori extinsă și diversă (bazată pe atragerea noilor categorii de investitori) este imperios necesară pentru o dezvoltare de succes a pieței VMS; o infrastructură slabă a pieței VMS duce la costuri ridicate de tranzacție, execuție lentă a ordinelor și risc operațional excesiv, acestea inhibând gradul de tranzacționare a instrumentelor; creșterea pieței secundare a VMS depinde de implementarea politicii monetare; reformele realizate ar trebui să fie succesive pentru a asigura o dezvoltare echilibrată a structurilor ce susțin piața secundară [27].*

Pe lângă studiile efectuate de cercetătorii în domeniu, subiectul dezvoltării pieței interne a VMS a constituit obiect de preocupare al autorităților din numeroase state, dar și al instituțiilor, și organizațiilor financiare internaționale. La solicitarea statelor ce fac parte din grupul G20, care au recunoscut importanța dezvoltării pieței interne a VMS, ca element indispensabil ce contribuie la îmbunătățirea rezistenței economiei interne și a sistemelor financiare, BM, FMI, BERD și OCDE au efectuat diverse studii și analize, în baza experienței diverselor state, în vederea elaborării unui ghid metodologic menit să stabilească condițiile necesare unei bune dezvoltări a pieței interne a VMS; să ofere un cadru de diagnostic al nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS; să înainteze eventuale recomandări și măsuri de dezvoltare a acesteia.

Potrivit *metodologiei elaborate de organisme internaționale* prenotate, dezvoltarea pieței interne a VMS a unui stat poate fi realizată doar în anumite *condiții* (o descriere mai detaliată a acestor condiții vezi în Anexa 2), precum și cu asigurarea existenței și funcționalității a 6 *componente de bază* (figura 1.4.).



**Figura 1.4. Condiții necesare dezvoltării pieței interne a VMS și componentele de bază ale acesteia**  
Sursa: [62]

Starea condițiilor prezentate în figura 1.4. influențează direcția de dezvoltare a pieței interne a VMS, în special evoluția și dezvoltarea a patru din cele șase componente ale pieței interne a VMS (piața monetară, piața primară, piața secundară și gama de investitori). Evaluarea propriu

zisă a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS se efectuează în baza unui set de indicatori specifici celor șase componente ale pieței VMS, aceștia reprezentând funcționalitățile de bază ale fiecărei componente. Fiecare indicator se bazează pe întrebări, majoritatea răspunsurilor fiind notate cu „1” punct pentru „da” și „0” puncte pentru „nu”. Totodată, este de menționat că indicatorii prestabiliți, ce caracterizează cele șase componente ale pieței VMS, sunt de două tipuri: indicatori de rezultat (outcome indicators) - ce reflectă starea lucrurilor (de facto) pe cele șase componente ale pieței VMS - și indicatori de politici (policy indicators) - ce reflectă starea lucrurilor (de jure) la nivelul prevederilor legislației în vigoare. Punctele obținute la fiecare întrebare se însumează, formând astfel punctajul pe indicator, iar media punctelor obținute pe fiecare indicator determină punctajul/nivelul fiecărei componente a pieței VMS în parte. Nivelul dezvoltării pieței VMS per general se determină ca media nivelurilor de dezvoltare obținute pe fiecare componentă a pieței în parte. Rezultatul obținut se califică în unul dintre următoarele niveluri de dezvoltare:

- nivelul 1 (piață incipientă) - denotă o lipsă a funcționalității pieței;
- nivelul 2 (piață în curs de dezvoltare) - piața prezintă anumite funcționalități, cu existența unor lacune semnificative în procesul de activitate și funcționare;
- nivelul 3 (piață emergentă) - elementele de bază ale funcționalității pieței sunt stabilite;
- nivelul 4 (piață matură) - piața prezintă un grad înalt de funcționalitate. Acest nivel corespunde funcționalităților piețelor interne a VMS aferente economiilor avansate [62].

În continuare, se prezintă o succintă descriere a celor 6 componente ale pieței VMS (acestea fiind utilizate în subcapitolul 2.3, la evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova).

*Componenta 1. Piața monetară.* O piață monetară eficientă facilitează procesul de implementare a politicii monetare și oferă premise pentru extinderea maturității finanțării din surse interne<sup>3</sup>. Piețele monetare sunt cruciale pentru asigurarea finanțării pe termen scurt, gestionarea stocurilor de VMS deținute de market-makeri<sup>4</sup>, precum și pentru operațiunile de gestiune a lichidității băncilor comerciale. Acestea contribuie la crearea de produse complexe pe piața internă a VMS, cum ar fi: instrumente cu rată flotantă a dobânzii și instrumente de acoperire împotriva riscurilor (instrumentele derivate). Instrumentele derivate (de exemplu, swap-urile pe rata dobânzii) pot facilita dezvoltarea pieței interne a VMS, precum și a pieței de capital.

*Indicatorii de evaluare a pieței monetare* sunt următorii: funcționalitatea pieței repo și a instrumentelor pe termen scurt; cadrul de reglementare a politicii monetare; operațiunile de politică monetară; transparența pieței; cadrul normativ aferent operațiunilor repo.

---

<sup>3</sup> În contextul evaluării acestei componente, piața monetară se rezumă la instrumentele pe termen scurt, cu excepția instrumentelor derivate, acestea fiind discutate în cadrul componentelor „Gama de investitori” și „Piața secundară”.

<sup>4</sup> Conform prevederilor legislației R. Moldova, market-maker este dealerul primar, care este prezent în mod continuu pe piață (secundară) pentru a tranzacționa în cont propriu VMS, la prețuri stabilite de el.

*Componenta 2. Piața primară a VMS.* Aceasta reprezintă temelia pieței interne a VMS. Piața primară asigură statul cu finanțarea necesară realizării obiectivelor și acțiunilor planificate. Prin intermediul acestei piețe, administratorul datoriei de stat implementează strategia de management al datoriei de stat și stabilește relații cu investitorii pieței. Prin capacitatea autorității responsabile de gestiunea datoriei de stat de a influența, în mod direct, anumite variabile, cum ar fi: definirea instrumentului de creanță, calendarul licitațiilor, procedurile de emitere, *pieța primară* reprezintă mijlocul prin care *autoritatea* responsabilă de emiterea VMS *poate influența* evoluția pieței, precum și *atractivitatea instrumentelor financiare* emise pe piață. De asemenea, piața primară oferă și o oportunitate permanentă de comunicare bidirecțională între emitent și investitorii pieței. Astfel, politicile pieței primare au un rol fundamental în promovarea dezvoltării pieței interne a VMS și atragerii investitorilor pe piață.

*Evaluarea* pieței primare a VMS se efectuează în baza următorilor *indicatori*: ponderea VMS tranzacționabile în volumul total al datoriei de stat; stabilitatea finanțării obținute de pe piața internă; scadența medie a instrumentelor emise; emisiunile de-a lungul curbei de randament; modul de stabilire a prețurilor; mecanismele de plasare; predictibilitatea și transparența emisiunilor; previziunea fluxurilor de numerar ale statului; transparența rezultatelor licitațiilor; frecvența comunicării dintre autorități și participanții pieței; fragmentarea pieței; VMS de tip benchmark; modul de gestiune a fluxurilor de numerar și a datoriei.

*Componenta 3. Piața secundară a VMS.* Piața secundară oferă o platformă sigură și rentabilă, pentru participanții pieței, de tranzacționare a VMS într-un mod onest și transparent. Structura pieței ar trebui să implice un număr suficient de intermediari ce comercializează volume semnificative de VMS la prețuri standard și în perioade agreeate. Piața secundară ar trebui să ofere investitorilor angro mai multe opțiuni de cumpărare și vânzare a VMS într-un termen scurt și la un cost rezonabil. De obicei, o piață internă a VMS matură se caracterizează printr-o activitate sănătoasă pe piața secundară, de-a lungul curbei randamentelor, în perioade de timp stabile.

*Indicatorii de evaluare* a pieței secundare a VMS sunt: lichiditatea și profunzimea pieței; transparența pre- și post-tranzacționare; responsabilitățile de market-maker; privilegiile de market-maker; mediul de tranzacționare.

*Componenta 4. Gama de investitori.* O gamă de investitori diversificată pe piața VMS asigură cererea de VMS, consolidând reziliența pieței în perioadele de stres. Dezvoltarea unei game de investitori diverse, cuprinzând investitori (în special instituționali) cu diverse orizonturi investiționale și preferințe față de risc-randament, permite guvernului să disperseze riscurile aferente portofoliului său de datorii și facilitează extinderea curbei randamentelor. Mărimea

absolută a sectorului financiar intern definește, în mare parte, capacitatea de absorbție internă a VMS, iar structura acestuia poate avea un impact semnificativ asupra lichidității pieței.

*Indicatorii de evaluare* a acestei componente a pieței interne a VMS se axează pe: participanții pieței; managementul relației cu investitorii; investitorii instituționali rezidenți; existența/inexistența finanțării directe de către banca centrală; investitorii străini (nerezidenți); investitorii de tip *buy and hold*.

*Componenta 5. Infrastructura pieței financiare.* O infrastructură eficientă a pieței financiare facilitează fluiditatea fluxului și decontarea tranzacțiilor pe piața monetară, primară și secundară, consolidează încrederea investitorilor și stimulează ritmul de expansiune și dezvoltare a pieței. Nivelul de dezvoltare și capacitatea de funcționare a infrastructurii de decontare și compensare este un factor determinant al riscului sistemic. Astfel, în absența unei infrastructuri de decontare și compensare solidă, piața este expusă unor riscuri sistемice considerabile. Sistemele utilizate pentru decontarea și compensarea tranzacțiilor pe piața financiară ar trebui să fie sigure, rentabile și convenabil de utilizat. Infrastructura pieței financiare trebuie să dispună de reglementări clare, să fie supusă supravegherii de către regulator și să dețină capacitatea necesară de procesare a volumelor de tranzacționare în cadrul ciclului de decontare ales.

*Indicatorii de evaluare* a nivelului de dezvoltare a infrastructurii pieței financiare sunt: platformele IT ale infrastructurii pieței financiare; forma de emisie a VMS (materializate/dematerializate); riscul de clearing și decontare; politicile de acces ale depozitarului; modul de segmentare a pieței; modul de menținere și susținere a lichidității; transparența informațiilor.

*Componenta 6. Cadrul normativ și de reglementare.* Cadrul normativ și de reglementare al unei țări influențează structura, funcționarea și dezvoltarea pieței interne a VMS. La nivelul intermediarilor și al investitorilor, reglementările prestabilite modelează organizarea piețelor primare și secundare a VMS, precum și influențează rolul diverselor tipuri de participanți ai pieței. Similar oricărei alte piețe de capital, cadrul normativ și de reglementare aferent pieței VMS ar trebui să construiască și să mențină o piață echitabilă, eficientă și transparentă, ceea ce poate fi realizat prin reglementări clare, orientate spre aplicarea practicilor echitabile pe piață, sancționarea abaterilor de la aceste practici (cum ar fi, manipularea pieței și tranzacționarea abuzivă), dar și asigurarea protecției investitorilor. Atingerea acestor obiective depinde de eficiența aplicării legislației, aceasta, la rândul său, fiind o funcție a calității generale a autorității de reglementare, a resurselor și independenței acesteia. Aspectele date pot fi o provocare majoră, în special pentru piețele emergente și economiile în curs de dezvoltare [62].

Generalizând cele expuse mai sus, menționăm că aplicarea metodologiei de evaluare prenotate permite evaluarea etapei de dezvoltare a pieței interne a VMS a unei țări, identificarea

lacunelor existente în cadrul acesteia per general, precum și determinarea componentelor/aspectelor pieței VMS ce prezintă funcționalități reduse, facilitând astfel procesul de elaborare și stabilire a reformelor ce necesită a fi implementate, în scopul dezvoltării pieței interne a VMS. În același timp, aplicarea acestei metodologii permite compararea nivelului de dezvoltare a piețelor interne a VMS din cadrul diverselor state, precum și preluarea celor mai bune practici în procesul de reformare și dezvoltare a pieței interne a VMS (nivelul de dezvoltare a pieței autohtone fiind cercetat de autorul tezei în subcapitolul 2.3. al tezei date).

În acest context, Banca Mondială oferă suport și asistență tehnică de rigoare statelor (în cadrul Programului de dezvoltare a pieței VMS), în scopul facilitării procesului de reformare și dezvoltare a pieței interne a VMS, în perspectiva *creșterii atractivității pieței interne a VMS* a acestora pentru investițiile interne și cele străine, în vederea:

- *asigurării cererii stabile pentru produsele oferite pe piața internă a VMS* (prin: tipuri de instrumente, mecanisme de plasare a VMS, dealeri primari, diversificarea gamei de investitori);

- *îmbunătățirii lichidității pieței secundare a VMS și încurajarea dezvoltării curbei de randament a VMS* (prin: strategii de construire a emisiunilor de tip benchmark, planuri de emiterie, platforme de tranzacționare, infrastructură de clearing și decontare etc.);

- *reducerii riscurilor investiționale și sprijinirea reacțiilor de răspuns în caz de criză* (prin: operațiuni de management al datoriei, reacția autorităților în situații de criză);

- *consolidării capacităților privind managementul datoriei și dezvoltarea pieței* (prin: traininguri, conferințe, manuale și ghiduri, chestionare etc.).

Pe lângă acestea, dezvoltarea pieței interne de obligațiuni (atât de stat, cât și a celor corporative) reprezintă un subiect de interes major nu doar pentru BM, FMI, BERD și OCDE, ci și pentru statele ce fac parte din Asociația Națiunilor din Asia de Sud (ASEAN)<sup>5</sup>. Acestea, în parteneriat cu China, Japonia și Coreea (denumite generic „ASEAN+3”), au lansat, în anul 2002, inițiativa de dezvoltare a piețelor VMS asiatice. Scopul lansării acestei inițiative a fost dezvoltarea unei surse de finanțare alternative surselor de împrumut externe și bancare în valută străină, în vederea minimizării neconcordanțelor valutare și de scadență, ce au expus statele din regiune la o serie de vulnerabilități de ordin financiar. Din momentul lansării și până în prezent, asistența tehnică și suportul de rigoare în implementarea inițiativei date este asigurat de către Banca Asiatică de Dezvoltare (ADB). În accepțiunea ASEAN+3, ecosistemul de funcționare eficientă a pieței interne a VMS este constituit din următoarele *elemente componente*: soliditatea cadrului normativ; standardele de contabilitate și raportare financiară; credibilitatea emitentului și posibilitățile de

---

<sup>5</sup> Statele membre ASEAN sunt: Brunei Darussalam, Cambodia, Indonesia, Lao, Malaysia, Myanmar, Philippine, Singapore, Thailanda și Vietnam.

sporire a acesteia; transparența pieței; eficiența și siguranța tranzacțiilor și a operațiunilor de decontare; comunicarea dintre stat, în calitate de emitent, și participanții pieței; lichiditatea pieței; impozitarea; investitorii profesioniști sau instituționali [132].

După cum se observă, ambele metodologii de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS (metodologia BM, FMI, BERD, OCDE și metodologia ASEAN+3) conțin aspecte similare ale pieței interne a VMS, ce se iau în considerare la evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței: *gama de investitori (profesioniști sau instituționali), eficiența și siguranța tranzacțiilor și a operațiunilor de decontare, lichiditatea pieței, impozitarea.*

În contextul celor prezentate în subcapitolul dat, obiectivul O<sub>2</sub>, care ține de cercetarea particularităților pieței VMS și identificarea metodologiilor de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia, se consideră a fi realizat. Cercetările efectuate și prezentate în subcapitolul dat (precum și reflecțiile expuse în subcapitolul 1.1.) au permis autorului identificarea aspectelor definiției ce determină atractivitatea investițională a VMS, care vor fi dezvoltate în subcapitolul următor.

### **1.3. Aspecte definiției privind atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat: metodologii existente și corelații cu nivelul de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare de stat**

În toate statele lumii, VMS, pe lângă asigurarea necesităților de finanțare a economiei, au devenit un *instrument important de investiții*, acestea fiind profitabile și sigure, având în vedere garantarea integrală de către stat, de-a lungul timpului și până în prezent, oferind: *o alternativă viabilă de economisire și investire* pentru populație și agenți economici; *oportunități de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale* pentru companii; *posibilități de utilizare în calitate de garanție financiară*, în scopul asigurării tranzacțiilor financiare; *posibilități de utilizare în calitate de instrument de referință* pentru stabilirea prețurilor altor instrumente de datorie.

În același timp, o altă direcție de utilizare a VMS se atestă în cazul băncilor centrale, vânzările și cumpărările de VMS fiind utilizate de către acestea în calitate de *operațiuni de piață monetară*, destinate absorbției și/sau injectării de lichidități în sistemul bancar. Operațiunile de piață monetară constituie instrumentul major de politică monetară al unei bănci centrale, acestea având menirea de a asigura gestionarea condițiilor de lichiditate pe piața monetară și de a influența nivelul ratelor dobânzii pe termen scurt pe piața monetară interbancară [14, 183]. Astfel, VMS au ajuns să fie printre cele mai răspândite instrumente financiare și de investiții, cele pe termen scurt (numite și bonuri/bilete de trezorerie) fiind tranzacționate pe piața monetară, iar cele pe termen lung (numite și obligațiuni de stat/suverane) – pe piața de capital [59].

Indiferent de tipul instrumentului financiar, se remarcă faptul că deciziile și ofertele de preț ale investitorilor sunt determinate de o serie de aspecte, printre care: aspecte ale pieței, potențialul

căștigurilor ce se așteaptă a fi obținute, mediul economic, politic și juridic al fiecărei economii etc. Totodată, activitatea de investiții se soldează cu succes atunci când are loc cumularea unei serii de factori, precum: voință, energie, informație, timp și resurse financiare [114]. În acest sens, o politică eficientă în domeniul investițiilor servește drept o asigurare solidă investitorilor că aceștia pot să opereze, să activeze și să investească într-o manieră deschisă, în mod corespunzător, într-un mediu de afaceri bine reglementat, motiv din care, atragerea investițiilor trebuie să fie unul dintre principalele obiective ale unui stat [107]. În aceste condiții, statele sunt în permanență în procesul de elaborare și de implementare a diverselor măsuri și strategii, ce au drept scop asigurarea și *creșterea atractivității VMS în calitate de mijloc de investire*, în vederea diversificării gamei de investitori (aceasta reprezentând un element de bază în realizarea scopului cercetării date), inclusiv prin atragerea investitorilor străini pe piața internă a VMS.

În timp, conceptul de atractivitate investițională a fost studiat de mai mulți cercetători și economiști, acesta având o serie de interpretări (tabelul 1.3.).

**Tabelul 1.3. Abordări ale conceptului de „atractivitate investițională”**

Nr.	Cercetători	Interpretări
1.	Kibirova A., Semina A.	- „nivelul condițiilor economice favorabile ale unei țări, regiunile pentru realizarea investițiilor”; - „totalitatea condițiilor organizaționale, economice, financiare și legale, ce facilitează selectarea obiectului de investire de către investitor, cu scopul obținerii anumitor beneficii”; - „evaluarea subiectivă de către investitor a obiectului de investire, din perspectiva oportunității plasării disponibilităților bănești”.
2.	Mișkin F.I.	„existența condițiilor de investire, ce influențează preferințele investitorilor în procesul de selectare a obiectului de investire”.
3.	Birman G., Schmidt C.	„totalitatea indicatorilor ce caracterizează situația financiară a unei entități”.
4.	Bociarov V.V.	„siguranța valorilor mobiliare emise de o entitate”.
5.	Stanecova M.	„existența efectului economic (profitului) de pe urma plasării disponibilităților bănești în valori mobiliare corporative, în condițiile minimizării riscurilor”.
6.	Blanc I.A.	„elementele cheie ale atractivității investiționale sunt caracteristicile calităților investiționale ale unui obiect concret de investire, acestea fiind evaluate de către investitor. Atractivitatea investițională reflectă direcția politicii investiționale a unei entități și este direct interconectată cu etapele ciclului de viață a entității”.
7.	Hîncu R., Gumovschi A., Suhovici A.	„totalitatea avantajelor generate de anumite condiții de conjunctură, care determină profitabilitatea investiției, prin minimizarea riscurilor aferente procesului investițional”.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [91, 160, 161, 163, 164, 165]

Analizând interpretările prenotate ale **conceptului** de atractivitate investițională, *autorul tezei constată* că acest aspect a fost studiat, preponderent în raport cu o regiune geografică, o entitate cointereseată în atragerea investițiilor sau în raport cu valori mobiliare corporative, din perspectiva atragerii investitorilor de către emitentul (compania) acestor valori mobiliare. În aceeași ordine de idei, având în vedere diversele abordări și interpretări ale conceptului de atractivitate investițională, reieșind din obiectul investiției, se remarcă faptul că în practica



economică modernă nu există o *metodă unică de evaluare a atractivității investiționale*. În acest context, analizând literatura de specialitate, se constată că, similar conceptului de atractivitate investițională, *metodele de evaluare* a acesteia, existente la moment, au fost abordate, majoritar, din perspectiva unui stat și din perspectiva entității în calitate de obiect de investiții, astfel, practic deloc nu s-au analizat cele din perspectiva instrumentelor financiare, implicit VMS.

*Atractivitatea investițională a unei companii* este privită ca o combinație dintre caracteristicile financiare, comerciale, a producției sale, a activităților de gestionare a acesteia și a caracteristicilor unui anumit climat investițional, care indică fezabilitatea și necesitatea de a efectua investiții în cadrul companiei. Literatura de specialitate prezintă mai multe metode de determinare a atractivității investiționale a unei companii, cele mai răspândite și des aplicate în practică fiind: metoda fluxului de numerar actualizat, metoda ratingului, metoda evaluării integrale [162, 163] (o descriere mai detaliată a acestor metode vezi în Anexa 3).

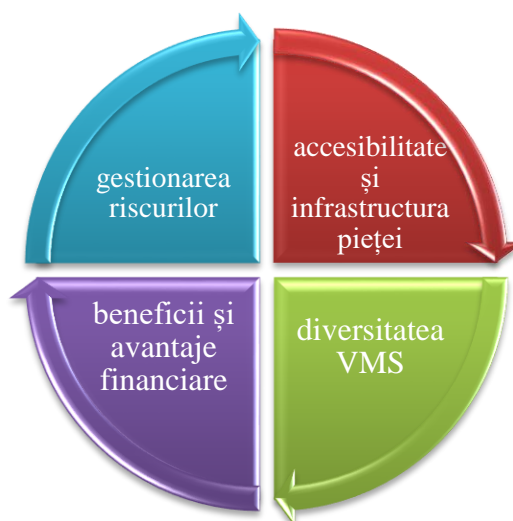
*Atractivitatea investițională a unui stat*, constituind un nivel consolidat de indicatori obiectivi socio-economici, natural-geografici și de mediu, caracterizează condițiile de dezvoltare economică a regiunii, ce au un impact pozitiv sau negativ asupra formării activității investiționale în cadrul acesteia. Având în vedere diversitatea abordărilor conceptului de atractivitate investițională, în prezent, se aplică mai multe metode de evaluare a acestei atractivități, cele mai răspândite fiind: analiza structurii și volumului investițiilor pe orizontală și verticală, metoda indicatorului integral, metoda indicatorului agregat, metoda evaluării în baza ratingului, evaluarea în baza indicatorilor cantitativi și calitativi [160, 161, 164, 165] (o descriere mai detaliată a acestor metode vezi în Anexa 4).

Alegerea unei sau altei metode de evaluare este determinată de un set de indicatori, reieșind din obiectul investiției. În acest sens, în lipsa unor instrumente analitice formalizate de evaluare a atractivității investițiilor, investitorii sunt nevoiți să ia decizii subiective de investire, bazate pe preferințele investiționale, factorii și elementele ce prezintă interes pentru aceștia.

Având în vedere multitudinea interpretărilor conceptului de atractivitate investițională și, respectiv, a metodelor de determinare a acesteia, *autorul deduce* că atractivitatea investițională este o caracteristică ce poate fi aplicată diverselor obiecte investiționale (stat, regiune geografică, ramură a economiei, entitate sau instrument financiar), reieșind din obiectivele specifice ale investitorului. În aceeași ordine de idei, dat fiind specificul investițiilor, indiferent că este vorba despre o regiune, entitate sau instrument financiar, atractivitatea investițională a acestora este condiționată, *în opinia autorului*, nu doar de oportunitatea obținerii profitului și minimizării riscurilor, ci și de *alți factori și condiții*. Această opinie este fundamentată, implicit în cazul VMS, și de modul de stabilire a prețului la instrumentele emise de către stat. Conform recomandărilor

experților internaționali, prețurile pe piața VMS (primară și secundară) trebuie să fie dictate de investitori, stabilite în dependență de preferințele și necesitățile investiționale ale acestora, precum și să fie racordate la riscurile aferente acestor tipuri de instrumente financiare.

În acest context, având în vedere abordările conceptului de atractivitate investițională, propuse de către Mișkin F.I., Kibirova A., Semina A., Hîncu R., Gumovschi A., Suhovici A., *autorul tezei formulează* punctul său de vedere cu privire la atractivitatea investițională a VMS, conform căruia, aceasta reprezintă *totalitatea factorilor și condițiilor de ordin organizatoric, financiar și legislativ, ce determină investitorul, în baza unor anumite raționamente, să-și plaseze disponibilitățile financiare și economiile în VMS*. Acești factori, condiții și raționamente pot fi grupați, *conform autorului*, în următoarele *elemente determinante ale atractivității investiționale* a VMS (figura 1.5.).



**Figura 1.5. Elementele determinante ale atractivității investiționale a VMS**

Sursa: elaborată de autor

Elementele determinante, reflectate în figura 1.5., sunt descrise detaliat în cele ce urmează.

**Accesibilitatea pieței** constă în oferirea investitorilor a accesului larg la instrumentele financiare, a tratamentului și condițiilor echitabile pentru toți investitorii pe piața VMS, fapt ce presupune asigurarea de către stat a condițiilor ce încurajează participarea activă a diverselor categorii de investitori în procesul de emiteră și tranzacționare a VMS. Ce ține de **infrastructura pieței**, este de menționat că aceasta are un rol esențial în creșterea productivității muncii, capitalului, precum și a nivelului de creștere economică și a competitivității unei țări. O infrastructură dezvoltată și eficientă plasează țara respectivă într-o poziție favorabilă în raport cu alte piețe (cum ar fi: piețele de achiziții, de desfacere a produselor și serviciilor etc.) [111]. Acțiunile statului în calitate de emiteră, existența și activitatea dealerilor primari, metoda de emiteră și plasare a instrumentelor financiare pe piața primară a VMS, tipul tranzacțiilor ce pot fi efectuate pe piața secundară a VMS, lichiditatea acesteia, precum și modul de funcționare a

operatorilor de deservire (durata decontărilor) trebuie să fie orientate spre beneficiul investitorilor, în vederea atragerii acestora pe piața VMS.

Al doilea element determinat al atractivității investiționale a VMS - *diversitatea VMS* disponibile pe piață - asigură un grad mai înalt de satisfacere a preferințelor investitorilor. Prin diversitatea instrumentelor financiare, în cazul cercetării date, se are în vedere diversitatea VMS ca tip și ca scadență. Astfel, în condițiile unei diversități a tipurilor de VMS și a scadențelor acestora propuse pe piață, statul va atrage nu doar un număr mai mare de investitori, ci și noi categorii de investitori, asigurând astfel o diversificare a acestora. O diversitate a tipurilor de VMS și a scadențelor acestora, după cum s-a menționat anterior, va contribui la diminuarea riscurilor de refinanțare a statului, precum și la diminuarea costurilor de emisie a VMS.

Din perspectiva managementului datoriilor (a statului), emiterea unui nou instrument pe piața VMS ar contribui la sporirea capacității de finanțare a guvernului și la diversificarea surselor de finanțare a acestora (diversificarea gamei de investitori). În funcție de structura lor de scadență, încorporarea noului produs în scadențe pe termen lung este, de asemenea, utilă pentru a modera riscurile aferente datoriei de stat. În același timp, în procesul de dezvoltare a unor noi produse pe piața VMS, diversificarea acestora trebuie să se facă cu precauție, întrucât o varietate prea mare de instrumente financiare ar putea condiționa fragmentarea pieței, aceasta, la rândul ei, generând pentru stat costuri mult prea mari comparativ cu resursele de finanțare obținute.

Printre principalele *beneficii și avantaje financiare* aferente VMS (cel de-al treilea element determinant al atractivității investiționale a VMS), care contribuie la sporirea atractivității acestora, după cum s-a remarcat anterior, sunt: dobânzile (fixe sau variabile) acordate investitorilor pentru împrumutul acordat statului.

*Ratele dobânzii* sunt exprimate ca procent ce urmează a fi plătit (cuponul în cazul obligațiunilor de stat), de obicei, pe an sau ca valoare actualizată a unei sume plătibile la o anumită dată viitoare (la data scadenței). Între rata dobânzii și valoarea actualizată a VMS pentru care se achită dobânda, există o relație inversă: prețurile VMS scad atunci când randamentele acestora cresc și invers. Principalii factori determinanți ai ratelor dobânzii la VMS sunt:

- așteptările inflaționiste: în condițiile în care investitorii solicită un profit real aferent investițiilor realizate, modificările în previziunile de viitor aferente evoluției inflației se vor reflecta în prețurile curente ale VMS. De exemplu, efectul inflației asupra VMS cu maturități diferite poate fi reprezentat ca deplasări în „curba randamentelor” VMS. O comparație dintre rata dobânzii la VMS obișnuite și la cele indexate la rata inflației (cu aceleași maturități) ar putea indica asupra ratei reale a dobânzii solicitate de investitori și, respectiv, asupra modului în care se așteaptă ca rata inflației să evolueze;

- nivelul de risc: de regulă, VMS emise pe termen lung se consideră a fi mai riscante decât VMS emise pe termen scurt, dat fiind nivelul mai înalt al incertitudinii, respectiv, rata dobânzii la acestea este mai mare, cu excepția cazurilor în care, după cum s-a indicat mai sus, așteptările inflaționiste pe termen scurt sunt ridicate, determinând investitorii să solicite rate ale dobânzilor pe măsură. Totodată, un emitent cu un rating de credit solid va putea atrage economii la rate mult mai mici de dobândă decât emitenții cu un rating de credit mai puțin solid. Astfel, statele cu niveluri ridicate ale datoriei publice sunt nevoite să plătească rate mai mari la împrumuturile guvernamentale decât statele în care riscul de incapacitate de plată este mai mic. În acest context, garanția că „datoria suverană” va fi rambursată la scadență a permis, în mod frecvent, multor state să se împrumute chiar la rate reale negative ale dobânzii. O explicație în acest sens este faptul că multe state (unele dintre care sunt analizate în subcapitolul 2.1. al tezei date) au profitat, de-a lungul timpului, de împuternicirile deținute în vederea asigurării cererii pentru VMS emise, aceasta soldându-se deseori cu situații în care entitățile financiare (bănci, companii de asigurări, fonduri de pensii facultative) erau forțate să asigure finanțarea guvernamentală, date fiind cerințele impuse: cele investiționale, de lichiditate și de capital. Această practică nu întotdeauna a asigurat o finanțare a economiei la costuri reduse, iar unul dintre rezultatele acestei finanțări forțate a fost ineficiența economică, dată fiind alocarea eronată a resurselor și obținerea unor profituri la rate ale dobânzii inferioare celor de piață. Deși majoritatea statelor dezvoltate au renunțat la practica de forțare a entităților financiare să investească în VMS, în unele state în curs de dezvoltare (inclusiv R. Moldova) aceasta încă mai reprezintă un element esențial de finanțare a necesităților bugetare [83].

La aprecierea nivelului ratei dobânzii de către investitori, un rol deosebit se acordă, atât sub aspect teoretic, cât și practic, *curbelor de randament*, care reprezintă curbe continue ce descriu relația funcțională dintre randamentul la data scadenței și numărul de ani ce intervin înaintea scadenței, pentru titlurile cu venit fix, la un moment dat. Potrivit conjuncturii de moment, curbele de randament pot avea diverse modalități de expresie (Anexa 5).

*Printre alte avantaje financiare oferite* investitorilor pe piața VMS se enumeră: scutirea de taxe și impozite privind veniturile obținute din deținerea și tranzacționarea VMS; acordarea privilegiilor juridice, astfel încât unele VMS să nu poată fi supuse executării silite; acordarea primelor de rambursare (diferența dintre valoarea la rambursare și valoarea la plasare a VMS).

Cu referire la cel de-al patrulea element determinant al atractivității investiționale a VMS - *gestionarea riscurilor* (figura 1.3.), se remarcă faptul că investițiile ce au ca obiect VMS se consideră unele dintre cele mai puțin riscante (de cele mai multe ori fiind vorba de riscul de credit), ceea ce se datorează faptului că emitentul acestora este statul, a cărui probabilitate de a intra în

incapacitate de plată este minimă. Cu toate acestea, ca orice instrument financiar, VMS sunt însoțite de anumite riscuri, cu referire la care investitorii trebuie să fie precauți (tabelul 1.4.).

Evaluarea riscului de credit al emitentului (al statului) se efectuează de către agenții de rating specializate, statelor fiindu-le atribuite ratinguri de țară, în dependență de nivelul riscului (vezi în Anexa 6 clasificarea ratingurilor de țară). Ratingurile de țară se stabilesc periodic pentru fiecare stat, iar coborârea nivelului de rating de către agențiile specializate, de obicei, generează o reducere a atractivității pieței interne de investiții, precum și o creștere a costurilor la care se împumută statul pe piețele internaționale.

**Tabelul 1.4. Riscurile aferente VMS din perspectiva investițională**

Nr.	Tipuri de risc	Particularități
1.	Riscul de credit	Riscul ca emitentul (statul) să intre în incapacitate de plată și să fie în imposibilitate de a-și îndeplini obligațiile contractuale pentru a rambursa împrumutul. Acest risc se consideră a fi cel mai puțin probabil în cazul VMS.
2.	Riscul inflației	Riscul afectării randamentelor VMS de către rata inflației. Riscul dat este prezent în cazul VMS cu dobândă fixă, ce nu se ajustează în dependență de rata inflației pe toată durata de viață a obligațiunii, ca în cazul VMS indexate, și titlurile sunt păstrate până la scadență.
3.	Riscul ratei dobânzii	Riscul modificării prețului VMS în dependență de modificarea ratei dobânzii. Acest tip de risc este prezent în cazul VMS cu rată flotantă a dobânzii. Atunci când ratele dobânzilor cresc - valoarea VMS scade, iar când ratele dobânzilor scad - valoarea VMS crește. Un indicator de măsurare a riscului ratei dobânzii este <i>durata obligațiunii</i> (denumită și <i>durata Macaulay</i> ), acesta reprezentând o variabilă a volatilității prețurilor obligațiunilor și indică cu cât se modifică valoarea portofoliului în cazul modificării ratei dobânzii.
4.	Riscul de lichiditate	Riscul aflării în imposibilitate sau posibilitate redusă de a vinde VMS cu ușurință, dacă e nevoie, înainte de scadența acestora. Acest risc este prezent în cazul în care piața secundară de tranzacționare a VMS este slab dezvoltată. În calitate de indicatori de evaluare a riscului de lichiditate al VMS, sunt cererea și oferta de instrumente pe piața VMS, gradul de lichiditate etc.
5.	Riscul valutar	Riscul ca beneficiile financiare obținute de pe urma investițiilor în VMS să fie afectate de evoluții nefavorabile ale cursului de schimb. Acest risc este valabil pentru investitorii străini, din afara statului emitent al VMS, ce achiziționează aceste instrumente financiare în moneda națională a emitentului.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [76, 80]

Riscul inflației, riscul ratei dobânzii și, eventual, riscul valutar al investitorilor pe piața internă a VMS pot fi prevenite sau diminuate prin emiterea de către stat a VMS indexate, indexarea fiind aplicată asupra dobânzii și/sau corpului împrumuturilor. Totodată, riscul de lichiditate poate fi diminuat prin asigurarea unei piețe secundare a VMS eficiente și dezvoltate, unde au loc o varietate de tipuri de tranzacții.

În opinia autorului tezei, aplicarea de către stat a măsurilor de îmbunătățire a aspectelor aferente emiterii VMS, focusate pe elementele determinante descrise, va contribui la consolidarea și creșterea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă, la creșterea nivelului de încredere a investitorilor în aceste tipuri de instrumente financiare, precum și la extinderea

numărului și categoriilor de investitori pe piață. La rândul său, o gamă vastă și diversificată de investitori pe piața internă a VMS asigură statul cu resursele financiare necesare finanțării economiei, în condiții de costuri optime și de minimizare a riscurilor aferente.

De asemenea, având în vedere elementele componente ale dezvoltării pieței VMS, elucidate de organizațiile financiare internaționale (prezentate în subcapitolul 1.2.) și elementele determinante ale atractivității investiționale a VMS, identificate de autor în prezentul subcapitol, în opinia autorului tezei, nivelul atractivității investiționale a valorilor mobiliare emise de către un stat este interdependent de nivelul de dezvoltare a pieței VMS a statului respectiv. Pe de o parte, o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora: diverse oportunități investiționale în timp util (atât ca tipuri de instrumente oferite, cât și ca scadențe); siguranța investițiilor plasate; posibilități de minimizare sau gestiune eficientă a riscurilor investiționale aferente. Pornind de la cele menționate, o atractivitate investițională a VMS oferite pe piața internă a unui stat este imposibilă, în opinia autorului tezei, fără existența unui anumit nivel de dezvoltare a pieței respective. Pe de altă parte, în condițiile în care diversificarea gamei de investitori pe piață constituie unul dintre cele 6 componente de bază necesare dezvoltării pieței VMS (descrise în subcapitolul 1.2.), creșterea atractivității investiționale a VMS, în scopul atragerii noilor categorii de investitori pe piața internă a VMS a unui stat, contribuie la dezvoltarea acesteia. Astfel, prin adaptarea politicilor și strategiilor de emiterie la preferințele investitorilor, diversificarea produselor oferite pe piață, modernizarea mecanismelor și procedurilor de emiterie și plasare a VMS etc., prin oferirea oportunităților de gestiune eficientă a riscurilor investiționale, statul poate atrage noi categorii de investitori pe piață (instituționali, retail, străini), cu preferințe și apetit de risc variate, fapt ce contribuie la o diversificare mai profundă și mai complexă a gamei de investitori și, respectiv, la o dezvoltare a pieței interne a VMS a statului dat, obiectiv major reflectat în documentele de politici internaționale.

Rezumând cele expuse în acest subcapitol, obiectivul  $O_1$  al cercetării, în limita dezvoltării abordărilor teoretice ale VMS, din perspectiva investițională și obiectivul  $O_3$ , privind definirea conceptului de atractivitate investițională a VMS și identificarea metodelor de măsurare a acesteia, inclusiv identificarea corelației dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței acestora, se consideră a fi realizate.

#### **1.4. Analiza situației actuale privind finanțarea economiei Republicii Moldova prin intermediul valorilor mobiliare de stat și atractivitatea investițională a acestora: identificarea problematicii în domeniu**

Economia R. Moldova, de la independență și până în prezent, s-a confruntat cu insuficiența de resurse de finanțare, înregistrând, în linii mari, un deficit al bugetului de stat. În ultimii ani,

economia R. Moldova a fost caracterizată de ritmuri înalte de creștere a inflației, acestea fiind determinate de criza energetică ce a afectat întreaga lume, de lipsa propriilor resurse energetice, lucru care a afectat negativ perspectivele dezvoltării economice în țară și a impus necesități suplimentare de finanțare a economiei din partea statului. În același timp, măsurile Băncii Naționale a Moldovei (BNM) de aplicare a principalelor operațiuni de politică monetară și constrângerile determinate pe piața financiară locală, manifestă un impact semnificativ asupra finanțării deficitului bugetar, statul fiind nevoit adesea să identifice noi surse de finanțare în acest sens, Guvernul R. Moldova, similar majorității statelor lumii, orientându-se spre piața VMS.

În R. Moldova există anumite practici de operare cu VMS, acestea caracterizându-se printr-o experiență mai mare pe piața internă. În partea ce ține de VMS emise pentru plasare pe piața financiară externă, R. Moldova are o experiență limitată. La nivel de sector public, prima tentativă în acest sens a fost în anul 1997, când Ministerul Finanțelor a emis un Eurobond de 75 mil. USD la bursa de la Londra cu o dobândă de 9,75%. Chiar dacă plasarea Eurobond-ului a fost un succes, situația macroeconomică a țării din acea perioadă de timp nu a fost una favorabilă. Criza din Federația Rusă și înrăutățirea situației balanței comerciale a dus la devalorizarea leului, ceea ce a afectat serviciul datoriei externe și, implicit, capacitatea de onorare a plăților. Astfel, Ministerul Finanțelor nu a putut răscumpăra la maturitate toate obligațiunile plasate, recurgând la restructurarea unei sume de 40 mil. USD față de creditorii [59]. Deși ulterior au existat numeroase discuții de revenire cu plasări de VMS pe piețele financiare externe, acest lucru nu s-a realizat, autoritățile orientându-și eforturile spre identificarea resurselor de finanțare a economiei naționale pe piața internă a VMS.

Având în vedere experiența de plasare a VMS pe piața externă, recomandările experților internaționali și riscurile posibile, la care se supune statul, aferente emisiunilor de VMS (descrise în subcapitolul 1.1. al tezei date), activitățile aferente organizării, funcționării și dezvoltării pieței VMS din R. Moldova se realizează *cu identificarea, monitorizarea și gestionarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat; precum și cu menținerea acestora și a costurilor datoriei de stat pe termen mediu și lung, la nivel acceptabil*. Respectiv, obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat (interne și externe) a R. Moldova este „asigurarea necesităților de finanțare a bugetului de stat, la un nivel acceptabil de cheltuieli, pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor aferente”, obiectivul dat fiind în consonanță cu recomandările experților internaționali în domeniu. În acest sens, se remarcă faptul că costurile suportate de către stat (serviciul datoriei) reprezintă cheltuielile aferente onorării obligațiilor de plată a ratei dobânzii (la bonuri de trezorerie) și a cuponului (în cazul obligațiunilor de stat). Potrivit legislației naționale [15], rata nominală a dobânzii la BT se determină conform formulei:

$$r = \frac{N-P}{P} * \frac{365}{t} * 100 \quad (1.1)$$

unde:

r – rata nominală anuală a dobânzii, %;

N – valoarea nominală, lei;

P – prețul, lei;

t – numărul de zile până la scadență.

În același timp, dobânda (cuponul), aferentă OS cu rată flotantă a dobânzii, se determină în baza următoarei formule:

$$C = N * \frac{t}{365} * \frac{r+m}{100} \quad (1.2)$$

unde:

C - mărimea cuponului (lei);

t - perioada cuponului;

N - valoarea nominală a OS (lei);

r - rata anuală variabilă a dobânzii<sup>6</sup>;

m - mărimea marjei (se stabilește la licitație, este constantă pe perioada de circulație a OS).

Referitor la dobânda (cuponul) aferentă obligațiunilor de stat cu rată fixă a dobânzii, se aplică următoarea formulă:

$$C = N * \frac{r}{100} * \frac{t}{365} \quad (1.3)$$

unde:

C - mărimea cuponului (lei);

N - valoarea nominală a OS;

r - rata dobânzii (cuponului) la OS (%);

t – perioada cuponului.

După cum se observă din cele 3 formule, rata dobânzii la VMS emise pe piața internă a R. Moldova se determină în baza prețului propus de către investitori pentru aceste VMS, preț care se utilizează inițial la stabilirea ratei dobânzii la bonuri de trezorerie, iar aceasta din urmă – la stabilirea ratei dobânzii obligațiunilor de stat cu rată flotantă. Cu referire la rata dobânzii la obligațiunile de stat cu rată fixă a dobânzii, aceasta se calculează pentru fiecare emisiune în parte, reieșind din nivelul curent al ratelor dobânzii pe piața financiară.

În acest context, având în vedere obiectivul de bază al managementului datoriei de stat menționat în subcapitolul dat, Ministerul Finanțelor monitorizează, în continuu, situația pe piața primară a VMS și comercializează instrumentele financiare aferente doar la rate acceptabile ale dobânzii, *nefiind astfel acceptate toate ofertele investitorilor*. Cu toate acestea, subliniem că piața financiară a R. Moldova este reprezentată, preponderent, din sectorul bancar, băncile constituind, de asemenea, principalii și, practic, unicii investitori pe piața VMS autohtonă. După cum s-a indicat și în subcapitolul 1.2., existența pe piața VMS a unei singure categorii de investitori, care au același apetit de risc, creează o *dependență puternică a emitentului*, în cazul dat - a Guvernului R. Moldova, de preferințele investiționale, precum și de doleanțele acestora aferente ratei dobânzii.

<sup>6</sup> calculată reieșind din ratele nominale medii ponderate a dobânzii stabilite la licitațiile de vânzare a BT cu scadența de 182 zile în 4 licitații imediat precedente datei expedierii comunicatului (%)



Respectiv, sunt riscuri mari ca statul să-și *asigure necesarul de finanțare la costuri înalte*, neavând la dispoziție alte surse de finanțare și alte categorii de investitori dispuși să investească pe piața VMS. O *diversificare a investitorilor* pe piață ar asigura o flexibilitate mai mare a statului în procesul de acceptare a ofertelor investitorilor, dar și o finanțare a necesităților economiei mai aproape de obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat.

Alți investitori instituționali pe piața VMS a R. Moldova sunt companiile de asigurări, însă investițiile acestora sunt cu mult mai modeste comparativ cu sectorul bancar. Această situație este generată de faptul că sectorul financiar al R. Moldova este unul puternic concentrat pe sectorul bancar. În aceeași ordine de idei, *prezența investitorilor străini este practic nulă pe piața autohtonă a VMS*.

Cu privire la investitorii retail pe piața VMS autohtonă, potrivit analizei efectuate de MF la etapa de elaborare a Conceptului Programului de vânzare directă a VMS către investitorii retail din R. Moldova, la sfârșitul lunii mai 2021, cota deținerilor de VMS de către persoanele fizice în totalul portofoliului de VMS aflate în circulație a constituit 0,9%, ceea ce a reprezentat 170,2 mil. lei. Volumul nesemnificativ al deținerilor de VMS de către persoanele fizice se explică prin:

- nivelul redus de educație financiară a populației;
- comisioanele aferente tranzacțiilor cu VMS, percepute de bănci ca dealeri primari;
- prețul necompetitiv al VMS în procesul tranzacționării instrumentelor pe piața secundară;
- competiția cu produsele financiare oferite de către bănci.

Pe lângă acestea, potrivit analizei prenotate, prezența redusă a investitorilor retail pe piața VMS autohtonă este generată și de complexitatea procedurilor ce necesită a fi parcurse pentru plasarea investițiilor în VMS. Aceste tipuri de tranzacții implică prezența fizică a investitorului la ghișeul băncii, prezentarea, examinarea și semnarea diverselor acte și documente. Mai mult decât atât, dacă alt tip de servicii financiare prestate de către bancă poate fi obținut la orice sucursală și reprezentanță a băncii respective sau prin intermediul platformelor web ale acesteia, aspectele privind investițiile și tranzacțiile cu VMS pot fi discutate, în mare parte, doar la oficiile centrale ale băncilor, zonele rurale fiind din start limitate din acest aspect. Un alt factor, constatat de MF, ce determină prezența redusă a populației pe piața internă a VMS, este capacitatea populației de a face economii, capacitate care încă nu a atins amploarea necesară [2]. Cu toate acestea, ținem să remarcăm faptul că la situația din 31 decembrie 2022, depozitele bancare, constituite de persoanele fizice, înregistrează un quantum de 59,0 miliarde lei, acestea fiind cu 3,1 miliarde lei în creștere în raport cu anul 2021 și cu 8,2 miliarde lei - față de 2020 (vezi Anexa 7). În acest context, autorul tezei constată că există posibilități reale de participare a investitorilor retail pe piața VMS.

Reieșind din cele expuse, precum și în scopul diversificării surselor de finanțare a statului, atrase de pe piața VMS, adică diversificării gamei de investitori, se impune necesitatea adaptării

proceselor și a instrumentelor financiare disponibile pe piață etc. la preferințele unor diverse categorii de investitori (străini, retail etc.).

În acest context, precum și dat fiind rolul și importanța nivelului de dezvoltare a pieței VMS în asigurarea statului cu resursele financiare necesare și în procesul de atragere a investitorilor pe piață, unul dintre obiectivele specifice și ferme ale documentelor de politici în domeniu, elaborate și aprobate de autoritățile R. Moldova, dar și de experții și organismele internaționale (Anexa 8), este *dezvoltarea pieței interne a VMS a țării*, fiind astfel planificate diverse măsuri și acțiuni de îmbunătățire a modului de organizare și funcționare a pieței VMS. În această ordine de idei, se remarcă faptul că de-a lungul timpului, autoritățile autohtone au fost cointeresate să-și adapteze strategiile de emisie a VMS pe piața internă, în dependență de preferințele și necesitățile investitorilor, astfel încât să asigure necesarul de finanțare a economiei prin atragerea investitorilor, în scopul diversificării acestora. Prin urmare, este important de remarcat că, deși dezvoltarea pieței interne a VMS din R. Moldova este un obiectiv consacrat în documentele de politici aferente managementului datoriei de stat, realizarea acestuia se efectuează de către autorități doar în condițiile obiectivului fundamental, și anume: de asigurare a statului cu resurse financiare necesare la cel mai mic cost posibil pe termen mediu și lung, precum și cu limitarea riscurilor aferente pentru stat [11, 13].

Ținem să remarcăm că subiectul dezvoltării pieței VMS autohtone a fost abordat și în lucrările realizate de experți și cercetători autohtoni. Astfel, în studiul realizat în perioada anului 2017, reprezentanții Expert Grup consideră piața VMS a R. Moldova (posibilitățile de dezvoltare și liberalizare ale acesteia), drept o oportunitate de impulsie a pieței de capital autohtone. Potrivit raportului prenotat, Expert Grup califică piața locală a VMS drept o piață al cărei mecanism de plasare și tranzacționare a instrumentelor nu asigură în totalitate necesarul de finanțare a proiectelor investiționale cu termen extins de realizare, și care nu prezintă un cost optim raportat la riscul redus, asumat în procesul de investire [135]. De asemenea, în cercetările efectuate de cercetătorii Cociug V. și Timofei O., se menționează că printre provocările ce inhibă dezvoltarea pieței VMS a R. Moldova sunt: numărul redus al investitorilor pe piață (constituiți doar din bănci), ceea ce denotă o concurență redusă și costuri de tranzacționare ridicate; absența unei infrastructuri de piață sănătoase, ce contribuie la o lipsă de lichiditate pe piață și explică absența investitorilor instituționali; ratele reduse de economisire internă; lipsa de interes din partea companiilor internaționale de a investi pe piața locală [56, 57]. În aceeași ordine de idei, Bilooaia S., în cercetările sale, menționează în calitate de impedimente în procesul de dezvoltare a pieței de capital următoarele: gama redusă de instrumente financiare puse la dispoziția investitorului,

nivelul redus de intermediere financiară, numărul mic al investitorilor retail, insuficiența transparenței pieței, nivelul redus de educație financiară a populației etc. [37, 38, 39].

Totodată, se constată că, deși dezvoltarea pieței interne a VMS reprezintă un obiectiv important pentru autoritățile naționale până la momentul actual, nivelul și *gradul de dezvoltare a pieței VMS din R. Moldova a fost puțin studiat*. De asemenea, în publicațiile disponibile publicului (inclusiv cele ale autorităților naționale și ale instituțiilor financiare internaționale) nu s-au atestat careva analize și evaluări ale nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova. În ultimul Raport de evaluare a stabilității sectorului financiar al R. Moldova (Raportul de țară al FMI nr.22/30, publicat în februarie 2022)<sup>7</sup>, Fondul Monetar Internațional a efectuat o diagnosticare și evaluare a pieței de capital a R. Moldova, în care s-a făcut o apreciere a infrastructurii pieței financiare de tranzacționare și decontare (aceasta reprezentând unul dintre elementele componente necesare dezvoltării pieței interne a VMS, conform metodologiei Băncii Mondiale descrise în subcapitolul 1.2.). Astfel, în rezultatul evaluării infrastructurii de tranzacționare și decontare a pieței financiare din R. Moldova, FMI a clasificat-o drept una solidă. Cu toate acestea, ținem să remarcăm că, potrivit metodologiei experților internaționali, detaliată în subcapitolul 1.2., infrastructura de tranzacționare și decontare a pieței financiare reprezintă *doar unul din cele 6 componente* de bază necesare funcționării pieței interne a VMS.

În același timp, este necesar de evidențiat faptul că studii și cercetări cu privire la procedura de evaluare și/sau de determinare a atractivității investiționale a instrumentelor financiare, în calitate de obiect de investiții, implicit a VMS, practic nu au fost realizate până în prezent, majoritatea lucrărilor de specialitate, ce au ca obiect VMS, rezumându-se la avantajele investițiilor în VMS comparativ cu alte instrumente financiare (cum ar fi: siguranța înaltă a investiției și lichiditatea acestora, având în vedere că sunt emise și garantate integral de către stat).

În condițiile neajunsurilor expuse mai sus, precum și a provocărilor aferente, autorul conchide că este imperios necesară creșterea atractivității VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în scopul atragerii investitorilor și diversificării gamei acestora pe piață, ceea ce ar contribui, în mod substanțial, la asigurarea unei cereri solide pe piață, la reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, la asigurarea dezvoltării pieței VMS, precum și la creșterea capacității de finanțare a economiei de către stat.

Prin urmare, ***problema științifică importantă de soluționat***, în cadrul acestei cercetări, constă în identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS, în scopul asigurării finanțării economiei R. Moldova, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne.

---

<sup>7</sup> Conform Raportului dat, FMI a evaluat piața de capital a R. Moldova drept una slab dezvoltată, unul dintre principalele motive fiind gama redusă de instrumente financiare oferite investitorilor.

În vederea soluționării problemei științifice enunțate, **scopul** tezei date constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice privind valorile mobiliare de stat și argumentarea necesității de creștere a atractivității investiționale a acestora, din perspectiva asigurării finanțării economiei R. Moldova.

Pentru realizarea scopului dat au fost stabilite următoarele **obiective de cercetare**:

O<sub>1</sub>. Dezvoltarea abordărilor teoretice ale VMS, din perspectiva finanțării economiei, inclusiv în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, și din perspectiva investițională;

O<sub>2</sub>. Cercetarea particularităților pieței VMS și identificarea metodologiilor de determinare a nivelului de dezvoltare a acesteia;

O<sub>3</sub>. Definirea conceptului de atractivitate investițională a VMS și identificarea metodelor de măsurare a acesteia, inclusiv identificarea corelației dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței acestora;

O<sub>4</sub>. Efectuarea diagnosticării situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și atractivitatea investițională a acestora, cu identificarea problematicii în domeniul respectiv;

O<sub>5</sub>. Analiza practicilor internaționale privind finanțarea economiei din contul VMS și măsurile întreprinse în scopul asigurării atractivității investiționale a acestora;

O<sub>6</sub>. Cercetarea practicilor autohtone de asigurare a atractivității investiționale a VMS și de finanțare a economiei R. Moldova prin intermediul acestora;

O<sub>7</sub>. Evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, în baza metodologiei elaborate în comun de organismele internaționale: BM, FMI, BERD și OCDE;

O<sub>8</sub>. Determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza metodologiei elaborate în comun de organismele internaționale (BM, FMI, OCDE și BERD) și adaptate de autor;

O<sub>9</sub>. Validarea și reflectarea interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova, în baza modelelor econometrice elaborate de autor;

O<sub>10</sub>. Identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza relațiilor, generalizate de autor, dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne.

Astfel, soluționarea problemei științifice enunțate și realizarea obiectivelor prenotate impun formularea **ipotezei cauzale de cercetare**, care urmează să determine o relație dintre 2 variabile – „atractivitatea investițională a VMS” și „finanțarea economiei”, în felul următor: *creșterea atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante* (accesibilitatea și

infrastructura pieței VMS; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare ale VMS; gestionarea riscurilor investiționale), identificate de autorul tezei, constituie un factor important în asigurarea statului cu resurse necesare pentru *finanțarea economiei R. Moldova*.

În rezultatul celor expuse, obiectivul O<sub>4</sub>, privind efectuarea unei diagnosticări a situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și atractivitatea investițională a acestora, cu identificarea problematicii în domeniu, se consideră a fi realizat.

## **1.5. Concluzii la capitolul 1**

1. Abordările teoretico-conceptuale ale VMS, efectuate de autorul tezei din perspectiva finanțării economiei, au permis elucidarea VMS ca fiind drept cea mai răspândită sursă de finanțare a economiei, care asigură statul cu resursele necesare, într-un termen scurt de timp. Cu toate acestea, emiterea VMS, pe lângă asigurarea necesarului de finanțare a economiei, implică anumite costuri și cheltuieli, sub forma dobânzilor, cupoanelor și rambursărilor de datorii ce ajung la scadență, precum și anumite riscuri (de piață, de refinanțare, de lichiditate, operaționale etc.). Astfel, în procesul de finanțare a economiei prin intermediul emiterii VMS, statul trebuie să asigure diminuarea costurilor și prevenirea sau minimizarea riscurilor aferente (O<sub>1</sub>).

2. Analiza aspectelor teoretice aferente elementelor pieței VMS (emitentul, investitorii, intermediarii, instrumentele financiare) a permis autorului identificarea modului de organizare a pieței VMS, precum și a rolului fiecărui element în parte în funcționarea eficientă a acesteia. De asemenea, autorul a reliefat rolul și importanța dezvoltării unei piețe interne a VMS, inclusiv în scopul asigurării finanțării economiei naționale. În rezultatul studierii metodologiilor, existente la momentul actual, de determinare a nivelului de dezvoltare a unei piețe interne a VMS, autorul tezei a conchis că aplicarea acestora poate servi drept un bun punct de reper în identificarea lacunelor pieței VMS, dar și în stabilirea măsurilor și acțiunilor necesare de a fi întreprinse în vederea fortificării, consolidării și dezvoltării acesteia (O<sub>2</sub>).

3. Cercetările efectuate de autor asupra VMS din perspectiva investițională, au permis conturarea acestui instrument financiar drept o opțiune importantă de investiții, VMS fiind utilizate de către investitori în diverse scopuri: de economisire și investire, de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale, de utilizare în calitate de garanție financiară, în scopul asigurării tranzacțiilor financiare, de utilizare în calitate de instrument de referință pentru stabilirea prețurilor altor instrumente de datorie. Pe lângă acestea, în condițiile participării active, pe piețele VMS, a dealerilor primari, inclusiv în nume și cont propriu, VMS au ajuns și un important instrument de politică monetară, prin intermediul căruia băncile centrale influențează nivelul de lichidități pe piața monetară și în sistemul bancar (O<sub>1</sub>).

4. În rezultatul sintezei literaturii de specialitate, autorul lucrării a constatat că atractivitatea investițională a fost, în general, cercetată având la bază, în calitate de obiect de investiții, un stat sau o companie, metodele existente de măsurare a atractivității investiționale, la fel, fiind aplicate în raport cu aceste obiecte de investiții. În condițiile în care conceptul de atractivitate investițională a fost mai puțin studiat în raport cu un instrument financiar, implicit VMS, autorul tezei a dezvoltat *conceptul de atractivitate investițională a VMS ca: „totalitatea factorilor și condițiilor de ordin organizatoric, financiar și legislativ, ce determină investitorul, în baza unor anumite raționamente, să-și plaseze disponibilitățile financiare și economiile în VMS”*. Acești factori, condiții și raționamente pot fi grupați, potrivit autorului, în următoarele elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS: *accesibilitatea și infrastructura pieței VMS, diversitatea VMS, beneficiile și avantajele financiare, gestionarea riscurilor* (O<sub>3</sub>, subcapitolul 1.3.).

5. În contextul cercetărilor efectuate, autorul tezei conchide că atractivitatea investițională a VMS este interdependentă de dezvoltarea pieței VMS, întrucât o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora diverse oportunități investiționale, o siguranță mai mare a investițiilor plasate, precum și posibilități de minimizare sau gestiune a riscurilor. În același timp, o atractivitate sporită a VMS atrage mai mulți investitori pe piață, asigură o diversificare a gamei de investitori, ceea ce într-un final, potrivit metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, contribuie la dezvoltarea pieței VMS (O<sub>3</sub>).

6. Analiza situației actuale privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS și atractivitatea acestora, a permis autorului identificarea următoarelor probleme: studierea redusă a aspectelor ce țin de nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, a atractivității investiționale a VMS, precum și lipsa unor evaluări în acest sens; concentrarea masivă a gamei de investitori pe piața VMS locală într-o singură categorie de participanți (bănci comerciale), prezența investitorilor retail și a celor străini pe piața internă a VMS din R. Moldova fiind practic absentă, fapt ce explică costurile înalte de finanțare a economiei naționale prin intermediul VMS. În aceste condiții, autorul tezei a concluzionat că atragerea și diversificarea gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova este imperios necesară, pentru că ar contribui, în mod substanțial, la asigurarea unei cereri solide pe piață, la reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, la asigurarea stabilității și eficienței pieței VMS, precum și la creșterea capacității de finanțare a economiei de către stat (O<sub>4</sub>).

Având în vedere cele rezumate, obiectivele O<sub>1</sub>-O<sub>4</sub>, stabilite pentru prezenta cercetare, se consideră a fi realizate integral.

## **2. Practici naționale și internaționale de finanțare a economiilor prin intermediul valorilor mobiliare de stat și cercetarea atractivității acestora**

### **2.1. Analiza unor practici internaționale privind atractivitatea valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiilor prin intermediul acestora**

De-a lungul timpului, guvernele statelor lumii întotdeauna s-au confruntat cu provocări în procesul de asigurare a resurselor financiare necesare pentru finanțarea și dezvoltarea economiei, veniturile bugetare acumulate de către stat fiind insuficiente pentru acoperirea cheltuielilor bugetare. În ultimii ani, problema dată s-a acutizat simțitor, ca rezultat al mai multor crize, un exemplu relevant fiind criza generată de pandemia Covid-19. Pe măsură ce comunitățile din întreaga lume se luptau să limiteze răspândirea infecției de coronavirus și să gestioneze situația din domeniul sănătății, inclusiv costurile umane ale pandemiei, guvernele din întreaga lume au implementat o gamă largă de politici de răspuns pentru a atenua cele mai grave impacturi sociale și economice, astfel încât să facă față și să asigure societatea și economia cu resursele de finanțare necesare. Restricțiile de mobilitate, blocajele și alte măsuri de sănătate publică necesare au produs rapid cea mai mare criză economică globală din perioada de mai bine de un secol încoace. Acest lucru a fost agravat printr-o scădere a cererii, întrucât a fost afectat comportamentul consumatorilor. În acest context, activitatea economică s-a contractat în aproximativ 90 la sută din statele lumii, depășind numărul de țări care au înregistrat astfel de descreșteri dramatice a economiei în timpul: celor două războaie mondiale, Marii Depresiuni din anii 1930, crizelor datoriilor din economia emergentă din anii 1980 și crizei financiare globale din 2007-2009. Ulterior, deși în anul 2021 activitatea economică și-a inițiat o ușoară revenire la normalitate, primele semne ale crizei energetice au generat o serie de reacții în lanț, cum ar fi: creșterea prețurilor atât la resursele energetice la nivel regional, cât și la produsele alimentare la nivel intern, acestea generând noi provocări pentru autorități și mediul de afaceri.

În aceste condiții, precum și având în vedere că gestionarea eficientă a crizelor este în strictă dependență de capacitatea de intervenție financiară a statului în procesele sociale și economice, statele lumii s-au focusat pe identificarea diverselor căi și măsuri de ieșire din crizele de finanțare a economiilor sale, motiv din care, autorul tezei își propune, în continuare, o analiză individualizată și complexă, în baza datelor statistice caracteristice următoarelor state: Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria, numite generic pe parcursul tezei – state analizate. Apel la practicile internaționale s-a făcut în scopul identificării celor mai bune practici și a oportunităților de preluare și implementare a acestora în R. Moldova. Raționamentele unei astfel de selectări constau în cunoașterea experienței unor state dezvoltate (precum Canada) și în curs de dezvoltare (precum Brazilia, România, Ungaria și Turcia) la subiectul cercetat. Cercetarea experienței

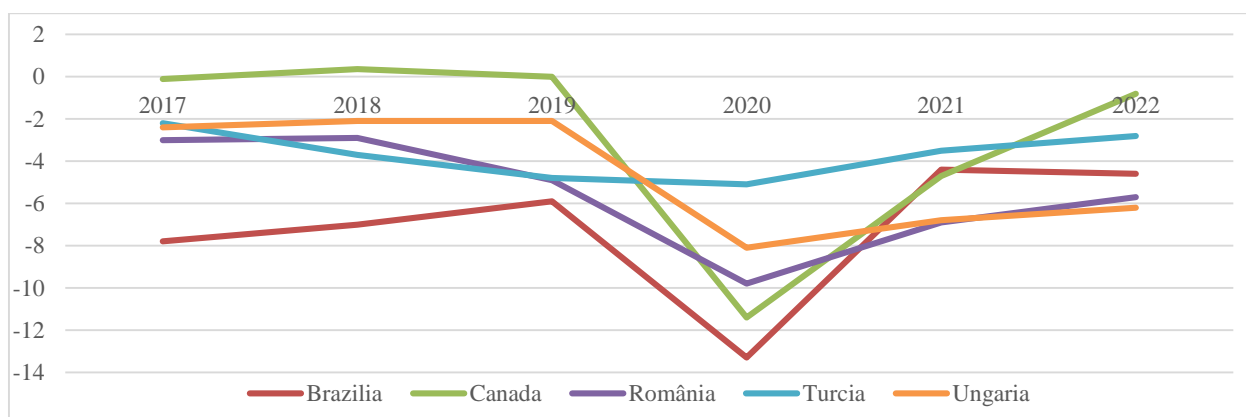
Brazilei în domeniul abordat derivă inclusiv din faptul că această țară face parte din grupul BRICS, statele membre ale căruia s-au remarcat pe arena mondială cu o activitate investițională activă și impunătoare. Pe lângă acestea, selectarea României și Turciei s-a efectuat inclusiv din considerentul regional și de vecinătate cu R. Moldova. De asemenea, s-a considerat oportun studierea experienței Ungariei la subiectul cercetat, având în vedere nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS din Ungaria și măsurile întreprinse de către stat în scopul diversificării și atragerii investitorilor pe piață.

În cele ce urmează, cu referință la statele selectate pentru cercetare, sunt analizate următoarele aspecte:

- finanțarea economiilor statelor analizate prin intermediul VMS – dinamica deficitului bugetar, a datoriei publice, costurile și riscurile de refinanțare aferente VMS emise în scopul finanțării economiilor;

- atractivitatea VMS emise pe piețele interne ale statelor analizate, din perspectiva investitorului, în baza elementelor determinante identificate de autorul tezei în subcapitolul 1.3. al tezei - accesibilitatea și infrastructura piețelor interne a VMS, diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare și modalitățile de gestionare eficientă a riscurilor investiționale aferente. Pentru asigurarea unei analize comparative, aceleași aspecte sunt analizate și în subcapitolul 2.2., unde este cercetată practica R. Moldova la subiectul de cercetare.

Potrivit datelor statistice (figura 2.1.), situația de înregistrare a unui deficit bugetar peste limitele stabilite este caracteristică majorității statelor analizate, care în anul 2020, ca rezultat al consecințelor pandemiei Covid-19, au înregistrat majorări bruște ale ponderii deficitului bugetar în PIB, cele mai semnificative ponderi atestându-se în cazul Braziliei (-13,3%), Canadei (-11,4%) și României (-9,8%).



**Figura 2.1. Dinamica deficitului bugetar în statele analizate, în perioada 2017-2022, % în PIB**

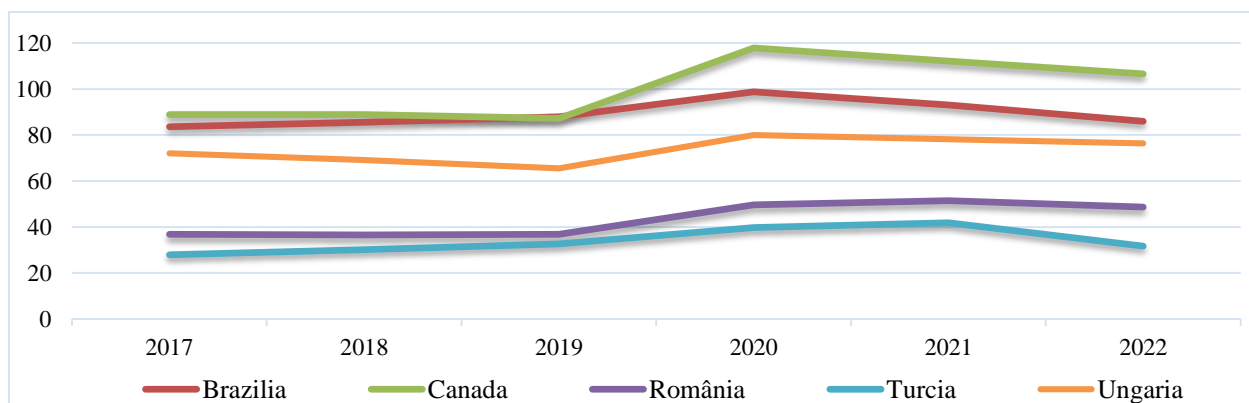
Sursa: elaborată de autor în baza sursei [186, 191]

Spre deosebire de celelalte state, Turcia a înregistrat o majorare simbolică a ponderii deficitului bugetar în PIB, în anul 2020 (cu 0,3 p.p. comparativ cu anul 2019, atingând cuantumul



de 5,1%), fapt ce se datorează măsurilor și politicilor promovate de către stat în vederea limitării consecințelor pandemiei. Astfel, Turcia este una dintre cele două țări (pe lângă China) din grupul G20, care în anul 2020 a reușit să înregistreze o creștere economică (de 1,8%), în pofida consecințelor dramatice ale pandemiei atestate la nivel mondial. Cea mai mare contribuție la această creștere economică au avut-o investițiile, cererea consumatorilor interni ai Turciei (cererea consumatorilor străini fiind negativă), precum și sectorul producției în partea ce ține de taxe și subsidii, sectorul agricol, industrial și cel al serviciilor, având o contribuție mai modestă în creșterea economică înregistrată în anul 2020. În anul 2021 și 2022, deși în majoritatea statelor lumii economia și-a revenit și cuantumul deficitului bugetar s-au redus, ponderile deficitului bugetar în PIB au continuat să dețină cote ridicate (peste 3%) în unele state, și anume: în România (-5,7%), Ungaria (-6,2%) și Brazilia (-4,6%), acestea depășind limita stabilită prin Tratatul de la Maastricht<sup>8</sup>.

Cuantumul deficitului bugetar în PIB, precum și necesitățile de finanțare a acestuia, s-au răsfrânt asupra soldului datoriei publice (figura 2.2.). Cele mai semnificative majorări ale ponderii soldului datoriei publice în PIB, în anul 2020, se înregistrează în cazul Canadei (cu circa 31 p.p.), Ungariei (cu circa 15 p.p.), României (cu circa 13 p.p.) și Braziliei (cu circa 11 p.p.), Brazilia, Canada și Ungaria înregistrând, de asemenea, și cele mai înalte solduri ale datoriei publice, spre deosebire de celelalte state analizate.



**Figura 2.2. Dinamica soldului datoriei publice a statelor analizate, în perioada 2017-2022, % în PIB**

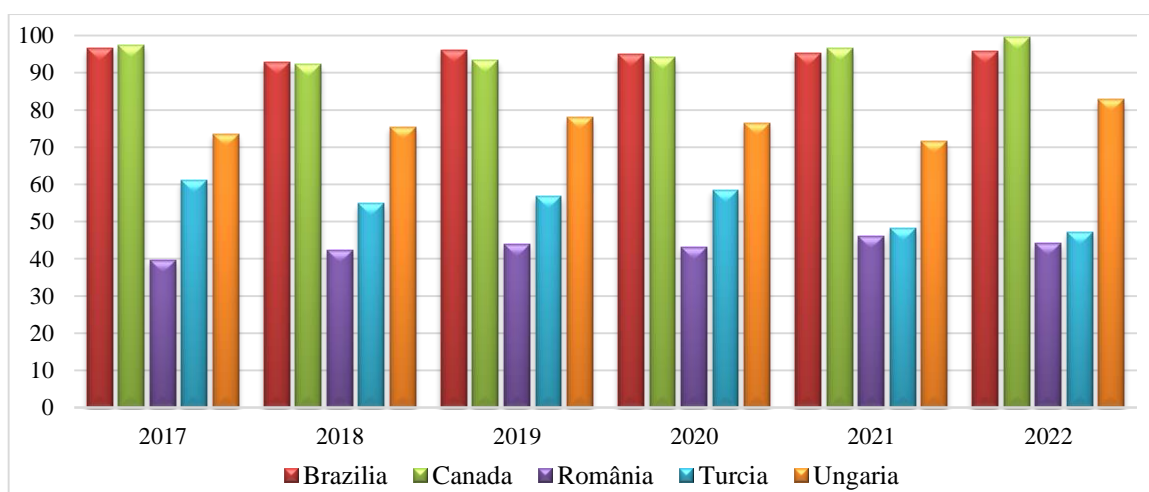
Sursa: elaborată de autor în baza surselor [186, 191]

Totodată, odată cu revenirea activității economice după pandemie, ponderile datoriei publice în PIB a Braziliei, Canadei și Ungariei au înregistrat ușoare atenuări, pe când în cazul României și Turciei, deși ponderile datoriei publice în PIB sunt mult mai modeste în raport cu statele analizate, nivelul acestora a continuat o ușoară tendință de creștere, inclusiv în 2021, față de 2020. Cu toate acestea, către finele anului 2022, pe măsura revenirii activității economice, în

<sup>8</sup> Conform Tratatului de la Maastricht, statele membre UE sunt obligate să respecte anumite reguli bugetar-fiscale, potrivit cărora nivelul datoriei publice raportat la PIB nu trebuie să depășească 60%.

toate cele 5 state analizate s-au înregistrat diminuări ale ponderii datoriei publice în PIB, cele mai semnificative diminuări atestându-se în cazul Turciei (cu 10,6 p.p.) și Braziliei (cu 7,1 p.p.). De asemenea, este de remarcat că, deși ponderile datoriei publice în PIB ale celor cinci state au înregistrat, în perioada 2017-2022, unele tendințe de diminuare, volumul datoriei publice în aspect valoric a crescut constant în această perioadă.

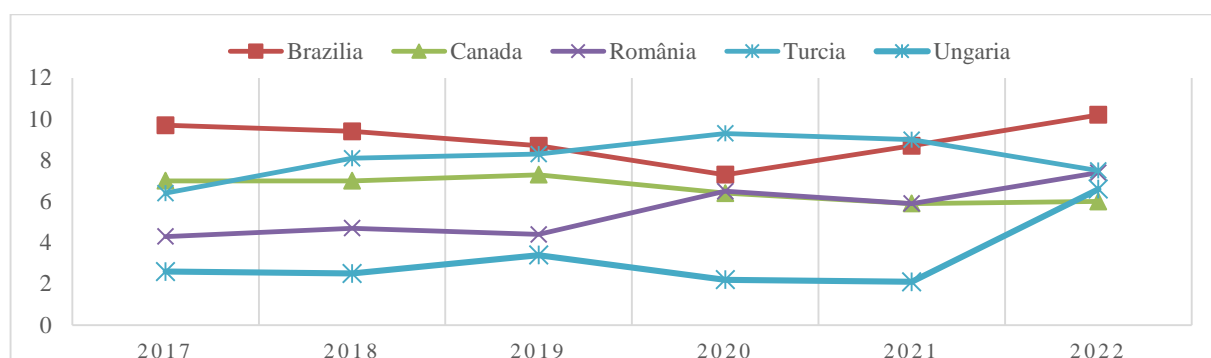
Ca rezultat al necesităților crescânde de finanțare a economiilor, în perioada anilor 2017-2022, modificări a suferit și ponderea VMS emise pe piața primară (aflate în circulație în perioada analizată) în totalul datoriilor guvernamentale centrale (datoriilor de stat). Prin urmare, conform datelor statistice (figura 2.3.), majoritatea datoriei de stat a Canadei, Braziliei și Ungariei este constituită din VMS emise pe piața primară internă, către finele anului 2022 ponderea acestora înregistrând 99,6%, 95,8% și, respectiv, 82,8%. Ponderi mai mici ale VMS aflate în circulație pe piețele interne în totalul datoriei de stat se atestă și în cazul Turciei (47,2%) și României (44,2%), restul datoriei fiind generat de alte împrumuturi și emisiuni de euroobligațiuni (în cazul Turciei) și de împrumuturi interne, externe și emisiuni de euroobligațiuni (în cazul României).



**Figura 2.3. Dinamica ponderii VMS în circulație în soldul datoriei de stat a statelor analizate, în perioada 2017-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [168, 169, 170, 171, 175]

Totodată, conform datelor reflectate în figura 2.3., se constată că, în majoritatea statelor analizate, ponderea VMS emise pe piața primară internă în totalul datoriei de stat este într-o creștere relativ constantă. Creșterea volumului de VMS aflate în circulație pe piața internă a VMS, ca rezultat al majorării volumului de VMS emise pe piața primară, afectează la rândul său, într-o anumită măsură, *nivelul costurilor suportate de către stat, în urma emiterii VMS pe piața primară* (figura 2.4.). Deși statele analizate înregistrează volume considerabile de emisiuni de VMS pe piața primară, acestea, în special Canada, România, Turcia și Ungaria, au reușit să suporte un cost relativ redus al acestora, fapt ce se datorează ratelor dobânzilor scăzute pentru o perioadă îndelungată de timp.



**Figura 2.4. Evoluția serviciului VMS emise pe piața primară a statelor analizate, în perioada 2017-2022, % în venituri bugetare**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [168, 169, 170, 171, 175]

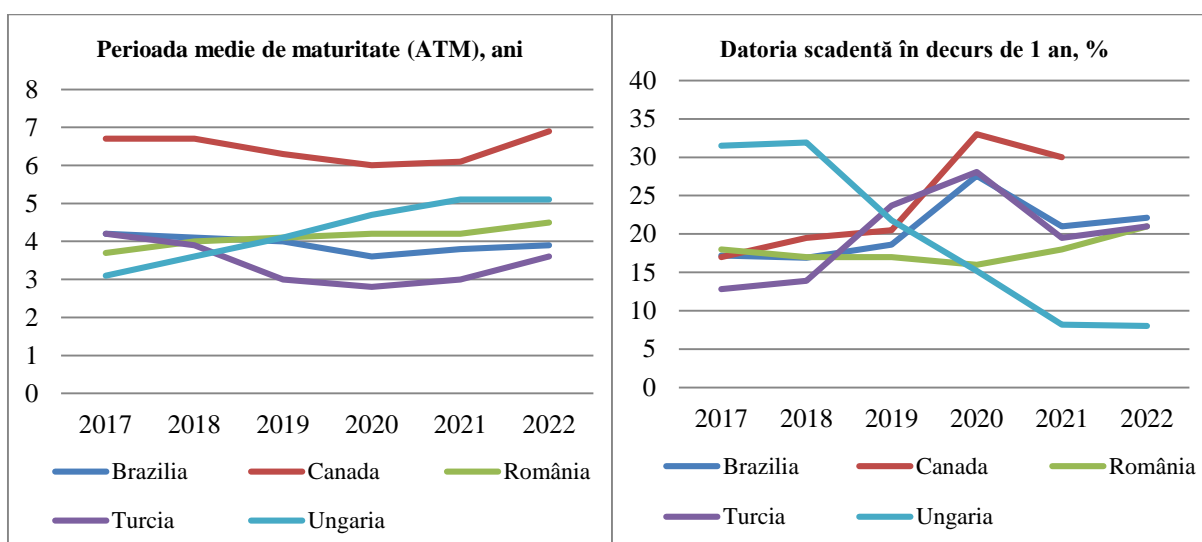
În acest context, evoluția serviciului VMS emise pe piața internă<sup>9</sup> a statelor prenotate a avut o dinamică relativ constantă, acesta înregistrând sub 10% din volumul veniturilor bugetare (cu excepția granturilor) ale statelor vizate, pe parcursul întregii perioade analizate.

În contextul evoluțiilor la nivel mondial, cererile crescânde de finanțare din partea statului, precum și nivelurile în continuă creștere a datoriei publice, solicită o abordare prudentă de gestionare, întrucât acestea au generat necesități mai mari de *refinanțare*. Acest lucru crește vulnerabilitatea potențială a statului la perturbările pieței și la alte riscuri. Pe fondul incertitudinii persistente, autoritățile responsabile de managementul datoriei publice monitorizează în permanență plățile programate și profilul de scadență al stocului datoriilor. Astfel, un aspect important la care trebuie să se atragă atenția, după cum s-a descris și în paragraful 1.1., este ponderea datoriei care trebuie refinanțată (riscul de refinanțare) și distribuția acestor nevoi de refinanțare pe diferite instrumente.

Conform datelor statistice, se atestă o situație de creștere a riscurilor de refinanțare în cazul Braziliei, Canadei și Turciei (figura 2.5.), unde acoperirea necesităților de finanțare din contul emisiunilor de VMS pe termen scurt a generat diminuarea, în perioada 2018-2020, a *perioadei medii de maturitate*, a stocului datoriei interne și, respectiv, a creșterii ponderii *datoriei scadente în decurs de 1 an* în totalul datoriei interne, către finele anului 2020 aceasta atingând circa 30%. Ulterior, către finele anului 2021 și 2022, o dată cu normalizarea activității economice și revenirea la emisiuni moderate de VMS pe termen scurt, riscul de refinanțare a acestor state s-a redus.

În aceeași ordine de idei, o situație distinctă se atestă în cazul Ungariei, care, în perioada analizată, a înregistrat o diminuare a riscului de refinanțare. Începând cu anul 2017, aceasta a înregistrat o tendință ascendentă continuă de majorare a perioadei medii de maturitate (ATM), de la 3,6 ani până la 5,1 ani către finele anului 2021. Proporțional acestei evoluții, ponderea datoriei scadente în decurs de 1 an în totalul datoriei de stat interne a Ungariei s-a redus de patru ori.

<sup>9</sup> Serviciul VMS include plata dobânzilor și comisioanelor aferente emiterii VMS pe piața primară.



**Figura 2.5. Dinamica indicatorilor riscului de refinanțare a datoriei de stat interne a statelor analizate, în perioada 2017-2022**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [168, 169, 170, 171, 175]

Reducerea riscului de refinanțare a Ungariei în perioada analizată, când aceasta, de rând cu alte state, s-a confruntat cu *necesități mai mari de finanțare*, în special în perioada anului 2020, se datorează introducerii unor *noi tipuri de VMS* pe piață. Un volum considerabil de finanțare de pe piața locală Ungaria îl obține prin intermediul VMS destinate investitorilor retail (pentru populație). Pe lângă liniile de VMS emise pentru populație, Ungaria a introdus o linie nouă de VMS cu scadența de 5 ani, în scurt timp, acest produs a devenit cel mai popular pentru investitorii retail. În același timp, începând cu iunie 2019, veniturile obținute de populația Ungariei din deținerile de VMS sunt scutite de plata impozitului pe venit, fapt ce, la fel, a generat o creștere a cererii de VMS din partea clienților retail. Aceste 2 măsuri întreprinse de Ungaria și efectele lor asupra pieței locale a VMS confirmă ipoteza de cercetare ce vizează creșterea atractivității VMS pe dimensiunile „diversitatea VMS” și „beneficiile și avantajele financiare ale VMS”, formulată în subcapitolul 1.4. al tezei date.

Având în vedere acumularea rapidă a datoriilor, toate statele lumii iau în considerare reechilibrarea scadențelor portofoliului de datorii, pentru a reduce presiunile de răscumpărare pe termen scurt și pentru a consolida rezistența portofoliului de datorii la riscul de refinanțare. O prelungire a scadențelor datoriei publice poate facilita, de asemenea, o soluție a politicilor monetare expansioniste, atunci când ratele de politică monetară vor crește în viitor. Cu scadențele prelungite, această creștere va fi transmisă lent către serviciul datoriei și va ajuta la evitarea acumulării de datorii. Astfel, după cum s-a menționat și în subcapitolul 1.1., printre instrumentele ce pot asigura o gestiune eficientă a riscului de refinanțare se evidențiază:

- 1) implementarea și aplicarea operațiunilor de management al datoriei;
- 2) emiterea VMS de tip *benchmark*;

3) diversificarea surselor de finanțare pe piața internă a VMS (diversificarea gamei de investitori pe piață) [42].

1. *Operațiunile de management al datoriei*, de regulă, se implementează la o etapă relativ incipientă de dezvoltare a pieței VMS și se aplică în special în cazul VMS pe termen lung, acestea contribuind la sprijinirea și accelerarea dezvoltării acesteia. Toate cele cinci state analizate în prezentul subcapitol aplică operațiuni de management al datoriei. Brazilia, de exemplu, a introdus operațiunile *switch* în anul 2021, acestea fiind desfășurate cu regularități prestabilite, fapt ce a permis majorarea scadenței portofoliului datoriei, ce au ca obiect VMS emise pe piața internă și gestiunea eficientă a riscului de refinanțare. Răscumpărările anticipate de VMS permit emitenților să retragă o datorie aferentă VMS emise anterior, înainte de data scadenței acesteia, contra unei plăți în numerar. Operațiunile *switch* au același scop, dar se utilizează în combinație cu emiterea unor noi VMS. Întrucât aceste tranzacții reprezintă operațiuni de management al datoriei, acestea nu oferă finanțare suplimentară statului, dar afectează componența portofoliului datoriei de stat prin restructurarea unei datorii existente. Aplicarea acestor operațiuni oferă o serie de avantaje:

- *îmbunătățirea lichidității pieței VMS*. Retragerea de pe piață a VMS nelichide oferă oportunități de emisiuni suplimentare, fapt ce permite construirea mai rapidă a VMS de tip *benchmark*. Totodată, reducerea numărului de scadențe restante reduce fragmentarea pieței VMS și consolidează transparența prețurilor. Răscumpărările anticipate și operațiunile *switch* îmbunătățesc procesul de formare a prețurilor, întrucât tranzacționarea este concentrată pe mai puține linii de VMS restante, iar prețurile sunt actualizate în mod constant, precum și activitatea de tranzacționare, pe măsură ce dealerii își ajustează pozițiile în funcție de noua cerere și ofertă;

- *gestionarea riscurilor aferente datoriei de stat interne*. Operațiunile de management al datoriei contribuie la diminuarea riscurilor de refinanțare și a ratei dobânzii. În acest scop, răscumpărările anticipate și operațiunile *switch* pot atenua profilul de scadență al portofoliului de datorii. De asemenea, are loc o reducere indirectă a riscurilor prenotate, dată fiind sporirea lichidității pe piața secundară. Lichiditatea crește cererea pieței pentru VMS emise, ceea ce reduce riscul de executare;

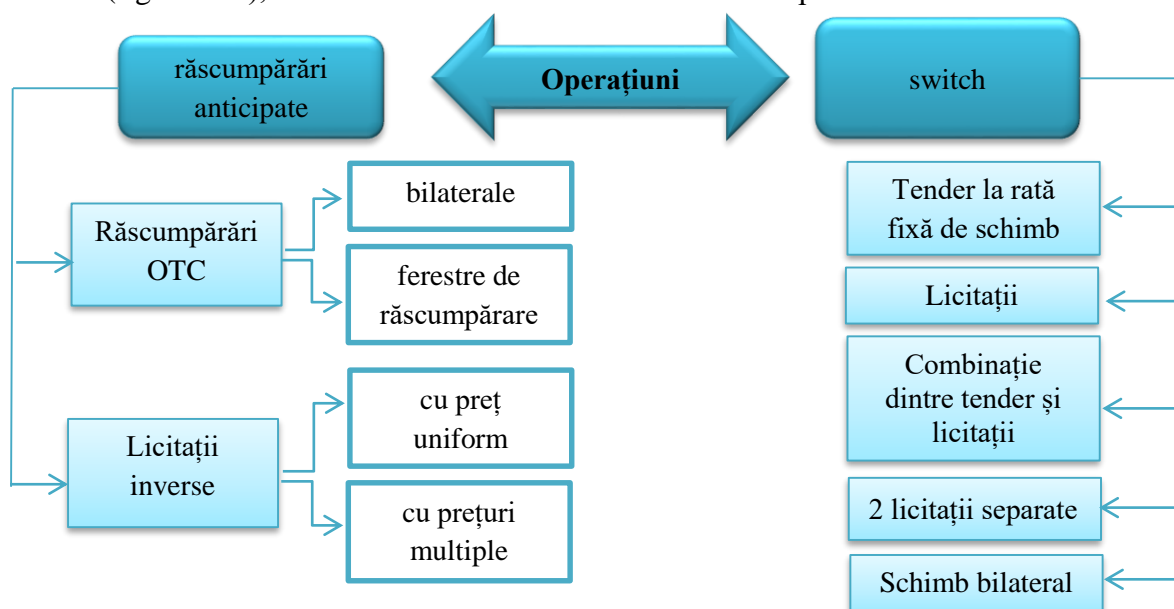
- *reducerea serviciului datoriei*. Costurile ce formează serviciul datoriei se reduc atunci când VMS, cu un cupon ridicat, este refinanțat la o rată mai mică a pieței. Aceasta implică două tranzacții: emiterea de VMS noi și, fie utilizarea încasărilor aferente pentru răscumpărarea vechilor VMS, fie oferirea unor VMS noi în schimbul celor vechi;

- *corectarea distorsiunilor pieței, dar și formarea rezervelor de economii bugetare*. VMS pot fi tranzacționate uneori la un randament mai mare decât în mod normal, din diverse motive:

tranzacționare redusă, deoarece suma restantă este prea mică, maturitatea sa este neatractivă pentru piață etc. Cu ajutorul operațiunilor de management al datoriei, devine posibil:

- eliminarea distorsiunii pieței;
- stabilizarea pieței VMS în perioadele de stres, prin restabilirea transparenței prețurilor;
- creșterea stabilității și regularității calendarului de emisiuni;
- retragerea de pe piață a VMS subevaluate și refinanțarea celor cu cupon ridicat;
- oferirea oportunităților profitabile de a investi surplusul de numerar;
- oferirea posibilității investitorilor de a-și restructura portofoliul într-un mod eficient;
- creșterea *gradului de participare pe piață a investitorilor* [42].

Operațiunile de răscumpărare anticipată și *switch* pot fi desfășurate prin mai multe tehnici și metode (figura 2.6.), o descriere mai detaliată a acestora fiind prezentată în Anexa 9.



**Figura 2.6. Modalități de desfășurare a operațiunilor de management al datoriei**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [42]

Statele analizate în prezentul subcapitol desfășoară operațiunile de management al datoriei prin intermediul licitațiilor.

Totodată, aplicarea acestor tipuri de operațiuni de management al datoriei permite, de asemenea, autorităților responsabile de managementul datoriei de stat, obținerea informațiilor de înaltă calitate privind profunzimea și mărimea pieței VMS. Astfel, are loc o furnizare de feedback de la participanții pieței, ce poate fi utilizată pentru adaptarea programelor de împrumut, acțiune ce contribuie la reducerea costurilor și a volatilității produselor. Nu în ultimul rând, implementarea și utilizarea unor astfel de operațiuni poate fi utilizată drept modalitate de stimulare a activității dealerilor primari pe piața VMS, prin oferirea acestora a accesului exclusiv la aceste operațiuni.

2. *Emiterea VMS de tip benchmark.* După cum s-a menționat mai sus, formarea unei politici de emiterie și de dezvoltare a *VMS de tip benchmark*, în calitate de instrument de *gestiune a*

*riscurilor* statului aferente *VMS emise pe piața internă*, este generată, în mare măsură, de aplicarea operațiunilor de management al datoriei. Spre exemplu, în Ungaria, guvernul emite câteva linii de VMS pe piața locală de tip *benchmark*, acestea având scadențe de 3 și de 12 luni, 5 și 10 ani (tabelul 2.1.), iar în anul 2020 a fost lansată o *nouă linie* de VMS de acest tip, cu scadența de 20 ani, aceasta având drept scop creșterea maturității portofoliului datoriei de stat interne. În România, emisiunile de tip *benchmark* în anul 2017 constituiau 49,6% din totalul emisiunilor pe piața internă a VMS, această pondere ajungând până la 58,1% în anul 2019. Ulterior, dat fiind necesitățile semnificative de finanțare a economiei de către stat, acoperite preponderent prin VMS pe termen scurt, ponderea VMS de tip *benchmark* s-a redus la 39,1% în 2020 și 37,0% în anul 2021.

**Tabelul 2.1. Linii de VMS de tip benchmark emise pe piețele interne ale statelor analizate**

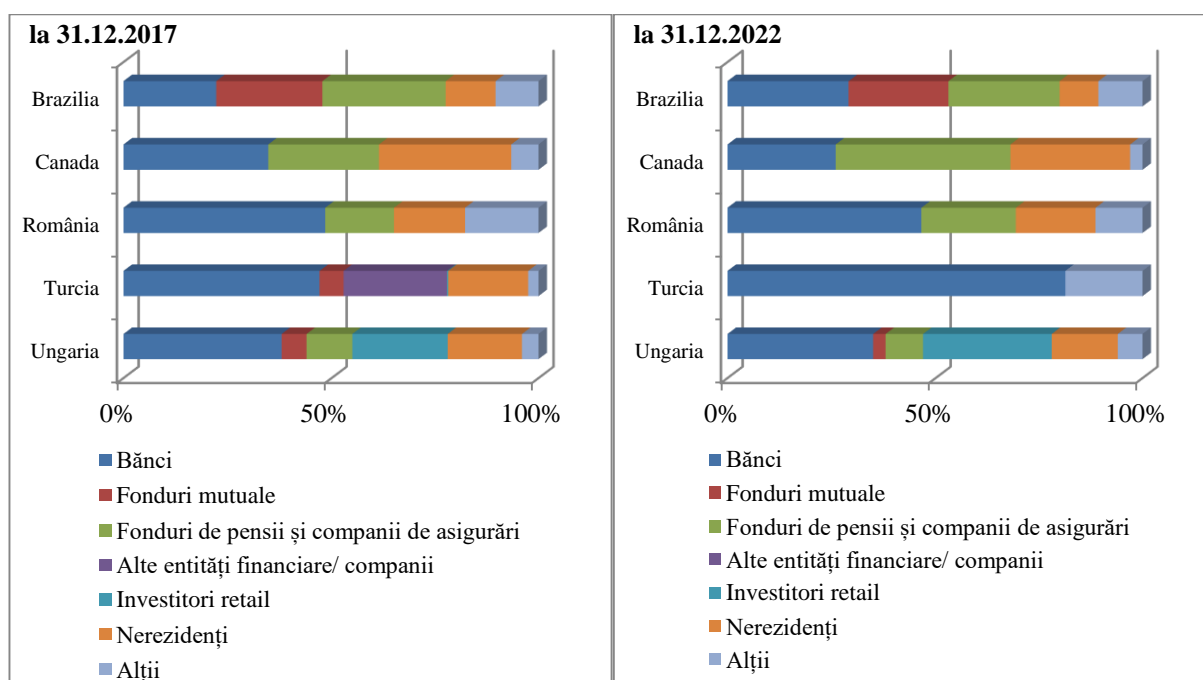
Nr.	Denumirea țării	Particularități
1.	Brazilia	Scadențe pe termen scurt - 6, 12, 24, 48 luni; Scadențe pe termen lung – până la 20 ani.
2.	Canada	Scadențe pe termen mediu și lung – 2, 3, 5, 10, 30 ani.
3.	România	Scadențe pe termen scurt – până la 1 an; Scadențe pe termen mediu și lung – 3, 4, 5, 7, 8, 10, 15 ani.
4.	Ungaria	Scadențe pe termen scurt - 3, 12 luni; Scadențe pe termen lung – 5, 10, 20 ani.

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [168, 170, 171, 175]

Brazilia, la fel, dispune de câteva linii de emiterie a VMS de tip *benchmark*, acestea având scadențe mai mici (de 6, 12, 24 și 48 luni) și mai mari (până la 20 ani). În cazul Canadei, aceasta deține 5 linii de VMS de tip *benchmark*, cu scadențe de 2, 3, 5, 10 și 30 ani, în anul 2021, volumul de emisiuni pe fiecare linie în parte majorându-se de circa 2,5 ori comparativ cu cel planificat, ca rezultat al necesităților considerabile de finanțare generate de pandemia Covid-19.

3. Cu referire la *diversificarea surselor de finanțare a statului pe piața VMS (prin diversificarea gamei de investitori)*, în calitate de măsură de gestionare a riscurilor de refinanțare aferente datoriei de stat interne, se menționează faptul că statele analizate dispun de o *gamă de investitori destul de variată și diversă* (figura 2.7.).

Astfel, conform situației aferente sfârșitului anului 2022, o prezență foarte activă a sectorului bancar pe piața internă a VMS se atestă în cazul României (46,6%), Turciei (81,3%) și Ungariei (35%). Cote semnificative pe piața internă a VMS din Brazilia, Canada și România revin fondurilor de pensii și companiilor de asigurări (26,8%, 42% și, respectiv, 22,7%). De asemenea, după cum s-a menționat anterior, dețineri importante de VMS se înregistrează la categoria investitorilor retail pe piața internă a VMS din Ungaria (31%). Totodată, după cum se poate observa din datele figurii 2.7., cea mai activă prezență a investitorilor nerezidenți se atestă în cazul Canadei (29%), României (19,3%) și Ungariei (16%).



**Figura 2.7. Structura gamei de investitori pe piața internă a VMS a statelor analizate, în anii 2017 și 2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [168, 169, 170, 171, 175]

În timp, structura gamei de investitori ai statelor prenotate a suferit unele modificări. Potrivit datelor din figura 2.7., către finele anului 2022, în unele state, precum Canada, România și Ungaria, ponderea deținerilor de VMS ale sectorului bancar s-a diminuat (cu 8,8 p.p., 1,9 p.p. și, respectiv, cu 3,0 p.p.). Spre deosebire de statele prenotate, în Brazilia și Turcia ponderea sectorului bancar pe piața VMS s-a majorat cu 6,8 p.p. și, respectiv, cu 34,2 p.p. Acest fapt se datorează necesităților mari de finanțare a economiilor celor 5 state analizate, ce s-au accentuat în perioada anilor 2020-2021, acestea fiind acoperite prin emisiuni de VMS pe termen scurt, băncile fiind principala categorie de investitori ce satisface oferta acestor tipuri de VMS. Pe lângă incertitudinile existente la nivel global, ca rezultat al pandemiei, către finele perioadei analizate, Turcia a ajuns să se confrunte cu lipsa de credibilitate în politica monetară, ceea ce a dus la deprecierea monedei. În rezultat, ca efect al așteptărilor inflaționiste, investitorii străini au devenit mai rezervați în investirea mijloacelor în VMS ale Turciei, majoritatea necesităților de finanțare ale statului fiind obținute de la sectorul bancar. O altă *majorare semnificativă* (cu 8 p.p.) se atestă și în cazul Ungariei, în partea ce ține de *investitorii retail*, dată fiind *aplicarea măsurilor de atragere* a acestora pe piață.

Astfel, în condițiile în care o gamă diversificată de investitori pe piața VMS, pe lângă necesarul de finanțare a economiei, asigură lichiditatea, stabilitatea și dezvoltarea pieței interne a VMS, guvernele din întreaga lume, în calitate de emitenți, sunt mereu cointeresate să întreprindă diverse măsuri de cunoaștere a necesităților de investire și de *atragerere* a acestora, prin facilitarea accesului acestora pe piață, adaptarea strategiilor și tehnicilor de emiterere a VMS, dezvoltarea unor



noi produse pe piața VMS etc. Prin urmare, în continuare, se prezintă o descriere amplă și complexă a situației statelor analizate, precum și a măsurilor întreprinse de către acestea, **în scopul asigurării unei atractivități investiționale înalte pentru VMS emise pe piața internă**, aceasta fiind structurată pe cele 4 elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS identificate de autorul tezei în subcapitolul 1.3., și anume: 1) *accesibilitatea și infrastructura pieței*; 2) *diversitatea VMS*; 3) *avantajele și beneficiile financiare*; 4) *gestionarea riscurilor*.

**1. Accesibilitatea și infrastructura pieței.** Evoluțiile piețelor interne ale VMS, preferințele investitorilor, inclusiv volumul necesităților de finanțare a economiei, de regulă, determină statele emitente să-și adapteze strategiile de emiterie a VMS, metodele de plasare și vânzare a produselor fiind un element important al acestora. În acest context, se remarcă faptul că, în scopul diversificării surselor de finanțare (pe piața internă a VMS) ale statelor analizate, prin atragerea investitorilor retail, majoritatea acestora au implementate *programe de vânzări retail ale VMS*, acestea sporind accesibilitatea și atractivitatea VMS (tabelul 2.2.).

**Tabelul 2.2. Metode de plasare a VMS pe piața internă a statelor analizate**

Nr.	State	Dealeri primari	Vânzări retail ale VMS
1.	Brazilia	- bănci comerciale și de investiții; - societăți de investiții; - entități străine.	- Programul „Tesouro Direto”.
2.	Canada	- bănci comerciale și de investiții; - societăți de investiții.	- Programul „Canada Savings Bonds”; - Programul „Canada Premium Bonds” <sup>10</sup> .
3.	România	- instituții de credit (bănci); - societăți de investiții rezidente, nerezidente (autorizate în state UE).	- Programul „Tezaur”; - Programul „Fidelis”.
4.	Turcia	- bănci comerciale.	- VMS denominate în aur.
5.	Ungaria	- bănci comerciale și de investiții; - societăți de investiții.	- 7 linii/programe de VMS destinate populației.

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [168, 169, 170, 171, 175]

Un aspect aparte ce vizează accesul pe piața VMS este *sistemul dealerilor primari*, care joacă un rol pozitiv pe piața internă a VMS, inclusiv prin facilitarea accesului investitorilor la instrumentele financiare oferite de către stat. O prezență exclusivă a sectorului bancar, în calitate de dealeri primari pe piața VMS, se atestă în cazul Turciei, unde dealerii primari sunt reprezentați în exclusivitate de băncile comerciale (11 la număr). În cazul celorlalte state (Canada, Brazilia, România și Ungaria), calitatea de dealer primar poate fi obținută atât de entități din domeniul financiar bancar (bănci comerciale și de investiții), cât și de cele din domeniul financiar nebancar (societăți de investiții/brokeri). De asemenea, se denotă că în România și Brazilia, pe lângă entitățile prenotate, pentru calitatea de dealer primar pe piața internă a VMS pot fi eligibile și entitățile străine. Deși legislația României prevede o gamă largă de instituții ce pot acționa în

<sup>10</sup> În anul 2017, guvernul canadian a anunțat despre încetarea emiterii VMS în cadrul celor 2 programe retail disponibile, întrucât acest tip de VMS nu mai este atractiv pentru populația Canadei și dat fiind cererea redusă la acest tip de VMS, emiteria lor nu mai este eficientă din punct de vedere al costurilor.

calitate de dealeri primari pe piața internă a VMS, dealerii care activează de facto sunt reprezentați doar de bănci și sucursale ale instituțiilor de credit străine, din cele 33 de instituții de credit și sucursale a instituțiilor de credit străine ce activează pe teritoriul României - 7 deținând calitatea de dealer primar. În cazul Braziliei, extinderea categoriei de entități eligibile pentru calitatea de dealer primar pe piața VMS, în special prin *permiterea accesului entităților străine*, a facilitat o mai bună cunoaștere de către *investitorii străini* a produselor oferite de piața VMS a Braziliei, precum și *creșterea interesului* acestora față de VMS braziliene. Totodată, pentru o diversificare a canalelor de plasare și distribuție a VMS, precum și în scopul atragerii, în special a investitorilor retail pe piața internă a VMS, în toate statele analizate au fost lansate *programe și platforme de vânzări retail*. Astfel, România are la momentul actual două programe de acest gen în derulare. Programul „Tezaur”, lansat în prima jumătate a anului 2018, este destinat populației, iar achiziționarea VMS se poate efectua la orice unitate a Trezoreriei României sau subunități poștale. VMS puse la dispoziția populației în cadrul Programului dat au scadențe de 1, 2, 3 și 5 ani. Cel de-al doilea Program „Fidelis”, a fost relansat la mijlocul anului 2020 (lansarea inițială a fost în perioada 2015-2016), iar achiziționarea VMS în cadrul acestuia se realizează prin intermediul băncilor comerciale, fără perceperea anumitor comisioane în acest sens. În cadrul Programului „Fidelis”, statul pune la dispoziția investitorilor VMS emise în monedă națională, cu scadențe de 2 și 4 ani, precum și VMS emise în valută străină (euro), cu scadențe de 5 ani. Lansarea/relansarea ambelor programe a reprezentat un succes, întrucât VMS propuse au fost plasate în întregime. Printre principalele scopuri ale acestor programe a fost cel de a facilita accesul populației la VMS, în calitate de instrumente de economisire, precum și de a asigura un grad de acoperire extins la nivelul întregii țări, inclusiv în zonele rurale [113]. În Ungaria, vânzările retail de VMS sunt foarte populare, majoritatea dintre tipurile de VMS propuse de Guvernul ungar fiind accesibile populației, fie prin intermediul oficiilor teritoriale ale Trezoreriei Ungariei, fie prin intermediul oficiilor poștale sau platformelor electronice (WebTreasury și Webkincstar). La momentul actual, pentru investitorii retail (rezidenți și nerezidenți) sunt deschise 7 linii de VMS pe termen scurt (scadențe de până la 1 an), precum și pe termen lung (scadențe de până la 20 ani).

De asemenea, se consideră important de remarcat faptul că *VMS emise de cele cinci state analizate sunt disponibile spre tranzacționare pe piața secundară atât în cadrul piețelor reglementate (la bursele de valori ale statelor vizate), cât și în afara lor*, ceea ce oferă o accesibilitate mai mare investitorilor la produsele VMS emise de către statele respective.

O altă *metodă de atragere a investitorilor*, în special a celor străini, pe piața locală a VMS și facilitarea accesului acestora, implementată de majoritatea statelor analizate, a constat în *stabilirea unei interconexiuni dintre depozitarul local și un depozitar internațional*, cum ar fi:

Euroclear (Turcia și România) și Clearstream (Canada, Ungaria și România). O astfel de interconexiune reprezintă un aranjament între 2 depozitari, aceste interconexiuni fiind de 4 tipuri:

- interconexiune standard (denumită și directă), aceasta reprezentând legătura prin care o instituție devine participant al sistemului de decontare a titlurilor de valoare ale celeilalte instituții, în aceleași condiții ca oricare alt participant al acestui depozitar. Majoritatea interconexiunilor stabilite la nivel internațional (64,5% în anul 2020) sunt de acest tip;

- interconexiune indirectă, care reprezintă un aranjament între un depozitar și un terț, altul decât depozitarul, ultimul fiind participant al sistemului de decontare a valorilor mobiliare ale unui alt depozitar. Acest tip de interconexiune are drept scop facilitarea transferului valorilor mobiliare de la participanții unui depozitar către alt depozitar. La situația aferentă anului 2020, circa 23% din toate interconexiunile dintre depozitari la nivel global erau de tip indirect;

- interconexiune interoperabilă, care presupune conexiunea prin care depozitarii sunt de acord să stabilească reciproc soluții tehnice de decontare în sistemele de decontare a valorilor mobiliare pe care le operează. Acest tip de interconexiune, denumit „punte” (bridge), de regulă, se realizează între 2 depozitari internaționali;

- interconexiune personalizată, aceasta reprezentând conexiunea prin intermediul căreia, unui depozitar, ce devine participant al sistemului de decontare al altui depozitar, i se prestează servicii adiționale față de cele prestate celorlalți participanți. Acest tip de interconexiune este mai puțin popular.

Printre cele mai importante beneficii ale unor astfel de interconexiuni este diversificarea gamei de investitori și reducerea costurilor de finanțare aferente emisiunilor de VMS. Implementarea unei astfel de măsuri în statele analizate a avut un impact profund asupra cererii de VMS, în special din partea investitorilor străini. Ca rezultat, prezența nerezidenților a infuzat o dinamică sănătoasă pe piața internă a VMS, fapt ce a facilitat prelungirea profilului de răscumpărare a VMS de către stat și comprimarea randamentelor de-a lungul curbei randamentelor. Avantajele investitorilor, în contextul stabilirii unor astfel de interconexiuni, sunt: accesul la o diversitate mai mare de VMS (după tipuri, scadențe și stat emitent), precum și facilitarea procesului de depozitare, clearing și decontare [159]. România are încheiate acorduri de colaborare cu ambele instituții de clearing și decontare internaționale, iar Canada a demarat la începutul anului 2021 procesul de negociere a unei astfel de colaborări și cu cea de a doua instituție (Euroclear).

Practica statelor analizate pe dimensiunea „accesibilitatea și infrastructura pieței VMS”, precum și creșterea numărului de investitori și diversificarea acestora, ca rezultat al măsurilor întreprinse (operarea platformelor de tranzacționare directă a instrumentelor, stabilirea

conexiunilor cu alți depozitari străini, lansarea noilor tipuri și scadențe de VMS pe piață, precum și acordarea unor facilități de ordin fiscal cu referire la deținerile de VMS) de către statele analizate, confirmă ipoteza de cercetare stabilită pentru lucrarea dată, în ce privește creșterea atractivității investiționale a VMS.

**2. Diversitatea VMS.** Din perspectiva diversității VMS oferite spre plasare pe piața internă, se constată că scadențele VMS, propuse de statele analizate, sunt din cele mai variate: de la termen scurt (până la 1 an), până la cele ultra-lungi (30-50 ani), în cazul Braziliei, Canadei și Ungariei (tabelul 2.3.).

**Tabelul 2.3. VMS tranzacționate pe piețele interne ale statelor analizate**

Nr.	State	Tipuri de VMS	Tipuri de scadențe
1	Brazilia	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - cu cupon zero; - indexate la rata inflației; - retail/savings bonds.	- termen scurt: 6, 12, 24 și 36 luni; - termen mediu, lung și ultra-lung: 3, 5, 10, 20, 30 și 40 ani.
2.	Canada	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - indexate la rata inflației; - retail/savings bonds; - green bonds.	- termen scurt: 6, 12, 24 și 36 luni; - termen mediu, lung și ultra-lung: 3, 5, 10, 20, 30 și 50 ani.
3.	România	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - savings bonds.	- termen scurt: 6, 12 luni; - termen mediu și lung: 2, 3, 4, 5, 7, 8, 10 și 15 ani.
4.	Turcia	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - cu cupon zero; - indexate (la rata inflației și la veniturile entităților cu capital de stat); - retail/savings bonds, inclusiv VMS denumite în aur (gold bonds).	- termen scurt: 6, 12 luni; - termen mediu și lung: 2, 3, 4, 5, 7, 8, 10 și 15 ani.
5.	Ungaria	- cu rată fixă și flotantă a dobânzii; - indexate la rata inflației; - emise în valută străină (euro) pe piața internă; - retail/savings bonds (baby bonds); - green bonds.	- termen scurt: 3, 6, 12 luni; - termen mediu și lung: 2, 3, 4, 5, 7, 10, 15, 19, 20 și 30 ani.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [168, 169, 170, 171, 175]

Totodată, pe lângă VMS de tip tradițional (cu rată fixă și flotantă a dobânzii), statele analizate oferă, pe piețele lor interne, o serie de alte tipuri de VMS, cum ar fi: VMS indexate la rata inflației și VMS de tip savings (de economisire, destinate în special populației).

Volumul *VMS indexate* a crescut simțitor în ultima decadă, în întreaga lume, având în vedere că reprezintă un mijloc perfect pentru investitori de protejare a investiției împotriva riscului inflației. Este de remarcat că lansarea acestor tipuri de VMS în diverse state s-a efectuat în circumstanțe distincte ale inflației: în unele state – în perioade în care nivelul inflației era ridicat (Marea Britanie și Israel), iar în altele – nivelul inflației era redus (Germania și Japonia). Indiferent de circumstanțele în care VMS indexate au fost lansate pe piețele interne, creșterea semnificativă a volumului acestora în circulație în ultima decadă, se explică prin existența unui mediu de inflație redusă, tendință ce s-a atestat în multe state în perioada de până la criza generată de pandemia

Covid-19. Astfel, un argument în favoarea creșterii volumelor acestor tipuri de VMS este credibilitatea băncilor centrale în asigurarea stabilității prețurilor în țările respective [75].

Un tip unic de VMS în raport cu celelalte state analizate în prezenta cercetare, din categoria celor retail, tranzacționat pe piața internă a Ungariei, este cel de tip „baby bond”. Baby bondurile se emit în Ungaria pe un termen de 19 ani, cu posibilitatea achiziționării acestora prin intermediul unui cont deschis la Trezoreria Ungariei. Acest tip de VMS este destinat pentru copiii născuți începând cu anul 2006 și poate fi achiziționat pentru toți copiii sub vârsta de 18 ani, care au reședința în Ungaria, sunt cetățeni maghiari sau ai căror cel puțin un părinte este de naționalitate maghiară și locuiește în străinătate, deținând o carte de identitate maghiară. Aceste VMS au o dobândă variabilă plătită anual, fiind constituită din suma dobânzii de bază, la care se adaugă și modificarea indicelui prețurilor de consum din anul precedent. Toate plățile efectuate în cont, precum și dobânda creditată în cursul termenului, sunt investite automat în VMS cu același număr de serie, pe baza unui ordin permanent. Mijloacele obținute din contul emisiunii acestor tipuri de VMS se utilizează pentru *finanțarea cheltuielilor bugetare pe termen lung, generate de investiții publice sau alte proiecte cu un termen lung de realizare.*

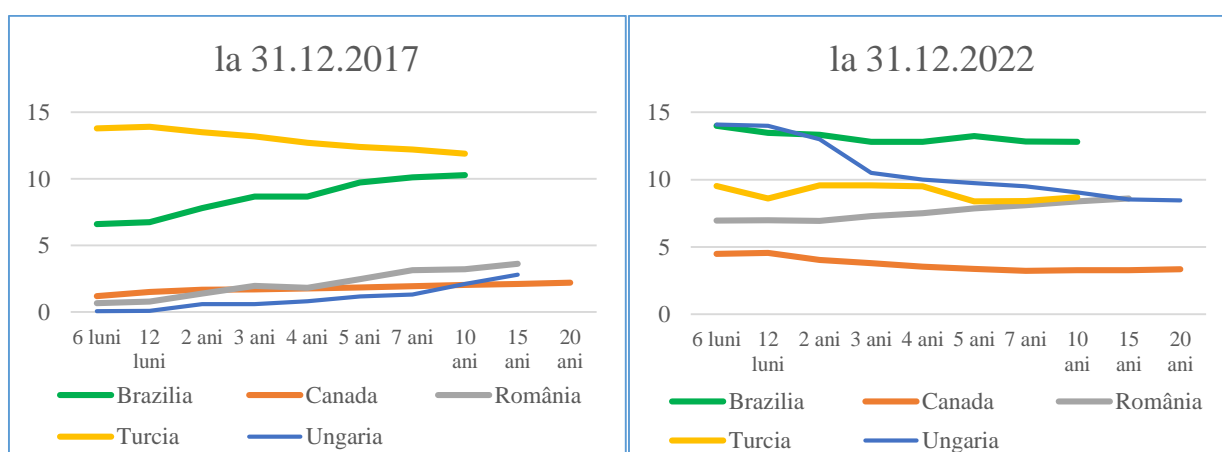
În condițiile în care ultimele crize, ce au avut loc la nivel mondial, au afectat puternic capacitatea statelor de a colecta venituri bugetare și, respectiv, de a face față cheltuielilor, necesitățile crescânde de finanțare a economiilor statelor lumii au determinat sporirea emisiunilor de VMS atât ca tipuri, cât și ca scadență, precum și emiterea unor VMS noi sau introducerea liniilor noi de scadență la nivel internațional. Creșterea deficitelor bugetare a creat spațiu pentru emisiuni suplimentare de VMS, necesitățile considerabile de finanțare determinând configurarea unor noi tipuri de VMS, într-o perioadă relativ scurtă, fără a reduce volumul celor existente. Printre tipurile noi de VMS, emiterea cărora s-a inițiat/accelerat, dat fiind necesarul semnificativ de finanțare a economiilor statelor, sunt VMS de tip *green bonds*. Țări, precum Ungaria, au lansat acest tip de VMS în anul 2020, Canada - în 2021, iar Turcia a inițiat, la mijlocul anului 2021, procedurile de amendare a legislației naționale, în vederea creării premiselor legale necesare de inițiere a emisiunilor acestui tip de VMS. Este necesar de menționat că lansarea acestui produs, în cazul Canadei și Ungariei, a fost precedată de decizia privind introducerea acestui tip de VMS în calitate de instrument nou de finanțare înainte de criza generată de pandemia Covid-19. Creșterea nevoilor de finanțare la nivel guvernamental a determinat statele emitente fie să inaugureze mai rapid astfel de emisiuni, fie să crească volumul emisiunilor respective. *Green bondurile* prezintă beneficii mai mari pentru economia generală și pentru piața financiară, prin sprijinirea eforturilor guvernelor de a finanța activități cu emisii scăzute de carbon și promovarea dezvoltării unei piețe interne pentru

astfel de VMS. În ciuda creșterii rapide, dimensiunea pieței VMS de tip *green bond* este destul de mică în comparație cu obligațiunile tradiționale [78, 182].

În aceeași ordine de idei, în scopul diversificării surselor de finanțare a statului, dezvoltării pieței interne a VMS, precum și **creșterii accesibilității VMS**, în anul 2019, în Brazilia, cu suportul Băncii Mondiale, a fost dezvoltat un Program de emisie a VMS de tipul fondurilor de investiții sau fondurilor mutuale (*Issue-Driven Exchange Traded Fund – ID ETF*). Tranzacționarea la bursa de valori, similar acțiunilor, a instrumentelor emise de Guvernul brazilian, prin intermediul ID ETF, a contribuit la creșterea accesibilității pieței VMS, concurenței și transparenței acesteia.

După cum se constată din experiența statelor analizate pe dimensiunea „diversitatea VMS”, introducerea și emiterea noilor instrumente de VMS, de tip (baby bonds, green bonds) și ca scadențe, a contribuit la creșterea atractivității investiționale a VMS și, implicit, la atragerea noilor investitori pe piețele locale ale acestor state, precum și la asigurarea unei finanțări a economiilor respective, cu asigurarea unui nivel acceptabil al riscurilor, dată fiind extinderea profilului de răscumpărare a instrumentelor, fapt ce *confirmă încă o dată ipoteza de cercetare stabilită în prezenta lucrare*.

**3. Beneficiile și avantajele financiare.** Analizând evoluția curbei randamentelor VMS emise pe piața internă a statelor analizate în teza dată (figura 2.8.), se menționează faptul că România, atât la finele anului 2017, cât și la finele anului 2021, înregistrează o curbă ascendentă, ceea ce denotă că randamentele financiare obținute de investitori pe termen lung sunt mai mari decât cele pe termen scurt. Totodată, se remarcă faptul că, spre deosebire de finele anului 2017, în anul 2022, randamentele aferente VMS oferite pe piața României au fost mai mari, în condițiile în care Banca Națională a României a majorat de câteva ori rata de bază.



**Figura 2.8. Curba randamentelor VMS emise pe piața internă a statelor analizate, în anii 2017 și 2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [193]

Pe de altă parte, Turcia, în ambele perioade analizate, înregistrează o curbă a randamentelor descendentă, ceea ce semnifică faptul că randamentele pe termen scurt sunt mai mari comparativ

cu cele pe termen lung. După cum s-a menționat anterior, statul turc a înregistrat în perioada analizată o depreciere semnificativă a monedei naționale, acest fapt determinând randamentele mai înalte solicitate de investitori pe termen scurt. Randamente relativ constante, cu un ușor trend descendent în anul 2022, se atestă în cazul Canadei și Braziliei, ceea ce presupune faptul că la VMS pe termen scurt randamentele sunt mai mari, iar pe termen lung se așteaptă o ușoară depreciere a acestora, cu menținerea unui trend constant al nivelului de randament.

Cu referire la alte avantaje financiare aferente VMS emise pe piața primară internă a statelor analizate, se remarcă faptul că, în condițiile unor necesități de finanțare mai ridicate ale economiei, unele țări, *în scopul creșterii atractivității VMS* emise pe piața internă și asigurării necesarului de finanțare, au efectuat amendamente legislative în vederea *scutirii de plata impozitului pe venit a dobânzii* aferente deținerilor de VMS (tabelul 2.4.).

**Tabelul 2.4. Regimul fiscal aplicat deținerilor de VMS emise pe piețele interne ale statelor analizate**

Nr.	State	Regimul fiscal
1.	Brazilia	se supun impozitării în felul următor: - veniturile din dobânzi aferente VMS (între 0 și 27,5% pentru venituri cuprinse între circa 3900 USD și mai mult de 9900 USD); - veniturile din tranzacționarea VMS pe piața secundară (15-30% la valori între 185 mii USD și 3,7 mil. USD). Începând cu 2023, investitorii străini vor beneficia de scutiri de plata impozitului pe venit.
2.	Canada	se supun impozitării: - veniturile din dobânzile aferente deținerilor de VMS; - veniturile din tranzacționarea VMS. Impozitării se supun doar deținerile de VMS ale rezidenților Canadei, nerezidenții sunt scutiți de la plata impozitului pe venit.
3.	România	- scutite de plata impozitului pe venit.
4.	Turcia	- veniturile din dobânzi, aferente VMS, se impozitează cu cota de 10%, cu excepția VMS denumite în aur, care nu se impozitează; - veniturile obținute ca rezultat al tranzacționării VMS pe piața secundară (la bursă) nu se impozitează; - toate veniturile aferente VMS scutite de plata impozitului pe venit pentru perioada decembrie 2021 - decembrie 2022.
5.	Ungaria	- se supun impozitării veniturile din dobânzile aferente VMS (15%). Începând cu iunie 2019, au fost introduse scutiri de la plata impozitelor pe venituri generate de dobânzi aferente deținerilor de VMS pentru investitorii retail.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [168, 169, 170, 171, 175]

Astfel, scutiri de impozite, în scopul *creșterii atractivității VMS*, au fost aplicate de Ungaria – în cazul investitorilor retail, de Turcia – pentru toate tipurile de VMS, pentru perioada decembrie 2021-decembrie 2022, precum și urmează a fi aplicate de Brazilia – în privința investitorilor străini, începând cu ianuarie 2023. Aplicarea acestor scutiri selective de la plata impozitului pe venit, cu referire la deținerile de VMS, a avut un impact simțitor în Ungaria, în rezultat, deținerile de VMS de către investitorii retail crescând semnificativ. Acest fapt demonstrează viabilitatea ipotezei de cercetare, stabilite pentru lucrarea în cauză, pe dimensiunea „beneficii și avantaje financiare ale VMS”. De asemenea, este de remarcat că România este unica

țară, din cele selectate pentru analiză în teza dată, în care mijloacele financiare obținute din deținerile de VMS sunt scutite de impozit pentru toate categoriile de investitori.

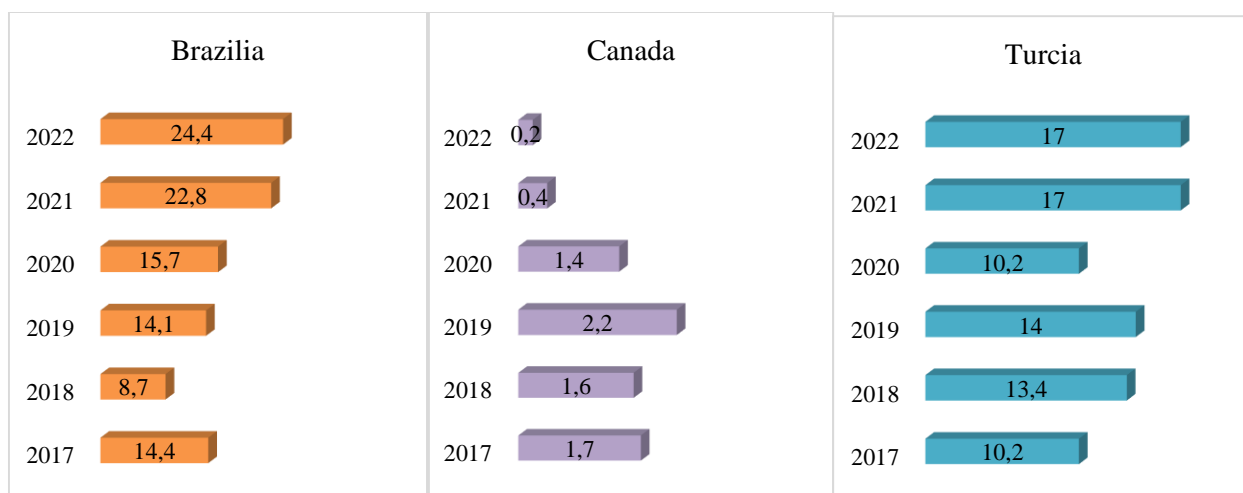
**4. Gestionarea riscurilor.** După cum s-a menționat în subcapitolul 1.2., riscurile aferente investițiilor în VMS (riscul de credit, riscul inflației, al ratei dobânzii, de lichiditate, operațional etc.) și oportunitățile de gestiune eficientă a acestora sunt un *element determinant important în atragerea investitorilor pe piața VMS*. Astfel, cu referire la *riscul de credit*, este de menționat că necesitățile extraordinare de finanțare din ultima perioadă și volumele semnificative de emisiuni noi de VMS, efectuate în scopul acoperirii acestora, au avut impact inclusiv asupra ratingurilor de țară ale statelor analizate, unele fiind retrogradate, ca rezultat al creșterii volumului datoriei și înrăutățirii situației finanțelor publice. Astfel, în anul 2022, ratingul de țară al Canadei, stabilit de Fitch Ratings, a fost retrogradat cu o treaptă (tabelul 2.5.), motivele constând în nivelul considerabil al ponderii datoriei publice în PIB, această agenție de rating luând în calcul valoarea brută a datoriei publice.

**Tabelul 2.5. Ratingul de țară al statelor analizate, stabilit de Fitch Ratings, în perioada 2017-2022**

Nr.	State ale lumii	2017	2019	2022
1.	Brazilia	BB-	BB-	BB-
2.	Canada	AAA	AAA	AA+
3.	România	BBB-	BBB-	BBB-
4.	Turcia	BB+	BB-	BB-
5.	Ungaria	BBB-	BBB	BBB

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [188]

O măsură de gestiune eficientă a *riscurilor investitorilor aferente inflației*, după cum s-a menționat anterior în subcapitolul 1.2., este disponibilitatea și accesibilitatea produselor de VMS indexate pe piața locală, acestea fiind puse la dispoziția investitorilor de majoritatea statelor analizate (Brazilia, Canada și Turcia<sup>11</sup>).



**Figura 2.9. Ponderea VMS indexate în totalul emisiunilor de VMS pe piața internă a statelor analizate, în perioada anilor 2017-2022, %**

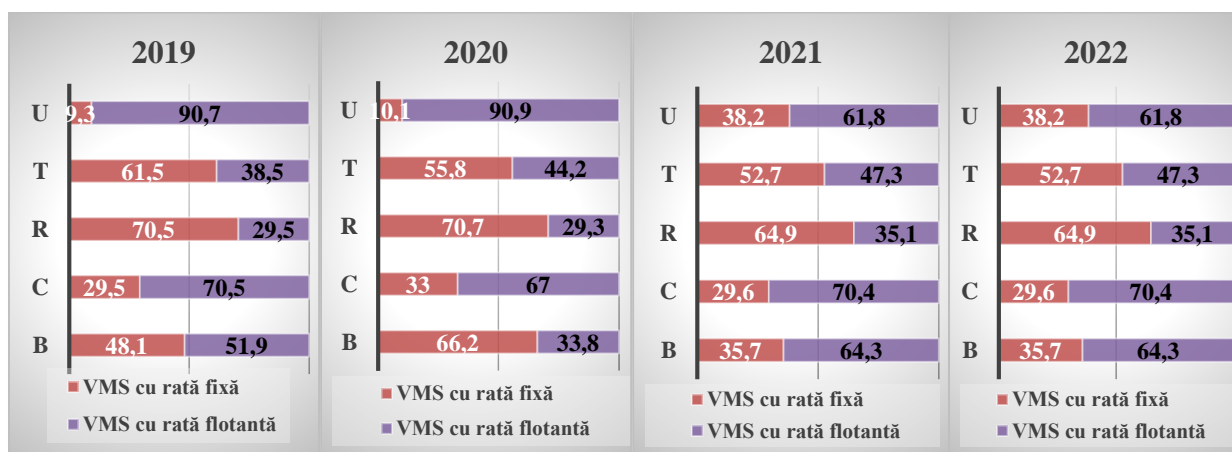
Sursa: elaborată de autor în baza surselor [169, 170, 171]

<sup>11</sup> În rapoartele Ungariei nu sunt date privind volumul emisiunilor de VMS indexate, iar România nu oferă astfel de produse pe piața locală.



Mai mult ca atât, analizând datele statistice ale acestor state (figura 2.9.), se constată că țările în curs de dezvoltare (Brazilia și Turcia) înregistrează per general o creștere relativ constantă, în perioada analizată, a ponderii acestor tipuri de VMS în portofoliul de emisiuni ale statului pe piața internă. Acest fapt se datorează creșterii cererii pentru astfel de produse, ca rezultat al evoluțiilor ce au determinat modificări la nivelul inflației în statele respective, investitorii asigurându-și, prin intermediul achiziției acestor tipuri de VMS, o gestiune mai eficientă a riscurilor inflaționiste și o protecție financiară suplimentară în acest sens. Pe de altă parte, în cazul Canadei, începând cu anul 2020 se atestă o reducere constantă a volumului emisiunilor acestor tipuri de VMS, în perioada anului 2022 fiind sistate emisiunile de VMS indexate, din cauza cererii reduse din partea investitorilor.

Cu referire la *gestiunea riscului ratei dobânzii*, este de remarcat că unele dintre statele analizate (România și Turcia) oferă investitorilor instrumente financiare cu rată fixă a dobânzii, acestea constituind mai mult de jumătate din portofoliul de titluri emise pe piața internă (figura 2.10.). Respectiv, la situația din 31 decembrie 2022, circa 52,7% și 64,9% din portofoliul de VMS emise de Guvernul român și, respectiv, de Guvernul turc, era constituit din VMS cu rată fixă a dobânzii.



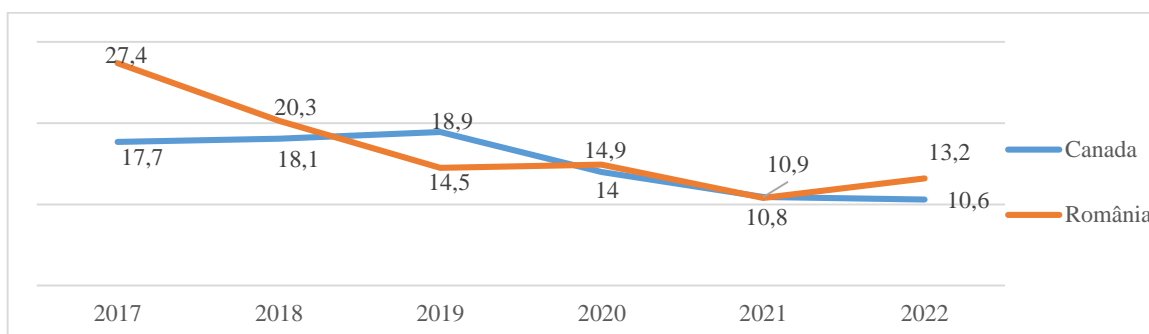
**Figura 2.10. Structura, după rata dobânzii, a portofoliului VMS emise pe piața internă a statelor analizate, în perioada 2019-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [168, 169, 170, 171, 175, 182]

În același timp, în Ungaria, Canada și Brazilia, majoritatea portofoliilor de VMS emise pe piața internă sunt constituite, conform situației din 31 decembrie 2022, din VMS cu rată flotantă a dobânzii. În condițiile în care VMS cu rată flotantă a dobânzii sunt mai expuse riscului de rată a dobânzii (întrucât la creșterea ratelor dobânzii valoarea VMS scade și invers), se denotă că oportunități mai bune de gestiune eficientă a riscului dat, pentru investitori, sunt oferite de piețele interne a VMS din România și Turcia.

În partea ce ține de *riscul de lichiditate al pieței secundare a VMS*, se remarcă faptul că pentru anul 2022, gradul de lichiditate al pieței secundare a VMS (calculat ca raport dintre volumul

VMS tranzacționat pe piața secundară a VMS și volumul VMS aflate în circulație), atât în Canada, cât și în România<sup>12</sup>, a înregistrat peste 10% (figura 2.11.).



**Figura 2.11. Evoluția gradului de lichiditate al pieței secundare a VMS în statele analizate, în perioada 2017-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza surselor [171, 175]

Totodată, analizând în dinamică gradul de lichiditate al pieței secundare a VMS din România, se observă că, în perioada anilor 2017-2022, lichiditatea pieței secundare a VMS s-a diminuat simțitor, practic de trei ori, cu o ușoară creștere în anul 2022 comparativ cu 2021. Aceeași tendință de diminuare se atestă și în cazul Canadei, care în anul 2017 înregistra un grad de lichiditate al pieței secundare a VMS de 17,7%. Reducerea nivelului de lichiditate al pieței secundare a VMS, în cazul ambelor state, se explică prin creșterea volumului de emisiuni de VMS, ca rezultat al necesităților de finanțare și, respectiv, a volumului de VMS aflate în circulație. Totodată, efectuând o comparație între cele două state (Canada și România), în baza datelor reflectate în figura 2.11., se constată că piața secundară a VMS din România era mai lichidă în perioada 2017-2019, riscul de lichiditate pe piața dată fiind mai redus decât cel al Canadei.

Având în vedere cele prezentate în subcapitolul dat, obiectivul O<sub>5</sub>, privind analiza practicilor internaționale de finanțare a economiei din contul VMS și măsurile întreprinse în scopul asigurării atractivității investiționale a acestora, se consideră a fi realizat.

## **2.2. Cercetarea nivelului de finanțare a economiei Republicii Moldova prin intermediul valorilor mobiliare de stat și a atractivității acestora**

De la independență și până în prezent (anii 1991-2021), R. Moldova se confruntă, practic în continuu, cu *insuficiență de resurse financiare necesare pentru finanțarea economiei*, exprimată prin diverse activități de importanță majoră pentru țară, pentru societate, precum: finanțarea sănătății, finanțarea educației, finanțarea asistenței sociale, finanțarea proiectelor de infrastructură și a altor sfere de importanță economică. În acest context, se remarcă faptul că la finele anului 2021, potrivit rapoartelor Ministerului Finanțelor al R. Moldova, privind executarea bugetului de stat, a fost înregistrat un deficit al bugetului de stat de 4 733,1 mil. lei (tabelul 2.5.). Un deficit al

<sup>12</sup> În cazul celorlalte state (Brazilia, Turcia și Ungaria) nu a fost posibilă efectuarea unei astfel de analize, întrucât datele aferente gradului de lichiditate al pieței secundare a VMS nu au fost făcute publice.

bugetului de stat semnificativ (de 11 134,9 mil. lei) se observă și la finele anului 2020. După cum s-a prezentat în subcapitolul 2.1., înregistrarea unui deficit bugetar record, atât în cazul unor state analizate (cum ar fi: Brazilia, România, Turcia și Ungaria), cât și în cazul R. Moldova, se datorează necesităților enorme de finanțare, de către statele vizate, a economiilor pe fundalul crizelor aferente perioadei vizate, care au afectat semnificativ viața economică și socială a statelor prenotate, solicitând astfel o capacitate mai mare de intervenție și de finanțare din partea statului.

Potrivit legislației, în calitate de surse de finanțare a deficitului BPN a R. Moldova sunt veniturile obținute din emiterea instrumentelor de datorie; vânzarea și privatizarea patrimoniului public, soldurile bugetare, precum și alte venituri obținute din activele financiare [10]. În acest context, menționăm că, așa cum a fost specificat în subcapitolul 1.1., *sursele de finanțare* a deficitului bugetului de stat<sup>13</sup> al R. Moldova, sunt constituite, preponderent, din *operațiunile cu instrumente ale datoriei* (tabelul 2.6.).

**Tabelul 2.6. Dinamica soldului bugetului de stat al R. Moldova și structura surselor de finanțare a acestuia, în perioada 2017-2022**

(mil. lei)

Nr.	Indicatori	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1.	Soldul bugetului de stat	-1 531,7	-2 275,7	-3 106,0	-11 134,9	-4 733,1	-9 325,5
2.	<i>Surse de finanțare:</i>						
2.1	Active financiare	-1 889,5	1 284,1	2 484,1	-1 845,2	-7 184,4	-9 461,4
2.2	Datorii totale <sup>14</sup>	3 421,2	991,6	621,9	12 980,1	11 917,5	12 605,6

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [106, 173, 174]

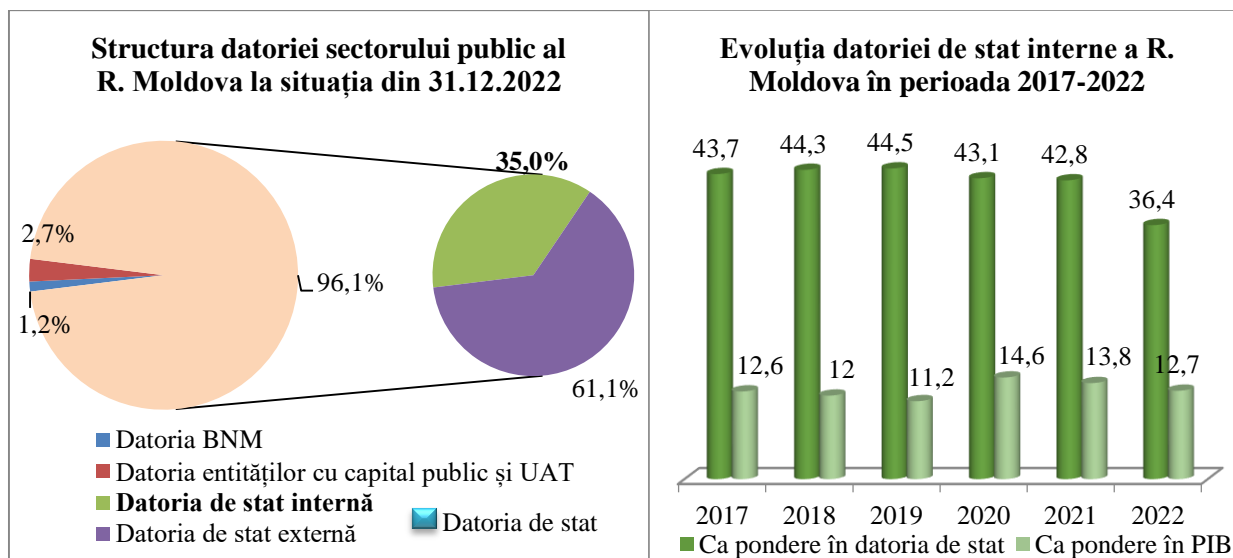
În același timp, se observă că în anii 2017, 2020, 2021 și 2022, dintre toate sursele posibile, activele financiare nu au contribuit la finanțarea deficitului bugetar, dar dimpotrivă, au generat presiuni financiare asupra acestuia, singura sursă de finanțare a deficitului bugetar, în perioada acestor ani, fiind *operațiunile cu instrumente ale datoriei*.

Cea mai mare pondere în structura datoriei sectorului public revine datoriei de stat (vezi în Anexa 10, figura A10.1, componentele datoriei sectorului public în R. Moldova), aceasta fiind constituită din datoria de stat internă și datoria de stat externă (figura 2.12.), care, la situația din 31.12.2022, a constituit 96,1%, implicit datoria de stat internă - 35 la sută. Analizând datele statistice aferente datoriei de stat interne, se constată că, conform datelor din 31 decembrie 2022, aceasta deținea o pondere de 36,4% din totalul datoriei de stat. Totodată, se poate conchide că, începând cu anul 2019, ponderea datoriei de stat interne în totalul datoriei de stat a R. Moldova înregistrează un trend de descreștere, fapt ce se explică prin creșterea volumului de finanțare obținut din sursele externe. Raportată la PIB, ponderea datoriei de stat interne comparativ cu anul

<sup>13</sup> În contextul în care Legea finanțelor publice și responsabilității bugetar-fiscale nr.181/2014 prevede existența relațiilor interbugetare între componentele BPN, conform cărora, din bugetul de stat se realizează transferuri (cu destinație generală, specială, în scopul acoperirii insuficienței veniturilor) către bugetul asigurărilor sociale de stat, fondurile asigurării obligatorii de asistență medicală și bugetele locale, în continuare se va analiza deficitul bugetului de stat și sursele de finanțare a acestuia.

<sup>14</sup> Indicatorul dat include datoria de stat externă și datoria de stat internă.

2021, s-a diminuat cu 1,1 p.p., la finele anului 2022, aceasta constituind 12,7% (figura 2.12.). Diminuarea în cauză se explică prin creșterea PIB-ului în perioada anului 2022. În aspect valoric, mărimea datoriei de stat interne, în anul 2022, a constituit 34 492,4 mil. lei, ceea ce reprezintă cu 1 211, 0 mil. lei mai mult comparativ cu anul 2021.



**Figura 2.12. Evoluția datoriei de stat interne a R. Moldova, %**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

Potrivit aceluiași date din figura 2.12., ca pondere în PIB, datoria de stat internă a R. Moldova a înregistrat, în perioada anilor 2020 și 2021, valori de 14,6% și, respectiv, 13,8%. Deși, similar celor 5 state analizate în subcapitolul 2.1. al tezei (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), R. Moldova a înregistrat, în anul 2020 și 2021, creșteri ale ponderilor datoriei de stat interne în PIB comparativ cu perioada anilor 2017-2019, aceste ponderi, ca valori, sunt cu mult mai mici comparativ cu cele înregistrate de cele 5 state analizate.

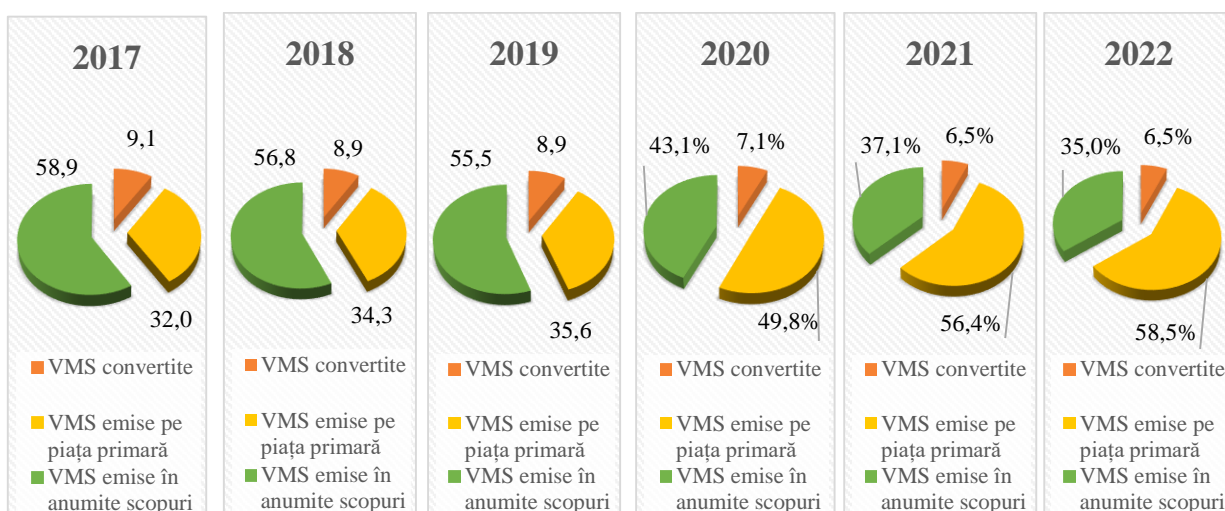
După cum este bine cunoscut, plafoanele datoriei de stat interne sunt stabilite anual, prin legea bugetului de stat. Astfel, analizând datele statistice pentru perioada anilor 2017-2021 (figura A10.2, Anexa 10), se poate concluziona că nivelul datoriei de stat interne s-a încadrat în limitele prestabilite prin legile bugetului de stat pentru anii respectivi.

În calitate de instrumente generatoare de datorie de stat internă se utilizează instrumentele financiare reglementate de legislația națională, inclusiv *VMS emise pentru plasarea pe piața internă* (acestea constituind obiectul de cercetare al tezei date) și împrumuturile de stat interne, alocări de Drepturi Speciale de Tragere; garanții de stat interne. Potrivit legislației Republicii Moldova, VMS se emit pentru: „*plasarea lor pe piața internă și externă; majorarea capitalului statutar al Băncii Naționale a Moldovei; acoperirea soldului debitar al fondului general de rezervă al Băncii Naționale a Moldovei; acordarea garanțiilor de stat în cazurile prevăzute de Legea cu privire la redresarea și rezoluția băncilor nr.232/2016*”. Conform aceluiași prevederi

legale, mijloacele financiare obținute din emiterea și plasarea VMS pe piața internă și externă se utilizează pentru: crearea locurilor de muncă; promovarea exporturilor; creșterea investițiilor; susținerea dezvoltării pieței VMS și de capital; sprijinirea dezvoltării economiei; lichidarea consecințelor calamităților naturale și ale altor situații excepționale; rambursarea, refinanțarea și restructurarea obligațiilor existente ale statului; finanțarea deficitului bugetar și acoperirea necesităților decalajului temporar de casă al bugetului de stat [5].

La momentul actual, datoria de stat internă a R. Moldova este constituită integral din emisiuni de VMS: VMS emise pe piața primară, VMS convertite, VMS emise în anumite scopuri (figura 2.13.) [81]. De remarcat că drept sursă de finanțare a necesităților brute de finanțare pentru R. Moldova sunt *VMS emise pe piața primară*, acest tip de VMS fiind cercetat în continuare, în lucrarea de față. După criteriul scadenței, VMS emise pe piața primară a R. Moldova sunt de două tipuri: pe termen scurt, cu scadența de până la 1 an – numite și bonuri de trezorerie (BT); și pe termen lung, cu termen mai mare de 1 an – numite și obligațiuni de stat (OS).

Totodată, se remarcă faptul că, în R. Moldova, noțiunea de VMS cuprinde doar „instrumente ale datoriei emise de către Guvern, în persoana Ministerului Finanțelor, ce constituie datoria de stat”, acestea neincluzând obligațiunile municipale în calitate de instrumente de datorie emise de autoritățile publice locale [5]. Astfel, în structura datoriei de stat interne se observă că, în perioada anilor 2020-2022, ponderea majoritară a venit, la fel ca și în cazul statelor analizate în subcapitolul 2.1., *VMS emise pe piața primară* – 49,8%, 56,4% și, respectiv, 58,5 la sută (figura 2.13.), mijloacele financiare aferente acestor emisiuni fiind direcționate spre acoperirea necesităților brute de finanțare<sup>15</sup>.



**Figura 2.13. Structura datoriei de stat interne a R. Moldova, în perioada 2017-2022, %**  
Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

<sup>15</sup> Se amintește că finanțarea brută a deficitului bugetar reprezintă totalitatea mijloacelor bănești încasate din emisiunile de VMS pe piața primară și îndreptate spre acoperirea deficitului bugetar și răscumpărarea VMS ajunse la scadență în anul respectiv.

Cu toate acestea, în perioada anilor 2017-2019, ponderea majoritară în structura datoriei de stat interne revenea *VMS emise în anumite scopuri, și anume* întru executarea garanțiilor de stat emise în adresa BNM, pentru creditele de urgență acordate unor bănci comerciale. Ponderea cea mai mică în structura datoriei de stat interne, pentru toată perioada analizată, revine *VMS convertite*, acestea reprezentând VMS emise în favoarea BNM, în urma conversiei în anul 1998 și în 2008 - a împrumuturilor acordate anterior Guvernului de către BNM [81, 84, 112]. În acest context, se relevă faptul că, dacă în anul 2017 emisiunile de VMS, în scopul finanțării deficitului bugetar și rambursării sumelor de principal, aferente VMS ajunse la scadență, constituiau doar circa o treime (32%) din volumul total de emisiuni de VMS pe piața internă a R. Moldova, atunci către finele anului 2022, acestea au ajuns să înregistreze 58,5%, similar pieței interne a VMS din Turcia. Această evoluție a fost condiționată de înregistrarea unor valori semnificative ale deficitului BPN, în perioada dată și, respectiv, de necesitatea unui volum mai mare de resurse financiare pentru acoperirea acestuia, fapt ce confirmă, încă o dată, importanța și actualitatea cercetării date.

Analizând mai detaliat volumul emisiunilor de *VMS piața primară* din R. Moldova, se constată că, deși în anul 2022, acestea au constituit tocmai 26 288,1 mil. lei, cu mult mai mult decât în anii precedenți (tabelul 2.7.), finanțarea netă a deficitului bugetar a înregistrat o valoare negativă de 143,4 mil. lei, ceea ce presupune că în anul 2022, din contul emisiunilor de VMS pe piața primară, nu s-au îndreptat mijloace financiare pentru acoperirea deficitului bugetar al R. Moldova. Ba din contra, din bugetul de stat s-au alocat circa 143,4 mil. lei pentru răscumpărarea VMS ajunse la scadență. Acest fapt se explică prin volumul semnificativ de bonuri de trezorerie emise în perioada anilor 2020 și 2021 și, respectiv, a refinanțării acestora.

**Tabelul 2.7. Evoluția emiterilor, răscumpărărilor și costurilor aferente VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022**

Nr.	Indicatori	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1.	VMS emise, mil. lei	9 900,2	9 779,4	9 327,1	18 064,1	25 262,8	26 288,1
2.	VMS răscumpărate, mil. lei	8 791,3	9 089,4	8 987,5	12 073,9	21 045,7	27 028,5
3.	Finanțarea netă a deficitului BS din contul VMS, mil. lei	600,0	600,0	685,1	6 070,3	3 981,5	-143,4
4.	Serviciul VMS, mil. lei	788,8	428,0	410,6	567,8	807,0	1 381,5
	Ca pondere în venituri bugetare (cu excepția granturilor), %	2,4	1,2	1,1	1,5	1,7	2,5
5.	Ponderea serviciului datoriei de stat interne în venituri bugetare (cu excepția granturilor), %	4,6	3,1	3,0	3,4	3,2	4,8
6.	Parametrii de sustenabilitate a datoriei de stat, %	≤15%	≤15%	≤10%	≤10%	≤10%	≤8%

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [174]

Totodată, se remarcă faptul că, deși din contul emisiunilor de VMS nu au fost îndreptate resurse pentru acoperirea deficitului bugetar, volumul acestor emisiuni a înregistrat o valoare record pentru perioada analizată, în anul 2022 aceasta fiind cu 16 387,9 mil. lei mai mare în raport cu emisiunile aferente anului 2017. Această situație determină autorul tezei să constate că *majorarea volumului emisiunilor de VMS pe piața primară nu conduce, neapărat, la creșterea volumului de finanțare necesar statului*, acest lucru determinând autorul să focuseze ipoteza de cercetare pe *atractivitatea investițională a VMS*, sporirea căreia ar contribui la majorarea necesarului de finanțare a economiei.

În aceeași ordine de idei, conform datelor reflectate în tabelul 2.7., se constată că, drept rezultat al majorării volumului emisiunilor de VMS, cheltuielile aferente *serviciului VMS*, în anul 2022, au constituit 1 381,5 mil. lei sau 2,5% din veniturile bugetare (cu excepția granturilor). Comparativ cu anul 2021, în 2022 plata dobânzilor și a cupoanelor la *VMS emise pe piața primară* înregistrează valori cu 574,5 mil. lei mai mari față de anul 2021 și reprezintă, practic, o creștere triplă comparativ cu valorile înregistrate în anii 2018 și 2019. În condițiile în care rata dobânzii la VMS emise a fost una constantă în perioada anilor 2020-2021 (cu excepția ultimelor 3 luni ale anului 2021), precum și mai mică față de anul 2019 (figura 2.7.), se constată că majorarea serviciului VMS a fost generată, în special de creșterea volumului de emisiuni în perioada dată. În acest context, având în vedere că serviciul VMS reprezintă un reper important în stabilirea parametrilor de sustenabilitate a datoriei de stat a R. Moldova, deși ponderea serviciului datoriei de stat interne (4,8) s-a încadrat în parametrii de sustenabilitate stabiliți pentru anul 2022 (până la 8%), este important de menționat că *majorarea serviciului VMS emise pe piața primară afectează, într-o anumită măsură, sustenabilitatea datoriei de stat*<sup>16</sup>.

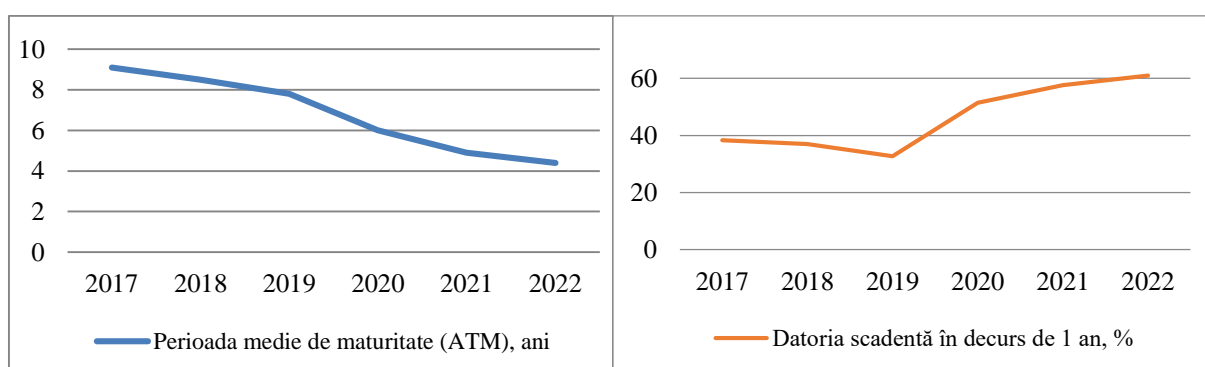
Cu toate acestea, având în vedere cele descrise la subiectul dat, în subcapitolul 2.1. comparativ cu situația statelor analizate, R. Moldova înregistrează cel mai mic quantum al serviciului VMS emise pe piața primară, acesta fiind practic la același nivel cu serviciul VMS emise pe piața internă a Ungariei. În același timp, se remarcă faptul că accesarea resurselor de finanțare necesare de pe piața primară a VMS din R. Moldova reprezintă cea mai costisitoare sursă în raport cu celelalte instrumente de datorie ale R. Moldova (împrumuturi externe, VMS convertite, VMS emise în alte scopuri), serviciul VMS emise pe piața primară constituind 53,1% din serviciul datoriei de stat interne, acesta din urmă, la rândul său, reprezentând 80,1% din totalul serviciului datoriei de stat a R. Moldova.

---

<sup>16</sup> Potrivit prevederilor Programelor Managementului Datoriei de Stat a R. Moldova, parametrii de sustenabilitate a datoriei de stat sunt calculați ca pondere a serviciului datoriei de stat în totalul veniturilor bugetare (cu excepția granturilor).

În contextul evoluțiilor la nivel mondial și național, cererile crescânde de finanțare din partea statului, precum și nivelurile în continuă creștere a datoriei, solicită o abordare prudentă de gestionare, întrucât acestea au generat necesități mai mari de *refinanțare*, în condițiile în care datoria care ajunge la scadență trebuie refinanțată de mai multe ori într-o perioadă scurtă de timp, la noi rate ale dobânzii de pe piață. Acest lucru crește vulnerabilitatea potențială la perturbările pieței și la alte riscuri de evenimente. Pe fondul incertitudinii persistente, autoritățile responsabile de managementul datoriei publice monitorizează în permanență plățile programate și profilul de scadență al stocului datoriiilor. Astfel, un aspect important la care trebuie să se atragă atenția, este ponderea datoriei care trebuie refinanțată (*riscul de refinanțare*) și distribuția acestor nevoi de refinanțare pe diferite instrumente. O dată cu îmbunătățirea situației financiare, statul ar trebui să se orienteze, treptat, de la finanțarea prin intermediul bonurilor de trezorerie la cea prin intermediul obligațiunilor de stat, pentru a-și recâștiga capacitatea de reacție în situații de urgență și pentru a reduce riscul de refinanțare pe termen mediu și lung.

Conform datelor statistice aferente indicatorilor *riscului de refinanțare a R. Moldova* (figura 2.14.), se constată că, dacă în anul 2017, perioada medie de maturitate (ATM) a datoriei de stat interne a R. Moldova a constituit 9,1 ani, atunci, către anul 2021 și 2022, aceasta s-a redus la 4,9 și, respectiv, la 4,4 ani. În același timp, spre deosebire de perioada anilor 2017-2019, când ponderea datoriei scadente în decurs de 1 an constituia circa o treime din totalul datoriei de stat interne, în anii 2021 și 2022, aceasta a ajuns să constituie mai mult de jumătate din totalul datoriei de stat interne: 55,6% în anul 2021 și 61,0% în anul 2022. În acest context, se observă că R. Moldova înregistrează o *amplificare a riscurilor de refinanțare*, similar situației Braziliei, Canadei și Turciei, care în perioada analizată, la fel, au înregistrat creșteri ale riscurilor de refinanțare.



**Figura 2.14. Dinamica indicatorilor riscului de refinanțare a datoriei de stat interne a R. Moldova, în perioada 2017-2022**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

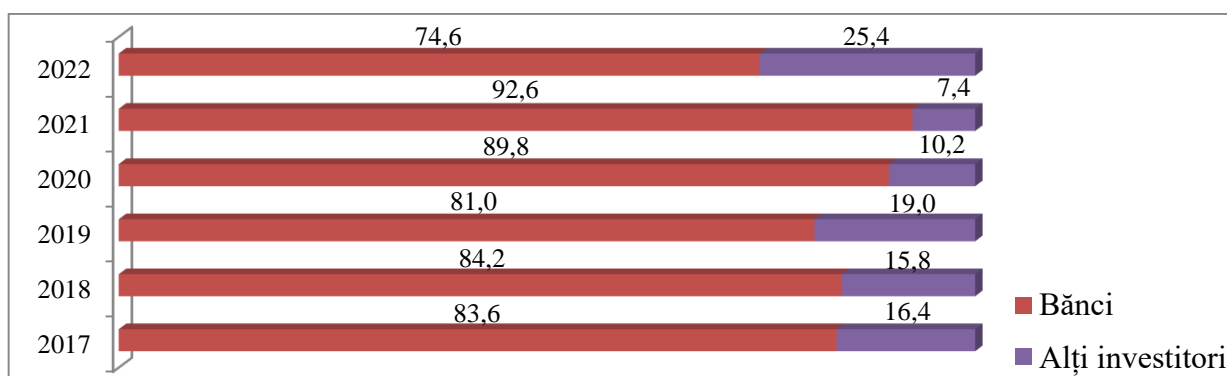
Creșterea datoriei de stat interne, scadente în decurs de 1 an, este consecința majorării ponderii bonurilor de trezorerie în circulație (având în vedere creșterea necesităților de finanțare, în scopul gestionării consecințelor crizelor ce au afectat activitatea economică și capacitatea acestora de absorbție a șocurilor financiare), precum și reemisiunii VMS convertite și aflate în



portofoliul BNM, acestea având o maturitate de până la un an. În același timp, cauzele principale ale diminuării perioadei de maturitate a datoriei de stat interne sunt: majorarea ponderii bonurilor de trezorerie cu maturitatea de 364 zile în totalul datoriei de stat interne și răscumpărarea graduală de către Ministerul Finanțelor a obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat.

În contextul indicatorilor de refinanțare, se remarcă faptul că R. Moldova întotdeauna și-a obținut necesarul de finanțare a economiei din emiterea preponderentă a bonurilor de trezorerie, o explicație în acest sens fiind faptul că majoritatea investitorilor pe piața internă a VMS este reprezentată de bănci comerciale (vezi figura 2.15.), care procură VMS în nume și cont propriu.

În condițiile în care lichiditățile băncilor disponibile pentru investiții (inclusiv procurări de VMS) și acordare de credite, sunt obținute din contul depozitelor atrase, iar marea majoritate a depozitelor bancare sunt pe termen scurt, de până la 1 an (57,2% din totalul depozitelor pe sistem bancar la situația din 31.12.2022, vezi Anexa 7), disponibilitatea resurselor băncilor de a investi în obligațiuni de stat este limitată, ceea ce determină interesul redus al acestora pentru produsele VMS cu scadențe mai mari. Totodată, orientarea băncilor spre investirea disponibilităților financiare pe piața VMS s-a datorat inclusiv reglementărilor BNM, aferente riscurilor financiare și acoperirii acestora. Respectiv, către finele anului 2021, ponderea VMS procurate de băncile din R. Moldova înregistrează o cifră record de 92,6% din totalul VMS comercializate.



**Figura 2.15. Structura gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova, în perioada anilor 2017-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

Din volumul total de VMS adjudecate în anul 2021, 90,3% au fost procurate de către dealerii primari, în nume și din cont propriu, ceea ce se explică prin faptul că sectorul bancar reprezintă cel mai mare sector al pieței financiare din R. Moldova, precum și deține cea mai mare parte a lichidităților disponibile pe piața financiară autohtonă. Totodată, se remarcă faptul că în anul 2022, ponderea sectorului bancar în deținerile de VMS pe piața internă s-a diminuat simțitor, atingând cota de circa 75%, celelalte 25% fiind deținute de alți investitori. Pe lângă bănci, pe piața internă a VMS din R. Moldova, investiții în VMS efectuează companiile de asigurări și Fondul de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar. În raport cu țările analizate în subcapitolul 2.1.,

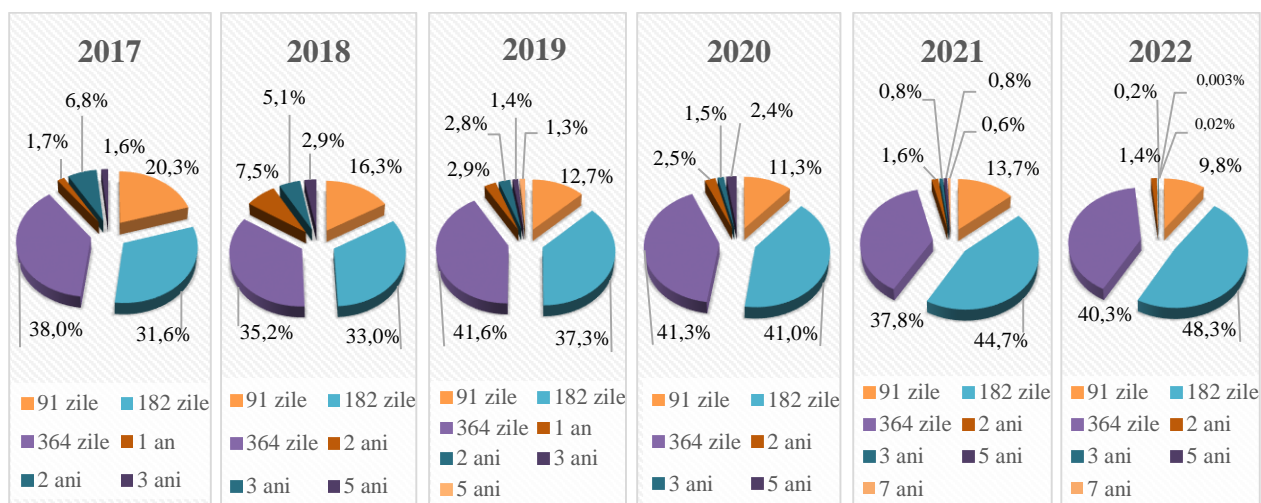
experiența R. Moldova la capitolul gama de investitori se aliniază experienței Turciei, ambele state înregistrând o *gamă de investitori slab diversificată și puternic concentrată pe o singură categorie de investitori* (bănci).

Pentru o mai bună înțelegere a particularităților VMS emise pe piața R. Moldova, precum și a comportamentului investitorilor, în continuare, se prezintă o cercetare detaliată *a atractivității VMS* emise pe piața R. Moldova, aceasta fiind structurată pe cele patru elemente-determinante (1) *accesibilitatea și infrastructura pieței*; 2) *diversitatea VMS*; 3) *beneficiile și avantajele financiare*; 4) *gestionarea riscurilor*), identificate de autorul tezei pentru atractivitatea investițională a VMS și expuse în subcapitolul 1.3. al tezei.

**1. Accesibilitatea și infrastructura pieței.** În R. Moldova, în categoria *dealerilor primari* se includ doar băncile comerciale ce corespund criteriilor de eligibilitate stabilite de Ministerul Finanțelor, la momentul actual, 9 din cele 11 bănci ce dețin licență de activitate, având calitatea de dealer primar [88], situația R. Moldova în sensul dat aliniindu-se experienței României și Turciei. Totodată, *în vederea diversificării investitorilor și facilitării accesibilității și infrastructurii pieței interne a VMS*, și sporirii educației financiare, precum și similar practicilor celor 5 state analizate în subcapitolul 2.1., autoritățile R. Moldova au inițiat *conceptualizarea unui program de tranzacționare directă a VMS către populație*, la momentul actual fiind în proces de pregătire a cadrului normativ și a soluțiilor tehnice și informaționale în acest sens. Astfel, la 22 septembrie 2021, prin HG nr.192, a fost aprobat Conceptul Programului de vânzare directă a VMS persoanelor fizice din Republica Moldova, care conține prevederi aferente procesului de tranzacționare ce urmează a fi aplicat. La situația de la începutul anului 2021, cota VMS deținută de investitorii retail în total VMS aflate în circulație pe piața internă era de 0,9%. Lansarea unui program de tranzacționare directă a VMS va facilita accesul acestei categorii de investitori pe piață, întrucât unul dintre impedimentele majore în participarea activă a acestora pe piața VMS era nivelul taxelor și comisioanelor aplicate de dealerii primari, precum și stabilirea de către aceștia a unui volum minim de VMS pentru achiziționare [2]. În rezultatul creșterii accesibilității pieței VMS, prin intermediul unui astfel de program, pe lângă creșterea ponderii acestei categorii de investitori pe piața internă a VMS, aceasta va contribui la diversificarea surselor de economisire a populației (la momentul actual acestea fiind constituite preponderent din depozite bancare), precum și va crește nivelul de educație financiară a populației.

**2. Diversitatea VMS.** Având în vedere că majoritatea necesarului de finanțare, aferent perioadei 2020-2021, a fost obținut din contul bonurilor de trezorerie, se remarcă faptul că acestea înregistrează în anul 2022 ponderea majoritară (figura 2.16.) în structura VMS emise pe piața

primară a R. Moldova (98,4%). Totodată, în anul 2022, ponderea bonurilor de trezorerie cu scadența de 364 zile s-a majorat cu 2,5 p.p. comparativ cu ponderea acestora aferentă anului 2021.

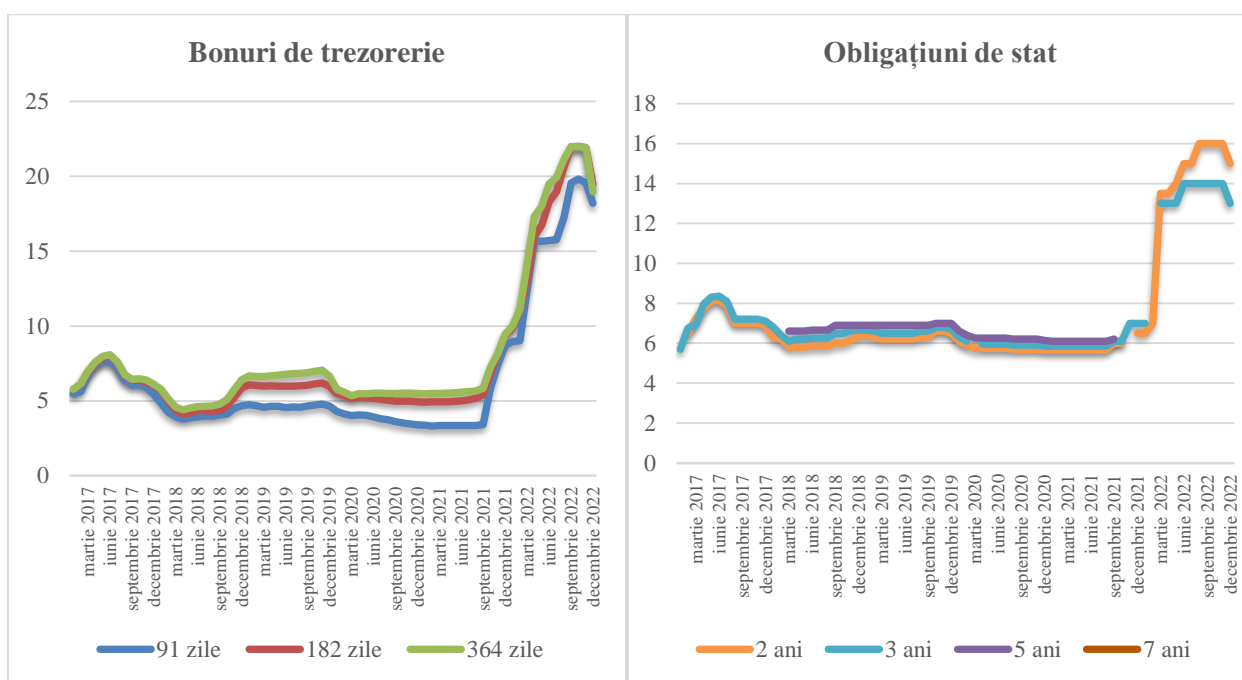


**Figura 2.16. Structura VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022, %**  
Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

O cerere sporită se atestă și în cazul bonurilor de trezorerie cu scadența de 182 zile, ponderea cărora în anul 2022 a constituit 48,3%, cu 3,6 p.p. mai mult în raport cu anul 2021. Cu referire la obligațiunile de stat, se remarcă faptul că începând cu 21 aprilie 2021, Ministerul Finanțelor a pus în circulație obligațiuni de stat cu scadența de 7 ani [84, 112]. În pofida introducerii unei noi scadențe de VMS pe piață, este de remarcat faptul că de-a lungul perioadei analizate ponderea obligațiunilor de stat a înregistrat un trend descendent. Astfel, dacă în anul 2017, ponderea acestora în structura VMS emise pe piața primară constituia 10,1%, atunci în anul 2022 aceasta reprezenta 1,6%. Reducerea considerabilă a ponderii obligațiunilor de stat în totalul VMS emise pe piața primară se explică prin reducerea cererii la acest tip de VMS. De asemenea, se remarcă faptul că dat fiind reducerea cererii, iar uneori chiar absența acesteia la OS cu scadența de 5 și 7 ani, în ultimul trimestru al anului 2022 MF a sistat emiterea VMS la aceste scadențe.

În raport cu statele analizate în subcapitolul 2.1., se constată că diversitatea instrumentelor financiare, oferite pe piața autohtonă a VMS, este una redusă, ca tipuri de instrumente și ca scadențe, în condițiile în care investitorilor li se pun la dispoziție doar VMS cu rata flotantă sau fixă a dobânzii, precum și cu scadențe de până la 7 ani, ceea ce denotă necesitatea diversificării instrumentelor, în vederea atragerii pe piață a noilor investitori.

**3. Beneficiile și avantajele financiare.** După cum s-a menționat în subcapitolul 1.3., investițiile în VMS oferă beneficii financiare investitorilor, sub formă de dobândă, care este periodic achitată de către stat pentru resursele financiare acordate de către investitori cu titlu de împrumut. Analizând în dinamică ratele nominale ale dobânzii la bonurile de trezorerie și obligațiunile de stat oferite pe piața internă a VMS din R. Moldova, se constată că acestea s-au încadrat, în perioada analizată, în intervalul 3,32% și circa 22% (figura 2.17.).



**Figura 2.17. Rata nominală a dobânzii la VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022, %**

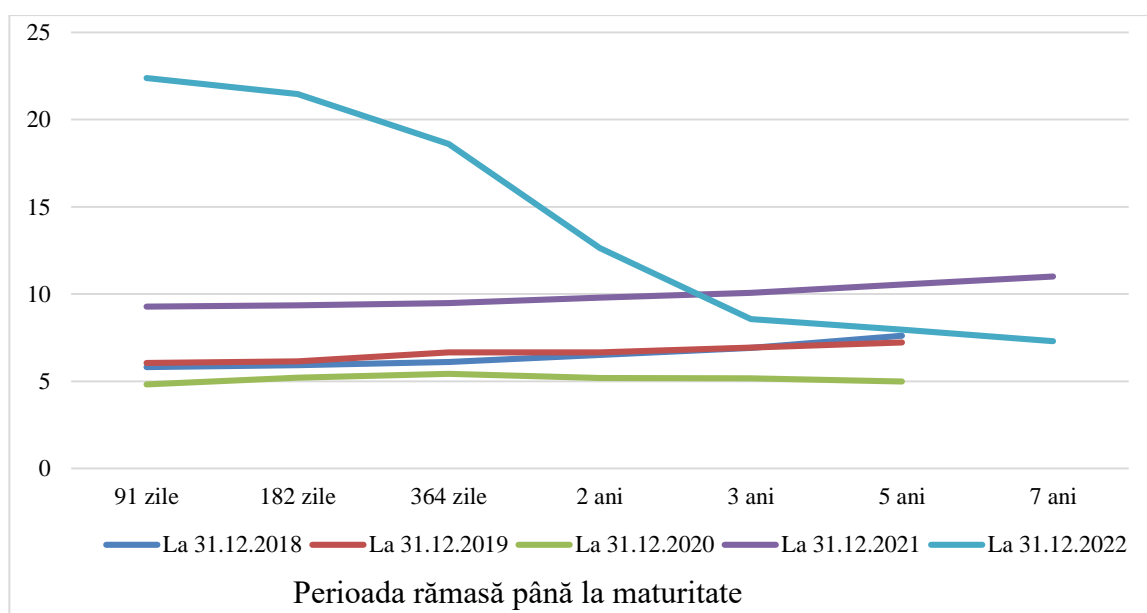
Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

Din datele figurii 2.17, se constată că rata dobânzii la BT a fost mai mare, în perioada septembrie 2021-decembrie 2022, comparativ cu rata dobânzii la OS, fapt ce se explică prin situația incertă în economia națională în această perioadă, ceea ce a determinat investitorii să solicite rate a dobânzilor mai mare pentru instrumentele pe termen scurt. Totodată, se remarcă faptul că evoluția ratelor prenotate este în corelație cu evoluția ratei inflației, aferentă perioadei analizate (Anexa 11), având în vedere că, după cum deja s-a analizat în subcapitolul 1.3., prognozele inflației reprezintă unul dintre reperele de bază în stabilirea prețului VMS oferite de către stat și, respectiv, în determinarea ratei dobânzii acestora. În aceeași ordine de idei, evoluția ratelor dobânzii la BT și OS se explică inclusiv prin politica monetară promovată de BNM în perioada studiată, când în anul 2020 a fost redusă rata de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară, în scopul susținerii economiei autohtone pe fundalul consecințelor generate de criza pandemică.

Pentru o cercetare mai profundă a aspectelor ce țin de beneficiile și avantajele financiare oferite investitorilor de către stat, ca rezultat al investițiilor în VMS, în figura 2.18. se prezintă evoluția curbelor de randament pentru perioada anilor 2018<sup>17</sup>-2022. În același timp, se remarcă faptul că, potrivit informațiilor publicate anual de către Ministerul Finanțelor al R. Moldova, construirea curbelor de randament aferente VMS emise pe piața primară a R. Moldova, se efectuează în baza cotațiilor afișate, pe piața secundară, de către dealerii primari și a ratei nominale

<sup>17</sup> Pentru perioada anului 2017, datele privind curba de randament a valorilor mobiliare de stat din R. Moldova nu sunt făcute publice.

medii ponderate a dobânzii aferente BT emise pe piața primară a VMS. O dată cu dezvoltarea pieței secundare a VMS și a creșterii lichidității acesteia, curba randamentelor va fi construită în baza prețului de tranzacționare de facto, ceea ce va majora gradul de precizie al datelor. Astfel, potrivit datelor reflectate în figura 2.18., la situația din 31 decembrie 2018, 31 decembrie 2019 și 31 decembrie 2021, curba randamentelor are o configurație ascendentă, realitate ce presupune că randamentul ce urmează a fi obținut pe termen lung este mai mare comparativ cu randamentul pe termen scurt. Acest lucru se explică prin faptul că o perioadă de investire mai lungă comportă un nivel mai înalt de risc, ceea ce se cuantifică și printr-un randament mai mare, ca rezultat al investiției efectuate și riscului asumat.



**Figura 2.18. Evoluția curbelor de randament aferente VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2018-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

O situație distinctă se atestă în cazul curbei de randament aferente situației înregistrate la 31 decembrie 2020 și 31 decembrie 2022, când trendul acesteia a fost unul descendent. Această configurație a curbei date de randament denotă faptul că randamentele pe termen scurt sunt mai înalte în raport cu cele pe termen lung. Respectiv, la situația din 31 decembrie 2020, preferințele investitorilor erau orientate spre VMS cu scadență mai mică, iar pentru VMS cu scadențe mai lungi se aștepta o diminuare a ratei dobânzii. Această situație se explică prin faptul că anul 2020 a fost marcat de criza generată de pandemia Covid-19, care a afectat întreaga economie a R. Moldova și a statelor din întreaga lume, iar anul 2022 a fost marcat de o rată înaltă a inflației (vezi Anexa 11). În condițiile în care rata inflației este înaltă, randamentele aferente VMS, la fel, se majorează, întrucât investitorii solicită o dobândă mai mare, pentru a-și proteja investițiile de efectele inflației.

Cu referire la alte avantaje financiare aferente VMS, se evidențiază că R. Moldova, începând cu anul 2021, a *introdus impozitul pe venit pentru dobânzile primite* de către investitori

(rezidenți, nerezidenți), pentru deținerile de VMS, cota de impozitare fiind de 12%. În opinia autorului tezei, acest fapt *a redus din atractivitatea investițională a VMS*, în special în condițiile în care, în aceeași perioadă de timp (de la începutul anului 2021), statul a introdus un impozit de 3% pentru dobânzile aferente depozitelor bancare. Totodată, se remarcă faptul că, în cazul în care la vânzarea VMS pe piața secundară investitorul înregistrează creștere de capital, 50% din această creștere de capital se impozitează cu cota de 12%.

**4. Gestiunea riscurilor investiționale.** Cu referire la *riscul de credit*, trebuie de indicat că, de la instituirea pieței VMS în R. Moldova și până în prezent, Guvernul întotdeauna și-a onorat angajamentele aferente răscumpărării VMS sau de plată a dobânzilor. Potrivit legislației naționale, cheltuielile de deservire a datoriei de stat sunt prioritare și se efectuează în termenele și în condițiile angajamentelor asumate, indiferent de suma aprobată în buget pentru acest scop [10]. Această prevedere legală asigură securitatea și siguranța deplină a plasamentelor investitorilor în VMS, precum și garantează returnarea integrală a acestora la scadență, investitorii nefiind astfel supuși riscului de credit.

Necesitățile extraordinare de finanțare din ultima perioadă și volumele semnificative de emisiuni noi de VMS, efectuate în scopul acoperirii acestora, similar unor state analizate în subcapitolul 2.1. (de exemplu Canada), au avut un anumit impact, inclusiv asupra ratingului de țară al R. Moldova (tabelul 2.8.).

**Tabelul 2.8. Ratingul de țară al R. Moldova, stabilit de Fitch Ratings, în perioada 2017-2022**

Stat	2017	2018	2019	2020	2021	2022
R. Moldova	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [188]

Astfel, în perioada anului 2021, ratingul de țară al R. Moldova a fost actualizat la nivelul BBB, cu perspectivă negativă, acesta fiind cu o treaptă mai jos comparativ cu ratingul precedent, stabilit în 2019, când a fost stabilit la nivelul BBB, cu perspectivă stabilă. Respectiv, această retrogradare a ratingului este un semnal de reticență pentru potențialii investitori în VMS pe piața internă a R. Moldova, în special pentru cei străini, fapt *ce afectează gradul de atractivitate investițională a VMS autohtone*.

Analizând piața internă a VMS din R. Moldova din perspectiva *gestiunii riscului ratei dobânzii* de către investitori, se remarcă faptul că practic întreaga datorie de stat internă a R. Moldova (circa 99%) este constituită din VMS cu rată fixă a dobânzii, cu variații nesemnificative de-a lungul perioadei analizate (tabelul 2.9.). Conform practicilor autohtone, BT și OS, cu scadența de 2, 3, 5 și 7 ani, se emit cu rată fixă a dobânzii, iar cu rată flotantă pot fi emise unele obligațiuni de stat cu scadența de 2 ani. Totodată, în dinamică, se observă că volumul datoriei de stat interne,

cu rată flotantă a dobânzii, a înregistrat un trend ascendent în perioada anilor 2019-2022, ponderea acesteia în volumul datoriei de stat interne înregistrând, la finele anului 2022, circa 1,3%.

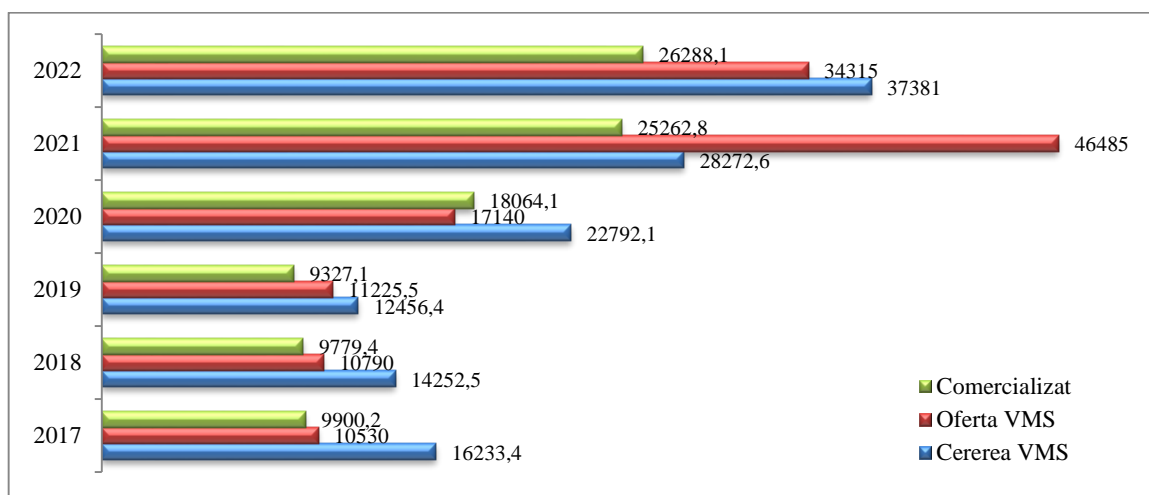
**Tabelul 2.9. Structura datoriei de stat interne a R. Moldova, după tipul dobânzii, în perioada 2017-2022**

Indicativ ori	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
	mlrd.lei	%	mlrd.lei	%	mlrd.lei	%	mlrd.lei	%	mlrd.lei	%	mlrd.lei	%
DSI r. fixă	22,3	98,8	22,8	98,7	22,9	98,9	28,9	99,0	32,9	99,0	34,0	98,7
DSI r. flo- tantă	0,3	1,2	0,3	1,3	0,2	1,1	0,3	1,0	0,3	1,0	0,5	1,3
<b>Total DSI</b>	<b>22,6</b>	<b>100</b>	<b>23,1</b>	<b>100</b>	<b>23,1</b>	<b>100</b>	<b>29,2</b>	<b>100</b>	<b>33,2</b>	<b>100</b>	<b>34,5</b>	<b>100</b>

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [174]

Având în vedere datele prezentate în tabelul 2.9., se constată că VMS oferite investitorilor pe piața internă a R. Moldova asigură o bună protecție a acestora împotriva riscului ratei dobânzii, practica dată asociindu-se cu practica României și a Turciei în sensul dat.

În vederea determinării *riscurilor de lichiditate ale investitorilor* pe piața autohtonă a VMS, în continuare, se prezintă o analiză a indicatorilor de lichiditate. Astfel, ca rezultat al prezentării în figura 2.19. a dinamicii cererii și ofertei de VMS emise pe piața primară a R. Moldova, se observă că, în perioada anilor 2017-2020 și în anul 2022, cererea din partea investitorilor la instrumentele financiare oferite de către stat a fost mereu superioară ofertei, constatare ce, în opinia autorului tezei, comunică despre o atractivitate înaltă a instrumentelor date.



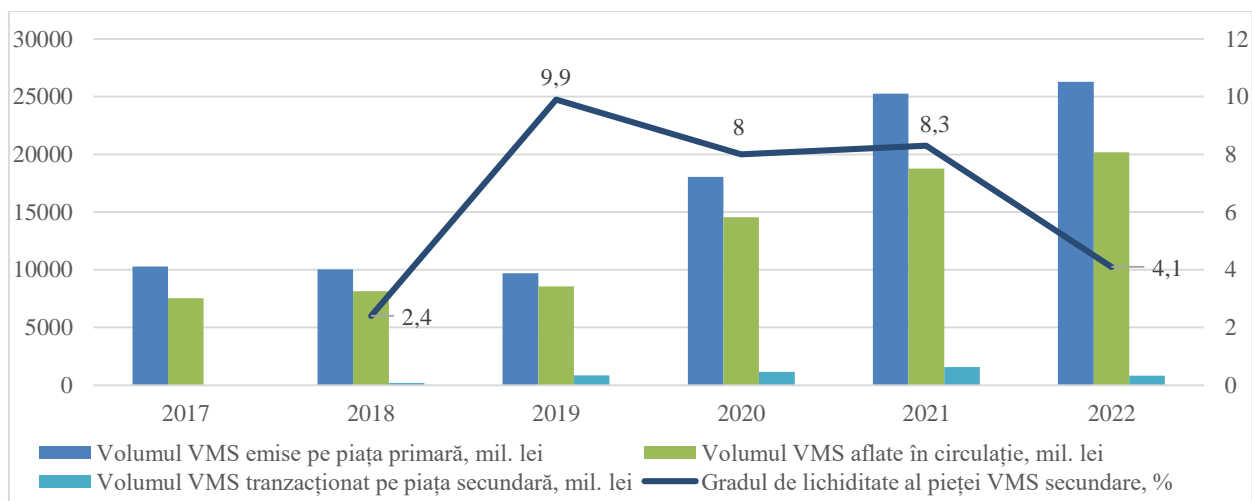
**Figura 2.19. Dinamica cererii, ofertei și volumului comercializat al VMS emise pe piața primară a R. Moldova, în perioada 2017-2022, mil. lei**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]

O situație distinctă, în schimb, se observă în anul 2021. Deși cererea de VMS a crescut comparativ cu anii precedenți (2017-2020), aceasta, în premieră pentru perioada analizată, este inferioară ofertei de VMS. Acest fapt, potrivit autorului, comunică despre o temperare a apetitului investițional al investitorilor, precum și *o reducere a atractivității investiționale a VMS* pentru aceste instrumente financiare, unul dintre motivele plauzibile fiind volumul considerabil al

necesarului de finanțare, precum și introducerea, începând cu anul 2021, a impozitului pe venit asupra dobânzilor aferente deținerilor de VMS.

Un alt indicator ce reflectă nivelul de lichiditate al pieței VMS, după cum s-a indicat și în subcapitolul 1.3., este gradul de lichiditate al pieței secundare a VMS, calculat ca raport dintre volumul de VMS tranzacționate pe piața secundară și volumul de VMS aflate în circulație pe piață, într-o anumită perioadă de timp. Respectiv, conform datelor prezentate în figura 2.20., se atestă că în anul 2022 gradul de lichiditate al pieței secundare a VMS a constituit 4,1%, acesta fiind cu 4,2 p.p. mai mic față de anul 2021.



**Figura 2.20. Evoluția gradului de lichiditate al pieței secundare a VMS din R. Moldova, în perioada 2018<sup>18</sup>-2022**

Sursa: elaborată de autor în baza datelor obținute din cadrul Ministerului Finanțelor al R. Moldova

Potrivit datelor aceleiași figuri, gradul de lichiditate a pieței secundare a VMS înregistrează un trend descendent începând cu anul 2019, în pofida faptului că volumul de VMS emise pe piața primară și volumul de VMS aflate în circulație, aferent aceleiași perioade este în continuă creștere. Această diminuare a lichidității pieței secundare autohtone a VMS se explică prin reducerea volumelor tranzacționate pe piața secundară, ca rezultat al incertitudinilor generate de criza pandemică și, respectiv, a precauției mai mari din partea investitorilor. În contextul datelor statistice prezentate în figura 2.20, se observă că lichiditatea pieței secundare a VMS din R. Moldova este una foarte redusă, ceea ce denotă riscuri mari de lichiditate pentru investitorii ce aleg să investească în aceste tipuri de instrumente financiare.

Rezumând cele expuse în subcapitolul dat, obiectivul O<sub>6</sub> al tezei, ce prevede cercetarea practicilor autohtone de asigurare a atractivității investiționale a VMS și de finanțare a economiei R. Moldova prin intermediul acestora, se consideră a fi realizat.

<sup>18</sup> Datele aferente gradului de lichiditate al pieței VMS secundare autohtone s-au reflectat începând cu anul 2018, întrucât în luna octombrie a anului 2018 a fost lansată platforma E-bond, ce asigură tranzacționarea VMS pe piața secundară, de rând cu sistemul DCU.



### **2.3. Evaluarea, în baza metodologiei Băncii Mondiale, a nivelului de dezvoltare a pieței interne a valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova în perspectiva creșterii atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat**

Ca și în cazul majorității statelor lumii, în R. Moldova, piața internă a VMS reprezintă principala piață de obligațiuni. Având în vedere interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței acestora, în subcapitolul dat, autorul tezei își propune să determine gradul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, având la bază metodologia elaborată de BM și FMI, care a fost descrisă în subcapitolul 1.2. După cum s-a menționat anterior, în urma evaluării celor 6 componente ale pieței VMS interne, conform metodologiei vizate, piața internă a VMS poate fi clasată în următoarele nivele de dezvoltare:

- 1) nivelul 1 – piață internă a VMS la etapa de dezvoltare incipientă;
- 2) nivelul 2 – piață internă a VMS în curs de dezvoltare;
- 3) nivelul 3 – piață internă a VMS la etapa de dezvoltare emergentă;
- 4) nivelul 4 – piață internă a VMS la etapa de dezvoltare matură.

De asemenea, se reiterează că determinarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS se efectuează în baza evaluării primare a celor 6 componente ale pieței (piața monetară, piața primară a VMS, piața secundară a VMS, gama de investitori, infrastructura pieței financiare și cadrul de reglementare), acestea, la fel, fiind încadrate în unul dintre cele 4 nivele prenotate mai sus. Astfel, în scopul evaluării nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, a fost completat chestionarul de evaluare (expus în Anexa 12), răspunsurile la întrebările acestuia fiind completate în baza cadrului normativ autohton, ce reglementează cele 6 componente de bază ale pieței interne a VMS, precum și în baza rapoartelor aferente anului 2021 elaborate de BNM, MF, DCU, cu privire la inflație, datoria sectorului public, sisteme de plăți etc. Rezultatele obținute se prezintă în continuare, cu succinte descrieri pentru fiecare componentă în parte.

**Componenta 1. Piața monetară.** Reieșind din rezultatele obținute și reflectate în tabelul 2.10., se concluzionează că *funcționalitatea pieței repo și a instrumentelor pe termen scurt* este caracterizată printr-o utilizare activă a operațiunilor repo, în calitate de operațiuni ale pieței monetare, în scop de gestionare a lichidităților, precum și de o tranzacționare activă a CBN și a BT pe piața secundară.

Conform *cadrului de reglementare a politicii monetare*, în calitate de rată de referință pentru principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt, se aprobă și se utilizează, de către BNM, rata de bază. În același timp, în scopul absorbției de lichidități excesive în sistemul bancar, se utilizează așa *operațiuni de politică monetară*, precum: operațiunile repo, emiterea de CBN și VMS pe termen scurt, operațiunile de piață deschisă fiind desfășurate, de către BNM, prin intermediul licitațiilor.

**Tabelul 2.10. Nivelul de dezvoltare a pieței monetare din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare <sup>19</sup>
1.	Funcționalitatea pieței repo și a instrumentelor pe termen scurt	4
2.	Cadrul de reglementare a politicii monetare	2
3.	Operațiunile de politică monetară	2
4.	Transparența pieței	3
5.	Cadrul normativ aferent operațiunilor repo	3
<b>Piața monetară</b>		<b>nivelul 3</b>

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 12

*Transparența pieței monetare* este, în mare parte, asigurată, cotările VMS pe termen scurt și a CBN fiind disponibile zilnic participanților pieței. Totodată, ratele de referință pe termen scurt sunt publicate zilnic pe pagina web oficială a BNM, precum și volumele tranzacționate pe piața repo. De asemenea, *cadrul normativ aferent tranzacțiilor repo* favorizează desfășurarea acestor tranzacții, precum și dezvoltarea pieței repo în ansamblu.

**Componenta 2. Piața primară a VMS.** Potrivit rezultatelor obținute (tabelul 2.11.), se observă că indicatorii ce denotă funcționalitățile pieței primare a VMS din R. Moldova atestă niveluri diverse de dezvoltare. După cum s-a indicat și în subcapitolul 2.2., pe piața primară a VMS din R. Moldova sunt emise 3 tipuri de VMS (VMS tranzacționabile, VMS convertite și VMS emise în alte scopuri). Din totalul datoriei de stat, *ponderea VMS tranzacționabile în volumul datoriei de stat* reprezintă doar circa ¼, restul datoriei fiind generat de împrumuturilor externe și VMS emise în scopul onorării altor datorii și garanții către BNM.

**Tabelul 2.11. Nivelul de dezvoltare a pieței primare a VMS din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare
1.	Ponderea VMS tranzacționabile în volumul total al datoriei de stat	1
2.	Stabilitatea finanțării obținute de pe piața internă	3
3.	Scadența medie a instrumentelor emise	2
4.	Emisiunile de-a lungul curbei de randament	3
5.	Stabilirea prețurilor	4
6.	Mecanisme de plasare	4
7.	Predictibilitatea și transparența emisiunilor	4
8.	Previziunea fluxurilor de numerar ale statului	1
9.	Transparența rezultatelor licitațiilor	4
10.	Comunicarea dintre autorități și participanții pieței	3
11.	Fragmentarea pieței	3
12.	VMS de tip benchmark	1
13.	Gestiunea fluxurilor de numerar și a datoriei de stat	1
<b>Piața primară a VMS</b>		<b>nivelul 3</b>

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 12

<sup>19</sup> Nivelul de dezvoltare indicat în tabelul 2.10, precum și în tablele ce urmează (2.11 – 2.15), s-a determinat ca media punctajului obținut la întrebările aferente fiecărui indicator din tabelul dat, acestea fiind expuse și punctate în Anexa 12 a tezei date.

Deși *finanțarea obținută de pe piața internă a VMS din R. Moldova* este una modestă comparativ cu volumul datoriei de stat, aceasta este una *stabilă*, subscrierile fiind realizate, majoritar, peste volumul oferit, cu excepția anului 2021, când cererea de VMS din partea investitorilor a fost mai mică decât oferta, volumul tranzacționat fiind astfel mai mic în raport cu oferta statului. *Maturitatea medie a VMS emise pe piața primară* s-a diminuat simțitor către finele anului 2021 (până la 4,9 ani), cu creșterea respectiv a datoriei scadente în decurs de 1 an (57,6%). O situație similară se atestă și în cazul indicatorilor riscului de rată a dobânzii, perioada medie de refixare (ATR) diminuându-se până la 4,9 ani, iar datoria cu rata dobânzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an majorându-se până la 58%. De asemenea, *curba randamentelor VMS emise pe piața internă* este una relativ lungă, cu scadențe de până la 7 ani, iar *plasarea VMS pe piața primară* se efectuează prin intermediul licitațiilor, *prețurile fiind stabilite la ratele pieței*.

Cu referire la *predictibilitatea și transparența emisiunilor*, se remarcă faptul că, în mare parte, aceasta este asigurată. Prin urmare, conform prevederilor Regulamentului cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscriere în cont, aprobat prin Ordinul MF nr.129/2018 și Hotărârea BNM nr.170/2018, pe pagina web a MF și BNM este publicat, trimestrial, calendarul licitațiilor de emiterie a VMS, acesta conținând volumele agregate, pe scadențe, a VMS ce urmează a fi emise. Calendarul desfășurării licitațiilor se prezintă BNM cu 5 zile până la începutul trimestrului următor celui gestionar, iar publicarea acestuia se efectuează până la începerea trimestrului pentru care a fost aprobat. *Prognoza lichidităților BPN* se elaborează de MF trimestrial, la nivelul bugetului public național, aceasta fiind repartizată pe luni și actualizată pe parcursul anului gestionar. Ulterior, în baza prognozelor trimestriale, se elaborează prognoze lunare.

În același timp, se menționează că *transparența rezultatelor licitațiilor de plasare a VMS pe piața primară a R. Moldova* se asigură în totalitate, informațiile de rigoare fiind publicate în termen de o oră de la finalizarea licitației, acestea incluzând date privind volumele de VMS oferite și cele indicate în ofertele primite, prețul și rata dobânzii medii ponderate aferente ofertelor depuse, precum și valorile minime și maxime a ratei dobânzii ofertelor acceptate. O transparență bună se asigură și în cazul *comunicării cu participanții pieței*, cu elaborarea/actualizarea anuală a programului managementului datoriei de stat și publicarea lunară a informațiilor aferente evoluțiilor emisiunilor pe piața primară a VMS. Pe lângă acestea, după cum s-a menționat și anterior, *VMS de tip benchmark*, la momentul actual, pe piața primară a VMS din R. Moldova nu se emit, acest fapt defavorizând dezvoltarea pieței interne a VMS.

**Componenta 3. Piața secundară a VMS.** Rezultatele obținute și reflectate în tabelul 2.12. denotă că *lichiditatea și profunzimea pieței secundare a VMS* se caracterizează printr-o suficiență

bună, pentru bănci, a volumelor și mărimilor tranzacțiilor derulate pe piața secundară. De asemenea, se remarcă faptul că tranzacționarea VMS pe piața secundară nu se realizează de-a lungul întregii curbe de randament, întrucât cererea și emisiunile de VMS pe termen lung (cu scadențe de 5 și 7 ani) sunt foarte reduse, iar gradul de lichiditate a pieței (reieșind din tranzacțiile zilnice) este foarte redus (până la 0,5%). Nivelul de asigurare a *transparenței pre- și post-tranzacționare* se situează pe poziții medii, dealerii având obligația să publice zilnic, pe paginile lor din cadrul platformei unice de tranzacționare, cotații de vânzare și de cumpărare a instrumentelor. Totodată, se remarcă faptul că un model sau metodologie de determinare a curbei randamentelor VMS aflate în circulație nu este disponibilă publicului larg, curba randamentelor elaborată de Ministerul Finanțelor având la bază cotațiile afișate de dealerii primari și rata nominală medie ponderată a dobânzii pentru VMS pe termen scurt emise pe piața primară.

**Tabelul 2.12. Nivelul de dezvoltare a pieței secundare a VMS din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare
1.	Lichiditatea și profunzimea pieței	2
2.	Transparența pre-tranzacționare	3
3.	Transparența post-tranzacționare	2
4.	Responsabilitățile de market-maker	4
5.	Privilegiile de market-maker	1
6.	Mediul de tranzacționare	2
<b>Piața secundară a VMS</b>		<b>nivelul 2</b>

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 12

Pe dimensiunea *responsabilităților de market-making*, piața secundară a VMS din R. Moldova a înregistrat scorul maxim, dealerii primari având obligația de a furniza cotații minime, pentru cel puțin 4 ore în zi (în intervalul dintre 10:00 și 14:00), precum și pentru volume minime de VMS în mărime de 100 mii lei la valoarea nominală. În același timp, se menționează că cotațiile afișate de dealeri sunt ferme, aceștia având obligația să efectueze trimestrial tranzacții în nume și în cont propriu, în mărime de cel puțin 3% din volumul total al tranzacțiilor efectuate pe piața secundară a VMS în trimestrul anterior, cu excepția operațiunilor pe piața monetară. Pe de altă parte, potrivit prevederilor legislației în vigoare, dealerii primari nu dețin *careva privilegii în calitatea lor de market-makeri*. În cele ce vizează *mediul de tranzacționare* pe piața secundară, se remarcă lipsa disponibilității instrumentelor de tip swap și futures.

**Componenta 4. Gama de investitori.** După cum s-a menționat anterior, în subcapitolul 2.2., gama de investitori (*participanții*) pe piața VMS a R. Moldova este puternic concentrată pe o singură categorie de investitori - băncile comerciale. La situația din 31 decembrie 2021, ponderea activelor sectorului bancar în PIB constituia 49%, iar activele a trei cele mai mari bănci (BC „Moldova-Agroindbank” SA, BC „Moldindconbank” SA și BC OTP Bank SA) au constituit 66,1% din totalul activelor pe sector bancar autohton. Totodată, sectorul bancar din R. Moldova

se consideră suficient de profund pentru dezvoltarea unei curbe de randament a instrumentelor pe termen scurt, a unei piețe a operațiunilor repo, dar și a pieței secundare a VMS. Pe de altă parte, prezența sectorului financiar nebanca, în calitate de investitor pe piața VMS, este foarte modestă, deținerile de VMS ale sectorului nebanca constituind 7,4% din totalul VMS aflate în circulație. Activele sectorului financiar nebanca (companii de asigurări și societăți de investiții nebanca) au înregistrat, potrivit datelor din 31 decembrie 2021, 1,5% din PIB. În acest context, autorul tezei constată, încă o dată, necesitatea imperioasă de atragere a altor categorii de investitori pe piața autohtonă a VMS.

La indicatorul ce reflectă *managementul relației cu investitorii* (tabelul 2.13.), scorul obținut este 2 puncte (din 4). Astfel, statul, în calitatea sa de emitent al VMS, se angajează în dialoguri directe, regulate și periodice cu investitorii, în scopul împărtășirii informațiilor privind necesitățile de finanțare, strategiile de emisie, preferințele investitorilor și condițiile pieței. Cu toate acestea, nu se desfășoară careva evenimente cu participarea investitorilor (cum ar fi conferințe sau alte tipuri de evenimente cu frecvență anuală). Conform prevederilor Acordului de agent al statului, semnat între BNM și MF, BNM este obligată să informeze permanent MF cu privire la condițiile pieței, preferințele investitorilor și să furnizeze acestuia informațiile statistice și analitice necesare MF pentru eventuale lansări de noi emisiuni de VMS, în scopul dezvoltării pieței.

**Tabelul 2.13. Nivelul de dezvoltare a gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare
1.	Participanții pieței	2
2.	Managementul relației cu investitorii	2
3.	Investitorii instituționali rezidenți	3
4.	Finanțarea directă de către banca centrală	2
5.	Investitorii străini (nerezidenți)	2
6.	Investitorii de tip <i>buy and hold</i>	3
<b>Gama de investitori</b>		<b>nivelul 2</b>

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 12

Cu referire la *investitorii instituționali rezidenți* ai R. Moldova, se remarcă faptul că, cadrul normativ și de reglementare autohton este unul ce favorizează plasamentele investitorilor instituționali, cum ar fi: companiile de asigurări, fondurile de pensii facultative, OPCVM, OPCA pe piața VMS. Cu toate acestea, se atestă lipsa investițiilor de facto ale organismelor de plasamente colective pe piața VMS, întrucât această categorie de investitori instituționali este la o fază incipientă de dezvoltare în R. Moldova. În același timp, statul a întreprins măsuri în vederea diversificării canalelor de distribuție a VMS pe piața primară, fiind operate amendamentele legislative de rigoare, în scopul constituirii unei platforme de tranzacționare directă a VMS către investitorii retail.

*Finanțarea directă a statului de către BNM este interzisă în R. Moldova, art.41 al Legii nr.548/1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei stipulând expres acest lucru. Interdicția de creditare a statului se referă la orice tip de finanțare: împrumuturi, garanții, procurări de VMS pe piața primară sau acordarea de credite overnight. În același timp, prezența investitorilor străini nerezidenți este permisă pe piața VMS, nefiind impuse careva limite participării acestora. Cu toate acestea, similar ca și investitorii rezidenți, investitorii străini sunt subiecți ai impunerii fiscale și ai achitării impozitului pe venit din dobânzile obținute ca rezultat al deținerilor de VMS. Pe de altă parte, potrivit legislației fiscale autohtone, mijloacele financiare obținute de pe urma deținerilor de VMS sub forma dobânzilor se impozitează începând cu ianuarie 2021, cu cota de 12%, iar dacă în rezultatul tranzacționării pe piața secundară a VMS investitorul a înregistrat creștere de capital, 50% din această creștere de capital este impozitată cu cota de 12%. Totodată, se remarcă faptul că investitorilor de tipul *buy and hold* (fonduri de pensii, companii de asigurări) nu le sunt impuse careva limite privind volumul minim al deținerilor de VMS.*

**Componenta 5. Infrastructura pieței financiare.** Conform scorurilor obținute la indicatorii ce reflectă funcționalitățile infrastructurii pieței financiare din R. Moldova (tabelul 2.14.), se constată că aceasta este relativ dezvoltată în R. Moldova. Licitările de plasare a VMS pe piața primară se desfășoară prin intermediul *platformei electronice*, care este furnizată de Bloomberg, aceasta fiind interconectată la Sistemul Automatizat de Plăți Interbancare (SAPI) și la sistemul de funcționare a DCU. Siguranța instrumentelor și gestiunea riscurilor operaționale (de clearing și decontare) sunt la cel mai înalt nivel, VMS fiind emise exclusiv în *formă dematerializată*, iar *decontarea instrumentelor* efectuându-se prin intermediul SAPI, gestionat de BNM. Totodată, sistemul DCU permite decontarea VMS, atât conform DvP1<sup>20</sup>, cât și conform DvP2<sup>21</sup> [17].

**Tabelul 2.14. Nivelul de dezvoltare a infrastructurii pieței financiare din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare
1.	Platformele IT ale infrastructurii pieței financiare	4
2.	Emiterea VMS dematerializate	4
3.	Riscul de clearing și decontare	3
4.	Politicile de acces ale depozitarului	3
5.	Segmentarea pieței	4
6.	Susținerea lichidității	3
7.	Transparența informațiilor	1
<b>Infrastructura pieței financiare</b>		<b>nivelul 3</b>

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 12

<sup>20</sup> DvP1 – mecanism de livrare contra plată, în care atât decontarea instrumentelor, cât și decontarea mijloacelor bănești, se efectuează pe bază brută.

<sup>21</sup> DvP2 – mecanism de livrare contra plată, în care decontarea instrumentelor se efectuează pe bază brută, iar decontarea mijloacelor bănești se efectuează pe bază netă.

Cu referire la *politicile de acces* ale DCU, se relevă faptul că Legea nr.234/2016, cu privire la Depozitarul Central Unic al valorilor mobiliare, prevede expres persoanele ce pot deține calitatea de acționar, acționarul majoritar fiind BNM, care deține 76% din acțiuni. Aceeași lege prenotată conține reglementări privind rolul și funcțiile DCU. Supravegherea activității DCU se realizează prin intermediul Consiliului de Supraveghere, compus din reprezentanți înaintați de BNM, MF, CNPF, BVM. Cu toate acestea, politica de comisioane a DCU nu este una non-profit, aceasta având drept scop acumularea veniturilor pentru serviciile prestate de DCU [9].

Infrastructura pieței financiare a R. Moldova nu generează *careva segmentări ale pieței*, întrucât aceasta este reprezentată de un singur DCU. De asemenea, politicile și sistemul de funcționare a DCU sprijină derularea și desfășurarea operațiunilor repo (intraday și overnight).

Pe lângă acestea, se remarcă faptul că, potrivit prerogativelor legale, DCU este obligat să *dezvăluie publicului* doar informații privind: statutul și regulile DCU; prețurile și comisioanele aferente serviciilor prestate; raportul anual, însoțit de raportul de audit extern și normele aplicabile Comitetului de utilizatori. Informații privind volumele și sumele agregate ale tranzacțiilor desfășurate pe piața secundară nu se publică pe pagina web oficială a DCU.

**Componenta 6. Cadrul normativ și de reglementare.** În contextul rezultatelor obținute pe componenta dată (tabelul 2.15.), autorul tezei constată că cadrul normativ și de reglementare aferent pieței interne a VMS din R. Moldova este bine dezvoltat. Astfel, cu referire la piața primară a VMS, legislația națională conține prevederi clare și bine definite privind *autoritatea ce exercită rolul de împrumutător*, privind responsabilitățile și rolul entității responsabile de managementul datoriei, precum și privind necesitatea elaborării unei strategii, a unui program pe termen mediu privind managementul datoriei (Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu”, ce se elaborează pentru o perioadă de 3 ani).

**Tabelul 2.15. Nivelul de dezvoltare a cadrului normativ și de reglementare aferent pieței interne a VMS din R. Moldova**

Nr.	Indicatori	Nivel de dezvoltare
1.	Autoritatea împrumutătoare (emitentă)	4
2.	Reglementarea pieței	3
3.	Protecția investitorilor	4
4.	Entități de investiții colective	3
5.	Cadrul normativ de impozitare	3
<b>Cadrul normativ și de reglementare</b>		<b>nivelul 3</b>

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 12

Cu referire la piața secundară și *reglementarea* acesteia, menționăm că legislația R. Moldova conține prevederi exprese privind comportamentul participanților pieței, acestora fiindu-le interzis să răspândească informații false despre piață, prețuri sau alți participanți; să se angajeze în activități menite să manipuleze prețurile și să deregleze funcționarea eficientă a pieței; să

efectueze tranzacții fictive și/sau să divulge informații confidențiale privind tranzacțiile încheiate sau în proces de derulare. În același timp, participanții pieței secundare a VMS sunt obligați să efectueze tranzacții la prețuri ce corespund condițiilor pieței; să respecte angajamentele asumate față de ceilalți participanți ai pieței, precum și să asigure transmiterea, în timp util, către DCU, a ordinelor de transfer privind tranzacția negociată. Monitorizarea respectării prevederilor prenotate de către participanții pieței se efectuează prin raportarea acestora a informațiilor care ar pune în pericol integritatea pieței, precum și prin accesul MF, în scop de monitorizare în sistemul de tranzacționare pe piața secundară, raportare adresată MF.

*Protecția investitorilor* pe piața VMS este asigurată prin ținerea, de către DCU, a unei evidențe și contabilități ce permite, în orice moment: separarea conturilor de VMS ale unui participant de cele ale altui participant și de activele proprii ale DCU; segregarea de tip omnibus<sup>22</sup> a clienților și segregarea individuală a clienților<sup>23</sup>. În același timp, se remarcă faptul că legislația în vigoare reglementează riguros modul de organizare și funcționare a *entităților de investiții colective*, prevederi privind criteriile de eligibilitate, guvernanta corporativă etc. a societăților de administrare a OPCVM și OPCA fiind prevăzute de Legea nr.171/2012 privind piața de capital și Legea nr.2/2020 privind organismele de plasament colectiv alternative. De asemenea, Codul fiscal nr.1163/1996 reglementează expres *tratamentul fiscal* aferent deținerilor (veniturile din dobânzi se impozitează cu 12%), iar în cazul existenței creșterilor de capital de pe urma tranzacționării VMS pe piața secundară, jumătate din valoarea acestei creșteri de capital se impozitează cu 12%.

Având în vedere rezultatele obținute pe fiecare dintre cele 6 componente ale pieței VMS interne (reflexate în tabelele 2.10-2.15), ***gradul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova se situează la nivelul 3 (tabelul 2.16), ceea ce presupune că aceasta este o piață a VMS aflată la etapa de dezvoltare emergentă.*** Astfel, conform metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS se caracterizează prin funcționalități de bază stabilite, acestea necesitând a fi dezvoltate în continuare.

**Tabelul 2.16. Nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova**

<b>Nr.</b>	<b>Indicatori</b>	<b>Nivel de dezvoltare</b>
1.	Piața monetară	3
2.	Piața primară a VMS	3
3.	Piața secundară a VMS	2
4.	Gama de investitori	2
5.	Infrastructura pieței financiare	3
6.	Cadrul normativ și de reglementare	3
<b>Piața internă a VMS</b>		<b>nivelul 3</b>

Sursa: elaborat de autor în baza tabelelor 2.10-2.15

<sup>22</sup> Ținerea evidenței care permite participantului deținerea, într-un singur cont, a VMS ce aparțin diferitor clienți ai participantului respectiv.

<sup>23</sup> Ținerea evidenței care să permită participantului să separe VMS ale oricăruia dintre clienții săi de VMS ale altor clienți.



De asemenea, din datele reflectate în tabelul 2.16., se atestă că cele mai puțin dezvoltate componente ale pieței interne a VMS din R. Moldova sunt componenta pieței secundare a VMS și gama de investitori. Scorul 2 obținut la componentele prenotate denotă că acestea prezintă anumite funcționalități, cu existența însă a unor lacune semnificative în procesul de activitate și funcționare. Astfel, în opinia autorului, piața secundară a VMS este slab dezvoltată, în primul rând din cauza gamei nediversificate de investitori. În acest context, *diversificarea gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova este imperios necesară, una dintre soluții în acest sens, fiind creșterea atractivității VMS pentru diverse categorii de investitori.*

Reieșind din recomandările experților internaționali în domeniu (BM, FMI, OCDE, BERD), reformele pe care trebuie să se axeze autoritățile în cazul piețelor VMS cu nivelul 3 de dezvoltare (tranziția de la nivelul pieței emergente la nivelul pieței mature) *trebuie să se concentreze în principal pe creșterea activității de tranzacționare, cu o diversificare simultană a bazei de investitori.* În această fază, bunele practici de emisie a VMS, aplicate pe piața primară sunt, de regulă, bine puse la punct, cu unele necesități de perfecționare, în special în cadrele de reglementare aferente intermedierei pe piață. Astfel, *strategia de emisie a VMS ar trebui să fie ferm ancorată prin strategia de gestionare a datoriilor,* pentru a conferi o mai mare predictibilitate emisiunilor.

Totodată, o atenție sporită ar trebui oferită, la etapa dată, aspectelor ce țin de îmbunătățirea fermității curbei randamentelor, și anume prin emiterea activă de VMS de tip benchmark, precum și a promovării activității pe piața secundară. Aceste eforturi ar trebui să fie sprijinite de operațiuni de management al datoriei, cum ar fi: răscumpărările anticipate și operațiunile switch, aplicarea cărora ar contribui la creșterea atractivității VMS pe dimensiunea „gestionarea riscurilor investiționale” (având în vedere că operațiunile de management al datoriei contribuie la minimizarea riscului de lichiditate pe piața secundară a VMS) și la asigurarea unei finanțări a economiei și datoriei de stat interne sustenabile (la nivelele acceptabile de costuri și riscuri), fapt ce confirmă ipoteza de cercetare a tezei date.

Activitatea pieței secundare ar putea fi consolidată în continuare prin eficientizarea sistemului dealerilor primari. Stabilirea obligațiilor de furnizare a cotațiilor în ambele sensuri ar trebui să fie facilitată printr-o alocare clară și echilibrată a privilegiilor (cum ar fi accesul la subscrieri necompetitive). În acest scop, entitatea responsabilă de gestionarea datoriei ar trebui să adopte un sistem solid de evaluare a performanței dealerilor primari. Introducerea opțiunilor de tranzacționare bursieră a VMS emise de piața internă, de asemenea, ar putea fi luată în considerare la această fază.

Tot în această fază, un punct de orientare ar fi creșterea ponderii investitorilor străini pe piața internă a VMS. Acest lucru poate fi susținut prin permiterea investițiilor străine în BT, îmbunătățirea pieței instrumentelor derivate valutare, precum și permiterea accesului investitorilor străini la depozitarii centrali ai țării respective, în scopul asigurării deținerii instrumentelor date în proprietate.

Axându-ne pe componentele concrete aferente dezvoltării pieței VMS a R. Moldova, considerăm necesară atragerea atenției, în special asupra componentei nr.4 „Gama de investitori”, acest aspect fiind unul pe larg abordat în cercetarea dată, în vederea creșterii atractivității investiționale a VMS. În condițiile în care această componentă a înregistrat un scor modest de 2 puncte, se remarcă următoarele direcții de orientare, asupra cărora, în viziunea autorului tezei, care corespunde cu opinia experților internaționali, s-ar putea de focusat în vederea diversificării gamei de investitori pe piața VMS:

- elaborarea unei strategii pentru dezvoltarea sectorului de economii contractuale și introducerea unui cadru fiscal de sprijin, care ar facilita apariția unor instituții de acceptare a economiilor alternative băncilor;

- facilitarea dezvoltării schemelor de investiții colective care pot investi în VMS, cu asigurarea unui cadru juridic și de reglementare de sprijin, pentru a consolida protecția investitorilor;

- aplicarea noilor tehnologii financiare, pentru a facilita accesul investitorilor retail la piețele VMS;

- emiterea obligațiunilor de stat cu scadențe mai mari, pentru a satisface necesitățile diverselor categorii de investitori instituționali, ținând cont de compromisurile cost-risc.

Având în vedere cele expuse în prezentul subcapitol, obiectivul O<sub>7</sub> al cercetării, pe dimensiunea de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, în baza metodologiei elaborate în comun de organismele internaționale BM, FMI, BERD și OCDE, se consideră a fi realizat.

## **2.4. Concluzii la capitolul 2**

1. Analiza practicilor internaționale privind finanțarea economiilor unor state, precum Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria, a permis autorului tezei să constate că, în scopul diminuării/gestionării eficiente a riscurilor de refinanțare și a costurilor generate de emisiuni masive de VMS pe piețele interne, în vederea asigurării cererilor semnificative de finanțare a economiilor, statele prenotate au recurs la implementarea și aplicarea operațiunilor de management al datoriei, a emisiunilor de VMS de tip benchmark, acestea contribuind la atenuarea creșterii

riscurilor de refinanțare în cazul Braziliei, Canadei și Turciei. În aceeași ordine de idei, focusarea pe diversificarea gamei de investitori pe piața internă a VMS, în cazul Ungariei și a României, a determinat o reducere chiar a riscurilor de refinanțare a acestora, în pofida necesităților semnificative de finanțare a economiilor naționale (O<sub>5</sub>).

2. Cercetarea măsurilor întreprinse de cele 5 state analizate în teza dată, precum: aplicarea diverselor programe de vânzare retail a VMS; stabilirea și menținerea interconexiunilor dintre depozitarii locali ai statelor analizate cu alți depozitari internaționali; lansarea de noi tipuri de VMS pe piață (green bonduri, VMS cu noi maturități), precum și scutirea (totală sau a anumitor categorii de investitori) de la achitarea impozitului pe venit, a permis autorului să conchidă că acestea au contribuit în mare parte la creșterea accesibilității pieței VMS și îmbunătățirii infrastructurii acesteia, precum și la diversificarea instrumentelor oferite pe piața VMS. Acestea din urmă au generat o creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piețele interne a VMS din statele studiate, care într-un final au contribuit la diversificarea gamei de investitori pe piață și, respectiv, la asigurarea unei finanțări a economiilor, în condiții de costuri și riscuri acceptabile, fapt ce confirmă ipoteza de cercetare (O<sub>5</sub>).

3. Cercetarea și analiza practicilor autohtone privind finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul VMS, a demonstrat o vulnerabilitate sporită a statului față de fluctuațiile și evoluțiile ce au loc pe piața internă a VMS. În condițiile în care necesarul semnificativ de finanțare a economiei naționale (pe fundalul crizelor survenite) a fost obținut, la fel ca și în cazul statelor analizate, din contul bonurilor de trezorerie, în lipsa aplicării unor operațiuni de management al datoriei, precum și cu o gamă de investitori slab dezvoltată și masiv concentrată doar pe bănci, a generat o creștere semnificativă a riscurilor de refinanțare, R. Moldova plasându-se, actualmente, în situația în care trebuie să refinanțeze datoriile ajunse la scadență la rate ale dobânzilor mai mari (O<sub>6</sub>).

4. Pe dimensiunea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, studierea practicilor autohtone a reliefat că acțiunile autorităților R. Moldova de atragere a investitorilor pe piața locală a VMS sunt relativ modeste în raport cu statele analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia, Ungaria). Respectiv, autorul tezei a conchis că atractivitatea investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova este caracterizată: printr-o diversitate relativ redusă, în comparație cu statele analizate, a instrumentelor de VMS, în ultimii câțiva ani fiind 2 lansări de VMS cu scadențe mai extinse (de 5 și 7 ani), prin conceptualizarea unei platforme de procurare directă a VMS de către populație, care nu este funcțională la moment, precum și prin introducerea, începând cu anul 2021, a impozitului pe venit la dobânzile aferente deținerilor de VMS. Mai mult ca atât, tipurile de VMS oferite investitorilor pe piața VMS a R. Moldova oferă

oportunități limitate de gestionare eficientă a riscurilor investitorilor pe piață, cum ar fi: riscul ratei inflației, riscul de lichiditate etc. (O<sub>6</sub>).

5. Aplicarea metodologiei organizațiilor financiare internaționale (BM, FMI, BERD și OCDE), în vederea evaluării nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, a permis autorului tezei determinarea faptului că aceasta se află la etapa 3 de dezvoltare din 4, ceea ce presupune că piața internă autohtonă a VMS este în proces de dezvoltare emergentă, fiind caracterizată prin existența funcționalităților de bază ale acesteia. Dintre cele 6 componente ale pieței interne a VMS, cele mai puțin dezvoltate sunt *pieța secundară a VMS din R. Moldova și gama de investitori pe piață*, aceste componente situându-se la etapa a 2-a de dezvoltare, fapt ce denotă că acestea prezintă anumite funcționalități, însă procesele de activitate și de funcționare aferente prezintă lacune semnificative (O<sub>7</sub>, subcapitolul 2.3.).

6. Evaluarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova și, respectiv, determinarea lacunelor în modul de organizare și funcționare a pieței interne autohtone a VMS, a permis autorului stabilirea potențialelor direcții de orientare, ce vor servi ulterior drept suport în identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS, astfel încât această creștere să fie asigurată în condițiile realității pieței VMS autohtone (care, la moment, se află la etapa de dezvoltare emergentă), precum și în concordanță cu nivelul actual de dezvoltare a acesteia. Prin urmare, având în vedere că piața internă a VMS din R. Moldova este una emergentă, reformele pe care ar trebui focusată atenția autorităților în continuare (în vederea tranziției de la nivelul pieței emergente la nivelul pieței mature) vizează creșterea activității de tranzacționare, cu o diversificare simultană a bazei de investitori (O<sub>7</sub>).

Luând în considerare cele prenotate, obiectivele O<sub>5</sub>-O<sub>7</sub>, stabilite pentru prezenta cercetare, se consideră a fi realizate integral.

### 3. Direcții de sporire a atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în vederea finanțării economiei autohtone

#### 3.1. Adaptarea metodologiei Băncii Mondiale de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a valorilor mobiliare de stat în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova

Cercetarea metodelor de evaluare a atractivității investiționale, efectuată în subcapitolul 1.3., a demonstrat că o metodă unică de evaluare a atractivității investiționale nu există, acestea fiind diferite din punctul de vedere al obiectului investiției (companie, regiune geografică sau țară); și a tehnicilor aplicate (bazate pe evaluări ale experților, indicatori financiari, indicatori calitativi și cantitativi etc.), utilizarea acestora fiind determinată de modul de percepere a conceptului de atractivitate investițională și a factorilor de influență a acesteia.

În acest context, având în vedere că atractivitatea investițională a fost amplu studiată și evaluată din perspectiva statelor și a companiilor, ca obiect de investire, și mai puțin din perspectiva instrumentelor de investiții, autorul tezei își propune să evalueze, în baza unei metodologii, nivelul de atractivitate investițională a VMS.

După cum s-a determinat în subcapitolele 1.3., atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței interne a VMS sunt aspecte interdependente, ce se influențează reciproc, iar unele particularități ale elementelor determinante ale atractivității investiționale a VMS, identificate de autorul tezei în subcapitolul 1.3, interferează cu unii indicatori ai componentelor pieței interne a VMS, fără de care ar fi imposibilă dezvoltarea acesteia (regăsiți în metodologia organismelor internaționale de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS). Astfel, metodologia de evaluare a atractivității investiționale a VMS se va baza pe metodologia BM, FMI, BERD și OCDE, de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS.

Metodologia adaptată de autorul tezei (în baza metodologiei FMI și BM) este structurată pe cele *patru elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS (AIvms)*, identificate de autorul tezei în subcapitolul 1.3. al lucrării:

- 1) accesibilitatea și infrastructura pieței (AIp);
- 2) diversitatea VMS (D);
- 3) beneficiile și avantajele financiare (BAf);
- 4) gestionarea riscurilor (GR).

Fiecare dintre cele *patru elemente determinante* conțin un set de *indicatori specifici* acestora, indicatorii dați fiind prezentați în mod detaliat în tabele ce urmează (tabelele 3.1-3.4). Astfel, indicatorii preselectați derivă din aspectele analizate, în cercetarea dată, la nivel teoretic și practic a VMS, în calitate de instrument financiar, și se bazează pe întrebări a căror opțiune de răspuns este „afirmativ” (da) sau „negativ” (nu), cu acordarea punctajului corespunzător (1 punct

pentru „da” și 0 puncte pentru „nu”). Totodată, răspunsurile la unele întrebări includ atât **componenta legislativă**, cât și **cea practică**, dat fiind faptul că legislația aferentă reglementării emisiunilor și tranzacțiilor ce au ca obiect VMS, este într-un proces continuu de îmbunătățire și perfecționare, ca rezultat al evoluției pieței, preferințelor investitorilor, necesităților de finanțare a economiei, iar uneori implementarea acesteia durează în timp. Astfel, punctajul pentru fiecare întrebare/indicator va constitui **media aritmetică** a punctelor obținute la cele 2 componente (legislativă și practică). În plus, indicatorii (întrebările) aferenți elementelor determinante „accesibilitatea și infrastructura pieței” și „diversitatea VMS” sunt grupate fiecare în câte 2 componente (pentru primul element determinant – componentele „accesibilitate”, „infrastructură”, iar pentru al doilea element determinant – „tipuri de VMS” și „tipuri de scadențe”). În cazul dat, punctajul pe fiecare componentă se determină ca suma punctelor obținute pe fiecare indicator în parte, iar punctajul pe fiecare element determinant va constitui media aritmetică a punctelor obținute pe componente.

Punctajul final al atractivității investiționale a VMS (AIvms) constituie **media aritmetică a punctelor obținute pe cele 4 elemente determinante în parte**, cu încadrarea acestuia în unul dintre următoarele intervale, ce denotă nivelul de atractivitate investițională a VMS:

- 1) 3 - 4 puncte – atractivitate investițională înaltă a VMS;
- 2) 2 - 3 puncte – atractivitate investițională medie a VMS;
- 3) 1 - 2 puncte – atractivitate investițională redusă a VMS;
- 4) 0 - 1 punct – atractivitate investițională joasă a VMS.

Metodologia în cauză va permite determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS, inclusiv celor emise în R. Moldova, în calitate de instrument financiar, va facilita determinarea eventualelor lacune ce stagnează atractivitatea investițională a produselor oferite pe piața internă a VMS, inclusiv a R. Moldova, precum și va facilita identificarea posibilelor oportunități de creștere a acesteia. Totodată, metodologia poate fi utilizată inclusiv în scop comparativ, pentru compararea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a unui stat în raport cu cele emise în alte state.

După cum s-a menționat în cercetarea dată (subcapitolul 1.3.), precum și reieșind din ipoteza de cercetare, o atractivitate investițională înaltă a VMS asigură statul cu resursele necesare de finanțare a economiei și contribuie la diversificarea și extinderea gamei de investitori, aceasta reprezentând unul dintre instrumentele de gestiune a riscurilor de refinanțare și de asigurare a sustenabilității datoriei de stat interne, precum și unul dintre aspectele cheie pe care s-a focusat cercetarea dată. După cum s-a menționat anterior, reieșind din experiența statelor analizate, băncile comerciale reprezintă o categorie dominantă de investitori pe piața VMS, dar și de dealeri primari.

Cu toate acestea, prezența investitorilor nebancari aduce un suflu nou pieței interne a VMS, diversificând preferințele risc-rentabilitate și orizonturile investiționale. De regulă, fondurile de pensii și companiile de asigură preferă VMS cu scadențe mai lungi, întrucât acestea se potrivesc angajamentelor lor de plată, oferind astfel statului oportunitatea de extindere a curbei randamentelor. O gamă de investitori pe piața VMS se consideră cu atât mai dezvoltată, cu cât structura acesteia este mai diversificată. Totodată, participarea investitorilor nerezidenți pe piața internă a VMS oferă diverse perspective investiționale prin creșterea lichidității pe piața VMS secundară.

Din aceste considerente, indicatorii, prezentați în continuare pe fiecare element determinant în parte, au fost prestabiliți în dependență de preferințele tuturor categoriilor de investitori pe piața VMS – retail, instituționali și străini.

***Elementul determinant 1. Accesibilitatea și infrastructura pieței.*** Aspectele ce prezintă interes pentru investitori, în partea ce ține de accesibilitatea și infrastructura pieței VMS, se rezumă la existența și asigurarea unui tratament și condiții echitabile pentru toți investitorii pe piața VMS, modul în care acești investitori pot investi în VMS (achiziționări directe prin diverse platforme electronice sau prin intermediul dealerilor primari), precum și nivelul de transparență pe care statul îl asigură cu referire la emiterea și plasarea VMS. O importanță sporită în acest sens prezintă și funcționalitatea și transparența pieței secundare a VMS, precum și a sistemelor de clearing, și decontare.

Existența platformelor IT ale infrastructurii pieței financiare (diverse sisteme IT electronice) asigură o mai mare eficiență și o reducere a riscurilor aferente proceselor. Principalele sisteme IT necesare funcționării pieței VMS sunt: sistemul de emitere a VMS, de înregistrare, evidență și depozitare a VMS, de decontare și compensare a instrumentelor emise, iar asigurarea interconexiunilor dintre aceste sisteme este o cerință vitală. Mai mult ca atât, softurile și sistemele IT moderne reduc considerabil riscurile operaționale, pot favoriza tranzacționarea unor volume semnificative de instrumente financiare, precum și asigură transparența, fapt ce facilitează respectarea normelor privind prevenirea și combaterea spălării banilor și finanțării terorismului, acestea din urmă fiind cerințe indispensabile în majoritatea statelor lumii. Nu în ultimul rând, cadrul de reglementare a infrastructurii pieței financiare trebuie să asigure o minimizare a riscului contrapărții și de piață. O legislație orientată spre dematerializarea instrumentelor financiare limitează riscul contrapărții, atunci când finalitatea tranzacțiilor și a plăților este protejată prin lege, iar sistemele depozitarului permit o livrare contra plată (DvP) simultană și sigură. Riscul de piață poate fi diminuat prin reducerea timpului dintre executarea tranzacției și finalitatea decontării.

În aceeași ordine de idei, pentru garantarea accesului egal al investitorilor pe piața VMS, depozitarul trebuie să stabilească criterii egale și transparente de acces a participanților, iar politicile de acces trebuie să fie în concordanță cu reglementările pieței financiare. Totodată, infrastructura pieței financiare trebuie să dispună de împuterniciri legale și capacități de colectare și publicare a informațiilor aferente tranzacțiilor și categoriilor de deținători ai VMS.

Astfel, indicatorii care, în opinia autorului tezei, vor reflecta nivelul de atractivitate a VMS pentru investitori, pe dimensiunea *accesibilității și infrastructurii pieței* acestora, se prezintă în tabelul 3.1.

**Tabelul 3.1. Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea accesibilității și infrastructurii pieței VMS (AIp)**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicilor existente	Total
1.	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			
1.1	Toți investitorii pe piața VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, conexiunilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc inclusiv pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.3	VMS se emit în formă dematerializată?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistem de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate, în timp util, precum și în regim securizat?	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
	<b>TOTAL<sup>24</sup>:</b>			

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [62]

O atractivitate investițională înaltă a VMS emise pe piața internă presupune o accesibilitate largă a pieței pentru investitori, precum și o infrastructură dezvoltată. Astfel, autoritățile trebuie să asigure un tratament echitabil și condiții egale de participare tuturor investitorilor; o transparență cât mai mare a emisiunilor de VMS atât înainte, cât și după acestea, prin publicarea în timp util a

<sup>24</sup> Având în vedere că tabelul 3.1. reprezintă doar o parte a descrierii metodologiei adaptate de autor pentru evaluarea atractivității investiționale a VMS, în cadrul acestuia lipsesc datele, fiind reflectat doar punctajul ce poate fi acordat în dependență de răspuns la întrebările incluse în tabel. Acestea sunt reflectate în Anexă, unde metodologia adaptată de autor se aplică R. Moldova și statelor analizate în prezenta cercetare (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), punctajele obținute pe fiecare stat în parte fiind reflectate în Anexa 13.



volumelor și tipurilor de VMS ce urmează a fi oferite, a rezultatelor emisiunilor, în aceeași zi în care au avut loc emisiunile, precum și asigurarea publicării unui plan anual de emisiuni, cu actualizarea periodică a acestuia.

În același timp, implementarea și funcționarea unor programe, platforme de tranzacționare directă a VMS asigură o accesibilitate mai mare și, respectiv, o atragere mai mare a investitorilor retail pe piață, iar existența interconexiunilor dintre depozitarul autohton și un depozitar internațional facilitează accesibilitatea investitorilor străini (nerezidenți) pe piața locală. Totodată, modul de organizare a pieței și infrastructura acesteia, la fel, influențează interesul investitorilor pentru produsele oferite pe piața internă a VMS. Deși, de regulă, sistemul de dealeri primari este constituit preponderent din bănci comerciale, în multe state dezvoltate, în categoria acestora sunt incluși sau pot fi incluși (legislația autohtonă permite) și entități din domeniul financiar nebancar sau entități financiare străine (nerezidente), fapt ce facilitează identificarea și atragerea potențialilor investitori pe piața locală, reieșind din baza de clienți a acestor entități. Emiterea în formă dematerializată a VMS și performanța sistemelor IT privind înregistrarea, evidența, depozitarea, clearingul și decontarea instrumentelor asigură siguranța plasamentelor investitorilor, precum și o măsură bună de gestionare a riscurilor operaționale aferente investițiilor pe piața VMS.

***Elementul determinant 2. Diversitatea VMS.*** Un portofoliu de VMS emise preponderent cu scadențe medii spre lungi este o primă dovadă că VMS în cauză dispun de o atractivitate investițională înaltă și, respectiv, de o gamă de investitori matură. Odată cu dezvoltarea pieței, de regulă, crește și volumul emisiunilor de VMS pe termen lung. În același timp, o curbă a randamentelor extinsă cu un nivel de lichiditate adecvat, distribuit de-a lungul maturităților de tip benchmark, contribuie la o mai mare atragere a investitorilor pe piața VMS locală.

Cu referire la tipurile de VMS disponibile pe piața internă, inclusiv diversitatea scadenței acestora și preferințele investitorilor, se remarcă faptul că, spre exemplu, băncile sunt cointeresate în investiții ce au ca obiect VMS emise pe termen scurt, iar fondurile de pensii și companiile de asigurări – în VMS indexate (la inflație), emise pe termen lung. În același timp, varietatea VMS și maturitățile acestora contribuie la gestionarea și hedjarea riscurilor investitorilor, aferente portofoliului investițional. În acest context, în continuare, se prezintă indicatorii care, potrivit autorului, caracterizează diversitatea VMS emise pe piața internă și pot determina nivelul atractivității acestora (tabelul 3.2.).

După cum s-a observat din practica internațională (subcapitolul 2.1.), majoritatea statelor analizate, de-a lungul timpului, și-au diversificat portofoliile de VMS emise pe piața primară în dependență de preferințele, de apetitul de risc al investitorilor, dar și de conjunctura pieței, și necesitățile de finanțare ale statelor respective, prin emiterea de VMS de tipuri noi, cum ar fi: green

bonduri (în cazul Canadei și Ungariei) sau introducerea unor linii de scadențe noi (5 ani pentru investitorii retail din Ungaria și VMS ultralungi (50 ani), în cazul Canadei și Braziliei).

**Tabelul 3.2. Indicatori de determinare a Alvms, pe dimensiunea diversității VMS (D)**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicilor existente	Total
<b>1.</b>	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii:	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
1.2	Indexate.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds).	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
<b>2.</b>	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			
2.1	2-4 ani.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.2	5-7 ani.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.3	10-15 ani.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.4	> 20 ani.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
	<b>TOTAL:</b>			

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [62]

În același timp, disponibilitatea VMS indexate pe piață crește atractivitatea investițională a VMS, întrucât acestea sunt instrumente ce permit investitorului o gestionare eficientă a riscului inflației. Nu în ultimul rând, VMS de tip ESG pot contribui la extinderea și diversificarea gamei de investitori pe piață, în special prin atragerea investitorilor interesați în investiții menite să promoveze și să contribuie la sustenabilitatea țării, la diminuarea efectelor negative asupra mediului înconjurător și la soluționarea diverselor aspecte sociale etc.

**Elementul determinant 3. Beneficiile și avantajele financiare.** Beneficiul și avantajele financiare de pe urma investiției în VMS sunt un alt element important ce determină orientarea investitorului spre acest tip de instrument financiar.

În primul rând, stabilirea prețurilor instrumentelor propuse pe piața VMS internă, în baza propunerilor pieței, este un aspect crucial în procesul de extindere a maturității instrumentelor de datorie emise, de construire a curbei randamentelor și de dezvoltare a pieței secundare. Prin aplicarea acestei practici, statul dă dovadă de transparență și de promovare a unor politici non-intervenționiste, ceea ce asigură o atractivitate investițională înaltă a instrumentelor financiare emise.

În condițiile în care VMS reprezintă instrumente de datorie, este foarte important ca statul, în calitate sa de emitent, să asigure onorarea tuturor obligațiilor sale ce derivă din plasarea VMS și, respectiv, din împrumuturile acordate de către investitori. Astfel, pentru investitor este foarte importantă predictibilitatea și siguranța faptului că acesta urmează să-și recupereze investiția efectuată, precum și să obțină mijloacele financiare sub formă de dobândă, în termenii conveniți și agreeți inițial, fără careva întârzieri sau eșalonări, indiferent de situații (tabelul 3.3.). În același

timp, politica de impozitare a statului reprezintă un factor determinant în luarea deciziei investiționale, precum și al lichidității pieței VMS interne. Din acest considerent, regimul de impozitare, aferent tranzacțiilor pe piața primară și secundară, trebuie să fie clar și rezonabil, întrucât acesta afectează atât cererea, cât și oferta de VMS pe piață. Astfel, pentru o atractivitate mai mare a VMS, în unele state (vezi subcapitolul 2.1.), mijloacele bănești aferente tranzacțiilor cu VMS sunt scutite de la plata impozitului pe venit.

**Tabelul 3.3. Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea beneficiilor și avantajelor financiare ale VMS (BAf)**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		<i>conform legislației</i>	<i>conform practicilor existente</i>	<i>Total</i>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor).	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
	<b>TOTAL:</b>			

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [62]

Un aspect nu mai puțin important este modul de formare a prețurilor la VMS emise pe piața primară. VMS, al căror preț se formează în dependență de ofertele investitorilor, se bucură de o atractivitate investițională mai mare în raport cu cele al căror preț este stabilit de emitent la propria latitudine.

**Elementul determinant 4. Gestionarea riscurilor.** Riscurile aferente investițiilor în VMS, în special oportunitățile de minimizare a acestora, reprezintă un alt aspect ce determină investitorii să-și plaseze disponibilitățile și economiile în acest tip de instrument financiar. Deși, după cum s-a menționat în capitolul 1, VMS se consideră cele mai puțin riscante investiții, acestea prezintă totuși anumite riscuri, cum ar fi: de credit, valutar (prezintă interes în special pentru investitorii străini), de inflație, al ratei dobânzii, de lichiditate. În acest context, indicatorii prezentați în continuare vor reflecta, conform autorului, nivelul de atractivitate investițională a VMS, pe dimensiunea gestionării riscurilor investitorilor (tabelul 3.4.). Ratingul de țară al statului emitent de VMS este un aspect la care investitorii atrag atenția în procesul decizional privind oportunitatea efectuării investiției, întrucât acesta reflectă nivelul de credibilitate a guvernului respectiv în fața investitorilor. În acest context, cu cât ratingul de țară este mai bun, cu atât riscul de credit al investițiilor, ce au ca obiect VMS în țara respectivă, va fi mai mic și, respectiv, investiția - mai atractivă. După cum s-a notat anterior, emiterea VMS indexate este o oportunitate foarte bună

pentru investitori de a-și gestiona eficient riscul inflației, întrucât acestea protejează investitorii de eventuale fluctuații ale inflației.

**Tabelul 3.4. Indicatori de determinare a AIvms, pe dimensiunea gestiunii riscurilor aferente investițiilor în VMS (GR)**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii	Total
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.); - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.); - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.).		1 0,5 0	
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației (emiterea VMS indexate).	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și <i>switch</i> , în vederea asigurării lichidității pieței.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină.	da - 1 nu - 0	da - 1 nu - 0	
<b>TOTAL:</b>				

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [62]

Riscul de lichiditate pe piața secundară, după cum s-a menționat mai sus, poate fi diminuat prin aplicarea de către stat a operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și operațiuni *switch*), acestea permițând retragerea din circulație a VMS care sunt mai puțin lichide. În același timp, o oportunitate de diminuare a riscului valutar pentru investitorii străini este disponibilitatea, pe piața internă a statului respectiv, a VMS în valută străină.

În continuare se prezintă, în versiunea integrală, metodologia propusă de autor, în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a unui stat (tabelul 3.5.), aceasta fiind adaptată reieșind din metodologia BM, FMI, BERD și OCDE.

**Tabelul 3.5. Metodologia de determinare a nivelului atractivității investiționale a VMS, adaptată și propusă de autor**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	total
<b>Accesibilitatea și Infrastructura pieței (Alp)</b>				
1.	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață.			
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor.			
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice).			
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența conexiunilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale).			
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale.			
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate sau MTF.			
2.3	VMS se emit în formă dematerializată.			

2.4	Tranzacțiile pe piața VMS funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate, în timp util.			
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				
<b>1.</b>	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii.			
1.2	Indexate.			
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail.			
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds).			
<b>2.</b>	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			
2.1	2-4 ani.			
2.2	5-7 ani.			
2.3	10-15 ani.			
2.4	> 20 ani.			
<b>Beneficiile și Avantajele financiare (BAf)</b>				
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor).			
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori, aferente VMS procurate de aceștia, în întregime și fără întârzieri.			
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării.			
4.	Veniturile obținute în urma înstrăinării VMS nu se supun impozitării.			
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.); - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.); - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.).			
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației, prin emiterea VMS indexate.			
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch”, în vederea asigurării lichidității pieței.			
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină.			
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIvms):</b>				

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [62]

Autorul tezei a aplicat metodologia prenotată R. Moldova, în scopul determinării nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a acesteia, precum și a statelor analizate în teza dată (capitolul 2), cu scop comparativ. Astfel, în rezultatul evaluării, la situația din 31 decembrie 2021, în baza metodologiei adaptate (Anexa 13), autorul tezei a obținut următoarele *niveluri ale atractivității investiționale* a VMS a R. Moldova și a statelor analizate (tabelul 3.6.).

**Tabelul 3.6. Nivelul atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și pe piețele interne ale statelor analizate, conform metodologiei adaptate de autor**

Nr.	Indicatori State	AIp	D	BAf	R	AIvms	Calificativ
1.	R. Moldova	2,75	1,5	2,0	1,0	<b>1,81</b>	<b>Redusă</b>
2.	Brazilia	3,5	4,0	2,5	3,5	3,38	Înaltă
3.	Canada	4,0	4,0	2,0	4,0	3,50	Înaltă
4.	România	3,75	3,0	4,0	3,5	3,56	Înaltă
5.	Turcia	3,5	3,75	3,0	3,5	3,44	Înaltă
6.	Ungaria	4,0	4,0	3,5	3,5	3,75	Înaltă

Sursa: elaborat de autor în baza Anexei 13

Conform datelor reflectate în tabelul 3.6., *R. Moldova* a înregistrat un scor de 1,81 puncte, ceea ce, conform metodologiei propuse de autor, se încadrează în *nivelul redus al atractivității*

*investiționale*. După cum se observă, atractivitatea investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova se situează la un nivel apropiat de scorul obținut la evaluarea componentei „*Gama de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova*” (efectuată în subcapitolul 2.3.). Atractivitatea VMS emise pe piața internă din R. Moldova se explică, în mare parte, printr-o *diversitate redusă* a produselor oferite pe piața VMS și *oportunități foarte reduse de gestionare a riscurilor investitorilor* (în special cele de lichiditate și de inflație), precum și aplicarea impozitelor asupra deținerilor de VMS. În cazul VMS emise pe piețele interne ale celorlalte state (tabelul 3.6.), se constată că acestea prezintă un nivel înalt al atractivității investiționale, cele mai atractive VMS fiind cele emise pe piața internă a Ungariei și a Canadei, AIvms înregistrând 3,75 puncte. După aceste state, o atractivitate investițională înaltă a VMS emise pe piața internă (3,56 puncte) a revenit României. Analizând mai detaliat atractivitatea investițională a VMS emise în statele analizate (pe elemente determinante), poziții forte privind *accesibilitatea și infrastructura pieței VMS* se atestă în cazul Canadei și Ungariei, iar în cele ce vizează *diversitatea VMS* oferite de către stat, se atestă în Canada, Ungaria și Brazilia. Pe dimensiunea *beneficiilor și avantajelor financiare*, cele mai atractive VMS se consideră cele emise de România (aceasta fiind unicul stat, din cele analizate, ce oferă scutiri totale de la plata impozitului pe venit aferent deținerilor de VMS) și Ungaria. Totodată, este necesar de remarcat că la acest element determinant al AIvms, R. Moldova deține aceeași poziție ca și Turcia (3,0 puncte), acestea fiind mai bune comparativ cu cele ale Canadei și Braziliei. Pozițiile reduse ale Canadei și Braziliei la acest aspect, sunt cauzate de politica de impozitare (mai puțin relaxantă) promovată de către statele respective, privind deținerile și tranzacțiile cu VMS. Pe dimensiunea *gestionării riscurilor*, toate cele 5 state analizate dețin poziții forte, întrucât strategiile de emisiune ale guvernelor acestora permit investitorilor o bună gestiune a riscurilor ce derivă din investițiile în VMS.

Date fiind cele relatate în prezentul subcapitol, obiectivul O<sub>8</sub> al cercetării, privind determinarea nivelului atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, adaptate de autorul tezei, se consideră a fi realizat.

### **3.2. Determinarea, în baza modelelor econometrice, a interdependenței dintre atractivitatea investițională a valorilor mobiliare de stat și finanțarea economiei R. Moldova prin intermediul valorilor mobiliare de stat**

Având în vedere că în cadrul studiului conceptul de finanțare a economiei este abordat din perspectiva finanțării bugetare, prin alocarea resurselor bugetare și acoperirea deficitului bugetar, se relevă că *interdependența dintre deficitul bugetar, finanțarea acestuia*, în special prin intermediul VMS, și *creșterea economică* reprezintă obiectul de studiu al numeroaselor cercetări din domeniu. În condițiile în care teoria economică conține abordări contradictorii cu referire la

efectele deficitului bugetar și finanțarea acestuia asupra creșterii economice (keynesiștii erau de părere că relația dintre cei doi indicatori este pozitivă, neoclasicii – negativă și ricardienii - neutră), la fel de contradictorii sunt și rezultatele studiilor efectuate la subiectul dat.

Astfel, Solawon M. D. și Adekunle O. au cercetat relația dintre finanțarea deficitului bugetar, prin intermediul instrumentelor de datorie publică externă și efectele acestuia asupra PIB-ului, studiul efectuat demonstrând un *efect pozitiv* asupra creșterii economice pe termen lung. Adesuyi O. și Falowo E., în cercetările lor, au examinat relația dintre deficitul bugetar și economia nigeriană, rezultatul demonstrând că deficitul bugetar a avut o contribuție semnificativă asupra PIB-ului și asupra creșterii economice în Nigeria. În schimb, Awe A. A. și Funlayo A. K., investigând implicațiile pe termen scurt și lung ale deficitului bugetar asupra creșterii economice în Nigeria, cu ajutorul analizei de regresie, au determinat o *relație negativă* între deficitul bugetar și creșterea economică. La aceleași constatări au ajuns prin studiile lor și Oladipo S.O. și Akinbobola T. O.; Awe A. A., Funlayo A. K., Keho Y. În același timp, Akinmulegun S. O., aplicând modelul vectorului de autoregresie (VAR), a constatat că finanțarea deficitului *nu a contribuit în mod semnificativ* la creșterea economică în Nigeria, din cauza impactului negativ al finanțării deficitului asupra creșterii economice în perioada analizată, iar Hamid N. I., aplicând testul de cauzalitate Granger în estimarea relației dintre deficitul și creșterea economică a Pakistanului, a relevat existența unei *cauzalități bidirecționale* dintre deficitul bugetar și PIB.

În condițiile în care piața internă a VMS reprezintă o sursă avantajoasă de obținere a necesităților de finanțare a economiei, Pradhan R. P., Zaki D. B. și alții [137] au analizat *piața obligațiunilor (nivelul de dezvoltare a pieței) și impactul acesteia asupra creșterii economice*. Piața obligațiunilor poate fi măsurată și monitorizată din 4 perspective: mărime, accesibilitate, eficiență și stabilitate, mărimea pieței fiind perspectiva cea mai des utilizată de măsurare a pieței obligațiunilor. Astfel, în studiul prenotat, piața obligațiunilor este compusă din 4 componente: piața VMS emise pe piața internă, piața VMS emise pe piața externă, piața internă a obligațiunilor private și piața externă a obligațiunilor private, iar în calitate de indicatori de măsurare a mărimii pieței s-a utilizat ponderea fiecărei piețe în PIB, iar pentru creșterea economică - rata de creștere a PIB-ului pe cap de locuitor. În studiu au fost cuprinse 20 de state dezvoltate și 20 state în curs de dezvoltare, perioada de analiză fiind cuprinsă între anii 1990-2011. Astfel, scopul studiului a fost de a demonstra, în baza testului de cauzalitate Granger, că dezvoltarea pieței obligațiunilor, în vederea finanțării economiei, generează creșterea acesteia. Rezultatele testelor econometrice aplicate în studiul dat au demonstrat, în majoritatea statelor, existența unei relații pe termen lung dintre dezvoltarea pieței obligațiunilor (inclusiv pe fiecare componentă în parte a pieței) și creșterea economică [137].

Kolapo F. T. și Adaramola O. [102], care au analizat impactul piețelor de capital asupra creșterii economice din Nigeria, au arătat că există o relație pe termen lung dintre bursa de valori și creșterea economică. Kapingura F. și Markheta P. au identificat, de asemenea, că activitatea economică reală, măsurată prin PIB, este influențată de dezvoltarea pieței de obligațiuni în unele țări africane [100]. Mai mult, Matei I. a demonstrat relația dintre dezvoltarea pieței de obligațiuni și creșterea reală a PIB-ului, utilizând randamentul obligațiunilor cu scadența de 10 ani și randamentul obligațiunilor cu scadența de 1 an, ca indicatori ai dezvoltării pieței de obligațiuni în șaisprezece țări din zona euro. Constatarea cercetătorului indică faptul că în Portugalia, Finlanda, Italia, Grecia și Franța, în perioada 2001-2011, activitatea economică a unei țări este afectată semnificativ de dinamica pieței obligațiunilor [127]. Alte studii ce au demonstrat legătura dintre piața obligațiunilor și creșterea economică sunt ale lui Pradhan R. P. [136, 137].

Pe de altă parte, Thumrongvit P., care a analizat relația dintre obligațiunile de stat și cele corporative și creșterea economică, a demonstrat că: piața obligațiunilor influențează parțial creșterea economică; piața VMS influențează în mod semnificativ piața obligațiunilor corporative; iar piața obligațiunilor corporative nu influențează piața VMS [151].

Matei I. a identificat că o interdependență se atestă între piața economică reală și cea a obligațiunilor în cazul Sloveniei și Greciei [127]. Între timp, Dimic N., care a efectuat un studiu al factorilor care afectează piața de valori mobiliare, a demonstrat că cel mai important factor care influențează valorile mobiliare pe termen scurt este politica monetară; iar în cazul celor pe termen lung - incertitudinea privind evoluția inflației și a pieței de capital.

O serie de alte studii au demonstrat *impactul investitorilor străini asupra dezvoltării pieței de obligațiuni și asupra creșterii economice*. Astfel, Lucey B. M. și Zhang Q., prin intermediul studiului lor, au afirmat că deschiderea pieței financiare pentru investitorii străini a fost considerată o cheie a schimbării structurale în țările în curs de dezvoltare [122]. Iamsiraroj S. și Ulubașoğlu M. au indicat că investițiile străine directe au un impact pozitiv asupra creșterii economice din țările în curs de dezvoltare [96]. Lucrarea lui Ebeke C. a argumentat că, creșterea PIB-ului real joacă un rol important în modelarea relației dintre investitorii străini și dinamica randamentelor obligațiunilor. Proprietatea străină tinde să scadă randamentul și volatilitatea acestuia în țara care dispune de situație macroeconomică stabilă și solidă [68]. Muharam H., Ghazali L. și alții au demonstrat că prezența investitorilor străini pe piața obligațiunilor a avut un efect semnificativ asupra dezvoltării acesteia în Indonezia, Malaezia, Polonia, Turcia și Africa de Sud. La fel, corelația pozitivă pe termen scurt a investițiilor străine asupra creșterii economice s-a adeverit în cazul Thailandei și Turciei [130].



În acest context, având în vedere studiile prenotate în subcapitolul dat, *autorul tezei își propune să demonstreze ipoteza de cercetare și prin intermediul modelelor econometrice (formulată în subcapitolul 1.4. al prezentei cercetări):*

*H. Creșterea atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante (accesibilitatea și infrastructura pieței VMS; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare ale VMS; gestionarea riscurilor investiționale), identificate de autorul tezei, constituie un factor important în asigurarea statului cu resurse financiare necesare pentru finanțarea economiei R. Moldova.*

Ipoteza urmează a fi testată în două etape, fiind utilizate două modele econometrice:

- la prima etapă (E1), în baza Modelului 1, urmează a fi cercetată interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS și nivelul/volumul pieței VMS, în calitate de indicatori fiind utilizați atractivitatea investițională (determinată conform metodologiei adaptate de autor în subcapitolul 3.1.) și ponderea pieței interne a VMS în PIB;

- la cea de a doua etapă (E2), în baza Modelului 2, urmează a fi cercetată interdependența dintre volumul pieței VMS și finanțarea economiei R. Moldova, în calitate de indicatori fiind utilizați ponderea pieței interne a VMS în PIB și nivelul de finanțare a economiei R. Moldova.

Astfel, sarcinile celor 2 etape de testare a ipotezei se stabilesc în următoarea redacție:

*E1: Atractivitatea investițională a VMS (AIvms) influențează volumul pieței interne a VMS din R. Moldova;*

*E2: Volumul pieței interne a VMS influențează nivelul de finanțare a economiei R. Moldova.*

În vederea bunei continuări a cercetării în cadrul tezei date, precum și în vederea testării și confirmării ipotezei enunțate, autorul tezei a făcut apel la un volum important de rapoarte și date statistice. Astfel, suportul informațional al tezei s-a suplimentat cu informațiile publicate și rapoartele anuale ale Ministerului Finanțelor din R. Moldova, acestea fiind obținute de pe pagina web oficială a acestuia, cu prezentarea datelor de rigoare în tabelul 3.7.

**Tabelul 3.7. Valoarea indicatorilor utilizați în calitate de variabile pentru testarea ipotezei de cercetare**

<b>Indicatori, %</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Atractivitatea investițională a VMS, unități	1,63	1,63	1,69	1,69	1,81	1,88	1,88	1,81
Ponderea pieței interne a VMS în PIB, %	4,0	4,2	4,5	4,8	4,2	3,9	7	7,8
Finanțarea economiei, mil. lei	492,7	243,2	953,0	1058,9	480,0	109,6	5576,8	3721,5

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [173, 174]

Totodată, pentru obținerea unor rezultate mai reprezentative în procesul de testare a ipotezei de cercetare, s-a considerat necesară utilizarea datelor statistice aferente perioadei anilor 2014-2021.

**Modelul 1** a permis verificarea primei etape - *determinarea impactului atractivității investiționale a VMS (cauză) asupra volumului pieței interne a VMS (efect)* – care a fost realizată prin elaborarea unei ecuații de regresie simplă, prin metoda celor mai mici pătrate, iar analiza relațiilor dintre variabilele studiate și efectuarea testelor statistice a fost realizată cu ajutorul programului de analiză econometrică EViews. Metodologia de cercetare utilizată este una cantitativă, bazată pe analiza statistică deductivă, care urmează să testeze prima etapă a ipotezei formulate și să identifice relația cauză-efect. Variabilele utilizate în cadrul primei etape de testare sunt prezentate în tabelul 3.8.

**Tabelul 3.8. Descrierea variabilelor utilizate pentru testarea ipotezei în cadrul primei etape, cu utilizarea Modelului 1**

Nr.	Tipul variabilei	Denumirea	Formula de calcul
1.	Variabila dependentă	Ponderea pieței interne a VMS în PIB ( $PVMS_{PIB}$ )	Datoria de stat internă / PIB
2.	Variabila independentă	Atractivitatea investițională a VMS ( $AIVMS$ )	$(Aip+D+Baf+GR) / 4$

Sursa: elaborat de autor

Astfel, volumul pieței VMS urmează a fi exprimat prin ponderea pieței interne a VMS în PIB, la calcularea căruia se va lua în considerare volumul datoriei de stat interne, ce are ca obiect emisiunile de VMS pe piața primară a R. Moldova. Atractivitatea investițională a VMS ( $AIVMS$ ) se determină conform metodologiei adaptate de autor în subcapitolul 3.1, având la bază cele 4 elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS.

În scopul evidențierii interdependenței dintre variabilele reflectate în tabelul 3.7., s-a utilizat următoarea formulă de regresie simplă:

$$PVMS_{PIB} = b_0 AIVMS^{b_1} \quad (3.1)$$

unde:

$PVMS_{PIB}$  – variabila dependentă;

$Aivms$  – variabila independentă;

$b_0$  – constanta;

$b_1$  - coeficientul variabilei independente.

În rezultatul testării modelului prenotat (Anexa 14), coeficientul de determinație  $R^2$  al acestuia constituie 0,377 (tabelul 3.9.), fapt ce presupune că există o relație puternică între atractivitatea investițională a VMS, având la bază elementele determinante ale acesteia, și volumul pieței interne a VMS. În acest context, rezultatele obținute indică faptul că atractivitatea investițională a VMS ar putea explica schimbările în volumul pieței interne a VMS. De asemenea, probabilitatea aferentă testului F-statistic este egală cu zero, ceea ce indică asupra faptului că modelul este semnificativ, din punct de vedere statistic, la un prag de 1% și nu înregistrează specificații omise.

**Tabelul 3.9. Regresia estimată a volumului pieței interne a VMS din R. Moldova**

Variabile	Coef	Eroare std.	t-Statistic	Prob.
LOG(AIvms)	3,6885	2,5543	1,4440	0,20
R <sup>2</sup>		0,377		
F-statistic		1,516		
Prob(F-stat)		0,305		

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor obținute prin intermediul programului EViews

Totodată, rezultatele obținute demonstrează că majorarea cu 1% a nivelului atractivității investiționale a VMS generează o creștere medie a volumului pieței interne a VMS din R. Moldova de circa 3,69%.

**Modelul 2.** Pentru a doua etapă de testare, ce presupune că *volumul pieței VMS influențează nivelul de finanțare a economiei*, la fel, s-a aplicat ecuația de regresie simplă, prin metoda celor mai mici pătrate, analiza relațiilor dintre variabile și efectuarea testelor statistice fiind realizată cu ajutorul programului de analiză econometrică EViews. Variabilele utilizate în cadrul celei de a doua etape de testare a ipotezei sunt prezentate în tabelul 3.10. În cazul dat, volumul pieței VMS reprezintă variabilă independentă, iar finanțarea economiei R. Moldova – variabila dependentă.

**Tabelul 3.10. Descrierea variabilelor utilizate pentru testarea ipotezei în cadrul celei de a doua etape, cu utilizarea Modelului nr.2**

Nr.	Tipul variabilei	Denumirea	Formula de calcul
1.	Variabila dependentă	Finanțarea economiei ( $F_{df}$ )	-
2.	Variabila independentă	Ponderea pieței interne a VMS în PIB ( $PVMS_{PIB}$ )	Datoria de stat internă / PIB

Sursa: elaborat de autor

Totodată, se observă că indicatorul finanțării economiei R. Moldova a fost exprimat prin volumul finanțării nete (diferența dintre volumul emisiunilor de VMS și volumul răscumpărărilor de VMS efectuate într-o anumită perioadă de timp) încasate în bugetul de stat, pentru acoperirea deficitului bugetar, din contul emisiunilor de VMS pe piața primară a R. Moldova. În scopul evidențierii interdependenței dintre variabilele reflectate în tabelul 3.10., s-a utilizat următoarea formulă de regresie simplă:

$$F_{df} = b_0 PVMS_{PIB}^{b_1} * D20^{b_2} \quad (3.2)$$

unde:

$F_{df}$  – variabila dependentă;

$PVMS_{PIB}$  – variabila independentă;

D20 – variabila dummy;

$b_1, b_2$  – coeficienții variabilei independente și variabilei dummy.

Având în vedere că situația creată ca rezultat al pandemiei de Covid-19 a fost una excepțională, cu impact negativ asupra situației economice a tuturor statelor lumii, inclusiv a R. Moldova, fapt ce s-a cuantificat prin înrăutățirea indicatorilor economico-financiari, datele

aferele anului 2020 au fost reflectate în calitate de variabilă dummy, cu neutralizarea acestora, în vederea obținerii unei testări viabile a Modelului 2.

Astfel, în rezultatul testării modelului prenotat (Anexa 15), practic *toate valorile obținute s-au dovedit a fi semnificative din punct de vedere statistic și confirmă ipoteza la un nivel ridicat de încredere* (tabelul 3.11.).

**Tabelul 3.11. Regresia estimată a nivelului finanțării economiei R. Moldova**

Variabila	Coeficientul	Eroare std.	t-Statistic	Prob.
Ln(PVMS_PIB)	4.474	0.874	5.116	0,002
R <sup>2</sup>		0,813		
F-statistic		26.178		
Prob(F-stat)		0,002		

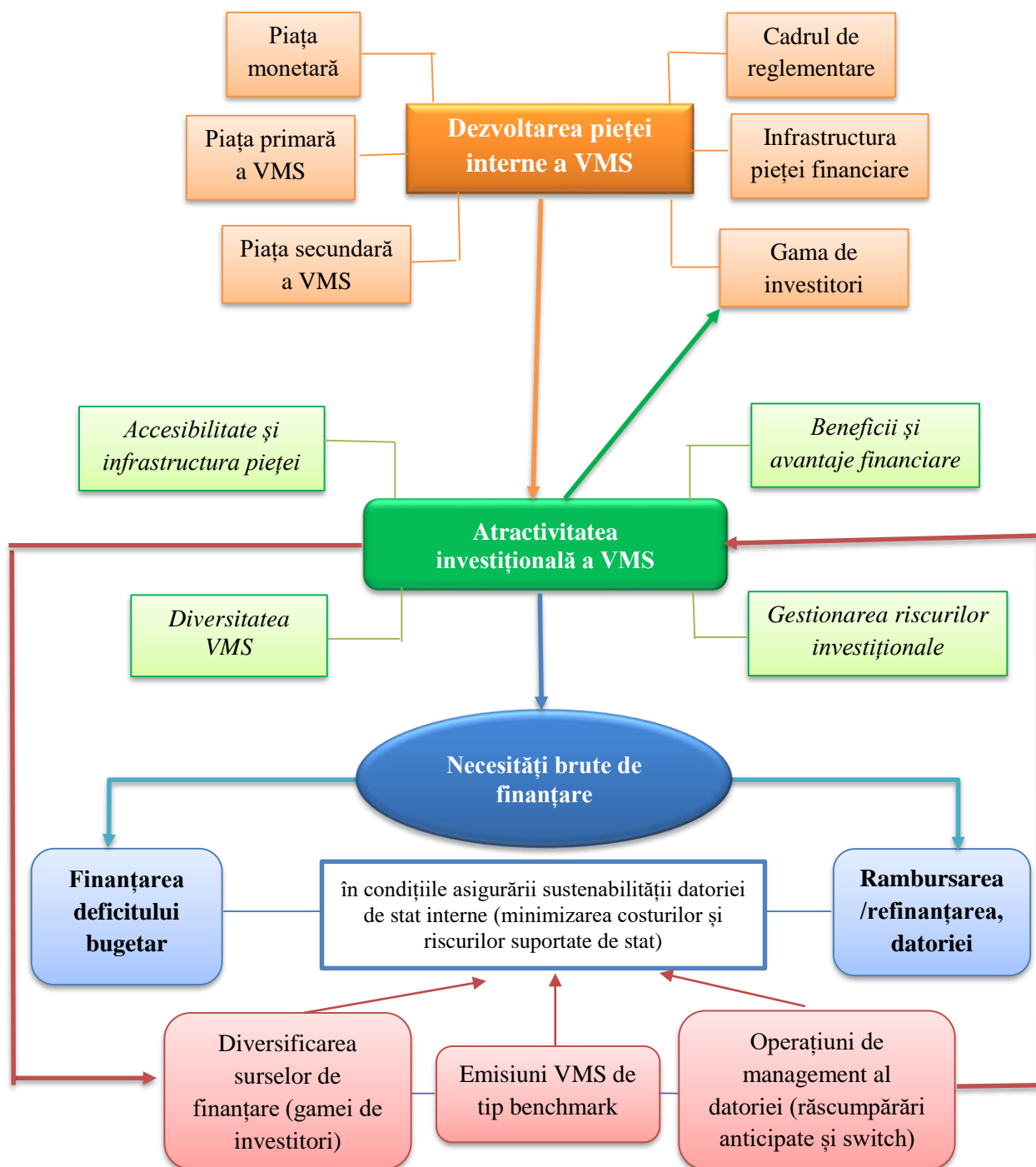
Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor obținute prin intermediul programului EViews

Rezultatele modelului econometric aplicat reflectă o majorare de 4,47% a nivelului de finanțare a economiei R. Moldova, în condițiile creșterii cu 1% a nivelului și volumului pieței VMS ca pondere în PIB.

În rezultatul celor expuse, precum și în baza rezultatelor modelelor econometrice aplicate (M1 și M2), *autorul tezei conchide: atractivitatea investițională a VMS, stabilită în baza elementelor determinante, identificate de autor în prezenta cercetare (accesibilitatea și infrastructura pieței, diversitatea VMS, beneficiile și avantajele financiare, gestionarea riscurilor investiționale), influențează în mod pozitiv volumul pieței interne a VMS, iar o creștere a volumului acesteia, la rândul său, contribuie la creșterea nivelului de finanțare a economiei R. Moldova, fapt ce denotă că ipoteza de cercetare este dovedită și confirmată, inclusiv prin intermediul modelelor econometrice.* Astfel, obiectivul O<sub>9</sub> al cercetării privind validarea și reflectarea interdependenței dintre atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei R. Moldova, în baza modelelor econometrice elaborate de autor, se consideră a fi realizat.

### **3.3. Identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat emise pe piața internă a Republicii Moldova**

Având în vedere cercetările efectuate în prezenta lucrare, studiile diverșilor cercetători și experți în domeniu, precum și practica statelor, analizate în prezenta cercetare (Canada, Brazilia, România, Turcia și Ungaria), la subiectul atractivității VMS în calitate de *instrument financiar* și implicațiile acestora în calitate de *sursă de finanțare a economiei*, autorul tezei a identificat și a elaborat un *model al relațiilor de interconexiune* dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, *atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei* în condițiile unei datorii de stat interne sustenabile (figura 3.1.).



**Figura 3.1. Modelul relațiilor de interconexiune dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condiții de sustenabilitate a DSI**  
Sursa: elaborată de autor

În cele ce urmează, autorul își propune să efectueze o generalizare a relațiilor prezentate în modelul reflectat în figura 3.1.

Astfel, după cum s-a elucidat în capitolul 1, având în vedere elementele componente ale dezvoltării pieței VMS, prevăzute în metodologia BM, FMI, BERD și OCDE, de evaluare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS, în opinia autorului tezei, nivelul atractivității investiționale a VMS emise de către un stat este interdependent de nivelul de dezvoltare a pieței

VMS a statului respectiv. Pe de o parte, o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora diverse oportunități investiționale în timp util, o siguranță ridicată a investițiilor plasate, precum și posibilități de minimizare și gestiune eficientă a riscurilor investiționale aferente. Pe de altă parte, o atractivitate investițională înaltă a VMS emise pe piața internă, având la bază elementele determinante ale acesteia, identificate de autorul tezei prin prezenta cercetare, contribuie la o diversificare a gamei de investitori pe piață. În acest context, având în vedere că gama de investitori pe piața VMS reprezintă unul dintre cele 6 componente de bază necesare dezvoltării pieței VMS (descrise în subcapitolul 1.2.), creșterea atractivității investiționale a VMS, în scopul atragerii noilor categorii de investitori pe piața internă a VMS a unui stat, contribuie, potrivit autorului, la dezvoltarea acesteia.

De asemenea, atractivitatea investițională a VMS influențează atât potențialul volum de resurse ce poate fi obținut de către stat, în scopul acoperirii necesităților de finanțare a economiei, cât și costurile la care aceste resurse pot fi atrase. În același timp, o creștere a atractivității investiționale a VMS poate contribui semnificativ la diversificarea gamei de investitori, respectiv a surselor de finanțare a statului, aceasta fiind una din măsurile pe care statul trebuie să le aplice în scopul reducerii riscurilor și asigurării sustenabilității datoriei și, respectiv, unele dintre principalele deziderate ale statului în procesul de accesare a resurselor financiare necesare prin contractarea de împrumuturi.

În aceeași ordine de idei, după cum se observă din modelul de relații prezentat în figura 3.1., precum și din rezultatele analizei realizate, se poate remarca faptul că aplicarea operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și operațiuni *switch*), pe lângă faptul că reprezintă o măsură importantă prin care statul își poate asigura sustenabilitatea datoriei, aceasta contribuie inclusiv la creșterea atractivității investiționale a VMS, întrucât aplicarea de către stat a acestor operațiuni reduce riscurile de lichiditate ale investitorilor, precum și le oferă posibilitatea de a-și restructura portofoliile. Acest lucru confirmă, încă o dată, ipoteza de cercetare formulată în prezentul studiu.

În acest context, reieșind din modelul reflectat în figura 3.1. și din generalizarea relațiilor dintre elementele acestuia, se conchide că atractivitatea investițională a VMS are o importanță aparte în procesul de finanțare a economiei prin intermediul instrumentelor datoriei publice (implicit VMS): aceasta, pe lângă oferirea accesibilității resurselor financiare necesare, influențează și este influențată de capacitățile statului de asigurare a sustenabilității datoriei de stat interne. Mai mult ca atât, după cum s-a menționat deja, o atractivitate investițională înaltă a VMS poate contribui la impulsivitatea dezvoltării pieței interne a VMS.

Prin urmare, dat fiind rolul VMS în asigurarea statului cu resursele financiare necesare, poziția R. Moldova la capitolul dezvoltării pieței interne a VMS și la capitolul atractivității investiționale a VMS (determinată de autorul tezei în subcapitolele 2.3. și, respectiv, 3.1.), precum și problemele cu care R. Moldova se confruntă la moment pe piața internă autohtonă a VMS (afectarea indicatorilor de sustenabilitate a datoriei de stat interne, ca rezultat al creșterii riscurilor de refinanțare; preponderența VMS pe termen scurt în portofoliul de emisiuni al statului; concentrarea masivă a investitorilor pe piață într-o singură categorie de participanți, și anume băncile comerciale), impun necesitatea incontestabilă de sporire a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova.

În procesul de creștere a atractivității investiționale a VMS, autorul tezei consideră că, piața financiară și structura acesteia reprezintă un element foarte important, întrucât investitorii instituționali (cu cota cea mai mare de participare pe piața internă a VMS) sunt reprezentați de entitățile din sectorul financiar. Astfel, este important să se cunoască din start *oportunitățile* de diversificare a gamei de investitori pe piață, ceea ce va facilita elaborarea și implementarea unor măsuri focusate pe preferințele investiționale și specificul anumitor categorii de investitori.

În R. Moldova, după cum s-a menționat anterior, la momentul actual, majoritatea investitorilor pe piața internă a VMS este reprezentată de bănci comerciale, acestea deținând circa 80% din totalul VMS aflate în circulație. Alți investitori instituționali pe piața internă a VMS din R. Moldova sunt companiile de asigurări, însă investițiile acestora pe piața respectivă sunt cu mult mai modeste comparativ cu sectorul bancar, având în vedere lipsa instrumentelor cu scadențe lungi, ce ar corespunde specificului de activitate a companiilor de asigurări, precum și având în vedere că asigurări de viață ce implică investiții în astfel de instrumente cu termen lung al scadenței sunt oferite de o singură companie din R. Moldova (Grawe Carat SA). Această situație se datorează faptului că sectorul financiar al R. Moldova este unul puternic concentrat pe sectorul bancar, sectorul pensiilor facultative și altor tipuri de plasamente colective fiind, practic, inexistent la moment pe piața financiară a R. Moldova.

În acest context, este important să se menționeze că implementarea sistemului de pensii facultative în R. Moldova s-a realizat odată cu adoptarea Legii nr.329/1999 privind fondurile nestatale de pensii. În pofida existenței cadrului legal aferent, activitate pe acest segment nu s-a desfășurat conform așteptărilor. Conform informațiilor disponibile pe pagina web oficială a CNPF, în baza legii prenotate au fost înregistrate 3 fonduri nestatale de pensii în perioada 2009-2011, fonduri care nu și-au desfășurat de facto activitatea. În argumentarea lipsei de activitate pe acest segment s-au vehiculat diverse motive, printre care: subdezvoltarea pieței de capital, lipsa experienței de formare și de funcționare a fondurilor private de acumulare, caracterul facultativ al

cotizațiilor de asigurare, lipsa garanțiilor solide de răscumpărare a investițiilor contribuabililor, experiența negativă a populației țării care a pierdut toate depunerile bănești la Banca de Economii în anii 1991-1992, consecințele activității piramidelor financiare în perioada imediat următoare destrămării imperiului sovietic etc. Subiectul pensiilor facultative a revenit în discuții odată cu asumarea angajamentelor Republicii Moldova, conform Acordului de Asociere RM-UE, ratificat prin Legea nr.112/2014, de transpunere a Directivei (UE) 2016/2341 a Parlamentului European și a Consiliului din 14 decembrie 2016 privind activitățile și supravegherea instituțiilor pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP). În acest sens, Guvernul, de comun cu CNPF, a venit cu noi reglementări în domeniu, menite să preia experiența și standardele europene în domeniu, fiind astfel adoptată o nouă Lege privind fondurile de pensii facultative cu nr.198 din 20 noiembrie 2020. Aceasta stabilește un nou cadru legal privind constituirea și funcționarea fondurilor de pensii facultative pe baza economiilor capitalizate individuale, cerințe față de organizarea, licențierea și activitățile desfășurate de administratori, norme privind depozitarea fondurilor de pensii facultative, principiile și limite de investire aplicabile fondurilor de pensii facultative, precum și competențele de supraveghere a acestor entități de către CNPF. Legea respectivă urmează a fi aplicată persoanelor fizice și juridice din R. Moldova, persoanelor fizice și juridice străine și apatrizilor care prestează servicii ori desfășoară activități aferente creării și gestionării fondurilor de pensii facultative.

La fel, ca rezultat al angajamentelor de transpunere a legislației UE în legislația națională, asumate prin Acordul de Asociere RM-UE, a fost elaborată și adoptată Legea privind organismele de plasament colectiv alternative nr. 02 din 06 februarie 2020, aceasta transpunând Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 8 iunie 2011 privind administratorii fondurilor de investiții alternative. Scopul acestei legi este stabilirea cadrului legal privind constituirea, avizarea și funcționarea organismelor de plasament colectiv alternative, cerințele față de organizarea, licențierea și activitățile desfășurate de societățile de administrare a investițiilor, inclusiv obligațiile aferente gestionării organismelor de plasament colectiv cu capital de risc și cu investiții pe termen lung, precum și normele referitoare la depozitarea activelor organismelor de plasament colectiv alternative (OPCA), cu aplicarea acesteia persoanelor fizice și juridice din R. Moldova, persoanelor fizice și juridice străine și apatrizilor care prestează servicii ori desfășoară activități aferente creării și gestionării organismelor de plasament colectiv alternative [157].

Implementarea și funcționarea legilor mai sus menționate (Legea privind fondurile de pensii facultative nr.19 din 20 noiembrie 2020 și Legea privind organismele de plasament colectiv alternative nr.02 din 06 februarie 2020), de rând cu constituirea fondurilor de pensii facultative și a OPCA, va reprezenta *o bună direcție de orientare în diversificarea gamei de investitori pe piața*



internă a VMS din R. Moldova, întrucât aceste acte normative prevăd că entitățile vizate pot investi până la 70% din activele sale în VMS. Până la constituirea acestor tipuri de entități, diversificarea gamei de investitori pe piața internă a VMS din R. Moldova ar putea fi realizată prin *orientarea spre atragerea altor tipuri de investitori, cum ar fi agenți economici și investitori retail rezidenți, precum și investitori străini (nerezidenți)*. Conform datelor statistice, pe piața internă a VMS din R. Moldova aceste categorii de investitori sunt, practic, inexistente, iar în scopul atragerii acestora, eforturile autorităților autohtone necesită a fi conjugate sub forma unor măsuri adaptate necesităților și preferințelor investiționale ale acestor tipuri de investitori.

În acest context, având în vedere *direcțiile de orientare* prenotate de diversificarea gamei de investitori de care R. Moldova dispune la moment, în continuare, *autorul tezei vine cu identificarea unor oportunități de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în scopul finanțării economiei naționale, precum și cu formularea unor măsuri și recomandări* în acest sens. Aceste oportunități de creștere au fost identificate de către autor reieșind din cele 4 elemente determinate ale atractivității investiționale a VMS, formulate în subcapitolul 1.3. al tezei date: accesibilitatea și infrastructura pieței; diversitatea VMS; beneficiile și avantajele financiare; gestionarea riscurilor.

Cu referire la *elementul determinat nr.1 - „accesibilitatea și infrastructura pieței”* - având în vedere practicile internaționale cercetate în subcapitolul 2.1., o oportunitate de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă din R. Moldova, în opinia autorului, vizează *sistemul dealerilor primari*, care, după cum s-a indicat anterior, este reprezentat integral din bănci comerciale, 9 din cele 11 bănci comerciale deținând calitatea de dealer primar. După cum s-a observat din analiza literaturii de specialitate și din experiența statelor analizate, deși băncile comerciale reprezintă o categorie predominantă de entități financiare ce pot obține calitate de dealer primar pe piața VMS, acestea nu sunt singura categorie, drept de solicitare a acestei calități având și unele entități din sectorul financiar nebancaar, cum ar fi societățile de investiții (cazul Braziliei, Canadei, României, Ungariei) și chiar entitățile financiare nerezidente (România și Brazilia).

În R. Moldova, băncile comerciale, pe lângă licența de activitate eliberată de BNM, dețin și licență de societăți de investiții (de categoria „C”<sup>25</sup>) pe piața de capital, aceasta permițând băncilor desfășurarea activităților pe piața de capital. În acest context, se remarcă faptul că o astfel de licență de categoria „C” (similar băncilor comerciale) este deținută de alte 2 societăți de investiții (Gest-Capital SA și BROKER-MD SA)<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> Conform Legii nr.171/2012 privind piața de capital, licențele ce pot fi acordate pentru activitate pe piața de capital sunt de tipul „A”, „B” și „C”, ultimul tip permițând tot spectrul de servicii și activități pe piața de capital.

<sup>26</sup> Lista societăților de investiții disponibilă la adresa <https://www.cnpf.md/ro/registree-actelor-permisiive-6412.html>

Urmare a celor menționate, autorul consideră că o *oportunitate de creștere* a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova ar fi *extinderea categoriilor de entități financiare ce pot avea calitatea de dealer primar pe piața VMS*, prin includerea societăților de investiții ce activează în sectorul financiar nebancar cu licență de categoria „C” pe piața de capital și a entităților financiare străine (nerezidente), cu modificarea, după caz, a legislației în acest sens. Respectiv, autorul formulează următoarea *recomandare: examinarea oportunității de amendare a cadrului normativ, în vederea extinderii categoriilor de entități eligibile pentru calitatea de dealer primar pe piața VMS, prin includerea societăților de investiții, altele decât bănci, ce dețin licența de activitate pe piața de capital de categoria „C” și a entităților financiare străine*. Potrivit autorului, implementarea unei astfel de măsuri va spori accesibilitatea investitorilor străini pe piața internă a VMS, precum și va contribui la o extindere și o diversificare mai mare a gamei de investitori pe piața VMS a R. Moldova.

O *altă oportunitate de sporire* a atractivității investiționale a VMS autohtone și, implicit, de atragere a investitorilor străini, prin creșterea accesibilității și îmbunătățirea infrastructurii pieței ar fi, în opinia autorului tezei, și *stabilirea, de către Depozitarul Central Unic al valorilor mobiliare, a unei interconexiuni cu depozitari internaționali*, cum ar fi Euroclear sau Clearstream. Practica internațională a demonstrat că stabilirea unei astfel de relații de colaborare cu instituțiile relevante la nivel internațional crește nivelul de participare a investitorilor străini pe piețele locale a VMS. O astfel de relație de colaborare între instituția de depozitare, clearing și decontare a valorilor mobiliare locală și cea internațională (o instituție sau chiar două) se atestă în cazul majorității statelor analizate (Canada, România, Ungaria și Turcia), prezența investitorilor străini pe piețele interne a VMS din cadrul acestora fiind una destul de înaltă.

În acest context, este de remarcat că legislația R. Moldova permite DCU stabilirea conexiunilor cu alți depozitari internaționali, cu condiția monitorizării și gestionării tuturor riscurilor aferente, precum și luării măsurilor adecvate de reducere a acestor riscuri. Totodată, conform Legii nr. 234/2016 cu privire la Depozitarul Central Unic al valorilor mobiliare, o eventuală conexiune de acest gen se realizează cu condiția obținerii permisiunii BNM și informării CNPF în acest sens. Luând în calcul practicile internaționale, posibilitățile unei astfel de conexiuni ar contribui la creșterea accesibilității pieței interne a VMS pentru investitorii străini, făcând VMS emise de Guvernul R. Moldova mult mai atractive pentru aceștia. Mai mult ca atât, realizarea unei astfel de conexiuni ar oferi noi orizonturi, inclusiv pieței de capital autohtone. Prin urmare, se poate formula următoarea *recomandare: identificarea de către DCU a posibilităților și inițierea discuțiilor cu depozitari internaționali, în vederea stabilirii conexiunilor ce ar facilita tranzacțiile cu investitorii nerezidenți*.

Pe lângă acestea, o altă oportunitate de creștere a atractivității investiționale a VMS, ce ține de accesibilitatea și infrastructura pieței, este și *tranzacționarea VMS pe piața reglementată* a R. Moldova (la Bursa de Valori a Moldovei - BVM). La momentul actual, tranzacționarea VMS pe piața secundară se realizează în afara pieței reglementate (piața OTC), prin intermediul platformei electronice a DCU și prin intermediul platformei electronice de tranzacționare E-Bond, aceasta din urmă fiind lansată către finele anului 2018. Totodată, se relevă că la începutul anului 2022 a fost ajustat cadrul de reglementare, fiind aprobat Regulamentul privind modul și condițiile admiterii spre tranzacționare pe piața reglementată sau în cadrul sistemului multilateral de tranzacționare a VMS cu termen lung de circulație, prin Ordinul Ministerului Finanțelor nr. 17 din 02 februarie 2022 și Hotărârea CNPF nr. 4/5 din 10 februarie 2022. Regulamentul prenotat este o actualizare a reglementărilor anterioare privind admiterea VMS spre tranzacționare pe piața reglementată. Potrivit prevederilor Regulamentului prenotat, tranzacționarea pe piața reglementată a obligațiunilor de stat se admite doar la inițiativa Ministerului Finanțelor, acestea fiind scutite de orice taxe și comisioane ale operatorului de piață, însă deși cadrul legal permitea, până la finele anului 2021, pe piața reglementată a R. Moldova nu au fost operate tranzacții cu VMS. În acest context, este de menționat și faptul că, potrivit Strategiei de dezvoltare a pieței financiare nebankare pentru anii 2018-2022, aprobată prin Legea nr. 129 din 13 iulie 2018, piața de capital autohtonă este una neatractivă pentru investitori, inclusiv din motivul absenței tranzacțiilor cu VMS pe piața reglementată (la BVM).

Având în vedere că în majoritatea statelor lumii, tranzacțiile cu VMS pe piața secundară pot fi derulate atât pe piața reglementată, cât și în afara acesteia, autorul tezei formulează următoarea *recomandare: inițierea tranzacțiilor cu VMS pe piața reglementată a R. Moldova, inclusiv la inițiativa investitorilor, cu operarea după caz, a amendamentelor legislative de rigoare, eventual prin introducerea unor obligații minime de cotare la BVM pentru dealerii primari.* Inițierea tranzacțiilor cu VMS la BVM, precum și oferirea posibilității investitorilor de a-și tranzacționa portofoliile de VMS pe orice platformă, în dependență de preferințele și raționamentele acestora (piața reglementată, MTF, piața OTC), ar contribui la creșterea accesibilității investitorilor pe piața VMS, în special cea secundară. În același timp, implementarea unei astfel de măsuri, pe lângă creșterea atractivității VMS, ar contribui semnificativ și la impulsivarea pieței de capital autohtone.

Cu referință la *elementul determinant nr.2 - „diversitatea VMS”* – autorul lucrării evidențiază faptul că, în perioada anilor 2017-2021, Guvernul R. Moldova a introdus pe piață 2 noi tipuri de VMS, cu scadența de 5 ani (în anul 2018) și cu scadența de 7 ani (în anul 2021). Cu toate acestea, după cum s-a observat din analiza efectuată în subcapitolul 2.2., volumele acestor

tipuri de VMS aflate în circulație este unul simbolic, în condițiile în care atât cererea, cât și oferta sunt foarte reduse la aceste tipuri de VMS. În plus, o explicație a cererii reduse din partea investitorilor este, în primul rând, incertitudinea cu privire la evoluțiile ulterioare ale economiei, având în vedere creșterea nivelului inflației, efectele crizei generate de pandemia Covid-19, crizei energetice, războiului din țara vecină etc. O altă cauză a cererii reduse la aceste tipuri noi și mai lungi de scadențe ale VMS emise este și lipsa/prezența redusă a investitorilor instituționali, precum fonduri de pensii facultative și companii de asigurări. Deși companiile de asigurări din R. Moldova plasează investiții pe piața VMS, volumul acestora este mic, având în vedere dimensiunea sectorului asigurărilor pe piața financiară din R. Moldova, ponderea activelor acestui sector în PIB, în data de 31 decembrie 2021, fiind de circa 1%. În aceste condiții, o *oportunitate de diversificare a portofoliului de instrumente* emise pe piața internă a VMS din R. Moldova ar fi lansarea și emiterea VMS indexate și VMS de tip ESG (green bonduri, VMS sociale).

După cum s-a menționat anterior, lansarea VMS indexate a avut loc în diverse contexte ale inflației, în unele state aceasta fiind la cote înalte, în altele – la cote reduse. Un aspect important în procesul emiterii unor astfel de VMS este independența băncii centrale și credibilitatea politicii monetare promovate de aceasta. O politică monetară orientată spre stabilitate pe termen mediu a prețurilor ar putea încuraja statul în procesul de emiterie a VMS indexate, acesta nefiind expus unor riscuri excesiv de mari legate de evoluția inflației. În ultima perioadă, R. Moldova s-a confruntat cu rate înalte ale inflației, acestea crescând rapid ca rezultat al crizei energetice, războiului din țara vecină și altor factori. Cu toate acestea, potrivit analizelor efectuate și prezentate recent de către BNM, apogeul inflației în R. Moldova a fost atins în octombrie 2022, ulterior fiind atestat un trend de descreștere al acesteia (Anexa 11). În acest context, se formulează următoarea *recomandare: examinarea oportunității lansării și emiterii VMS indexate pe piața internă a R. Moldova având în vedere prognozele, tendințele și evoluțiile inflației*. O eventuală lansare a acestor tipuri de VMS ar crește, în opinia autorului tezei, atractivitatea investițională a instrumentelor financiare emise de stat, oferind investitorilor oportunități adiționale de protecție și gestionare eficientă a riscului inflației. În aceeași ordine de idei, având în vedere specificul VMS indexate, acestea ar constitui o premisă de atragere a investitorilor străini pe piață și/sau de stimulare a dezvoltării investitorilor instituționali de tipul fondurilor de pensii facultative și companiilor de asigurări, întrucât acest tip de instrument corespunde cel mai bine preferințelor investiționale ale acestora. De asemenea, având în vedere că potrivit prognozelor BNM, rata inflației a început și urmează să se diminueze în continuare, iar o lansare ulterioară a acestor instrumente pe piață ar genera riscuri moderate pentru stat.

Cu referire la *VMS de tip ESG (environmental, social and governance)*, trebuie de subliniat importanța finanțării proiectelor de mediu, sociale și cele de guvernanță, a fost conștientizată și recunoscută atât la nivel mondial, cât și în R. Moldova, subiectul dat devenind tot mai des abordat și discutat de potențiali investitori, experți ai instituțiilor financiare internaționale, precum și autorități autohtone. În acest context, se menționează că potrivit Planului de acțiuni al Guvernului pentru anii 2021-2022, aprobat prin HG nr.235/2021, autoritățile locale au stabilit măsuri ce urmează a fi implementate în scopul asigurării unei economii *verzi* în R. Moldova: elaborarea unei politici coerente de accelerare a tranziției la economia circulară și economia verde, susținerea antreprenoriatului, în vederea creării locurilor de muncă *verzi*. În acest context, având în vedere experiența statelor analizate în materie de lansare a VMS de tip ESG, precum și tendințele tot mai pronunțate de reorientare a economiei și investitorilor către finanțările durabile și sustenabile, autorul tezei conchide că o eventuală lansare a VMS de tip ESG în R. Moldova ar contribui la atragerea investitorilor străini pe piața locală, precum și la dezvoltarea, și creșterea economică a țării. Prin urmare, se formulează următoarea *recomandare: examinarea oportunității de lansare și emitere, pe piața internă a R. Moldova, a VMS de tip ESG.*

O *oportunitate de creștere* a atractivității investiționale a VMS pe dimensiunea ***elementului determinant nr.3 - „beneficii și avantaje financiare”*** - vizează *politica de impozitare a VMS* promovată de stat. Potrivit celor analizate anterior în prezenta cercetare (în subcapitolul 2.2.), în condițiile în care, începând cu 01 ianuarie 2021, veniturile obținute din dobânzi aferente deținerilor de VMS emise pe piața internă a R. Moldova se supun impozitării (cota fiind de 12%), cererea investitorilor pentru aceste instrumente s-a temperat. Dacă în perioada anilor 2017-2020, cererea la VMS emise pe piața primară a R. Moldova a fost mereu superioară ofertei, atunci în anul 2021 aceasta a devenit de circa două ori mai mică în raport cu oferta de VMS a statului. Practica internațională studiată în această lucrare la subiectul dat (cazul Ungariei, Braziliei, Turciei) a reliefat că scutirea de la plata impozitelor aferente deținerilor de VMS este un instrument bun de gestionare a preferințelor investiționale ale investitorilor și de atragere a acestora pe piață (fie pentru perioade de timp anumite, fie pentru anumite categorii de investitori – în dependență de obiectivul urmărit de către autorități). În acest context, având în vedere rolul politicii de impozitare în atragerea investitorilor pe piața VMS, autorul tezei formulează următoarea *recomandare: revederea politicii de impozitare a dobânzilor aferente deținerilor de VMS emise pe piața internă a R. Moldova prin scutirea acestora de impozit sau, după caz, reducerea acestora, cu operarea amendamentelor legislative de rigoare.*

O *altă oportunitate de creștere* a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, ce ține de ***elementul determinant nr.4 - „gestionarea riscurilor”*** - cel de lichiditate

al pieței secundare în special, dar și de gestiune eficientă a celor ale statului, ca rezultat al emisiunilor de VMS (cel de refinanțare) și, respectiv, de asigurare a sustenabilității portofoliului de datorii ale statului, ar fi *aplicarea operațiunilor de management al datoriei*: răscumpărările anticipate și operațiunile *switch*. Practica statelor analizate în capitolul 2 a demonstrat că aplicarea de către stat a acestor operațiuni a contribuit semnificativ la reducerea riscurilor de refinanțare a datoriei interne. În același timp, după cum s-a menționat anterior, răscumpărările anticipate de VMS și operațiunile *switch* oferă investitorilor posibilitatea de restructurare a portofoliilor de investiții, precum de a-și substitui VMS mai puțin lichide. Astfel, prin aplicarea acestor operațiuni, statul poate stimula cererea investitorilor pentru VMS pe termen lung, aceștia fiind mai predispuși să investească pe termen lung, incertitudinile privind evoluțiile viitoare ale pieței fiind astfel atenuate de deschiderea și disponibilitatea statului pentru substituirea VMS. Într-un final, aplicarea acestor operațiuni de management al datoriei va contribui la creșterea funcționalității pieței secundare a VMS și, respectiv, la dezvoltarea pieței interne a VMS din R. Moldova în ansamblu. Prin urmare, se formulează următoarea *recomandare*: *inițierea aplicării în practică a operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și operațiuni switch)*, în dependență de conjunctura pieței și caracteristicile VMS aflate în circulație.

În aceeași ordine de idei, o *oportunitate* de creștere a atractivității investiționale prin atragerea investitorilor cu preferințe variate de risc este și *emiterea și construirea VMS de tip benchmark*. Acestea sunt cele mai indicate instrumente pentru construirea unei curbe de randament, având în vedere că facilitează atragerea investitorilor cu diverse preferințe investiționale. VMS de tip benchmark contribuie la reducerea și gestiunea eficientă a riscurilor de refinanțare ale statului. După cum s-a menționat anterior, în subcapitolul 1.1. și 2.1., deși realizarea acestei măsuri este una provocatoare pentru stat, aceste tipuri de VMS sunt utilizate pe larg în statele analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), acestea contribuind atât la diversificarea gamei de investitori pe piață, cât și la planificarea mai exactă a profilului de răscumpărare a datoriilor. În acest context, se formulează următoarea *recomandare*: *examinarea oportunității de emisie a VMS de tip benchmark, în scopul asigurării sustenabilității datoriei de stat interne, având în vedere evoluția necesităților de finanțare*.

Având în vedere cele expuse în subcapitolul dat, obiectivul O<sub>10</sub>, privind identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova în baza relațiilor, generalizate de autor, dintre dezvoltarea pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei, în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, se consideră a fi realizat, iar *problema științifică importantă*, formulată în subcapitolul

1.4. (identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS, în scopul asigurării finanțării economiei R. Moldova) *se consideră a fi soluționată.*

### **3.4. Concluzii la capitolul 3**

1. Adaptarea metodologiei organizațiilor financiare internaționale (BM, FMI, BERD și OCDE) de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS și aplicarea acesteia în cazul R. Moldova, dar și a statelor analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), a facilitat evaluarea și compararea, de către autor, a nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și a celor emise pe piețele interne a VMS din statele studiate. Astfel, atractivitatea investițională a VMS autohtone este situată la un nivel redus (înregistrând 1,81 puncte), iar în cazul celorlalte state analizate, aceasta înregistrează un nivel înalt (nivel cuprins între 3-4 puncte) (O<sub>8</sub>, subcapitolul 3.1.).

2. Rezultatele obținute în urma adaptării metodologiei organizațiilor financiare internaționale și aplicării acesteia R. Moldova și statelor analizate, au permis autorului tezei să conchidă că nivelul redus al atractivității investiționale (1,81 puncte), înregistrat în cazul VMS autohtone, corelează cu nivelul înregistrat la componenta „gama de investitori” și „piața secundară a VMS” (nivelul 2) în procesul de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței VMS interne din R. Moldova. Atractivitatea investițională redusă a VMS autohtone în comparație cu statele analizate, se caracterizează prin: diversitate mai redusă a produselor oferite pe piață (atât ca instrumente, cât și ca scadențe); accesibilitate mai redusă a pieței VMS pentru investitorii retail și pentru investitorii străini; prezența impozitului pe venit la dobânzile aferente deținerilor de VMS; oportunități mai modeste de gestionare a riscurilor investiționale, în special cel de inflație și de lichiditate (O<sub>8</sub>, subcapitolul 3.1.).

3. Elaborarea și aplicarea a 2 modele econometrice au permis autorului tezei testarea ipotezei de cercetare în 2 etape. La prima etapă, rezultatele modelului econometric nr.1, aplicat de autor, au demonstrat că între atractivitatea investițională a VMS și volumul pieței interne a VMS există o relație puternică de interdependență: majorarea cu 1% a nivelului atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia (accesibilitatea și infrastructura pieței VMS, diversitatea VMS, beneficiile și avantajele financiare, gestionarea riscurilor investiționale), aceasta va genera o creștere medie a nivelului și volumului pieței interne a VMS de 3,69% (O<sub>9</sub>, subcapitolul 3.2.).

4. În rezultatul aplicării celui de al doilea model econometric, la etapa a doua de testare a ipotezei de cercetare, autorul tezei a identificat relația de interdependență dintre volumul pieței interne a VMS și finanțarea economiei R. Moldova din contul VMS emise pe piața internă

autohtonă. Drept urmare, autorul tezei a demonstrat că o majorare cu 1% a nivelului și volumului pieței VMS, ca pondere în PIB, generează o creștere de 4,47% a nivelului de finanțare a economiei R. Moldova, valorile obținute fiind semnificative din punct de vedere statistic și confirmând ipoteza la un nivel ridicat de încredere (O<sub>9</sub>, subcapitolul 3.2.).

5. Analiza literaturii de specialitate și cercetarea practicilor internaționale la subiectul tezei, au contribuit la identificarea, generalizarea și elaborarea, de către autorul tezei, a unui model al relațiilor de interconexiune dintre nivelul de dezvoltare a pieței interne a VMS, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei în condițiile unei datorii de stat interne sustenabile. În baza modelului de interconexiune elaborat, autorul a conchis că atractivitatea investițională a VMS, pe lângă oferirea accesibilității resurselor financiare necesare, influențează și este influențată de capacitățile statului de asigurare a sustenabilității datoriei de stat interne, în procesul de emisie a VMS pe piața internă (O<sub>10</sub>, subcapitolul 3.3.).

6. Cercetarea specificului pieței financiare din R. Moldova, care se caracterizează prin concentrarea preponderentă a acestora pe sistemul bancar, lipsa fondurilor de pensii facultative, a organismelor de plasament colectiv alternative, a determinat autorul tezei să concluzioneze că, în scopul creșterii nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, întreprinderea măsurilor de atragere a investitorilor pe piața internă a VMS ar trebui focusată în special pe investitorii retail rezidenți și pe investitorii străini (O<sub>10</sub>, subcapitolul 3.3.).

7. Practicile internaționale analizate în prezenta cercetare, determinarea nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova, precum și evaluarea nivelului de atractivitate investițională a VMS autohtone, au permis autorului să identifice oportunitățile de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și, respectiv, să formuleze un set de recomandări, acestea fiind orientate spre atragerea investitorilor pe piața internă prin: creșterea accesibilității și dezvoltării infrastructurii pieței VMS, diversificarea instrumentelor și produselor oferite pe piață, creșterea beneficiilor și avantajelor financiare ale investitorilor de pe urma plasării investițiilor, precum și creșterii oportunităților de minimizare și gestionare eficientă a riscurilor investitorilor. În același timp, recomandările formulate de autorul tezei vin să asigure inclusiv o gestionare eficientă a riscurilor statului (în special cele de refinanțare) și de minimizare a costurilor, astfel încât la emiterea VMS pe piața internă, statul să asigure o finanțare a economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, conform documentelor de politici actuale, fapt ce se aliniază ipotezei de cercetare dovedite și confirmate prin prezenta cercetare (O<sub>10</sub>, subcapitolul 3.3.).

Având în vedere cele expuse, obiectivele O<sub>8</sub>-O<sub>10</sub>, stabilite pentru prezenta cercetare, se consideră a fi realizate integral.



## CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

În rezultatul cercetărilor efectuate în studiul dat, obiectivele stabilite de autor au fost realizate integral, fapt ce a permis atingerea scopului fundamental al tezei de doctorat și formularea următoarelor **concluzii**:

1. Abordările teoretico-conceptuale ale VMS, *din perspectiva finanțării economiei*, au permis elucidarea VMS ca fiind drept cea mai răspândită *sursă de finanțare* bugetară a economiei, ce asigură statul, în timp util, cu resursele necesare finanțării economiei. Deși VMS, în calitate de sursă de finanțare a economiei, asigură statul cu resursele necesare, acestea presupun anumite *costuri și cheltuieli*, sub forma dobânzilor, cupoanelor și rambursărilor de datorii ce ajung la scadență, precum și o serie de *riscuri pentru stat* (de piață, de refinanțare, de lichiditate, operațional etc.). În aceste condiții, în procesul de finanțare a economiei prin intermediul VMS, statul trebuie să asigure și să *mențină sustenabilitatea datoriei statului* prin optimizarea costurilor de deservire a datoriei statului și prin prevenirea și/sau minimizarea riscurilor aferente (O<sub>1</sub>, subcapitolul 1.1.).

2. Cercetările efectuate de autorul tezei asupra VMS *din perspectiva investițională*, denotă că acestea reprezintă un *instrument financiar* important pentru investitori, la care se face apel în diverse scopuri: de economisire și investire; de gestionare și protejare contra riscurilor investiționale; de garantare a tranzacțiilor financiare; de stabilire a prețurilor pentru alte instrumente de datorie, precum și de intervenție, de către băncile centrale, în scopul reglării nivelului de lichidități pe piața monetară și în sistemul bancar (O<sub>1</sub>, subcapitolul 1.3.).

3. Ca rezultat al sintezei literaturii de specialitate cu privire la particularitățile pieței VMS și dezvoltarea acesteia, autorul tezei a identificat elementele pieței VMS, rolul acestora în asigurarea unei funcționări eficiente a pieței VMS, precum și importanța, necesitatea dezvoltării acesteia. Totodată, analiza metodelor existente de determinare a nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS *a permis autorului identificarea elementelor vitale ale respectivei piețe* asupra cărora autoritățile trebuie să-și focuseze atenția, în vederea dezvoltării pieței VMS, și anume: *gama de investitori* (profesioniști sau instituționali), eficiența și *siguranța tranzacțiilor* și a operațiunilor de decontare, *lichiditatea pieței*, modul de impozitare aplicat (O<sub>2</sub>, subcapitolul 1.2.)

4. Analizând abordările teoretice ale conceptului de atractivitate investițională și a metodelor de măsurare a acesteia, autorul tezei a constatat că acestea, în principal, au fost analizate în calitate de obiect de investire, din perspectiva unei țări, regiuni, industriei sau companii, iar *atractivitatea investițională a unui instrument financiar*, în speță VMS, a fost *mai puțin abordată și studiată*. În acest context, având în vedere diversitatea abordărilor conceptului de atractivitate investițională, dar și abordarea limitată a acestuia din perspectiva VMS, *autorul tezei*

*a conturat definiția conceptului de „atractivitate investițională a VMS”, aceasta fiind percepută ca „totalitate a factorilor și condițiilor organizatorice, financiare și legislative, ce determină investitorul, în baza unor raționamente, să-și plaseze disponibilitățile financiare și economiile în VMS”. În calitate de elemente determinante ale atractivității investiționale a VMS, în opinia autorului, sunt: **accesibilitatea și infrastructura pieței, diversitatea VMS, beneficiile și avantajele financiare, precum și oportunitățile de minimizare a riscurilor investitorilor** (O<sub>3</sub>, subcapitolul 1.3.).*

5. Cercetările efectuate de autorul tezei privind dezvoltarea pieței interne a VMS a unui stat și atractivitatea investițională a VMS emise pe piața internă a acestui stat, au determinat autorul tezei să conchidă că **atractivitatea investițională a VMS și dezvoltarea pieței VMS sunt elemente interdependente**, întrucât o piață VMS bine dezvoltată este mai atractivă pentru investitori, oferindu-le acestora diverse oportunități investiționale, siguranță mai mare a investițiilor plasate, precum și posibilități de minimizare și/sau gestiune eficientă a riscurilor. În același timp, o atractivitate sporită a VMS atrage mai mulți investitori pe piață, asigură o diversificare a gamei de investitori, ceea ce, într-un final, conform metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, contribuie la dezvoltarea pieței VMS (O<sub>3</sub>, subcapitolul 1.3.).

6. Efectuarea unei cercetări a situației actuale în R. Moldova privind finanțarea economiei prin intermediul VMS și atractivitatea acestora, a reliefat o serie de **probleme în R. Moldova** la subiectul de cercetare, și anume: studierea redusă a atractivității investiționale a VMS și lipsa evaluărilor nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova; **concentrarea puternică a gamei de investitori** pe piața locală a VMS într-o **singură categorie** (bănci comerciale), cu o prezență redusă a investitorilor retail și a celor străini, acestea stând la baza **costurilor înalte, suportate de stat, de finanțare a economiei naționale** prin intermediul VMS. Prin urmare, autorul tezei a conchis că **atragera și diversificarea gamei de investitori** pe piața locală a VMS este **imperios necesară**, printre **efectele realizării acestora** evidențiindu-se: asigurarea unei cereri solide pe piață; reducerea costurilor de deservire a datoriei de stat, asigurarea stabilității și eficienței pieței VMS, precum și creșterea capacității de finanțare a economiei de către stat (O<sub>4</sub>, subcapitolul 1.4.).

7. **Practicile internaționale** analizate în prezenta cercetare (pe exemplul statelor: Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria) la subiectul finanțării economiilor naționale prin intermediul VMS și atractivitatea acestora, a permis autorului tezei constatarea faptului că, în vederea asigurării necesarului de finanțare a economiei în condiții de optimizare a costurilor și de prevenire a riscurilor aferente pentru stat, țările prenotate se focusează pe realizarea diverselor măsuri și acțiuni, precum: **aplicarea operațiunilor de management al datoriei; emiterea VMS de tip**

*benchmark* și *diversificarea gamei de investitori pe piață*. În scopul diversificării investitorilor pe piețele interne a VMS, statele analizate asigură: o *creștere a accesibilității* și o *îmbunătățire a infrastructurii pieței VMS* (prin programe de vânzări retail, conexiuni cu depozitari străini); o *diversificare a VMS* oferite investitorilor (green bonduri, VMS indexate, VMS cu scadențe variate și mai lungi); o *sporire a beneficiilor și avantajelor financiare* de pe urma investițiilor în VMS prin acordarea de scutiri de la plata impozitelor aferente deținerilor de VMS (O<sub>5</sub>, subcapitolul 2.1.).

8. Cercetarea *practicilor naționale* de finanțare a economiei prin intermediul VMS a determinat autorul să constate că acoperirea deficitului bugetar și, respectiv, *finanțarea* preponderentă a economiei R. Moldova *din contul bonurilor de trezorerie*, a generat o *creștere a riscurilor de refinanțare* de către stat și a costurilor de deservire a datoriei de stat. În același timp, atractivitatea investițională a VMS autohtone se caracterizează: printr-o *diversitate redusă a produselor de VMS* oferite pe piață; prin *introducerea*, începând cu anul 2021, a *impozitului pe venit* la dobânzile aferente deținerilor de VMS; prin *oportunități reduse de gestionare a riscurilor investiționale*. În scopul atragerii investitorilor pe piață, R. Moldova, similar unora dintre statele analizate (Brazilia, România, Turcia și Ungaria), a inițiat conceptualizarea unei platforme de procurare directă a VMS de către populație, aceasta nefiind funcțională la moment, precum și a lansat emiterea VMS cu scadența de 7 ani, cererea actuală fiind însă foarte redusă la aceste instrumente financiare (O<sub>6</sub>, subcapitolul 2.2.).

9. *Evaluarea* de către autor a *nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova*, în baza metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE, a reliefat faptul că aceasta (conform situației de la finele anului 2021), se situează la *etapa a 3-a de dezvoltare* (din cele 4 etape posibile), fapt ce denotă că piața internă autohtonă a VMS este la un nivel de *dezvoltare emergentă*, fiind stabilite doar funcționalitățile de bază ale acesteia. Cele mai *puțin dezvoltate componente* ale pieței interne a VMS din R. Moldova sunt *pieța secundară a VMS* și *gama de investitori pe piață*, aceste componente situându-se la *etapa a 2-a de dezvoltare*, ceea ce denotă că respectivele, deși prezintă anumite funcționalități, procesele de activitate și funcționare aferente sunt însoțite de *lacune semnificative* (O<sub>7</sub>, subcapitolul 2.3.).

10. Având în vedere relațiile, determinate de autorul tezei în cadrul cercetării date, dintre dezvoltarea pieței interne a VMS și atractivitatea investițională a VMS, autorul tezei a *adaptat metodologia BM, FMI, BERD și OCDE, în scopul determinării atractivității investiționale a VMS* emise pe piața internă. În rezultatul aplicării acestei metodologii adaptate asupra VMS emise pe piața internă a R. Moldova, precum și a celor emise pe piețele interne ale statelor analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria), autorul tezei a conchis că VMS emise pe piața internă a R. Moldova dețin un *nivel de atractivitate investițională redusă*, acesta fiind în mare

parte la *același nivel (nivelul 2)* cu gradul de *dezvoltare a gamei de investitori* pe piața internă a VMS (O<sub>8</sub>, subcapitolul 3.1.).

11. Aplicând modelele econometrice, autorul tezei *a determinat interdependența dintre atractivitatea investițională a VMS*, în baza elementelor determinante ale acesteia *și finanțarea economiei R. Moldova*, testarea econometrică fiind efectuată în două etape. La prima etapă, rezultatele obținute de autorul tezei au demonstrat că între atractivitatea investițională a VMS și volumul pieței interne a VMS este *o relație puternică de interdependență*: în cazul majorării cu 1% a nivelului atractivității investiționale a VMS, aceasta va genera o creștere medie a volumului pieței interne a VMS de 3,69%. Cea de-a doua etapă de aplicare a modelelor econometrice a permis autorului *identificarea relației de interdependență dintre volumul pieței interne a VMS și finanțarea economiei din contul VMS*, rezultatele obținute reliefând faptul că, în condițiile creșterii cu 1% a volumului pieței VMS a R. Moldova, nivelul de finanțare a economiei R. Moldova din contul VMS s-ar majora cu 4,47% (O<sub>9</sub>, subcapitolul 3.2.).

12. Cercetarea efectuată la subiectul tezei a permis autorului tezei generalizarea *relațiilor dintre dezvoltarea pieței interne a VMS a unui stat, atractivitatea investițională a VMS și finanțarea economiei* acestuia în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne, prin *elaborarea*, în acest sens, a *unui model* grafic. Modelul dat de relații, practicile internaționale analizate (Brazilia, Canada, România, Turcia și Ungaria) în prezenta cercetare, precum și rezultatele evaluărilor efectuate de către autorul tezei în vederea determinării nivelului de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova și a atractivității investiționale a VMS autohtone, au permis autorului *identificarea oportunităților de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în vederea creșterii nivelului de finanțare a economiei R. Moldova în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne*. Acestea, la rândul lor, au facilitat formularea de către autor a unor *recomandări* axate pe: *creșterea accesibilității și dezvoltării infrastructurii* pieței VMS, *diversificarea instrumentelor* și produselor oferite pe piață, *creșterea beneficiilor și avantajelor financiare* ale investitorilor de pe urma plasării investițiilor, creșterea oportunităților de *minimizare* și de *gestionare eficientă a riscurilor investitorilor*, realizarea cărora va contribui la creșterea atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, precum și la creșterea nivelului de finanțare a economiei naționale de către stat (O<sub>10</sub>, subcapitolul 3.3.).

**Sugestii privind direcțiile viitoare de cercetare legate de tema abordată.** În calitate de oportunități ulterioare de cercetare, cu referire la subiectul VMS, ar fi studierea mai aprofundată a aspectelor ce țin de rolul dealerilor primari pe piața internă a VMS, având în vedere funcțiile și responsabilitățile exercitate de către aceștia pe piața primară și secundară a VMS. De asemenea, o

cercetare mai detaliată ar putea fi efectuată asupra implicațiilor și rolul VMS pe piața monetară și în procesul de desfășurare a operațiunilor de politică monetară, întrucât vânzările și cumpărările de VMS pe termen scurt reprezintă operațiuni de piață monetară prin care are loc gestiunea lichidităților în sistemul bancar. Cercetări ulterioare mai ample ar putea fi dedicate și celorlalte riscuri suportate de către stat în procesul de emitere a VMS pe piața internă (riscul ratei dobânzii, riscul operațional etc.), cercetarea dată axându-se în mod special pe riscul de refinanțare. Pe lângă acestea, în condițiile în care piața VMS reprezintă cea mai mare piață de obligațiuni în majoritatea statelor lumii, o direcție viitoare de cercetare ar fi și rolul VMS (ca instrument, piață independentă) în dezvoltarea pieței de capital, subiectul dat fiind de o actualitate aparte pentru R. Moldova.

**Rezultatele obținute care contribuie la soluționarea problemei științifice importante** constau în fundamentarea, din punct de vedere științific și metodologic, a creșterii atractivității investiționale a VMS, în baza elementelor determinante ale acesteia, fapt ce determină promovarea aspectelor inovative de emitere a acestor instrumente financiare de către stat, în vederea asigurării finanțării economiei R. Moldova.

**Soluționarea problemei științifice importante abordate în prezenta lucrare** constă în identificarea soluțiilor de creștere a atractivității investiționale a VMS emise pe piața internă a R. Moldova, în baza elementelor determinante ale acesteia, în vederea asigurării statului cu resursele necesare de finanțare a economiei în condiții de sustenabilitate a datoriei de stat interne. Aceasta a permis **formularea următoarelor recomandări:**

1. Examinarea, de către MF în comun cu BNM și CNPF, a oportunității de amendare a cadrului normativ, în vederea extinderii categoriilor de entități eligibile pentru calitatea de dealer primar pe piața VMS, prin includerea societăților de investiții, altele decât bănci, ce dețin licența de activitate pe piața de capital de categoria „C” și a entităților financiare străine. Implementarea acestei măsuri va spori accesibilitatea investitorilor străini pe piața VMS, precum și va contribui la o extindere și diversificare mai mare a gamei de investitori pe piața VMS a R. Moldova;

2. Identificarea, de către DCU, a posibilităților și inițierea discuțiilor cu depozitari de talie internațională, în vederea stabilirii conexiunilor ce ar facilita tranzacțiile cu investitorii nerezidenți. Posibilitățile oferite de o astfel de conexiune ar crește accesibilitatea pieței interne a VMS pentru investitorii străini, făcând VMS autohtone mult mai atractive pentru aceștia. Mai mult ca atât, realizarea acestei conexiuni ar oferi noi orizonturi, inclusiv pieței de capital autohtone;

3. Asigurarea, de către MF în comun cu Bursa de Valori a Moldovei (BVM) și CNPF, a impulsivității tranzacțiilor cu VMS pe piața reglementată a R. Moldova, cu operarea, după caz, a amendamentelor legislative de rigoare, eventual prin introducerea obligațiilor minime de cotare la BVM de către dealerii primari. Impulsivitatea tranzacțiilor cu VMS la BVM, precum și oferirea

posibilității investitorilor de a-și tranzacționa portofoliile de VMS pe orice platformă, în dependență de preferințele și raționamentele acestora (piața reglementată, piața OTC), ar contribui la creșterea accesibilității investitorilor pe piața VMS, în special cea secundară. În același timp, implementarea unei astfel de măsuri, pe lângă creșterea atractivității VMS, ar contribui semnificativ și la impulsivarea pieței de capital autohtone;

4. Examinarea de către MF, în comun cu BNM, a oportunității lansării și emiterii VMS indexate pe piața internă a R. Moldova având în vedere prognozele, tendințele și evoluțiile inflației. O eventuală lansare a acestor tipuri de VMS ar crește atractivitatea investițională a instrumentelor financiare emise de stat, oferind investitorilor oportunități adiționale de protecție și gestionare eficientă a riscului inflației, precum și ar constitui o premisă de dezvoltare a investitorilor instituționali pe piața internă a VMS;

5. Examinarea, de către MF în comun cu Ministerul Mediului și Ministerul Muncii și Protecției Sociale, a oportunității de lansare și emitere pe piața internă a R. Moldova a VMS de tip ESG (green bonduri, obligațiuni cu impact social). O eventuală lansare a acestor tipuri de VMS în R. Moldova ar contribui la atragerea investitorilor străini pe piața locală, precum și la dezvoltarea, și creșterea economică a țării, având în vedere creșterea rolului și importanței finanțării durabile și sustenabile;

6. Asigurarea, de către MF, a operării amendamentelor legislative de rigoare, în vederea scutirii sau, eventual, reducerii impozitelor pe venit a dobânzilor aferente deținerilor de VMS emise pe piața internă a R. Moldova;

7. Inițierea, de către MF, a aplicării în practică a operațiunilor de management al datoriei (răscumpărări anticipate și operațiuni *switch*), în dependență de conjunctura pieței și caracteristicile VMS aflate în circulație. Aplicarea acestor operațiuni oferă investitorilor posibilitatea de restructurare a portofoliilor de investiții. Astfel, acestea sunt o bună oportunitate de stimulare a cererii investitorilor pentru obligațiuni de stat, precum și de creștere a funcționalității pieței secundare a VMS și, respectiv, de dezvoltare a pieței interne a VMS din R. Moldova în ansamblu;

8. Examinarea, de către MF, a oportunității de emitere a VMS de tip *benchmark*, în scopul asigurării sustenabilității datoriei de stat interne, având în vedere evoluția necesităților de finanțare. Planificarea profilului de răscumpărare a datoriilor, prin emiterea și construirea VMS de tip *benchmark*, reprezintă o oportunitate de reducere și gestiune eficientă a riscurilor de refinanțare a statului, acestea contribuind la asigurarea unei finanțări în condițiile unei datorii de stat interne sustenabile. Nu în ultimul rând, emiterea VMS de tip *benchmark* ar asigura o predictibilitate mai

mare a emisiunilor, fapt ce ar avantaja și ar orienta interesele diverselor categorii de investitori spre piața autohtonă a VMS.

Recomandările formulate au fost înalt apreciate de CNPF (certificat nr.01-4/240 din 31.01.2023), DCU (certificat nr.02/130 din 20.02.2023), BNM (07-01115/37/1066 din 21.02.2023), MF (certificat nr.16/2-05/84 din 26.06.2023) și ASEM (certificat nr.02/1615 din 07.12.2022), unele dintre ele (nr. 3 și nr. 6) fiind într-o anumită măsură deja implementate, și anume: inițierea tranzacțiilor cu VMS pe piața reglementată (BVM), prima tranzacție cu VMS la BVM fiind efectuată la data de 30 mai 2023; reducerea impozitului pe venit din dobânzile obținute de deținătorii (rezidenți) de VMS (de la 12% la 6%) începând cu 01 ianuarie 2024.

## BIBLIOGRAFIE

### I. Acte legislative și normative

1. Codul fiscal al Republicii Moldova: nr. 1163 din 24.04.1997. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 1997, nr. 62, 552.
2. Conceptul Programului de vânzare directă a valorilor mobiliare de stat persoanelor fizice în Republica Moldova, aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.192 din 22.09.2021. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2021, nr. 249-253, 483.
3. Directiva 2014/65/UE din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE. În: *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene* 173/349 din 12.06.2014.
4. Lege cu privire la Banca Națională a Moldovei: nr. 548 din 21.07.1995. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 1995, nr. 56-57, 624.
5. Lege cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat a Republicii Moldova: nr. 419 din 22.12.2006. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2007, nr. 32-35, 114.
6. Lege cu privire la fondurile de pensii facultative a Republicii Moldova: nr. 198 din 20.11.2020. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2020, nr. 344-351, 227.
7. Lege cu privire la organismele de plasament colectiv alternative a Republicii Moldova: nr. 2 din 06.02.2020. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2020, nr. 94-98, 142.
8. Lege cu privire la piața de capital a Republicii Moldova: nr. 171 din 11.07.2012. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2012, nr. 193-197, 665.
9. Legea cu privire la Depozitarul central unic de valori mobiliare a Republicii Moldova: nr. 234 din 03.10.2016. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2016, nr. 343-346, 711.
10. Legea finanțelor publice și responsabilității bugetar-fiscale a Republicii Moldova: nr. 181 din 25.07.2004. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2014, nr. 223-230, 519.
11. Normele metodologice privind executarea de casă a bugetelor componente ale bugetului public național și a mijloacelor extrabugetare prin Contul Unic Trezorerial al Ministerului Finanțelor, aprobate prin Ordinul Ministerului Finanțelor al Republicii Moldova nr. 215 din 28.12.2015. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2015, nr. 377-391, 2731.
12. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”, aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova: nr. 56 din 05.02.2022. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2020, nr. 55-61, 127.



13. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2022-2024)”, aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova: nr. 81 din 16.02.2022. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2022, nr. 45-52, 111.
14. Regulamentul cu privire la operațiunile de piață monetară ale Băncii Naționale a Moldovei, aprobat prin Hotărârea Băncii Naționale a Moldovei nr. 188 din 25.09.2014. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2007, nr. 32-35, 114.
15. Regulamentul cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscriere în cont, aprobat prin Ordinul Ministerului Finanțelor al Republicii Moldova nr. 129 din 19.07.2018 și Hotărârea Băncii Naționale a Moldovei nr. 170 din 19.07.2018. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2018, nr. 277-289, 1171.
16. Regulamentul Uniunii Europene privind Sistemul european de conturi naționale și regionale din Uniunea Europeană: nr. 549/2013 din 21.05.2013. În: *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene*, 2013, nr.174/1.
17. Regulile Depozitarului Central Unic al valorilor mobiliare, aprobate prin Hotărârea Consiliului de Supraveghere a Depozitarului Central Unic al valorilor mobiliare din Republica Moldova: nr.14/2019.
18. Setul metodologic privind elaborarea, aprobarea și modificarea bugetului, aprobat prin Ordinul Ministerului Finanțelor al Republicii Moldova: nr. 209 din 24.12.2015. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2007, nr. 307-376, 2728.
19. Strategia de dezvoltare a pieței financiare nebancale pe anii 2018-2022 și Planul de acțiuni pentru implementarea acesteia, aprobată prin Legea Republicii Moldova: nr. 129 din 13.07.2018. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2018, nr. 321-332, 513.

## **II. Lucrări științifice**

20. ABBAS, S. M. A., CHRISTENSEN, J. E. The role of domestic debt markets in economic growth: An empirical investigation for low-income countries and emerging markets. IMF Staff Papers, vol. 57, no. 1, 2010, pp. 42.
21. ADELEGAN, O. J., RADZEWICZ-BAK, B. What determines bond market development in Sub-Saharan Africa? Working paper no. 213, International Monetary Fund, Washington DC, 2009, pp. 33.
22. ANDRITZKY, J.R. Government bonds and their investors. What are the facts and do they matter? International Monetary Fund, Working paper no. 158, 2012, pp. 30.
23. ANG, J. B. Survey of recent developments in the literature of finance and growth. In: *Journal of Economic Surveys*, 22(3), 2008, pp. 536-576.

24. ANG, J. B. What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modelling*, 25(1), 2008, pp. 38-53.
25. ANWAR, S. SUN, S. Financial Development, foreign investment and economic growth in Malaysia. In: *Journal of Asian Economics*, vol. 22, 2011, pp. 335-342, ISSN 1049-0078.
26. ARNONE M., UGOLINI P. Primary dealers in government securities. International Monetary Fund. Washington D.C., 2004, pp. 99. ISBN 1-58906-379-1.
27. ÁRVAI, Z., HEENAN, G. A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities. Working Paper no. 174, International Monetary Fund, Washington DC, 2008, pp. 57.
28. AYHAN, K. M., NAGLE, P., OHNSORGE, F., SUGAWARA, N. Global Waves of Debt. Causes and Consequences [online]: World Bank Group, 2021 [citat 29.10.2022]. e-ISBN 978-1-4648-1545-4. Disponibil: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/9eeb21e4426d6c3113f9bed45853e160-0350012021/original/Global-waves-of-debt-full-report.pdf>.
29. BALAN, A. Deficitul bugetar: cauze și consecințe. În: *Economica*, nr.2(112), 2020, pp. 7-20. ISSN 1810-9136.
30. BĂNCILĂ, N., MĂRGINEANU, A. Finanțarea activităților investiționale cu caracter inovativ. În: *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere*, Iași, România, volumul 33, 2018. ISBN 978-606-685-616.
31. BATTEN, J., KIM, Y. H. Expanding long-term financing through bond market development: A post-crisis policy trade. In Y. H. Kim (Ed.): *Government bond market development in Asia*. Manila: Asian Development Bank, 2001.
32. BAUMOL, W., BLINDER, A., *Economics. Principles and Policy*. South Western Cengage Learning, 2019, pp. 864. ISBN 978-1337696326.
33. BELOSTECINIC, G. Investițiile - suport în dezvoltarea competitivității în condițiile globalizării. In: *Rolul investițiilor în dezvoltarea economiei digitale în contextul globalizării financiare*, Ed. 3, 22-23 decembrie 2016, Chișinău: Departamentul Editorial-Poligrafic al ASEM, 2016, Ediția 3, pp. 14-20.
34. BHATTACHARYAY, B. N. Bond market development in Asia: An empirical analysis of major determinants [online]. Working paper series, no. 300 Asian Development Bank Institute, 2011, [citat 09.09.2021]. Disponibil: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156155/adbi-wp300.pdf>
35. BHATTACHARYAY, B. N. Determinants of bond market development in Asia. In: *Journal of Asian Economics*, 24(3), 2013, pp. 124-137.

36. BILOOCAIA, S. Institutional investors on the capital market. (university coursebook). Academy of Economic Studies of Moldova, Finance Faculty, Investments and Banking Activity Department. Chişinău: ASEM, 2018. 223 pp. ISBN 978-9975-75-921-2.
37. BILOOCAIA, S. Particularitățile integrării pieței de acțiuni din Republica Moldova pe piața financiară europeană. In: *Economica*. 2020, nr. 1(111), pp. 82-97. ISSN 1810-9136.
38. BILOOCAIA, S. Particularitățile pieței de capital în Republica Moldova și principalele direcții de dezvoltare ale acesteia în baza experienței Uniunii Europene. In: *Relații internaționale. Plus*. 2019, nr. 2(16), pp. 117-129. ISSN 1857-4440.
39. BILOOCAIA, S. Perspectives of improvement of the capital market of the Republic of Moldova through broadening the investors' base. In: *Analele Universității "Eftimie Murgu". Reșița: Fascicola II. Studii Economice*. Vol. XXVI, 2019, pp. 32-43. ISSN 2344-6315.
40. BILOOCAIA, S. Role of alternative sources of financing in attracting investments by small and medium-sized enterprises: experience of European Union countries and prospects for the Republic of Moldova. In: *Analele Universității "Eftimie Murgu". Reșița: Fascicola II. Studii Economice*, Anul XXIV, 2017, pp. 23-33. ISSN 2344 – 6315.
41. BILOOCAIA, S., GAIDARLI, I. Role of government securities in economic growth stimulation: EU practices and particularities of the Republic of Moldova. In: *Analele Universității "Eftimie Murgu". Reșița: Fascicola II. Studii Economice*. vol. XXV, 2018, pp. 7-16. ISSN 2344 – 6315.
42. *Bond buybacks and exchange*. Background note. World Bank Group, 2015, pp. 49.
43. BOTNARI, N., MĂRGINEANU, A., BĂNCILĂ. N. Financial stability – primary opportunity for the state's sustainable economic activity. În: *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere*, Iași, România, 2019. ISBN 978-9975-75-961-8.
44. BOTNARI, N., MĂRGINEANU, A., BĂNCILĂ. N. Probleme în menținerea stabilității financiare în condițiile pandemiei. În: *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere*, Iași, România, volumul 37, 2020. ISBN 978-606-685-742-0.
45. *Broadening the investor base for local currency bonds in ASEAN+2 countries*. Asian Development Bank, 2013, pp. 86. ISBN 978-92-9254-065-4.
46. BURGER, J.D., WARNOCK, F.E. Local Currency Bond Markets. Working Paper 12552, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2006, pp.22.

47. CAPUTO, S.A., BAUDOUIN, R. Primary Deal Systems: Background Note. Gemloc Advisory Services for the World Bank, Washington DC, 2010.
48. CARAGANCIU, A., DAROVANNAIA, A., MINICA, M., IOVV, T. *Piețe de capital*. Editura ASEM, Chișinău, 2005, pp 171. ISBN 9975-75-299-3.
49. CASIAN, A. Planificarea bugetară și aspecte de asigurare a egalității de gen: analiza SWOT a bugetelor locale din raioanele Cahul și Ungheni. In: *Economica*. 2020, nr. 4(114), pp. 7-31. ISSN 1810-9136.
50. CASIAN, A., MADAN, D.. Perioada postpandemică: politica bugetar - fiscală abordare pro sau contraciclică. In: 30 years of economic reforms in the Republic of Moldova: economic progress via innovation and competitiveness. Vol.3, 24-25 septembrie 2021, Chișinău. Chișinău, Republica Moldova: Academia de Studii Economice din Moldova, 2022, pp. 285-296. ISBN 978-9975-155-60-1.
51. CHEUNG, S. Y. L., CHAN, B. Y. Bond markets in the Pacific: Development, market structure and relevant issues in fixed income securities markets. In: *Asia-Pacific Development Journal*, 9(1), pp. 1-21, 2002.
52. CHIRIAC, L. Conceptul atractivității investiționale a localității prin prisma factorilor constitutivi. În: *Studia Universitatis*, nr.2(32), 2010, pp. 110-116. ISSN 1857-2073.
53. CLAESSENS, S., KLINGEBIEL, D., SCHMUKLER, S. Government bonds in domestic and foreign currency: The role of macroeconomic and institutional factors, CEPR discussion paper no. 3789. London: Centre for Economic Policy Research, 2003.
54. COCIUG, V. Rolul băncilor în finanțarea activității investiționale – cazul Republicii Moldova. Conferința științifică internațională „Rolul investițiilor în asigurarea dezvoltării economice durabile în contextul integrării europene” ediția II, 29 – 30 octombrie 2015, ASEM, pp. 237- 241. ISBN 978-9975-75-798-0.
55. COCIUG, V., HINEV, O. Optimal monetary policy: theoretical and practical aspects. In: *Economia Contemporană*. 2019, nr. 1, pp. 55-65. ISSN 2537-4222.
56. COCIUG, V., TIMOFEI, O. Basis for the development of the liquidity of the government securities market in the Republic of Moldova. In: *Economie și Sociologie*. 2017, nr. 3, pp. 55-68. ISSN 1857-4130.
57. COCIUG, V., TIMOFEI, O. Costul nominal al emisiunii obligațiunilor de stat în vederea executării de către ministerul finanțelor a obligațiilor de plată derivate din garanțiile de stat din anii 2014-2015 [online]. Chișinău: Institutul național de Cercetări Economice, 2016. [citată 10.08.2021]. Disponibil: [https://ince.md/uploads/files/1475072029\\_costul-nominal-obligatii.pdf](https://ince.md/uploads/files/1475072029_costul-nominal-obligatii.pdf).

58. CREEHAN, S. 2015. Developing Local Currency Bond Markets Can Help Insulate Asia from Volatility [online]. Pacific Exchange (blog), 2015 [citat la 24.07.2022]. Disponibil: <https://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/developing-local-currency-bond-markets-help-insulate-asia-volatility/>.
59. DAROVANAIA, A. *Bazele funcționării piețelor de capital*. Editura ASEM, Chișinău, 2005, pp.175. ISBN 9975-75-298-5.
60. *Destinația și rolul împrumuturilor de stat*. [online]. 2019 [citat la 15.12.2021]. Disponibil: <https://administrare.info/economie/7365-destina%C5%A3ia-%C5%9Fi-rolul-%C3%AEmprumuturilor-de-stat>.
61. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, DC: World Bank and IMF (International Monetary Fund), 2001, pp. 440. ISBN 0-8213-4955-4.
62. *Developing Government Local Currency Bond Markets*. Guidance Note [online]. World Bank Group, International Monetary Fund, 2021 [citat 10.10.2021]. Disponibil: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/790921615526044752/pdf/Guidance-Note-for-Developing-Government-Local-Currency-Bond-Markets.pdf>.
63. DRAGOMIR, L. DARII, I. Asigurarea sustenabilității în procesul planificării bugetare în Republica Moldova. In: *Administrarea Publică*. 2016, nr. 4(92), pp. 81-88. ISSN 1813-8489.
64. DRAGOMIR, L., MULIC, A. Strategii macroeconomice bugetare și fiscale. Note de curs și aplicații practice. Chișinău: CEP USM, 2022. 84 pp. ISBN 978-9975-159-94-4.
65. DRAGOMIR, L., SECRIERU, V., DARII, I., ȘARGU-RUSU, I. Fundamentarea indicatorilor politicii financiare. In: *Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale*. Cu ocazia aniversării a 65 de ani de la fondarea Facultății de Științe Economice. 2-3 noiembrie 2018, Chișinău: Institutul Patrimoniului Cultural, 2018, pp. 92-94. ISBN 978-9975-142-57-1.
66. DRAGOMIR, L., ȘTEFANIUC, O., DARII, I., GHEORGHÎȚA, E. Rolul managementului financiar public în Republica Moldova. In: *Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale*. R, 1-2 noiembrie 2019. Chișinău: Centrul Editorial-Poligrafic al USM, 2019, pp. 25. ISBN 978-9975-142-57-1.
67. DRAGOMIR, L., TOFAN, T. Analiza Legii bugetului de stat pentru anul 2022 prin prisma alocațiilor bugetare pentru administrația publică. In: *Funcționarul public*. Ziar bilunar editat de Academia de Administrare Publică (Guvernul Republicii Moldova). Supliment la revista „Administrarea Publică”. Nr. 2 (615) ianuarie 2022. pp. 1-4.

68. EBEKE, C. YINQIU, L. Local currency emerging market bond yields and foreign holdings - A fortune or misfortune? In: *Journal of International and Finance*, vol. 59, 2015, pp. 203-219.
69. EICHENGREEN, B., EL-GANAINY, A., ESTEVES, R.P., MITCHENER, K.J. Public Debt through the Ages. Working paper no. 6, International Monetary Fund, Washington DC, 2018, pp. 59.
70. ENE, C.M., MARIAN, A. *Finante publice*. Universitatea Hyperion, București, Facultatea de Științe Economice, pp. 189.
71. FABELLA, R., MADHUR, S. Bond market development in East Asia: Issues and challenges. Economics and Research Department working paper series no. 35, 2003.
72. FELMAN, J., GRAY, S., Goswami, M., Jobst, A. A., Pradhan, M., Peiris, S., et al. ASEAN-5 bond market development: Where does it stand? Where is it going? In: *Asian-Pacific Economic Literature*, 28(1), 2014, pp. 60-75.
73. FINK, G., HAISS, P. R., HISTOFROVA, S. Bond markets and economic growth. IEF working paper no. 49 [online]. 2003 [citat la 09.11.2021]. Disponibil: <http://core.kmi.open.ac.uk/download/pdf/11007252.pdf>.
74. FÎRȚESCU, B. Sisteme moderne de finanțare a economiei și funcționalitatea acestora. *Analele Stiintifice ale Universității „Alexandru Ioan Cuza” din Iasi - Științe Economice*, 2005, vol. 50-51, pp. 347-351.
75. GARCIA, J.A., Rixtel, A. Inflation-linked bonds from a central bank perspective. European Central Bank. Occasional paper series no. 62, 2007, pp. 50. ISSN 1725-6534.
76. *Good Practices for Developing a Local Currency Bond Market*. Lessons from the ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative. Asian Development Bank, 2019. e-ISBN 978-92-9261-611-3.
77. GOSWAMI, M., SHARMA, S. The development of local debt markets in Asia. International Monetary Fund working paper no.132, 2011, pp. 32.
78. *Green bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*. Policy perspectives, OECD, 2016, pp. 28.
79. GREENSPAN, A. *Era turbulențelor. Aventuri într-o lume nouă*. București: Editura Publica, 2008, pp. 576. ISBN 978-973-88750-0-5.
80. *Guide to the Government Securities Market Development Toolkit for Low-Income Countries - Finance and Markets Global Practice*. World Bank, Washington DC, 2014.
81. HÎNCU R., LITOCENCO, A. Analiza valorilor mobiliare de stat ca instrument de finanțare a deficitului bugetar al Republicii Moldova. În: *30 de ani de reformă economică*

- în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic*, conferință științifică internațională, Academia de Studii Economice din Moldova, 24-25 septembrie 2021, ediția XXX-a, Volumul 3, Chișinău, Republica Moldova, pp. 429-439. ISBN 978-9975-155-66-3
82. HÎNCU R., **LITOCENCO, A.** Budget Deficit: indicator of financial relations within the financial system. În: *Competitivitate și inovare în economia cunoașterii*, conferință științifică internațională, Academia de Studii Economice din Moldova, 23-24 septembrie 2022, ediția XXXI-a, Chișinău, Republica Moldova.
83. HÎNCU R., **LITOCENCO, A.** The importance of institutional investors diversification in the development of the government securities market. In: *MEST Journal*, Facultatea Business și Drept, Universitatea Nikola Tesla, 2021, Belgrad, Serbia, pp. 28-36. ISSN 2334-7058.
84. HÎNCU R., **LITOCENCO, A.** The investment attractiveness of the government securities, as an instrument of government debt in the Republic of Moldova. In: *Analele Universității "Eftimie Murgu", Fascicola II-Studii Economice*, Anul XXVII, 2020, Reșița, România, pp. 47-57. ISSN 2344 – 6315.
85. HÎNCU R., **LITOCENCO, A.** The new investment instruments developed in the international financial market. In: *Eastern European Journal of Regional Studies*, Volumul 1, Ediția a 2-a, 2015, Chișinău, Republica Moldova, pp. 80-90. ISSN 1857-436X.
86. HÎNCU, R. BILOOCAIA, S. The International Practice of Government Securities Market Development: Comparative Analysis and Conclusions for the Republic of Moldova. In: *Annals of "Dunarea de Jos" University of Galati. Fascicle I. Economics and Applied Informatics*. Years XXIII, no.3/2017, pp. 68-77. ISSN-L 1584-0409.
87. HÎNCU, R., BILOOCAIA, S. Dezvoltarea sistemului de decontare a valorilor mobiliare în conformitate cu principiile, standardele și recomandările internaționale. In: *Economica*, nr. 6 (70), 2009, pp. 43-54. ISSN 1810-9136.
88. HÎNCU, R., BILOOCAIA, S. Tendințe de bază ale dezvoltării organismelor de plasament colectiv în Europa. In: *Economica*, nr. 1 (75), 2011, pp. 120-129. ISSN 1810-9136.
89. HÎNCU, R., BILOOCAIA, S. The International Practice of Government Securities Market Development: Comparative Analysis and Conclusions for the Republic of Moldova. In: *Annals of "Dunarea de Jos" University of Galati. Fascicle I. Economics and Applied Informatics*. Years XXIII, no. 3/2017, pp. 68-77. ISSN-L 1584-0409.
90. HÎNCU, R., BUNU, M., GUMOVSCI, A., DASCALIUC, D. The investment potential and risks proper to investment activity within the economy of Republic of Moldova. În:

*Riscul în Economia Contemporană*, conferință științifică internațională. Analele Universității Dunărea de Jos. 23-24 octombrie 2009, Galați, pp. 35-44.

91. HÎNCU, R., GUMOVSCI, A., SUHOVICI, A. Reglementarea activității investiționale: practici internaționale și naționale. In: *Analele Științifice ale Academiei de Studii Economice din Moldova*, nr. 8, 2010, pp. 192-199. ISSN 1857-1433.
92. HÎNCU, R., IORDACHI, V., MUNTEANU, N., ROȘCA, M., BAXAN, T., CONENCOV, O. *Basis of Capital Market Functioning. Manual*. AESM Publishing House, Chișinău, 2013, pp. 347. ISBN 978-9975-75-634-1.
93. HÎNCU, R., MUNTEANU, N., ROȘCA, M. Evoluția cadrului de reglementare și control pe piața de capital: practici ale SUA, UE, Republicii Moldova. In: *Economica*, nr. 4 (78), 2011, pp. 45-51. ISSN 1810-9136.
94. HÎNCU, R., SUHOVICI, A. Inovațiile pe piața hârtiilor de valoare – factor al creșterii activității investiționale în economia Republicii Moldova. În: *Probleme teoretice și practice ale economiei proprietății intelectuale*, conferință internațională științifico-practică, 16-17 noiembrie, 2006. Agenția de Stat pentru Proprietatea Intelectuală a Republicii Moldova, Academia de Științe a Moldovei. Chișinău, pp. 61-65.
95. HÎNCU, R., SUHOVICI, A. Riscuri investiționale în contextul realizării strategiilor de dezvoltare de lungă durată în Republica Moldova. In: *Economica*, nr. 4, 2008, pp. 7-15. ISSN 1810-9136.
96. IAMSIRAROJ, S. ULUBAŞOĞLU, M. A. Foreign direct investment and economic growth: A real relationship or wishful thinking? *Economic Modeling*, vol. 51, 2015, pp. 200-213.
97. IORDACHI, V., TIMUȘ, A. Adaptation of trading platforms to digital age. In: *Creșterea economică în condițiile globalizării :modele de dezvoltare durabilă*. Conferința internațională științifico-practică, ed.12-a, 12-13 octombrie, 2017. Chișinău: INCE, 2017. Vol. II, pp. 44-48. ISBN 978-9975-3171-0-8.
98. JONASSON, T., PAPAIOANNOU, M. A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks. Working Paper no. 74, International Monetary Fund, Washington DC, 2018.
99. JONASSON, T., PAPAIOANNOU, M., WILLIAMS, M. Debt Management. In: *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford: Oxford University Press, 2019, pp. 192-224.
100. KAPINGURA, F., MARKHETA-KOSI, P. The causal relationship between the bond market development and economic growth in Africa: Case study of South Africa. In:



- Mediterranean Journal of Social Sciences*, vol. 5, no. 3, 2014, pp. 126-131. ISSN 2039-9340.
101. KHALID, A. M., RAJAGURU, G. Market development for fixed income securities the role of socio-economic and institutional factors. Working paper no. 42. Australia: School of Business and Globalisation and Development Centre, Bond University, 2010.
  102. KOLAPO, F. T. ADARAMOLA, O. The impact of the Nigerian Capital Market on economic growth (1990-2010). In: *International Journal of Developing Societies*, vol. 1, no. 1, 2011, pp. 11–19.
  103. KOURTELLOS, A., STENGOS, T., TAN, C. M. The effect of public debt on growth in multiple regimes. In: *Journal of Macroeconomics*, no. 38, 2013, pp. 35-43.
  104. LIEBERMAN, M., HALL, R. *Principles & Applications of Economics*. South Western Cengage Learning, 2012, pp. 972. ISBN 978-1111822347.
  105. LIEBERMAN, M., HALL, R.E. *Principles & Applications of Economics*, ediția a 5-a, South-Western: Cengage Learning, 2010, pp. 736.
  106. **LITOCENCO, A.** Abordări teoretice și analiza relației „deficit bugetar – datorie publică” în cazul Republicii Moldova. În: *Economica nr.4 (122)*, 2022, pp. 62-75. ISSN 1810-9136.
  107. **LITOCENCO, A.** Aspecte legale de reglementare a activității investiționale în statele membre ale Uniunii Europene. În: *25 de ani de reformă economică în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic*, conferință științifică internațională, Academia de Studii Economice din Moldova, 23-24 septembrie 2016, ediția a XXV-a, volumul V, Chișinău, Republica Moldova, pp. 217-221. ISBN 978-9975-75-839-0.
  108. **LITOCENCO, A.** Challenges related to Attracting Foreign Direct Investment in the Republic of Moldova. Simpozionul științific internațional al tinerilor cercetători, ediția a XVI-a, Academia de Studii Economice din Moldova, 27-28 aprilie 2018, ediția a XVI-a, Chișinău, Republica Moldova, pp. 239-244. e-ISBN 978-9975-75-926-7.
  109. **LITOCENCO, A.** Eficiența măsurilor întreprinse în scopul atragerii investițiilor: cazul Republicii Moldova. În: *Noi provocări în cercetarea economică*, conferință internațională a studenților economiști 10-11 mai 2018, Universitatea „Dunărea de Jos”, Galați, România. Revista studenților economiști din cadrul FEAA: SMART STUDENT, pp. 154-164. ISSN 2559-2513.
  110. **LITOCENCO, A.** Influența pieței valorilor mobiliare de stat interne asupra creșterii economice. În: *Akademios nr.2 (69)*, 2023, pp. 99-104. ISSN 1857-0461.

111. **LITOCENCO, A.** Innovations in financing infrastructure investments. In: *Fostering international Cooperation for Strengthening Knowledge Triangle in Moldova – Triangle 2017*, Forumul Internațional Ediția a 3-a, Academia de Studii Economice din Moldova, 23-24 martie 2017, Chișinău, Republica Moldova, pp. 232-235. ISBN 978-9975-3129-7-4,.
112. **LITOCENCO, A.** Internal Government Debt of the Republic of Moldova: trends and perspectives. In: *Development through research and innovation - 2020*, conferință științifică internațională Academia de Studii Economice din Moldova, 28 august 2020, ediția I-a, Chișinău, Republica Moldova, pp. 154-159. ISBN 978-9975-155-03-8.
113. **LITOCENCO, A.** Oportunități investiționale și provocări pe piața valorilor mobiliare de stat. În: *Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii*, conferință științifică internațională, Academia de Studii Economice din Moldova, 25-26 septembrie 2020, ediția a XXVIII-a, Chișinău, Republica Moldova, pp. 634-644 ISBN 978-9975-75-985-4.
114. **LITOCENCO, A.** The investment activity of the joint stock companies from the Republic of Moldova. Simpozionul științific internațional al tinerilor cercetători, ediția a XIII-a, Volumul I, Academia de Studii Economice a Moldovei, 23-24 aprilie 2015, pp. 63-67. ISBN 978-9975-75-748-5.
115. **LITOCENCO, A.** Trends of Attracting Foreign Direct Investment in the Economy of the Republic of Moldova. In: *Scientia Iuventa 2018*, conferință științifică internațională pentru doctoranzi și tineri cercetători 19 aprilie 2018. Universitatea Matej Bel, Banská Bystrica, Slovacia. ISBN 978-80-557-1426-4.
116. **LITOCENCO, A., URSU, V.** Alinierea sectorului de asigurări la practicile și normele europene: noi principii, reglementări, cerințe. Publicația Periodică Monitorul Fiscal [online], 2020. Disponibil: <https://monitorul.fisc.md/expert/alinierea-sectorului-de-asigurari-la-practicile-sinormele-europene-noi-principii-reglementaricerinte.html/>.
117. **LOPOTENCO, L., SECRIERU, A., PÎRȚACHI, I., VEVERIȚĂ, I., MIJA, S.** Impactul adaptării sistemului financiar din Republica Moldova la standardele Uniunii Europene. Chisinau, 2020, ASEM, 198 p., ISBN 978-9975-3389-1-2
118. **LOPOTENCO, V.** Dezvoltarea sistemului financiar al Republicii Moldova în condițiile noii arhitecturi financiare internaționale. Chișinău, 2021, AAP, 193 pp., ISBN 978-9975-3182-9-7.

119. LOPOTENCO, V. National financial system analysis in terms of the complex systems theory. In: *International Journal of Innovative Technologies in Economy*, 2020, 5(32), pp.57-63, ISSN 2412-8368.
120. LOPOTENCO, V. Provocările sectorului financiar al Republicii Moldova în perioada post Covid-19. In: *Teoria și practica administrării publice. Conferința Științifico-Practică Internațională din 21 mai 2021, Chișinău, AAP, 2021, pp. 410-414, ISBN 978-9975-3492-6-0*
121. LOPOTENCO, V. The International Financial Architecture Implications on the Institutional Development of National Financial Systems. In: *Noble International Journal of Economics and Financial Research*, 2020, Vol. 5, No. 11, pp.125-135, ISSN 2519-9730.
122. LUCEY, B. M. ZHANG, Q. Financial integration and emerging markets capital structure. In: *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, 2011, pp. 1228-1238.
123. MANKIW, G. *Principles of Macroeconomics*. South-Western: Cengage Learning, 2008, pp. 578. ISBN 978-0-538-45306-6.
124. MANOLE, T., STRATAN, A. Corelarea dintre datoria publică, Deficitul bugetar și politica fiscală. In: *Akademios nr. 4(43)*, 2016, pp. 57-64. ISSN 1857-0461.
125. MĂRGINEANU, A., COBZARI, L. Reformele din sectorul financiar din Republica Moldova - de la virtual la real. În: *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere, conferință științifică internațională, Iași, România, 2017, pp. 331-335. ISBN: 978-606-685-554-9*
126. MATEI, I. Empirical analysis of the links between sovereign bond markets and economic growth for European non-EMU countries. In: *Banks and Bank Systems*, no. 8(3), 2013, pp. 58-71.
127. MATEI, I. Euro zone bond market and economic growth: Evidence from a time series analysis, in *Recent Developments in Alternative Finance: Empirical Assessments and Economic Implications*, 2015, pp. 39–51.
128. MATEI, I. Government bond market linkages within EMU: Evidence from a multivariate granger causality analysis. In: *Economic Bulletin*, no. 33(3), 2013, pp. 1885-1898.
129. MOLDOVAN, B. A., PAVEL, A., MIHALY, H. Deficite bugetare și datoria publică. În: *Revista Transilvană de Științe Administrative*, nr. 2(26), 2010, pp. 55-66.
130. MUHARAM, H., GHOZALI, I., ARFINTO E.D. (2018). Bond Market Development, Economic Growth, and the Role of Foreign Investment. In *International Conference of Organizational Innovation, KnE Social Sciences*, 2018, pp. 811-819.

131. PANIZZA, U., PRESBITERO, A. F. Public debt and economic growth in advanced economies: A survey. In: *Swiss Journal of Economics and Statistics*, no. 149(2), 2013, pp. 175-204.
132. PARK, C. Y. Developing Local Currency Bond Markets in Asia. ADB Economics Working paper no. 495, 2017, pp. 28. ISSN 2313-6537.
133. PEIRIS, S. J. Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets. International Monetary Fund working paper no. 88, 2010, pp. 20.
134. PETROIA, A. Tendințele actuale în structura cheltuielilor publice în țările dezvoltate. În: *Paradigme moderne de dezvoltare a economiei naționale și mondiale, conferință științifică internațională, Chișinău, Republica Moldova, 30-31 octombrie 2020*, pp. 358-364. ISBN 978-9975-152-69-3.
135. PÎNTEA, D., GHILEȚCHI, E., GAIBU, S. Soluții pentru mobilizarea resurselor interne pentru proiecte infrastructurale și dezvoltarea țării: Piața Valorilor Mobiliare de Stat. Expert Grup, Chișinău, 2017 [online]. Disponibil: [https://www.expert-grup.org/media/k2/attachments/Studiu\\_VMS.pdf](https://www.expert-grup.org/media/k2/attachments/Studiu_VMS.pdf).
136. PRADHAN, R. P., ARVIN, M. B., NORMAN, N. R., HALL, J. H. Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries. In: *Review of Financial Economics*, no. 23(4), 2014, pp.155-173.
137. PRADHAN, R.P., ZAKI, D.B., MARADANA, R.P., Bond market development and economic growth: The G-20 experience. In: *Tékhné*, Volume 13, Issue 1, 2015, pp. 51-65. ISSN: 1645-9911.
138. RĂILEAN, V., TIMUȘ, A. Metode moderne de finanțare a activităților științifice și tehnologice: practici relevante pentru Republica Moldova. In: *Economica*. 2018, nr. 4(106), pp. 60-71. ISSN 1810-9136.
139. SAMARGANDI, N., FIDRMUC, J., GHOSH, S. Financial development and economic growth in an oil-rich economy: The case of Saudi Arabia. *Economic Modelling*, 43, 2014, pp. 267-278.
140. SECRIERU, A. Analiza managementului cheltuielilor publice prin prisma respectării drepturilor economice, sociale și culturale în Republica Moldova. In: *Economica*. 2021, nr. 3(117), pp. 7-23. ISSN 1810-9136.
141. SECRIERU, A. Sistemul financiar din Republica Moldova: tendințe și provocări. In: *Competitivitatea și Inovarea în Economia Cunoașterii*. Ediția 21, Vol.1, 28-29

- septembrie 2018, Chișinău. Chisinau, Republica Moldova: Departamentul Editorial-Poligrafic al ASEM, 2018, pp. 296-303. ISBN 978-9975-75-932-8.
142. SPEIAN, O. Noi criterii în tipologia valorilor mobiliare. În: Simpozionul Internațional Experiență. Cunoaștere. Provocări contemporane „Înapoi în viitor. Provocări și perspective socio-economice”, 27-28 mai 2021, România. București: ARTIFEX, 2021, pp. 615-625. ISBN 978-6-068-71659-6.
143. STRATAN, A. Competitivitatea economiei naționale: progrese și provocări. În: *Perspectivile dezvoltării durabile a spațiului rural în contextul noilor provocări economice*, Chișinău, Republica Moldova, volumul 50, 2018. ISBN 978-9975-64-299-6.
144. STRATAN, A. Tendencies, progress and challenges related to the improvement of national competitiveness. In: ACROSS, nr.5(1), 2022, ISSN 2602-1463.
145. STRATAN, A., CALMÎC, O. Progresses and challenges in the evolution of economic competitiveness of the Republic of Moldova. In: *Creșterea economică în condițiile globalizării: competitivitate, inovativitate, sustenabilitate*, Chișinău, Republica Moldova, volumul 1, 2018. ISBN 978-9975-3202-8-3.
146. STRATAN, A., MANOLE, T. Managementul finanțelor publice – artă a gestionării eficiente a banului public. În: *Akademios*, nr.2, 2016, pp.109-116.
147. STRATAN, A., PERCIUN, R., TIMUS, A.. The methodology of financial stability evaluation of Republic of Moldova based on macroeconomical indicators. In: *Procedia Economics and Finance*. Volume 15(2014). Emerging Market Queries in Finance and Business. Tîrgu-Mureș, Romania, 24th-27th, 2013, pp.383-392.
148. STRATAN, A., TOACĂ, Z., FALĂ, V. Progresele reformării economiei moldovenești în vederea asigurării tranziției sale la economia de piață. În: *Creșterea economică în condițiile globalizării*, Chișinău, Republica Moldova, volumul 1, 2021. ISBN 978-9975-3529-7-0.
149. STURZA, C., COCIUG, V. Oportunități de finanțare a startup-urilor prin mecanismele pieții de capital. In: Simpozion științific al tinerilor cercetători . Ediția 19, Vol.3, 16-17 aprilie 2021, Chișinău. Republica Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al ASEM, 2021, pp. 273-276. ISBN 978-9975-155-40-3.
150. ȘULETEA, D., BĂNCILĂ, N. Influența factorilor externi asupra indicatorilor macroeconomici din Republica Moldova. Simpozionul Științific Internațional al Tinerilor Cercetători, ediția 16, 2018. ISBN 978-9975-75-927-4.

151. THUMRONGVIT, P., KIM, Y., PYUN, C. S. Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth. In: *International Review of Economics and Finance*, 27(3), 2013, pp. 529-541.
152. TIMUȘ, A., CÂMPEANU, E. M., TROFIMOV, V., PĂDUREAN E. *Politici fiscale și bugetare în teoriile economice*. Chișinău: Ed. IEFS, 2012, pp. 235. ISBN 978-9975-4295-8-0.
153. TIMUȘ, A., CEBAN, A. Highlights, concepts and methods in addressing the shadow economy: theoretical approach and some countries' experience. In: *The Journal Contemporary Economy*, Volume 5, Issue 3/2020 p.66-82. ISSN 2537 – 4222.
154. TIMUȘ, A., COCIUG, V. Impactul politicilor fiscale asupra deciziilor de investiție a agenților economici. In: *Asigurarea viabilității economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condițiile integrării în UE*. 15-16 septembrie 2017, Bălți. Republic of Moldova: Universitatea de Stat „Alec Russo din Bălți”, 2018, pp. 307-310. ISBN 978-9975-50-215-3.
155. TIMUȘ, A., RĂILEAN, V. Evaluation aspects of the mechanism of financing of the research sector from Republic of Moldova in the context of european tendencies. In: *Simpozion Științific Internațional al Tinerilor Cercetători Culegere de articole selectiv*. Ediția 17, 24-25 aprilie 2019, Chișinău. Republica Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al ASEM, 2019, pp. 64-70. ISBN 978-9975-75-962-5.
156. TIMUȘ, A., UNGUR, C., RABOSAPCA, I. Assimilation of investment potential of insurance companies through government securities. In: *Economie și Sociologie*. 2017, nr. 1-2, pp. 124-132. ISSN 1857-4130.
157. URSU, V., LITOCENCO, A. Sistemul de pensii facultative – noi norme, mecanisme și reglementări. *Publicația Periodică Monitorul Fiscal nr.6 (61)*, 2020, pp.72-77.
158. VĂCĂREL, I., BISTRICEANU Gh., *Finanțe publice*, Ediția V, Editura didactică și pedagogică, 2006, pp.660.
159. VELANDIA, A., SECUNHO, L. How to attract non-resident investors to local currency bonds: the cases of Ukraine, Panama, Colombia and Brazil. *Macroeconomics, Trade and Investment. Equitable growth, finance & institutions insight*. World Bank Group, 2020, pp. 43.
160. ZENCENKO, S.V. Potențialul investițional al regiunii. *Colecția de lucrări științifice a Universității Tehnice de Stat Caucazul de Nord, seria „Economie”, nr.6.* -

- Stavropol: SevKavGTU, [online], 2007. Disponibil: <https://bankfs.ru/ro/real-estate/ekspertnyi-i-statisticheskie-metody-ocenki-investicionnoi.html>.
161. АХТАРИЕВА, Л.Г. Современные подходы к оценке инвестиционной привлекательности регионов. В: *Вестник УГУЭС. Наука. Образование. Экономика.* Серия: Экономика. № 1 (7), 2014 с. 233-239.
162. БАБКОВ, А.Г. Рейтинговая оценка деятельности предприятий. В: *Экономический анализ: теория и практика*, № 14, 2014, с. 59-64.
163. ВАСИЛЬЦОВА, А.М. Сравнительный анализ трактовок и методик оценки инвестиционной привлекательности предприятия. В: *Экономика и менеджмент инновационных технологий*, № 8, [online], 2013. Disponibil: <http://ekonomika.snauka.ru/2013/08/2935>
164. ГУСЕВА, К.У. Ранжирование субъектов Российской Федерации по степени благоприятности инвестиционного климата. В: *Вопросы экономики*, № 6, 2012, с. 90-93.
165. СМАГЛЮКОВА, Т.М. Методика оценки инвестиционной привлекательности региона. В: *Экономические науки*, № 4, 2010, с. 117-119.
166. ШКОЛИК, О. А., КАЗАК, А. Ю. *Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие.* Екатеринбург: Издательство Уральского университета, 2014, с. 37-38.

### **III. Rapoarte, publicații de pe paginile web oficiale ale instituțiilor internaționale și autohtone**

167. Annual Financial Reports of Government of Canada for the period of 2017-2022, [online]. Disponibil: <https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/annual-financial-report/2021/report.html>.
168. Annual Government Debt Management Reports of the Ministry of Finance of Hungary for the period of 2017-2022, [online]. Disponibil: <https://2015-2019.kormany.hu/en/ministry-for-national-economy/the-minister>.
169. Annual Public Debt Management Reports of Undersecretariat of Treasury, Turkey, for the period of 2017-2022, [online]. Disponibile: <https://en.hmb.gov.tr/public-debt-management-reports>.
170. Annual Public Debt Report of the Ministry of Finance of Brazil for the period of 2017-2022, [online]. Disponibile: <https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/publications-about-federal-public-debt/public-debt-reports>.

171. Debt Management Reports of Department of Finance of Canada for the period of 2017-2022, [online]. Disponibile: <https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/debt-management-report.html>.
172. Rapoartele anuale cu privire la activitatea Consiliului de Supraveghere al Depozitarului Central Unic al valorilor mobiliare, [online], 2018-2022. Disponibil: <https://www.dcu.md/doc/Raport%20anual%20DCU%202021.pdf>
173. Rapoartele Ministerului Finanțelor din R. Moldova privind executarea bugetului de stat în perioada anilor 2017-2022 [online]. Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/trezorerie/rapoarte-privind-executarea-bugetului/rapoarte-anoale>
174. Rapoartele Ministerului Finanțelor din R. Moldova privind situația în domeniul datoriei sectorului public, garanțiilor de stat și recreditării de stat pentru anii 2017-2021 [online]. Disponibil: <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/rapoarte/datoria>.
175. Raportele anuale privind datoria publică ale Ministerului Finanțelor Publice din România pentru perioada anilor 2017-2022, [online]. Disponibil: <https://mfinante.gov.ro/ro/web/trezor/datorie-guvernamentala>.
176. Raportul anual al Băncii Naționale a Moldovei, [online], 2021. Disponibil: [https://www.bnm.md/ro/search?partitions\[0\]=674&post\\_types\[674\]\[0\]=846](https://www.bnm.md/ro/search?partitions[0]=674&post_types[674][0]=846)
177. Raportul asupra inflației al Băncii Naționale a Moldovei nr.4, [online], 2022. Disponibil: [https://www.bnm.md/ro/search?partitions\[0\]=674&post\\_types\[674\]\[0\]=840](https://www.bnm.md/ro/search?partitions[0]=674&post_types[674][0]=840)
178. Sovereign borrowing outlook. OECD, [online], 2017. ISSN 2306-0476. Disponibil: [https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2017\\_sov\\_b\\_outlk-2017-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2017_sov_b_outlk-2017-en#page1)
179. Sovereign borrowing outlook. OECD, [online], 2018. ISSN 2306-0416. Disponibil: [https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2018\\_sov\\_b\\_outlk-2018-en#page3](https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2018_sov_b_outlk-2018-en#page3)
180. Sovereign borrowing outlook. OECD, [online], 2019. ISSN 2306-0476. Disponibil: [https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-sovereign-borrowing-outlook-2019\\_aa7aad38-en#page4](https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-sovereign-borrowing-outlook-2019_aa7aad38-en#page4)
181. Sovereign borrowing outlook. OECD, [online], 2020. ISSN 2306-0476. Disponibil: [https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2020\\_dc0b6ada-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2020_dc0b6ada-en#page1)
182. Sovereign borrowing outlook. OECD, [online], 2021. ISSN 2306-0476. Disponibil: [https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2021\\_48828791-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-sovereign-borrowing-outlook2021_48828791-en#page1).



183. [www.bnm.md](http://www.bnm.md);
184. [www.bvm.md](http://www.bvm.md);
185. [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md);
186. [www.dsbb.imf.org](http://www.dsbb.imf.org);
187. [www.ebrd.com](http://www.ebrd.com);
188. [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com);
189. [www.moody.com](http://www.moody.com);
190. [www.spglobals.com](http://www.spglobals.com);
191. [www.statista.com](http://www.statista.com);
192. [www.statistica.gov.md](http://www.statistica.gov.md);
193. [www.worldgovernmentbonds.com](http://www.worldgovernmentbonds.com).

# **ANEXE**

Tabelul A1. Particularitățile calității de dealer primar pe piața VMS

Particularități	Descriere
<i>Rolul dealerilor primari</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- acționarea în calitate de intermediar între emitentul VMS și investitori pe piața primară;</li> <li>- funcționarea în calitate de promotori și distribuitori ai VMS, conform interesului investitorilor;</li> <li>- acționarea în calitate de furnizori de lichiditate de pe piața primară pe cea secundară;</li> <li>- acționarea în calitate de furnizori de transformare a activelor și de servicii market-making prin disponibilitatea de a deține stocuri de VMS și permiterea investitorilor să facă schimb de VMS, contribuind astfel la introducerea de lichidități pe piață;</li> <li>- promovarea continuității pieței VMS și asigurarea transparenței stabilirii prețurilor;</li> <li>- acționarea în calitate de agenți și manageri relaționali care comunică și ghidează investitorii cu referire la atractivitatea VMS ca investiție;</li> <li>- acționarea în calitate de consilieri ai statului prin stabilirea strategiilor corespunzătoare de dezvoltare a produselor și pieței VMS.</li> </ul>
<i>Criteriile de selecție a dealerilor primari</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- poziția financiară a entității ce pretinde la calitatea de dealer primar (fiind argumentată printr-o capitalizare adecvată);</li> <li>- rolul activ pe piața VMS;</li> <li>- gradul de expertiză financiară, cum ar fi: deținerea unui management și personal calificat;</li> <li>- accesul la tehnologia necesară desfășurării activității pe piața VMS.</li> </ul>
<i>Obligațiile dealerilor primari</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- participarea pe piața primară într-un mod substanțial și consistent;</li> <li>- servirea drept market-maker pe piața secundară prin furnizarea cotațiilor pentru anumite VMS, fie orientative, fie ferme;</li> <li>- furnizarea de informații legate de piață către autoritatea ce asigură managementul datoriei publice.</li> </ul>
<i>Privilegii oferite dealerilor primari</i>	<p>acordarea unor drepturi exclusive, cum ar fi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- dreptul de a participa la licitația pentru VMS pe termen scurt;</li> <li>- dreptul de a servi ca contraparte a băncii centrale atunci când aceasta desfășoară anumite operațiuni de politică monetară pe piața deschisă;</li> <li>- accesul la o linie de credit sau la anumite împrumuturi special furnizate de banca centrală.</li> </ul>

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [78]

**Tabelul A2. Condițiile ce favorizează dezvoltarea unei piețe interne a VMS conform metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE de evaluare a nivelului de dezvoltare al pieței VMS interne**

Nr.	Condiții	Impactul asupra pieței interne a VMS
1.	<i>Condițiile macroeconomice generale</i>	Un mediu macroeconomic stabil crește nivelul de încredere a investitorilor, asigurându-i că valoarea investițiilor lor va fi conservată. Un istoric de performanță macroeconomică bună, susținută printr-un cadru de politică macroeconomică credibilă și de angajamentul autorităților, va întări consolidarea nivelului așteptărilor investitorilor. O gestiune greșită sau mai puțin eficientă a economiei este adesea costisitoare, întrucât perioadele anterioare de evenimente adverse severe (cum ar fi: criza datoriilor suverane, restructurări, crize ale sectorului bancar) ar putea avea un impact persistent asupra nivelului de încredere al investitorilor și respectiv, ar limita considerabil progresul în procesul de reformare și dezvoltare a pieței interne a VMS.
2.	<i>Necesitățile de finanțare ale Guvernului</i>	Acestea formează baza emiterii datoriilor. În majoritatea statelor, necesitățile brute de finanțare dictează necesitatea de contractare a împrumuturilor, iar piața internă a VMS reprezintă una dintre sursele primare ale acestei finanțări. Cu toate acestea, în unele țări cu venituri mai mici, disponibilitatea granturilor sau a împrumuturilor concesionale pe termen lung ar putea implica faptul că emiterea de datorii mai scumpe pe piața internă nu este recomandabilă, în condițiile în care riscul valutar nu reprezintă o preocupare. De asemenea, sunt câteva exemple de țări care au recurs la emiterea de datorii interne doar cu scopul dezvoltării unei piețe interne.
3.	<i>Structura economiei</i>	Dimensiunea economiei unei țări și nivelul de economisire (inclusiv disponibilitatea entităților precum bănci, asociații de economii și împrumut sau uniuni de credit) impactează capacitatea de absorbție a pieței interne a VMS. O rată scăzută de economisire la nivel intern, indiferent de dimensiunea economiei, poate limita cererea de active financiare purtătoare de dobândă, inclusiv VMS. Mulți factori influențează nivelul de economisire în cadrul unui stat, cum ar fi: fundamentele macroeconomice, politica fiscală, sistemele de pensii etc. Economiiile populației pot fi, de asemenea, orientate către alte active financiare concurente (de exemplu, imobile) și piața acestor active alternative ar trebui să fie luată în considerare atunci când se evaluează acest aspect al structurii economiei. Dimensiunea economiei influențează și gradul de lichiditate al pieței. Pentru statele cu economii de dimensiuni mici, construirea și dezvoltarea unei piețe lichide poate fi o adevărată provocare, acestea confruntându-se cu mai multe limitări și constrângeri, precum: consolidarea instrumentelor, emisiunea de VMS de tip benchmark cu un grad înalt de lichiditate. Acești emitenți, de asemenea se pot confrunta cu obstacole în mobilizarea unor volume mari de resurse financiare necesare, precum și sunt mai vulnerabili la rate mai mari de concentrare a deținerilor de VMS de către câțiva investitori. Investitorii locali ar putea să nu fie dispuși să-și dețină disponibilitățile financiare, în volume mari, într-un singur instrument financiar sau să nu fie dispuși să participe la tranzacțiile de pe piața secundară. Prin urmare, guvernele din aceste țări ar trebui să-și evalueze cu precauție capacitățile și necesitățile înainte de a investi masiv în infrastructura costisitoare a pieței interne a VMS și în dezvoltarea pieței. Emiterea de VMS pe piața internă este mai ușoară în statele cu niveluri scăzute de dolarizare sau eurorizare financiară <sup>27</sup> . De regulă, cererea la instrumente financiare emise pe

<sup>27</sup> Dolarizarea sau eurorizarea financiară are loc atunci când rezidenții unei țări dețin depozite bancare în valută străină (dolari SUA, euro) și contractează la bănci împrumuturi în valută străină. Gradul de dolarizare și eurorizare financiară se măsoară prin ponderea depozitelor bancare/ împrumuturilor în valută străină în total depozite bancare/ împrumuturi acordate.

		<p>piața internă a unui stat, inclusiv la VMS, este susținută atunci când ponderea depozitelor/ împrumuturilor în valută străină pe sistem bancar este mică, iar cursul de schimb și condițiile inflaționiste permit păstrarea și conservarea valorii investițiilor amplasate în VMS emise pe piața internă.</p>
4.	<p><i>Situația bugetară și a datoriei publice</i></p>	<p>O poziție bugetară solidă și o datorie publică sănătoasă sau sustenabilă sprijină dezvoltarea pieței interne a VMS, în special a pieței primare. Un deficit bugetar la cote înalte poate genera o traiectorie nesustenabilă a datoriei publice, iar riscurile aferente pot genera o serie de vulnerabilități pentru stat. Statele cu necesități mari de finanțare externă, cu un sold ridicat al datoriei publice supus riscurilor de piață (de exemplu, riscul de refinanțare, de refixare a ratei dobânzii, de curs valutar) și cu o poziție bugetară nesustenabilă sunt de regulă mai vulnerabile. Volumul necesităților de finanțare ale statului și riscul de înrăutățire a situației datoriei publice afectează volumul net de finanțare internă pe care guvernul o poate obține, stabilitatea acestei finanțări, precum și stabilirea prețurilor instrumentelor pe piața VMS. Accesibilitatea înaltă a împrumuturilor externe concesionale și dependența de alte tipuri de împrumuturi interne decât cele obținute pe piața VMS pot limita creșterea și dezvoltarea pieței interne a VMS. În același timp, deteriorarea încrederii investitorilor în țările ce dețin un istoric de neplată a datoriei suverane afectează semnificativ perspectivele de dezvoltare a pieței interne a VMS. Lipsa controlului bugetar poate genera o abatere de la practicile sănătoase de împrumut pe piața internă, care de obicei iau forma: influențării ratei dobânzilor, acumulării restanțelor de plată, recurgerii la împrumuturi de la banca centrală, practicării unor metode de plasare a instrumentelor ce nu sunt orientate spre necesitățile pieței sau creșterii volumului de finanțare pe termen scurt. Aceste abateri, pe lângă faptul că afectează încrederea investitorilor, pot genera preocupări serioase privind riscul de refinanțare, acestea într-un final împiedicând dezvoltarea pieței interne a VMS. Implementarea și aplicarea unor practici de piață sănătoase este un aspect foarte important în dezvoltarea pieței interne a VMS, acestea facilitând respectarea, de către stat, a unei discipline fiscale ce contribuie la optimizarea și menținerea costurilor de împrumut la niveluri acceptabile.</p>
5.	<p><i>Condiții monetare și ale ratei de schimb</i></p>	<p>Stabilitatea inflației, a ratelor dobânzilor și a ratelor de schimb reduce nivelul de incertitudine a investitorilor și sporește cererea de VMS. O volatilitate excesivă a ratei dobânzii și presiunile inflaționiste (care ar putea deriva inclusiv din cauza lipsei credibilității politicii monetare) poate genera randamente mai mari la instrumentele oferite de stat pe piața VMS, întrucât investitorii necesită o primă pentru cazurile de imprevizibilitate. În același timp, nivelul excesiv de înalt și de volatil al ratelor dobânzilor nominale și reale sunt percepute, de către investitori, ca fiind nesustenabile, fapt ce ar putea genera incertitudine cu privire la sustenabilitatea datoriei de stat, eventuale modificări în regimul ratelor de schimb sau impunerea unor noi forme de impozitare și control. Aceste incertitudini reduc, la rândul lor, nivelul de stimulare a investitorilor de a-și amplasa investițiile în active pe termen lung fie pe piața internă a VMS, fie pe piața de capital locală, deoarece acestea afectează negativ profitabilitatea așteptată. Astfel, existența și asigurarea unor condiții monetare stabile permit guvernului să emită datorii pe termen lung mai ieftine, precum și să prelungească scadența portofoliului de datorii emise. Volatilitatea ridicată a ratelor de schimb este una dintre cauzele principale de descurajare a investitorilor, atât rezidenți, cât și străini. Totodată, tentativele de control ale ratei dobânzii (practică ce des ademeneste guvernele care se confruntă cu un spațiu fiscal limitat și costuri mari de finanțare) sunt adesea privite drept indicator al unor condiții monetare și fiscale mai puțin bune. Cu toate acestea, deși recurgerea la o astfel de practică ar putea genera o optimizare a costurilor pe termen scurt, aceasta ar putea compromite disciplina fiscală a guvernului, alimenta așteptările inflaționiste, exacerba</p>

		costurile de finanțare pe termen lung, precum și distorsiona ratele dobânzilor de pe piață. Abandonarea unor astfel de practici nefavorabile poate fi asigurată prin dezvoltarea unui cadru de politică monetară orientat spre piață și prin adoptarea unor politici solide pe piața primară.
6.	<i>Soliditatea pieței financiare</i>	Pentru o dezvoltare de succes a pieței interne a VMS este nevoie ca sectorul financiar al țării să fie cât mai lichid și bine capitalizat, pentru că acesta joacă un rol important atât ca investitor, cât și ca intermediar pe piața VMS. Sectorul bancar este un segment important al gamei de investitori în majoritatea statelor și, de obicei, joacă un rol critic de intermediere pe piața internă a VMS. Soliditatea sectorului financiar este evaluată, de regulă, prin indicatori precum: adecvarea capitalului, calitatea activelor, câștigurile și pozițiile de lichiditate. Orice riscuri de instabilitate a sectorului financiar pot împiedica capacitatea sectorului bancar de a-și exercita în mod eficient rolul pe piața VMS.
7.	<i>Capacitățile de gestiune a datoriei și procedurile operaționale</i>	Existența unor aranjamente instituționale eficiente pentru gestionarea datoriei publice este o condiție esențială pentru dezvoltarea piețelor interne ale VMS. Responsabilitățile aferente procesului de management a datoriei trebuie să fie clar definite în statutul instituțiilor relevante, iar procedurile operaționale aferente ar trebui stipulate într-un memorandum de înțelegere, semnat între instituțiile și autoritățile de rigoare. Pentru a implementa o abordare deschisă spre piață privind procesul de management a datoriei publice, autoritatea responsabilă de managementul datoriei trebuie să dispună de: personal calificat, o structură organizatorică adecvată și resurse necesare. Deși autoritatea responsabilă de managementul datoriei nu este singura instituție <sup>28</sup> care poate efectua reforme pe piața internă a VMS, aceasta este cea mai indicată pentru acest lucru. De regulă, autoritatea responsabilă de managementul datoriei dispune de mandatul și stimulentele necesare pentru a conduce procesul de dezvoltare a pieței interne a VMS. De asemenea, este important să existe o strategie pe termen mediu de management a datoriilor, un plan anual de împrumut, un calendar de licitații, precum și o procedură de raportare a datoriilor. În cazul statelor ce dețin un stoc semnificativ de datorii non-piață (cum ar fi: VMS convertite, emise în anumite scopuri speciale), strategia de îndatorare ar trebui să prevadă modalități de trecere și orientare, într-o măsură mai mare pe termen mediu, către instrumente tranzacționabile.

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [61]

<sup>28</sup> În unele state, banca centrală dispune de capacități mai înalte și relație de contact mai apropiată cu participanții pieței VMS.

**Tabelul A3. Metode de evaluare a atractivității investiționale a unei companii**

Nr.	Metodă de evaluare	Particularități
1.	Metoda fluxului de numerar actualizat	<p>Metoda dată presupune că suma investită se bazează pe calculul previziunilor de venit, ceea ce face posibilă calcularea beneficiului în avans. Astfel, valoarea investiției la scadență (FV) este calculată prin actualizarea la o rată care reflectă gradul de risc:</p> $FV = PV * (1 + r)^n$ <p>unde:            PV - valoarea prezentă a fluxului de numerar;            r – rata de actualizare;            n – timpul, numărul de perioade de timp pentru care se investesc resursele.</p>
2.	Metoda ratingului	<p>Această metodă presupune parcurgerea unor etape în cadrul cărora se identifică și se grupează indicatorii necesari evaluării (indicatori statistici); se stabilesc criteriile în dependență de prioritatea acordată de investitor; se calculează indicatorii identificați; grupelor de indicatori stabiliți li se acordă un punctaj pe o scală de la 1 la 5, iar ulterior în baza mediei aritmetice se stabilește indicele atractivității investiționale a întreprinderii. Această metodă necesită crearea unui număr semnificativ de criterii în funcție de care vor fi evaluați indicatorii, aceste criterii urmând să fie diferite pentru toți indicatorii. Avantajul acestei metode este posibilitatea de a alege un număr nelimitat de indicatori necesari pentru evaluarea atractivității investiționale pentru un anumit investitor. Cu toate acestea, metoda ratingului presupune luarea în calcul doar a indicatorilor cantitativi, neținând cont și de cei calitativi.</p>
3.	Metoda evaluării integrale	<p>Metoda în cauză permite o evaluare mai amplă a atractivității investiționale a companiei și se bazează pe indicatorii interni de performanță ai acesteia care, la rândul lor, îi afectează atractivitatea investițională. Astfel, inițial indicatorii se clasifică în 5 grupuri, după cum urmează:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- indicatori privind eficiența utilizării activelor materiale și circulante;</li> <li>- indicatori privind situația financiară a entității;</li> <li>- indicatori ai resurselor umane;</li> <li>- indicatori ai activității investiționale a întreprinderii;</li> <li>- indicatori de eficiență a activității</li> </ul> <p>Calculule obținute pe fiecare grup de indicatori se includ în indicatorul general al atractivității investiționale a întreprinderii. Avantajul acestei metode este un nivel ridicat de fiabilitate și flexibilitate a datelor. În același timp, se menționează că metoda dată se concentrează exclusiv pe indicatori interni ai activității economice a întreprinderii și nu ia în considerare factorii externi, ceea ce constituie un dezavantaj.</p>

Sursa: elaborat de autor în baza [160, 161, 165]

Tabelul A4. Metode de evaluare a atractivității investiționale a unui stat

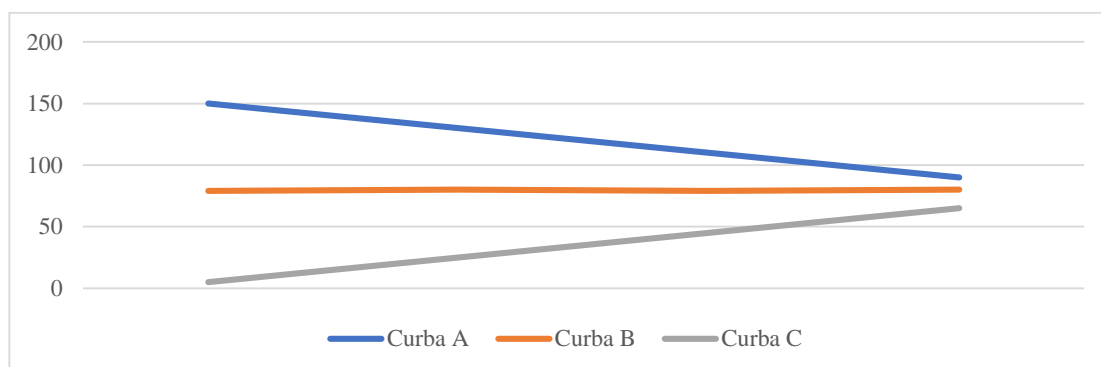
Nr.	Metode	Particularități
1.	Analiza structurii și volumului investițiilor pe orizontală și verticală	Metoda dată are drept scop formularea unei concluzii privind situația favorabilă sau nefavorabilă a unui stat în calitate de destinație a investițiilor. Principalul dezavantaj al acestei abordări este o analizare superficială a procesului investițional, întrucât caracteristicile investițiilor abordate în mod separat nu reflectă starea reală a sferei investiționale, precum și nu comunică despre capacitățile și perspectivele interne ale țării.
2.	Metoda indicatorului integral	<p>Această metodă presupune o combinație de caracteristici socio-politice, natural-economice și psihologice. Metoda dată este utilizată de diverse reviste financiare internaționale precum: Euromoney, Fortune, The Economist, Эксперт etc., care folosesc acest indicator integral, măsurat pe o scară de 100 de puncte, și care conține nouă indicatori diferiți: eficiența economică; riscul politic; gradul de îndatorare; serviciul datoriei (neonorarea angajamentelor de plată sau întârzierea plății acestora); bonitatea regiunii; disponibilitatea creditului bancar; disponibilitate de finanțare pe termen scurt; disponibilitatea împrumuturilor pe termen lung și probabilitatea apariției forței majore. Valorile acestor indicatori sunt determinate de experți, sau prin mijloace analitice de calcul. Acestea sunt măsurate pe o scară de 10 puncte și apoi ponderate în funcție de semnificația unui anumit indicator și de contribuția acestuia la nota finală. Indicatorul integral (K) pentru evaluarea stării climatului investițional se calculează ca valoarea medie ponderată aritmetică a valorilor anumitor indicatori:</p> $K = \frac{K_1l_1 + K_2l_2 + \dots + K_nl_n}{\sum_{i=1}^n l_i}$ <p>unde:  K1, K2, ... Kn - indicatori particulari și anume: financiari, economici, politici;  l1, l2, ... ln - ponderile acestor indicatori.  Valoarea lui K se situează în intervalul de la 0 la 10. Cu cât este mai mare valoarea indicatorului integral al fiabilității climatului investițional (K), cu atât climatul este mai favorabil în țara respectivă.  Această metodă de evaluare are o serie de avantaje, facilitând concluzionarea despre perspectivele de investiții pentru dezvoltarea regiunilor; determinarea gradului de implementare a atractivității lor investiționale; evaluarea indicatorilor prin metode statistice; fundamentarea fiabilității rezultatelor obținute. Există însă și anumite dezavantaje, principalul dintre acestea fiind „opacitatea” metodologiei de identificare a semnelor factoriale de atractivitate a investițiilor, evaluarea neclară a indicatorilor constituenți și ambiguitatea caracteristicilor evaluate.</p>
3.	Metoda indicatorului agregat	Metoda în cauză presupune o evaluare interconectată a două elemente: riscul investițional și potențialul investițional. Elementul de „potențial investițional” reflectă gradul în care fondurile pot fi investite în active durabile, inclusiv în valori mobiliare, cu scopul de a obține profit sau alte rezultate economice naționale. Totodată, potențialul investițional se prezintă ca un ansamblu de resurse investiționale care alcătuiesc cea parte a capitalului acumulat, care se prezintă pe piața investițiilor sub forma unei cereri potențiale de investiții, capabile să se transforme în cerere reală de investiții, asigurând satisfacerea nevoile materiale, financiare și intelectuale de reproducere a capitalului. Atât potențialul investițional, cât și riscul investițional sunt influențați de o serie de factori ce necesită a fi luați în considerare la etapa de evaluare a atractivității investiționale a regiunii. Indicatorii de potențial și risc sunt calculați ca suma medie ponderată a indicatorilor de anumite valori, fiecărui indicator atribuindu-i-se propriul coeficient de semnificație. Ulterior, indicatorul ce reflectă atractivitatea investițională a regiunii se determină ca raport dintre riscul investițional și potențialul investițional.
4.	Metoda ratingului	Este frecvent utilizată de experți evaluatori, aceasta presupunând examinarea potențialului investițional și tipuri de risc: economic, financiar, politic, social, de mediu, legislativ. În această metodă, potențialul investițional și riscul sunt calculate ca sumă medie ponderată a indicatorilor aferenți acestor 2 elemente. Inițial, la calcularea caracteristicilor atractivității investiționale a statului, toți indicatorii statistici sunt



		combinați în grupuri pe baza analizei de corelație și regresie. În această abordare, toți indicatorii sunt reduși la o singură formă: ca pondere în potențialul investițional și ca abatere relativă de la nivelul mediu de risc. Evaluarea atractivității investiționale a statului, obținută în urma calculelor după metoda dată, contribuie la determinarea indicatorului de atractivitate a țării, calculat ca medie ponderată a valorilor în funcție de componente.
5.	Evaluarea atractivității investiționale a unui stat în baza indicatorilor calitativi și cantitativi	<p>Conform acestei metode, atractivitatea investițională se determină în baza componentelor economice și de risc:</p> $K = k1 * (1 - k2)$ <p>unde:</p> <p>K - indicator al atractivității investiționale a statului, în fracții unitare;  k1 - componenta economică, în fracții unitare;  k2 - componenta de risc, în fracții unitare.</p> <p>Componenta economică reprezintă raportul dintre rentabilitatea investiției și fondurile investite:</p> $k1 = ((PRB * (1 - DB) * (1 - T) - I) / I)$ <p>unde:</p> <p>PRB - produs regional brut;  DB - deficitul bugetar al țării, în cote unitare (exprimat ca % în PRB);  T - cota medie de impozitare;  I - suma investiției.</p> <p>Componenta de risc, utilizată la evaluarea nivelului total de risc, se calculează după formula:</p> $k2 = \frac{\sum_{i=1}^n Pi * ji}{\sum_{i=1}^n ji}$ <p>unde:</p> <p>n - este numărul de indicatori;  Pi - caracteristica indicatorului;  ji - ponderea indicatorului.</p> <p>În condițiile în care atractivitatea investițiilor este influențată de un număr foarte mare de factori (politici, de producție, de resurse și materii prime, inovare, sociale, resurse umane, financiare, infrastructurale, investiționale, de consum, de mediu), fiecare factor include un set de indicatori, fie calitativi, fie cantitativi, care determină impactul asupra atractivității investițiilor. Setul de indicatori cantitativi este ierarhizat în funcție de gradul de influență asupra indicatorului volumului investițiilor de capital, care caracterizează activitatea investițională din țara respectivă, fiind identificați cei mai semnificativi indicatori pentru calcularea componentei de risc. Relația dintre volumul investițiilor și indicatorii atractivității investițiilor este determinată prin analiza corelației. Pentru a compara indicatorii cantitativi și calitativi și a-i utiliza în calcule ulterioare, se utilizează o scală de puncte, conform căreia fiecărui indicator i se atribuie propriul coeficient de pondere pe baza metodei priorității. Astfel, în funcție de valoarea indicatorului de atractivitate investițională, statele se clasifică astfel:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <math>K &gt; 0,4</math> – atractivitate investițională foarte înaltă;</li> <li>- <math>0,2 &lt; K &lt; 0,4</math> – atractivitate investițională înaltă;</li> <li>- <math>0,1 &lt; K &lt; 0,2</math> – atractivitate investițională medie;</li> <li>- <math>0,05 &lt; K &lt; 0,1</math> – atractivitate investițională redusă;</li> <li>- <math>K &lt; 0,05</math> – atractivitate investițională foarte redusă.</li> </ul> <p>Avantajul acestei tehnici este capacitatea de a compara atractivitatea investițională a diverselor state, iar aplicarea acesteia permite, la discreția analistului, modificarea numărului de parametri luați în considerare.</p>

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [162, 163]

### Configurații ale curbelor de randament aferente VMS și semnificația acestora



**Figura A5. Configurații-tip ale curbei de randament a VMS**

Sursa: [183]

Curba descendentă, orientată în jos (curba A) denotă faptul că VMS pe termen scurt au un randament foarte ridicat, ceea ce înseamnă că cererea de fonduri pe termen lung este foarte puternică (în raport cu oferta) față de cererea de fonduri pe termen scurt. Curba plată sau echilibrată (curba B) subliniază că randamentele VMS pe termen scurt, mediu și lung sunt practic aceleași și, deci, raporturile dintre cerere și ofertă sunt echilibrate pe ansamblul pieței. Curba ascendentă, orientată în sus (curba C) relevă că VMS pe termen lung au un randament ridicat și sugerează că cererea de fonduri pe termen scurt este foarte puternică (în raport cu oferta) față de cererea de fonduri pe termen lung. Explicația configurațiilor prenotate poate fi efectuată din 3 aspecte:

- preferința pentru lichiditate explică faptul că investitorii dau prioritate lichidității, respectiv posibilității de a converti rapid și fără pierderi activele în bani lichizi. Întrucât VMS pe termen scurt sunt relativ mai lichide decât cele pe termen lung, acestea vor avea un preț mai ridicat și, în consecință, un randament mai slab decât VMS pe termen lung;

- segmentarea pieței presupune că există piețe separate pentru VMS cu venit fix pe termen scurt, mediu și lung și că cererea și oferta determină nivelul randamentului pe fiecare piață. Astfel, curba poate lua diverse aspecte, în funcție de randamentul pe piață;

- așteptările pieței comunică despre anticipațiile investitorilor privind evoluția ratei dobânzii, acestea determinând relația între randamentele pe termen scurt și cele pe termen lung. Dacă investitorii se așteaptă la creșterea dobânzii pe termen scurt, curba randamentelor va fi orientată în sus, dacă se prevede o scădere a dobânzii pe termen scurt, curba va fi orientată în jos, dacă se presupune că dobânda va rămâne la același nivel, curba va fi plată. În această ipoteză nu se admite segmentarea pieței, toate titlurile fiind considerate substituibile, fapt mai puțin probabil în practică, întrucât pe piața VMS sunt investitori preponderenți pe termen scurt (băncile licențiate) și alții specializați pe termen lung (societățile de asigurări) [183].

Tabelul A6. Clasificarea ratingurilor de țară emise de agențiile de rating internaționale

Nr.	Standards&Poor Global	Fitch Ratings	Moody`s Investor Service	Instrumentele clasificate la acest rating se consideră a fi:
1.	AAA	AAA	Aaa	de cea mai bună calitate, însoțite de riscuri minime
2.	AA	AA	Aa (Aa1, Aa2, Aa3)	de calitate bună, însoțite de riscuri foarte mici
3.	A	A	A (A1, A2, A3)	de calitate de nivel mediu superior, însoțite de riscuri mici
4.	BBB	BBB	Baa (Baa1, Baa2, Baa3)	de calitate medie, cu potențiale particularități speculative, fiind însoțite de riscuri moderate de credit
5.	BB	BB	Ba (Ba1, Ba2, Ba3)	însoțite de particularități speculative și de riscuri substanțiale de credit
6.	B	B	B (B1, B2, B3)	speculative, însoțite de riscuri înalte de credit
7.	CCC	CCC	Caa (Caa1, Caa2, Caa3)	de o calitate joasă, însoțite de riscuri de credit foarte înalte
8.	CC	CC	Ca	foarte speculative sau foarte aproape de starea de incapacitate de plată, cu unele perspective de recuperare a principalului și dobânzii
9.	C	C	C	de calitatea cea mai joasă, caracterizând starea de incapacitate de plată a emitentului, cu perspective foarte reduse de recuperare a principalului și dobânzii.

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [188, 189, 190]

Tabelul A7. Portofoliul de depozite pe sistem bancar

Denumirea indicatorilor	Portofoliul de depozite, sold la sfîrșitul lunii gestionare, mil. lei					
	la 31.12.2020		la 31.12.2021		la 31.12.2022	
	<i>în MDL</i>	<i>în valută străină</i>	<i>în MDL</i>	<i>în valută străină</i>	<i>în MDL</i>	<i>în valută străină</i>
<b>Depozite la vedere fără dobîndă:</b>	<b>14 627,0</b>	<b>15 205,0</b>	<b>17 824,2</b>	<b>19 818,1</b>	<b>17 474,2</b>	<b>19 986,9</b>
depozitele persoanelor fizice	3 888,6	6 132,9	4 806,9	8 212,1	5 358,7	9 708,6
depozitele persoanelor juridice	10 738,4	9 072,1	13 017,3	11 606,0	12 115,5	10 278,3
<b>Depozite la vedere cu dobîndă</b>	<b>12 440,4</b>	<b>4 419,2</b>	<b>12 152,3</b>	<b>3 028,2</b>	<b>13 376,5</b>	<b>3 479,0</b>
depozitele persoanelor fizice	8 601,7	3 029,1	8 687,4	1 573,1	8 895,0	1 643,0
depozitele persoanelor juridice	3 838,7	1 390,1	3 464,8	1 455,1	4 481,5	1 836,0
<b>Depozite la termen fara dobanda</b>	<b>83,4</b>	<b>553,0</b>	<b>100,8</b>	<b>626,0</b>	<b>119,9</b>	<b>554,9</b>
depozitele persoanelor fizice	12,0	417,7	16,1	290,3	13,2	133,8
depozitele persoanelor juridice,	71,4	135,3	84,7	335,7	106,7	421,1
<b>Depozite la termen cu dobîndă</b>	<b>19 178,4</b>	<b>13 138,3</b>	<b>21 618,3</b>	<b>14 914,0</b>	<b>26 049,8</b>	<b>13 927,3</b>
depozitele persoanelor fizice	16 778,3	11 909,1	18 707,3	13 625,2	22 775,4	10 490,2
depozitele persoanelor juridice	2 400,1	1 229,1	2 911,0	1 288,8	3.274,4	3 437,1
<b>Total depozite</b>	<b>46 329,3</b>	<b>33 315,5</b>	<b>51 695,5</b>	<b>38 386,4</b>	<b>57 020,4</b>	<b>37 948,1</b>
depozitele persoanelor fizice	29 280,6	21 488,8	32 217,7	23 700,7	37 042,2	21 975,6
depozitele persoanelor juridice	17 048,7	11 826,6	19 477,8	14 685,7	19 978,2	15 972,5

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [183]

**Tabelul A8. Obiective și măsuri planificate în scopul dezvoltării pieței interne a VMS din R. Moldova**

Nr.	Document de politici	Obiective și măsuri planificate
1.	Planul de acțiuni al Guvernului pentru anii 2021-2022, aprobat prin HG nr. 235 din 13 octombrie 2021	<i>„Asigurarea eficientă a gestionării datoriei de stat prin diversificarea instrumentelor și monitorizarea costurilor și riscurilor, acest obiectiv urmând a fi realizat prin crearea, către finele anului 2022 a platformei de tranzacționare în mod direct a VMS către persoanele fizice pentru extinderea cercului de investitori și crearea condițiilor optime pentru cetățeni de a investi în VMS”.</i>
2.	Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2022-2024)”, aprobat prin HG nr. 81 din 05 februarie 2022	<i>„Dezvoltarea pieței interne a VMS prin: - extinderea maturității portofoliului datoriei și diversificarea bazei investiționale luând în considerație situația pe piața financiară internă; - îmbunătățirea comunicării cu participanții pieței VMS; - diversificarea canalelor de vânzare a VMS odată cu creșterea accesibilității persoanelor fizice la procurarea VMS; - asigurarea unui grad înalt de transparență a pieței VMS; - monitorizarea și evaluarea performanțelor dealerilor primari.”</i>
3.	Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”, aprobat prin HG nr. 56 din 05 februarie 2020	<i>„Dezvoltarea pieței interne a VMS prin: - extinderea maturității portofoliului datoriei și diversificarea bazei investiționale; - diversificarea canalelor de vânzare a VMS odată cu creșterea accesibilității persoanelor fizice la procurarea VMS; - asigurarea unui grad înalt de transparență a pieței VMS; - monitorizarea și evaluarea performanțelor dealerilor primari.”</i>
4.	Planul de acțiuni al Guvernului pentru anii 2020-2023, aprobat prin HG nr. 636 din 11 decembrie 2019	<i>„- admiterea spre tranzacționare pe piața reglementată (piața secundară) a VMS cu termen lung de circulație; - crearea platformei de tranzacționare în mod direct a VMS către persoanele fizice.”</i>
5.	Strategia de dezvoltare a pieței financiare nebankare pentru anii 2011-2014, adoptată prin Legea nr. 35 din 03 martie 2011	<i>„Elaborarea și implementarea măsurilor necesare pentru tranzacționarea VMS cu termenul de circulație mai mare de 1 an la Bursa de Valori a Moldovei, acțiune ce urma a fi realizată în perioada 2011-2013.”</i>

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [12, 13, 19]

Tabelul A9. Metodele de realizare a operațiunilor de management a datoriei

Operațiuni	Metode	Particularități
Operațiuni de răscumpărare anticipată a VMS	Răscumpărări OTC - bilaterale - prin intermediul ferestrei de răscumpărare	Au loc câte una pe rând într-o anumită perioadă de timp. Răscumpărările bilaterale se încheie la un preț, de regulă, nepublicat și negociat de emitent, fie direct cu contrapartea, fie folosind un intermediar, caz în care emitentul (statul) mandatează dealerii primari să răscumpere anumite tipuri de VMS într-un termen limită specificat. Ulterior, autoritatea responsabilă de administrarea datoriei de stat stabilește suma, data decontării, prețul maxim și comisionul intermediarului. O fereastră de răscumpărare presupune efectuarea de către emitent a unei oferte permanente pieței de răscumpărare a unor VMS. Oferta este valabilă pe o anumită perioadă, iar prețul este publicat și este setat în general pe durata ferestrei.
	Licitații inverse: - cu preț uniform; - cu prețuri multiple.	Licitațiile inverse reprezintă oglindirea procesului aferent unei licitații tradiționale. Astfel, dacă în cadrul unei licitații tradiționale, emitentul (statul) vinde VMS și primește în schimb mijloace financiare, atunci în cazul licitațiilor inverse, acesta cumpără VMS și alocă mijloace financiare. Majoritatea licitațiilor inverse sunt din categoria cu prețuri multiple, în condițiile în care contrapărțile sunt reprezentante de un număr mic de investitori (de cei care dețin VMS relevant, ce ar putea constitui obiectul unei operațiuni de răscumpărare). În același timp, VMS pot fi concentrate într-un număr limitat de portofolii investiționale, sau investitorii pot fi reticenți în vânzarea acestor VMS, întrucât acestea pot constitui obiectul unor garanții oferite de investitori pentru alte obligații. În acest context, emitenții tind să răscumpăre VMS la o valoare medie a prețurilor oferite de piață, decât să accepte răscumpărarea tuturor titlurilor la cel mai mic preț acceptat.
Operațiuni „switch”	Tender la rată fixă de schimb	Rata de schimb este stabilită de autoritatea responsabilă de gestiunea datoriei publice și poate fi de două tipuri: - ca raport dintre prețul obligațiunii ce se emite și prețul obligațiunii ce se substituie, ambele prețuri fiind prețuri brute (ce include cuponul acumulat). Practica dată este întâlnită în Danemarca, Suedia, Irlanda și Marea Britanie; - ca raport dintre prețul net al obligațiunii ce se emite (nu include cuponul acumulat), și prețul brut al obligațiunii ce se substituie (practică întâlnită în Belgia, spre exemplu).
	Licitații: - cu preț uniform; - cu prețuri multiple.	Rata de schimb este stabilită de către piață, iar cererile se prezintă în cadrul următoarelor formate: - autoritatea responsabilă de gestiunea datoriei publice stabilește prețul obligațiunii ce urmează a fi substituită, iar piața propune prețul obligațiunii noi emise, ambele constituind prețuri nete (modalitate utilizată în Australia, Danemarca, Ungaria, Polonia, Suedia, Marea Britanie); - autoritatea responsabilă stabilește prețul obligațiunii noi emise, iar piața înaintează ofertele la prețuri nete pentru

	<p>obligațiunile ce urmează a fi substituite (practica Olandei, Sloveniei, Spaniei).</p> <p>De regulă, rata de schimb a obligațiunilor se calculează în baza prețurilor brute, pentru a asigura o decontare neutră din punct de vedere financiar.</p> <p>Totodată, licitațiile aferente operațiunilor „switch” în baza prețului uniform sunt caracteristice statelor precum: Belgia, Danemarca, Spania, Marea Britanie, iar cele cu prețuri multiple – Brazilia, Finlanda, Suedia, Marea Britanie.</p>
Combinăție dintre tender și licitație	<p>Această procedură presupune efectuarea operațiunii „switch” în două etape. În prima zi, o obligațiune este emisă prin procedura licitației, iar în ziua următoare emitentul (statul) anunță coraportul dintre obligațiunea ce urmează a fi substituită și cea nou emisă. Apoi, tranzacția de substituie se efectuează prin intermediul tenderului, la coraportul prestabilit, data decontării fiind aceeași zi ca și data licitației. Această procedură este mai flexibilă comparativ cu procedura licitației atât pentru piață, cât și pentru emitent. În prima zi, participanții nu trebuie să dețină obligațiunea restantă, iar coraportul dintre cele 2 obligațiuni se stabilește în ziua următoare. Cu toate acestea, procedura creează incertitudini pentru emitent dat fiind divizarea tranzacției în două etape, fapt ce reprezintă un dezavantaj semnificativ întrucât, dacă răscumpărarea nu are succes, emitentul se va pomeni în situația în care are emis un volum mai mare de VMS decât era necesar. Pentru investitorii care doresc să facă substituie obligațiunile lor vechi pe altele noi, această procedură la fel prezintă un risc, pentru că dacă nu au succes nici la vânzare, nici la răscumpărare, ei vor trebui să își ajusteze pozițiile pe piața secundară, ceea ce implică un risc de piață ce se va răsfrânge asupra costului împrumutului.</p>
2 licitații separate	<p>Această procedură combină răscumpărarea obligațiunilor cu emiterea unora noi (o oră mai târziu în cazul Finlandei spre exemplu). Executarea separată a celor două operațiuni le face mult mai simplu de procesat pentru emitent. De asemenea, acest tip de procedură este mult mai atractivă pentru un grup mai larg de investitori. Riscul emitentului în cazul dat este existența deficitului de finanțare dacă suma emisă la licitație este mai mică decât suma răscumpărată.</p>
„Switch” bilateral	<p>O operațiune „switch” bilaterală este echivalentul operațiunii de răscumpărare de tip OTC. În zona euro, această procedură este pe larg utilizată de către Grecia și Suedia. Grecia folosește prețul predominant pe piața secundară cu scop de negociere în funcție de caracteristicile obligațiunilor ce constituie obiectul operațiunii „switch” și de politica și necesitățile investiționale a contrapărților.</p>

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [42]

Structura datoriei sectorului public a R. Moldova

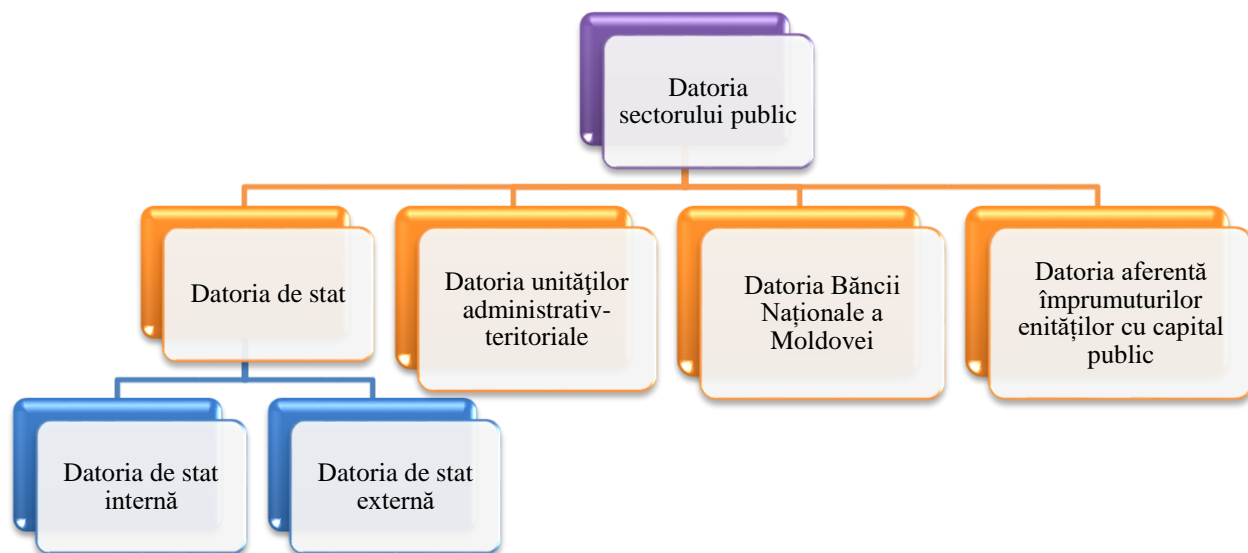


Figura A10.1. Structura datoriei sectorului public a R. Moldova

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [5]

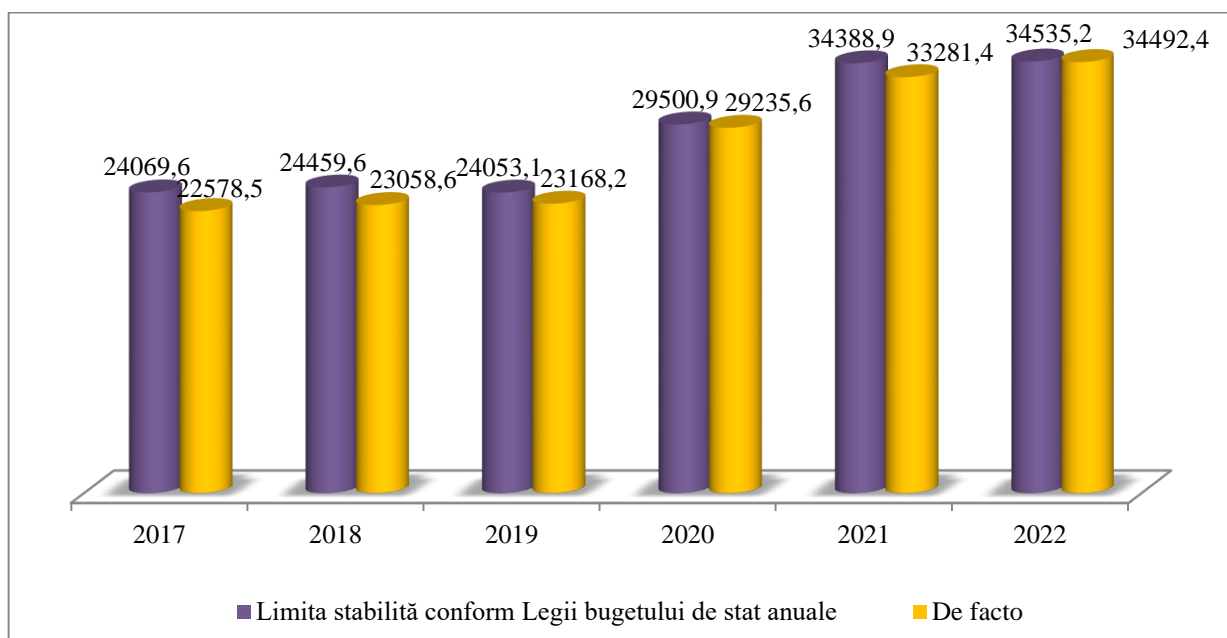
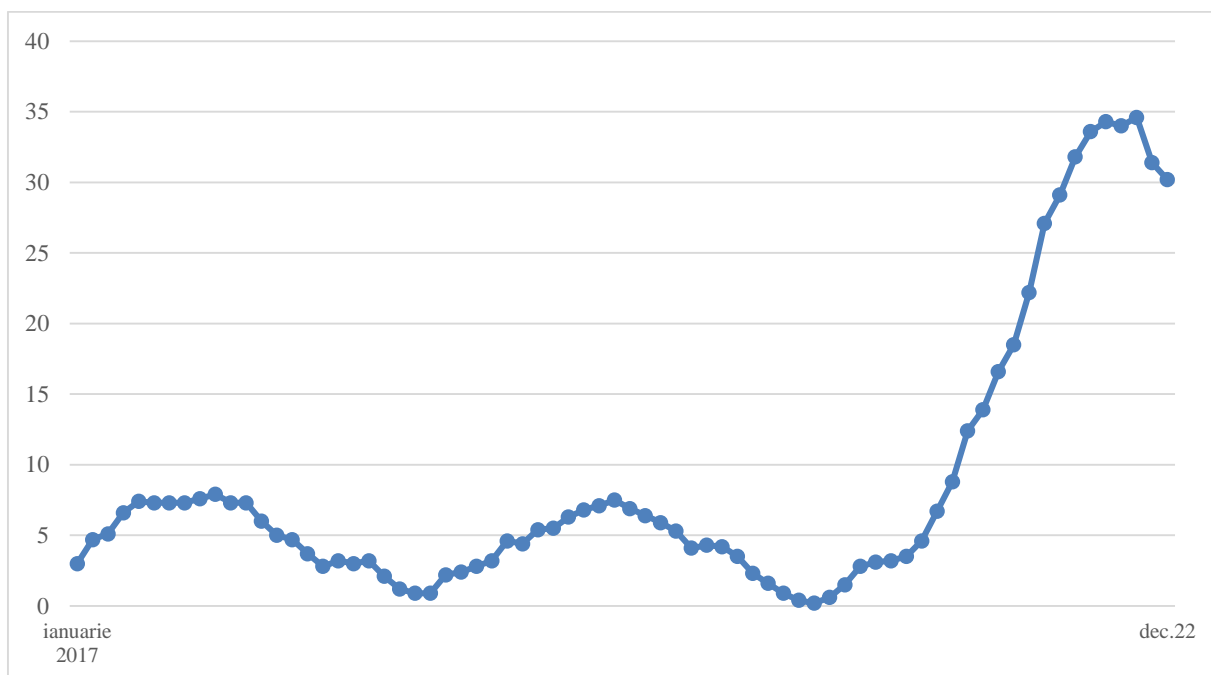


Figura A10.2. Valoarea planificată și reală a soldului datoriei de stat interne a R. Moldova în perioada 2017-2021, mil. lei

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [174]





**Figura A11. Evoluția ratei inflației în R. Moldova, în perioada anilor 2017-2022, %**

Sursa: elaborată de autor în baza sursei [183]

**Evaluarea, de către autorul tezei, a nivelului de dezvoltare al  
pieței interne a VMS din R. Moldova  
conform metodologiei BM, FMI, BERD și OCDE**

**Component 1. Monetary market /Componenta 1. Piața monetară**

Outcome			
(1) Well-functioning short-term securities and repo markets			
<b>Objectives:</b> Assess whether short-term securities and repo markets are supportive of the development of the government bond market.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Has a short-term yield curve of up to one-year maturity (including treasury bills) been established? (yes/ <b>no</b> )			
(2) Are treasury bills, central bank securities, or both actively traded in the secondary market? ( <b>yes</b> /no)			
(3) Are repos/reverse repos actively used in central bank market operations? ( <b>yes</b> /no)			
(4) Are repos/reverse repos actively used by investors for cash investments, funding, or liquidity management purposes? ( <b>yes</b> /no)			
(5) Are repos/reverse repos and/or securities lending facilities actively used by dealers for market-making activities? ( <b>yes</b> /no)			
(6) Is the size of haircuts (defined by the central bank or other regulator) for repo transactions conducive to the use of repo transactions? ( <b>yes</b> / no)			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of six ratings determines the stage.			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2–3	4–5	6
Policies/Practice			
(2) Monetary policy operating framework			
<b>Objective:</b> Assess whether the operating framework for monetary policy is conducive to the development of money markets.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Does the monetary policy framework require the extensive use of interest rates as an operational target? (yes/ <b>no</b> )			
(2) Are authorities willing to accept the costs of market-based operations? (yes/ <b>no</b> )			
(3) Are there an operational framework and capacity for banking sector liquidity management? ( <b>yes</b> /no)			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0	1	2	3
(3) Monetary policy operations			
<b>Objective:</b> Assess whether monetary policy operations are conducive to the development of money markets.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Do monetary policy operations exclude the use of interest rate controls? (yes/ <b>no</b> )			
(2) Are excess reserves remunerated at below but close to market rates to avoid undermining incentives to market participants to trade in the market? ( <b>yes</b> /no)			
(3) Is an interest rate corridor for overnight rates (that is, the difference between rates at which the banks can deposit with or borrow from the central bank) set at a range that does not deter interbank trading? (yes/ <b>no</b> )			
(4) Are tradable securities (that is, central bank securities, government securities, or reverse repos) used in liquidity absorption operations without relying heavily on nontradable instruments (standing facility or term deposits)? ( <b>yes</b> /no)			
(5) Are competitive price auctions used for open market operations by the central bank? (yes/ <b>no</b> )			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the five questions. The sum of the five ratings determines the stage.			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2–3	4	5

<b>(4) Transparency</b>			
<b>Objective:</b> Assess the transparency of the money market.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Is pre-trade quoting information consistently available to participants in the treasury bills or central bank securities market, or both? ( <b>yes/ no</b> )			
(2) Is pre-trade quoting information consistently available to participants in the repo market? (yes/ <b>no</b> )			
(3) Are key short-term reference interest rates published daily? ( <b>yes/no</b> )			
(4) Are appropriate measures taken to ensure the reliability of reference interest rates (that is, based on either transaction prices or committed quotes)? ( <b>yes/no</b> )			
(5) Is trading information on market prices (daily, by the end of business day) and the trading volume (monthly or more frequently) of treasury bills and/or central bank securities published? (yes/ <b>no</b> )			
(6) Is trading information (such as trading volume) on repo markets published (monthly or more frequently)? ( <b>yes/no</b> )			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage.			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2–3	4–5	6
<b>(5) The legal framework for repurchase transactions</b>			
<b>Objective:</b> Assess the legal robustness of repurchase transactions.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Are written standard master agreements for repo transactions adopted and widely used? ( <b>yes/no</b> )			
(2) Does the legal framework (possibly as ascertained by legal opinions) support the legal robustness of such transactions by allowing full transfer of securities as collateral and close-out netting upon insolvency-related default of a counterparty? (yes/ <b>no</b> )			
(3) Is the contractual authorization for substitution and reuse of collateral consistent with the broader legal framework? ( <b>yes/no</b> )			
(4) Is the tax framework conducive to repo market development? ( <b>yes/no</b> )			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2	3	4

Sursa: completat de autor în baza formularului prevăzut în sursa [62]

## Component 2. Primary GS market / Componenta 2. Piața primară a VMS

<b>Outcomes</b>			
<b>(1) Marketable domestic debt as a share of central government total debt</b>			
<b>Objective:</b> Assess the degree of reliance on marketable domestic financing debt (stock).			
<b>Key questions:</b> How large is the stock of marketable domestic debt denominated in local currency as a share of central government total debt? <sup>1</sup>			
<b>Benchmarks:</b>			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
Less than 25 percent	25–50 percent	50–75 percent	More than 75 percent
<b>(2) Stability of domestic market financing</b>			
<b>Objective:</b> Assess the stability of the overall demand for marketable government securities.			
<b>Key questions:</b> What is the level of demand for government securities as reflected by the bid-cover ratio?			
<b>Benchmarks:</b>			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
There is a persistent undersubscription of securities offered.	Under-subscription happens on an intermittent and irregular basis.	Securities are often well-subscribed.	Securities are generally oversubscribed in excess of the offered amount.

### (3) Maturity of local currency marketable government securities

**Objective:** Assess the ability of the government to issue long-dated fixed-rate securities and control its exposures to refinancing and interest rate risks.

**Key questions:**

- (1) What is the average time to maturity of outstanding local currency marketable securities?<sup>2</sup>
- (2) What is the share of debt maturing in one year as a percent of the stock of local currency securities?
- (3) What is the average time to refixing of outstanding local currency securities?
- (4) What is the share of debt to be refixed in one year as a percent of the stock of local currency securities?

**Benchmarks:** Average time to maturity

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
Less than 1 year	1–3 years	3–5 years	More than 5 years

**Benchmarks:** Percentage of debt maturing in one year

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
More than 50 percent	25–50 percent	15–25 percent	Less than 15 percent

**Benchmarks:** Average time to refixing

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
Less than 1 year	1–3 years	3–5 years	More than 5 years

**Benchmarks:** Percentage of debt to be refixed in one year

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
More than 70 percent	40–70 percent	20–40 percent	Less than 20 percent

Final stage for the indicator defined by the consolidation of the stages for the four subindicators

### (4) Issuance across the yield curve

**Objective:** Assess whether the yield curve is well-distributed across key tenors.

**Key questions:** What is the structure and length of the yield curve?

**Benchmarks:**

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
Very short yield curve (less than 1 year)	Relatively short yield benchmark curve (1–3 years) or longer yield curve but irregular, ad hoc issuance in maturities longer than 3 years	Relatively longer benchmark yield curve (4–10 years) and regular issuance in key maturity segments	Extended and well distributed benchmark yield curve is built (more than 10 years) and regular issuance in key maturity segments

### Policies and Practices

### (5) Market-based pricing

**Objective:** Assess whether the issuance mechanism adopts market-based pricing.

**Key questions:** How are prices determined in the issuance mechanism?

**Benchmarks:**

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
Prices are determined by the issuer.	Auctions and/or syndications are frequently not cleared at market rates.	Auctions and/or syndications are usually cleared at market rates.	Auctions and/or syndications are always cleared at market rates.

### (6) Market-based placement mechanisms

**Objective:** Assess whether the issuance adopts a market-based mechanism for placements.

**Key questions:** What is the predominant placement mechanism for securities?

**Benchmarks:**

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
---------	---------	---------	---------

Less than 20 percent of securities are issued by auctions and/or syndications.	20–50 percent of securities are placed through syndications and/or auctions and the rest through other methods.	50–80 percent of securities are placed through syndications and/or auctions, where syndications are used for new instruments or very long-term bonds.	At least 80 percent of securities are placed through auctions and syndications, where syndications are used for new instruments or very long-term bonds.
--	---	---	--

**(7) Predictability and transparency of issuance**

**Objective:** Assess the predictability of issuance as reflected, for example, in the details provided by an issuance calendar, market consultation, and timing of the auction announcements.

**Key questions:**

- (1) Is an annual borrowing plan published that discloses the gross annual borrowing requirement for the government along with the volume of domestic marketable borrowings for the forthcoming fiscal year? (**yes/no**)
- (2) Is an issuance plan made publicly available in advance at least monthly or quarterly? (**yes/no**)
- (3) Is the aggregate volume of the instruments to be issued disclosed as part of the issuance plan? (**yes/no**)
- (4) Are aggregated volumes for individual tenors disclosed as part of the issuance plan? (**yes/no**)
- (5) Is the market consulted for preparation of the issuance plan? (**yes/no**)
- (6) Does the actual issuance closely match the issuance plan? (**yes/no**)
- (7) Are there transparent, clear, and consistently applied tender rules concerning eligibility criteria for participation, allotment method, treatment of outliers, and whether and when an auction size can be changed? (**yes/no**)
- (8) Are the auction details for issuance announced at least two business days before the issuance? (**yes/no**)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the eight questions. The sum of the eight ratings determines the stage.

<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–2	3–4	5–6	7–8

**(8) Government cash flow forecasts**

**Objective:** Assess how well government cash management is organized to support the issuance of domestic marketable debt in a predictable and transparent manner.

**Key questions:** Are reasonably reliable aggregate forecasts of government cash flows and cash balances available?

- (1) Monthly forecasts for the upcoming month (**yes/no**)
- (2) Weekly forecasts for the upcoming month (**yes/no**)
- (3) Daily forecasts for the upcoming month (**yes/no**)
- (4) Quarterly forecast for the upcoming quarter (**yes/no**)
- (5) Monthly forecast for the upcoming quarter (**yes/no**)
- (6) Weekly forecast for the upcoming quarter (**yes/no**)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage.

<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–2	3–4	5	6

**(9) Transparency of auction results**

**Objective:** Assess the degree of transparency of auction results.

**Key questions:**

- (1) Are auction results announced within one hour of the same business day? (**yes/no**)
- (2) Is information on the bid and accepted amounts provided? (**yes/no**)
- (3) Is information on the cutoff price and the average price (yields) of accepted bids provided? (**yes/no**)
- (4) Are the maximum and minimum prices (yields) of the accepted bids provided? (**yes/no**)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.

<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0	1–2	3	4

**(10) Transparency on communication between the authorities and market participants**

**Objective:** Assess the level of transparency and communication between the authorities and market participants, which reduces uncertainty for investors and thus increase participation in the primary and secondary markets.

**Key questions:**

- (1) Is information on the borrowing strategy and risk-management framework produced and updated annually? (yes/no)
- (2) Do the authorities engage in regular communication with market participants about borrowing strategy, market preferences, and market conditions? (yes/no)
- (3) Is information on in-year government finances, debt portfolio, and primary market activity published monthly? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0	1	2	3

**(11) Market fragmentation**

**Objective:** Assess the consolidation and standardization of marketable securities issuance.

**Key questions:**

- (1) Are central government and central government guaranteed securities issued in a coordinated framework? (yes/no)
- (2) Do the central government and central bank avoid issuing securities in the same tenors? (yes/no)
- (3) Does the central government avoid issuance of nonmarketable securities for financing purposes? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0	1	2	3

**(12) Benchmark bonds**

**Objective:** Assess the policy on building benchmark bonds.

**Key questions:**

- (1) Is there a policy to develop benchmark bonds? (yes/no)
- (2) Is there regular reopening of securities issued in key benchmark maturity segments? (yes/no)
- (3) Do benchmark bonds constitute more than 50 percent of the gross issuance of local currency marketable bonds? (yes/no)
- (4) Is there a target amount on the size of benchmark bonds for key maturities? (yes/no)
- (5) Is the size of key tenors large enough to develop a secondary market yield curve? (yes/no)
- (6) Is the market consulted at least annually on identifying benchmark bonds? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six indicators. The sum of the six ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0-1	2-3	4-5	6

**(13) Cash and debt management**

**Objective:** Assess whether cash and debt management instruments, policies, and capacity are in place to manage rollover risks, including those associated with the use of benchmark bonds.

**Key questions:**

- (1) Do the authorities use cash management instruments to cover short-term cash shortages? (yes/no)
- (2) Are prefinancing and maintenance of proceeds allowed to deal with near-term redemptions? (yes/no)
- (3) Do the authorities have effective cash management policies and capacity to manage rollover risks associated with the use of benchmark bonds? (yes/no)
- (4) Is there a cash buffer to cope with unexpected liquidity needs? (yes/no)
- (5) Have the authorities engaged in liability management operations (such as buybacks or switch operations)? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the five questions. The sum of the five ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0-1	2-3	4	5

Sursa: completat de autor în baza formularului prevăzut în sursa [62]

### Component 3. Secondary GS market / Componenta 3. Piața secundară a VMS

Outcome																											
(1) Market liquidity and depth																											
<p><b>Objective:</b> Assess the ability of investors to execute buy-and-sell orders in the secondary market in a cost-effective, timely manner, and with limited impact on the price of a security.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Are transaction sizes and trading volumes for key tenors sufficient to meet banks' demand to buy and sell? (<u>yes</u>/no)</p> <p>(2) Are transaction sizes and trading volumes for key tenors sufficient to meet nonbank institutional investors' demand to buy and sell? (<u>yes</u>/no)</p> <p>(3) Are securities traded across the whole yield curve? (yes/<u>no</u>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 1</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 2</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 3</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	0	1	2	3																
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4																								
0	1	2	3																								
Supplemental Indicators																											
<p><b>Key questions:</b> (4) What is the daily turnover ratio of the government securities market?</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 1</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 2</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 3</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>—</td> <td>Below 0.5 percent</td> <td>0.5–1.0 percent</td> <td>Above 1.0 percent</td> </tr> </tbody> </table> <p>(5) What is the average bid-ask spread of 10-year, on-the-run benchmark bonds (regarding yield)?<sup>1</sup></p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 1</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 2</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 3</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Range 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="background-color: #d9ead3;">No spread exists, or more than 100 basis points</td> <td style="background-color: #d9ead3;">100—20 basis points</td> <td style="background-color: #d9ead3;">20—5 basis points</td> <td style="background-color: #d9ead3;">Less than 5 basis points</td> </tr> </tbody> </table> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1–4 for question (d) and (e). The sum of two ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 1</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 2</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 3</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="background-color: #d9ead3;">2</td> <td style="background-color: #d9ead3;">3–4</td> <td style="background-color: #d9ead3;">5–6</td> <td style="background-color: #d9ead3;">7–8</td> </tr> </tbody> </table>				Range 1	Range 2	Range 3	Range 4	—	Below 0.5 percent	0.5–1.0 percent	Above 1.0 percent	Range 1	Range 2	Range 3	Range 4	No spread exists, or more than 100 basis points	100—20 basis points	20—5 basis points	Less than 5 basis points	Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	2	3–4	5–6	7–8
Range 1	Range 2	Range 3	Range 4																								
—	Below 0.5 percent	0.5–1.0 percent	Above 1.0 percent																								
Range 1	Range 2	Range 3	Range 4																								
No spread exists, or more than 100 basis points	100—20 basis points	20—5 basis points	Less than 5 basis points																								
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4																								
2	3–4	5–6	7–8																								
Policies/Practices																											
(2) Pre-trade transparency																											
<p><b>Objective:</b> Assess whether secondary market pre-trade reporting is available.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Are prices for securities normally available on demand? (<u>yes</u>/no)</p> <p>(2) Are indicative prices quoted daily by market players for government securities? (<u>yes</u>/no)</p> <p>(3) Are firm prices quoted daily by market players for on-the-run benchmark securities? (yes/<u>no</u>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 1</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 2</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 3</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="background-color: #d9ead3;">0</td> <td style="background-color: #d9ead3;">1</td> <td style="background-color: #d9ead3;">2</td> <td style="background-color: #d9ead3;">3</td> </tr> </tbody> </table>				Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	0	1	2	3																
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4																								
0	1	2	3																								
(3) Post-Trade transparency																											
<p><b>Objective:</b> Assess the degree of transparency on secondary market trade-related reporting.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Is post-trade information on price and volume for individual securities publicly available daily? (yes/<u>no</u>)</p> <p>(2) Do official sources or price vendors provide regular references for different points in the secondary market yield curve daily? (<u>yes</u>/no)</p> <p>(3) Are the model and methodology for a yield curve model publicly available? (yes/<u>no</u>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 1</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 2</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 3</th> <th style="background-color: #d9ead3;">Stage 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="background-color: #d9ead3;">0</td> <td style="background-color: #d9ead3;">1</td> <td style="background-color: #d9ead3;">2</td> <td style="background-color: #d9ead3;">3</td> </tr> </tbody> </table>				Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	0	1	2	3																
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4																								
0	1	2	3																								
(4) Market-making duties																											
<p><b>Objective:</b> Assess whether the framework for market-making duties is conducive to promote secondary market activity in</p>																											

government securities.

**Key questions:**

- (1) Are market-making duties proportionate to the conditions of the secondary market? (yes/no)
- (2) Are market makers required to provide a two-way quote within a reasonably narrow spread? (yes/no)
- (3) Are market makers required to provide a two-way quote for a certain minimum volume of securities? (yes/no)
- (4) Are market makers required to provide a two-way quote for a certain minimum number of hours in a day? (yes/no)
- (5) Are market makers required to provide firm quotes? (yes/no)
- (6) Are market makers required to ensure a certain minimum turnover in trading? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2–3	4–5	6

**(5) Market-making privileges**

**Objective:** Assess whether the framework for market-making privileges is conducive to promote secondary market activity in government securities.

**Key questions:**

- (1) Are market-making privileges and duties designed to be balanced? (yes/no)
- (2) Is the performance of market makers rewarded by the authorities in access to government securities or debt management operations? (yes/no)
- (3) Are market makers provided with exclusive access to repo or securities lending facilities by the authorities? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0	1	2	3

**(6) Trading environment**

**Objective:** Assess whether there is an enabling environment for secondary market trading.

**Key questions:**

- (1) Is there an electronic trading platform that enables dealers to quote prices to each other in a seamless manner? (yes/no)
- (2) Is short selling of government securities allowed for market-making purposes? (yes/no)
- (3) Are hedging instruments (that is, interest rate swaps and interest rate futures) available? (yes/no)
- (4) Are hedging instruments (that is, interest rate swaps and interest rate futures) with sufficient liquidity available? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of four ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2	3	4

Sursa: completat de autor în baza formularului prevăzut în sursa [62]

**Component 4. Investor base / Componenta 4. Gama de investitori**

Outcomes			
(1) Market participants			
<b>Objective:</b> Assess whether the investor base supports local currency bond market development.			
<b>Key questions:</b>			
<ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Is the banking sector deep and diversified enough to develop a short-term yield curve? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(2) Is the banking sector deep and diversified enough to develop a repo market? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(3) Is the investor base deep enough to meet government funding requirements? (yes/<u>no</u>)</li> <li>(4) Is the nonbanking sector developed enough to extend the maturities of government securities? (yes/<u>no</u>)</li> <li>(5) Is the banking sector deep and diversified enough to support the secondary market? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(6) Is there a significant presence of non-buy-and-hold investors? (yes/<u>no</u>)</li> </ol>			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on six questions. The sum of six ratings determines the stage.			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2–3	4–5	6



<b>Supplemental indicator: Depth and diversity of the banking sector</b>			
<b>Objective:</b> Assess the depth and diversity of the banking sector.			
<b>Key questions:</b> (1) What is the size of total assets of the banking sector to GDP?			
Range 1 (49%) Below 50 percent	Range 2 50–75 percent	Range 3 75–100 percent	Range 4 Above 100 percent
(2) What is the share of top three banks in total assets of the banking sector?			
Range 1 Above 90 percent	Range 2 75–90 percent	Range 3 (66,1) 50–75 percent	Range 4 Below 50 percent
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 to 4 on the two questions. The sum of the two ratings determines the stage. Thresholds for (1) and (2) are based on the distribution of emerging markets and lower-income countries in the database.			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
2	3–4	5–6	7–8
<b>Supplemental indicator: Depth and diversity of the nonbanking sector</b>			
<b>Objective:</b> Assess the depth and diversity of the nonbanking sector.			
<b>Key questions:</b> (1) What is the size of the total assets of domestic nonbank investors (pension funds, insurance companies, and investment funds) to GDP?			
Range 1 Below 10 percent	Range 2 10–25 percent	Range 3 25–50 percent	Range 4 Above 50 percent
(2) What is the share of domestic nonbank investors in government bond holdings?			
Range 1 Below 10 percent	Range 2 10–25 percent	Range 3 25–40 percent	Range 4 Over 40 percent
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 to 4 on the two questions. The sum of the two ratings determines the stage. Thresholds for (1) are based on the distribution of emerging markets and lower-income countries in the database. Thresholds for (2) are based on the survey.			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
2	3–4	5–6	7–8
<b>Policies and Practices</b>			
<b>(2) Investor relations management</b>			
<b>Objective:</b> Assess the communication practices between the authorities and market participants.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Do the authorities have a formal investor relations unit that deals with investor relation functions? ( <b>yes/no</b> )			
(2) Do the authorities engage in regular two-way communications with market participants about their borrowing and issuance strategies, market preferences, and market conditions? ( <b>yes/no</b> )			
(3) Do the authorities reach out to broader investors through investor forums (such as annual investor conferences)? ( <b>yes/no</b> )			
(4) Is there a dedicated government debt management webpage with content that is helpful to investors? ( <b>yes/no</b> )			
<b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2	3	4
<b>(3) Domestic institutional investors</b>			
<b>Objective:</b> Assess whether the policy framework supports the development of domestic institutional investors.			
<b>Key questions:</b>			
(1) Are the tax, accounting, and regulatory frameworks consistent with the objective of developing the institutional investor base (pension funds and/or insurance companies) in the government securities market? ( <b>yes/no</b> )			
(2) Are there policies to strengthen distribution channels for retail investors? ( <b>yes/no</b> )			

<p>(3) Are there fixed-income collective investment schemes investing actively in the government securities market? (yes/<b>no</b>)</p> <p>(4) Have there been effective policies to encourage national saving and provide a source of demand for long-term bonds (such as the introduction of funded public pension programs)? (<b>yes</b>/no)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2	3	4
<b>(4) Central bank monetary financing</b>			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the central bank government financing is prohibited or appropriately limited.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Is central bank lending to the government prohibited by legislation? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(2) If temporary advances to the government are authorized, are they appropriately circumscribed (such as with quantitative limits of about 10–15 percent of previous ordinary fiscal receipts, remunerated against market or policy rates, for exceptional purposes and for limited periods)? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(3) Is the central bank prohibited from participating in the primary market auctions of government securities? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(4) Are the central bank’s holdings of government securities disclosed monthly? (yes/<b>no</b>)</p> <p>(5) Is the central bank able to reduce its government securities holdings by selling them in the secondary market or rolling them off when they mature? (yes/<b>no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the five questions. The sum of the five ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2–3	4	5
<b>(5) Foreign investors</b>			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the operating environment and policy frameworks related to the local bond market are conducive to attracting foreign investors (for countries that deem more foreign investment desirable, after considering the benefits and risks).</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Are foreign investors allowed to invest in government securities without quantitative limits? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(2) Are administrative procedures, if any, related to foreign exchange transactions sufficiently streamlined for foreign investors? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(3) Are the rules on local currency (such as cash balances, overdrafts, and borrowing) supportive of foreign investment in government securities? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(4) Are withholding taxes on interest income and capital gains eliminated for foreign investors? (yes/<b>no</b>)</p> <p>(5) Are foreign investors able to settle and hold local government securities in the domestic market without opening local currency onshore accounts? (yes/<b>no</b>)</p> <p>(6) Are foreign exchange hedging markets (foreign exchange forward markets) with sufficient depth and liquidity available? (yes/<b>no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2–3	4–5	6
<b>(6) Buy-and-hold investors</b>			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the regulatory framework mitigates the impact of buy-and-hold behavior among investors.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Is the tax framework neutral to the trading activity of government securities (that is, free from withholding taxes, transaction taxes, and the prorating of coupons)? (yes/<b>no</b>)</p> <p>(2) Are there transparent accounting/valuation rules for the government bond holdings of banks and other institutional investors? (<b>yes</b>/no)</p> <p>(3) Are reference rates for mark-to-market valuations clearly defined and available daily? (<b>yes</b>/no)</p>			

<p>(4) Do the liquidity regulations for banks and implementation avoid excessively discouraging banks from trading government securities? (<b>yes/ no</b>)</p> <p>(5) Are pension funds and insurance companies free to manage their government bond portfolios without minimum holding requirements? (<b>yes/no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the five questions. The sum of the five ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2–3	4	5

Sursa: completat de autor în baza formularului prevăzut în sursa [62]

### Component 5. Financial market infrastructure / Componenta 5. Infrastructura pieței financiare

Electronic Platforms			
(1) Financial market infrastructure (FMI) technology platforms (FMI systems framework)			
<p><b>Objective:</b> Assess the modernity and efficiency of FMI systems (auction, payments, and settlement systems).</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Is an electronic auction system used to issue securities in the primary market? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(2) Is there a single electronic register or depository for government securities? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(3) Do commercial banks operate an electronic wholesale payment system? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(4) Does the central bank operate a modern electronic real-time gross settlement (RTGS) payments system? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(5) Is there a single electronic central securities depository (CSD) and/or central clearing counterparty (CCP) systems operated for government securities settlement? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(6) Is there an electronic interface between the RTGS and the CSD and/or CCP and auction systems? (<b>yes/no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage Note: For (5), if there is market fragmentation between two CSDs/CCPs, the rating should not exceed stage 2 if there is no electronic interface between the two systems.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0, 1	2, 3	4, 5	6
Efficient and Low-Risk Custody and Settlement			
(2) Security registration			
<p><b>Objective:</b> Assess if the infrastructure supports dematerialized government securities and efficient security transfer between participants. (Note: A CSD may include the government security registry function.)</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) What is the percentage of government securities issued in dematerialized form? (percent)</p> <p>(2) What percentage of tradable government securities are assigned an International Securities Identification Number (ISIN)/ Committee on Uniform Security Identification Purposes (CUSIP)? (percent)</p> <p><b>Benchmarks:</b></p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
100% of government securities are a physical security or not registered	Less than 60% of securities are dematerialized or immobilized	More than 60% of government securities are dematerialized	100% are dematerialized securities with assigned ISIN/CUSIP
(3) Clearing and settlement risk (CSD and manual FMI processes)			

<p><b>Objective:</b> Assess the efficiency of risk-mitigating factors in secondary market transactions of government bonds (counterparty and market risk) where the CSD is the primary CSD and settlements system for government securities.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Is dematerialization of securities supported by the legal framework? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(2) Is payment finality (often defined in the FMI system rules) protected by law? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(3) Is security transfer finality (often defined in CSD system rules) protected by law? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(4) Does the CSD support delivery versus payment (DVP1) settlement? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(5) Are settlement payments settled through the central bank RTGS payment system? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(6) Does the CSD support T+0 settlement (settlement day plus 1 day)? (<u>yes</u>/no)</li> </ol> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <tr> <td style="width: 25%;">Stage 1</td> <td style="width: 25%;">Stage 2</td> <td style="width: 25%;">Stage 3</td> <td style="width: 25%;">Stage 4</td> </tr> <tr> <td>0–1</td> <td>2–3</td> <td>4–5</td> <td>6</td> </tr> </table>				Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	0–1	2–3	4–5	6
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4								
0–1	2–3	4–5	6								
<b>(4) Clearing and settlement risk (CCP)</b>											
<p><b>Objective:</b> Assess the efficiency of risk-mitigating factors in secondary market transactions of government bonds (counterparty and market risk) where the CCP is the primary CCP and settlements system for government securities.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Are settlement payments settled through the central bank RTGS payment system? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(2) Are net settlement DVP2, DVP3 guaranteed (such as by guarantee fund, members, owner/operators, other)? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(3) Has the size of the guarantee been stress tested? (yes/no)</li> <li>(4) In the event of default, is the unwinding of netting arrangements for government security transactions transparent? (yes/no)</li> </ol> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <tr> <td style="width: 25%;">Stage 1</td> <td style="width: 25%;">Stage 2</td> <td style="width: 25%;">Stage 3</td> <td style="width: 25%;">Stage 4</td> </tr> <tr> <td>0–1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> </table>				Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	0–1	2	3	4
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4								
0–1	2	3	4								
<b>Soundness and Operating Environment of FMI</b>											
<b>(5) Governance and access policies (of CSD and/or CCP systems)</b>											
<p><b>Objective:</b> Assess the extent that governance and access policies of the CSD and/or CCP support efficiency and the reduction of associated risks in the government securities market. (It is assumed the central bank operates the RTGS system.)</p> <p><b>Key questions:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Does the legal framework define who can own and operate the CSD, CCP, or both? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(2) Does the owner(s) of CSD and/or CCP have a sound reputation?<sup>3</sup> (<u>yes</u>/no)</li> <li>(3) Does the legal framework define the role and functions of the CSD and/or CCP (including its incidental function) to support the over-the-counter market, custody, and settlement functions of the government bond markets? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(4) Does the systems owner/operator have the financial strength to support the CSD and/or CCP?<sup>4</sup> (<u>yes</u>/no)</li> <li>(5) Are fees based on a not-for-profit/cost recovery basis?<sup>5</sup> (yes/<u>no</u>)</li> <li>(6) Is there supervision and oversight of the CSD and/or CCP, supported by the legal framework? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(7) Does the supervisory agency ensure accountability of payment systems, including by requesting periodic reports? (yes/<u>no</u>)</li> <li>(8) Are FMI access rules open to sound financial institutions that are eligible to invest in securities from participation in the CSD and/or CCP? (<u>yes</u>/no)</li> <li>(9) For foreign investors, are direct and/or indirect remote CSD memberships allowed? (yes/<u>no</u>)</li> </ol> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the nine questions. The sum of the nine ratings determines the stage.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <tr> <td style="width: 25%;">Stage 1</td> <td style="width: 25%;">Stage 2</td> <td style="width: 25%;">Stage 3</td> <td style="width: 25%;">Stage 4</td> </tr> <tr> <td>0–2</td> <td>3–5</td> <td>6–7</td> <td>8–9</td> </tr> </table>				Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	0–2	3–5	6–7	8–9
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4								
0–2	3–5	6–7	8–9								
<b>(6) Market segmentation</b>											

**Objective:** Assess the degree of market segmentation where multiple CSDs and CCPs are used. (If there is only one CSD or CCP, then stage 4 is achieved.)

**Key questions:** If there is more than one CSD and/or CCP that settles government securities:

- (1) Are multiple CSDs and/or CCPs electronically linked for same-day or next-day security transfer? (yes/no)
- (2) Can financial institutions directly access multiple systems? (yes/no)
- (3) Do multiple systems use the same settlement model? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as: If yes to (1), assign 4. Otherwise, assign 1 (yes) or 0 (no) on three questions (1)–(3). The sum of the ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0	1	2	3

#### Repo Markets

##### (7) FMI liquidity support

**Objective:** Assess the services provided by the FMI that support liquidity for securities and cash.

**Key questions:**

- (1) Can the transaction proceed without mandatory predeposit of cash and/or predelivery of securities? (yes/no)
- (2) Does the CSD, CCP, or both support T+0 settlement? (yes/no)
- (3) Does RTGS, CSD and/or CCP support intraday repo? (yes/no)
- (4) Does RTGS, CSD and/or CCP support overnight repo trade settlements? (yes/no)
- (5) Does the CSD, CCP, or both support security pledges? (yes/no)
- (6) Are trading and settlements costs of repo transactions comparable to those of unsecured transactions? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the six questions. The sum of the six ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2–3	4–5	6

#### Transparency in the Money, Primary, and Secondary Markets

##### (8) Transparency (data and information)

**Objective:** Assess whether the FMI has the legal power and capacity to collect and publicly release the transactions and securities holders' data.

**Key questions:**

Does the FMI have the legal basis and ability to collect and publicly release (directly or indirectly through the authorities) aggregate data on transactions volumes and value (by security and instrument type)?

- (1) Daily (yes/no)
- (3) Weekly (yes/no)
- (3) Monthly (yes/no)
- (4) Does FMI have the legal basis and capacity to publicly release (directly or indirectly through the authorities) data on security holdings by sector? (yes/no)

**Benchmarks:** Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.

Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0–1	2	3	4

Sursa: completat de autor în baza formularului prevăzut în sursa [62]

## Component 6. Regulatory framework / Componenta 6. Cadrul normativ și de reglementare

### Primary Market

#### (1) Borrowing authority

**Objective:** Assess whether the legal framework for government borrowing and the development and implementation of a debt management strategy are in place.

**Key questions:**

- (1) Does the legal framework define a clear and single entity with the authority to borrow? (yes/no)
- (2) Does the legal framework clearly set out the roles and responsibilities of the debt management entity? (yes/no)

<p>(3) Does the legal framework allow the authority to conduct broad debt management operations for risk management (such as liability management operations)? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(4) Does the legal framework require the preparation, annual revision, and publication of a medium-term debt management strategy? (<b>yes/no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2	3	4
<b>Secondary Market</b>			
<b>(2) Market regulation and enforcement</b>			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the regulatory framework prohibits unfair trading practices and whether the regulatory authority has the power and capacity to enforce it.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Is there a legal and regulatory framework that applies (inter alia) to the trading of government securities to prohibit unfair practices (such as market manipulation, front-running, and collusion)? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(2) Does the competent regulatory authority have the capacity to monitor activities in the government bond market? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(3) Does the competent regulatory authority have the power and capacity to enforce market conduct rules? (<b>yes/no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0	1	2	3
<b>(3) Investor protection</b>			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the legal framework to safeguard investors' ownership rights is in place and whether the competent regulatory authority has the power and capacity to enforce it.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Are depositary intermediaries subject to rules to safeguard investor ownership rights, such as the segregation and identification of customer assets? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(2) Does the competent regulatory authority have the capacity to oversee compliance with the rules described in (1)? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(3) Does the competent regulatory authority have the power and capacity to enforce the rules described in (1)? (<b>yes/no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the three questions. The sum of the three ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0	1	2	3
<b>Investor Base</b>			
<b>(4) Collective investment schemes</b>			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the legal framework for collective investment schemes (CISs; such as mutual funds, investment funds) ensures investor protection.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Does the legal framework set out standards for the eligibility, governance organization, and operational conduct of a CIS operator? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(2) Does the legal framework set out rules governing the legal form and structure of CISs and the segregation and protection of customer assets? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(3) Does the legal framework require sufficient disclosure to ensure investor protection? (<b>yes/no</b>)</p> <p>(4) Does the legal framework require periodic mark-to-market valuation for security holdings? (<b>yes/no</b>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.</p>			
<b>Stage 1</b>	<b>Stage 2</b>	<b>Stage 3</b>	<b>Stage 4</b>
0–1	2	3	4
<b>Legal Framework for taxation</b>			
<b>(5) Tax certainty and neutrality for key primary and secondary market transactions across key investor</b>			

classes			
<p><b>Objective:</b> Assess whether the legal framework for taxation is supportive of the development and efficient working of the primary and secondary local currency bond markets.</p> <p><b>Key questions:</b></p> <p>(1) Does the tax law framework provide clear and sound rules for determining the tax treatment of returns from government bonds (such as interest, discount, and principal) for retail, institutional, and nonresident investors? (<u>yes/no</u>) (See also building blocks 1 and 3)</p> <p>(2) Does the tax law framework provide clear and sound rules for determining the tax treatment of secondary market transactions for government securities that will be entered into by investors? (<u>yes/no</u>) (See also building blocks 1 and 3)</p> <p>(3) Does the tax law framework have clear and sound rules dealing with locally domiciled CISs that achieve tax neutral outcomes for investors (that is, the same as or better tax treatment than direct investments)? (yes/<u>no</u>)</p> <p>(4) Does the tax law framework achieve an effective and efficient tax alignment with respect to investing or trading in financial instruments between key institutional investor groups? (<u>yes/no</u>)</p> <p><b>Benchmarks:</b> Countries are rated as 1 (yes) or 0 (no) on the four questions. The sum of the four ratings determines the stage.</p>			
Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4
0-1	2	3	4

Sursa: completat de autor în baza formularului prevăzut în sursa [62]

**Determinarea nivelului de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă a R. Moldova și a statelor analizate în baza metodologiei BM, FMI, BERD, OCDE, adaptate de autor**

**Tabelul A13.1. Nivelul de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă din Republica Moldova**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	Total
<b>Accesibilitate și Infrastructura pieței (AIp)</b>				<b>2,75</b>
1.	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			3,0
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață	1	1	1
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor	1	1	1
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)	1	0	0,5
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, legăturilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)	1	0	0,5
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			2,5
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale	0	0	0
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF	1	0	0,5
2.3	VMS se emit în formă dematerializată	1	1	1
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistemul de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate în timp util	1	1	1
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				<b>1,5</b>
1.	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			1,0
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii	1	1	1
1.2	Indexate	0	0	0
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail	0	0	0
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds)	0	0	0
2.	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			2,0
2.1	2-4 ani	1	1	1
2.2	5-7 ani	1	1	1
2.3	10-15 ani	0	0	0
2.4	> 20 ani	0	0	0
<b>Beneficii și Avantaje financiare (BAf)</b>				<b>2,0</b>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor)	1	1	1
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri	1	1	1
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării	0	0	0
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării	0	0	0
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				<b>1,0</b>



1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.) - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.) - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.)	0,5		
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/ minimizarea riscului inflației prin emiterea VMS indexate	0	0	0
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch” în vederea asigurării lichidității pieței	1	0	0,5
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină	0	0	0
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIvms)</b>				<b>1,81</b>

Sursa: adaptat și completat de autor în baza sursei [62]

**Tabelul A13.2. Nivelul de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă din Brazilia**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	Total
<b>Accesibilitate și Infrastructura pieței (AIp)</b>				<b>3,5</b>
1.	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			3
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață	1	1	1
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor	1	1	1
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)	1	1	1
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, legăturilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)	0	0	0
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			4
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale	1	1	1
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF	1	1	1
2.3	VMS se emit în formă dematerializată	1	1	1
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistemul de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate în timp util	1	1	1
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				<b>4,0</b>
1.	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			4
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii	1	1	1
1.2	Indexate	1	1	1
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail	1	1	1
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds)	1	1	1
2.	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			4
2.1	2-4 ani	1	1	1
2.2	5-7 ani	1	1	1
2.3	10-15 ani	1	1	1
2.4	> 20 ani	1	1	1
<b>Beneficii și Avantaje financiare (BAf)</b>				<b>2,5</b>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor)	1	1	1

2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri	1	1	1
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării	0	0	0
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării	0,5	0,5	0,5
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				<b>3,5</b>
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: <ul style="list-style-type: none"> <li>- A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.)</li> <li>- B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.)</li> <li>- C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.)</li> </ul>	0,5		
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației prin emiterea VMS indexate	1	1	1
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch” în vederea asigurării lichidității pieței	1	1	1
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină	1	1	1
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIvms)</b>				<b>3,38</b>

Sursa: adaptat și completat de autor în baza sursei [62]

**Tabelul A13.3. Nivelul de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă din Canada**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat			
		conform legislației	conform practicii existente	Total	
<b>Acesibilitate și Infrastructura pieței (AIP)</b>				<b>4,0</b>	
1.	<b>Componenta „Acesibilitate”</b>				4,0
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață	1	1	1	
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor	1	1	1	
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)	1	1	1	
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, legăturilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)	1	1	1	
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>				4,0
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale	1	1	1	
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF	1	1	1	
2.3	VMS se emit în formă dematerializată	1	1	1	
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistemul de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate în timp util	1	1	1	
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				<b>4,0</b>	
1.	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>				4
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii	1	1	1	
1.2	Indexate	1	1	1	
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail	1	1	1	
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds)	1	1	1	
2.	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>				4

2.1	2-4 ani	1	1	1
2.2	5-7 ani	1	1	1
2.3	10-15 ani	1	1	1
2.4	> 20 ani	1	1	1
<b>Beneficii și Avantaje financiare (BAf)</b>				<b>3,0</b>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor)	1	1	1
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri	1	1	1
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării	0,5	0,5	0,5
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării	0,5	0,5	0,5
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				<b>4,0</b>
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.) - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.) - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.)	1		
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației prin emiterea VMS indexate	1	1	1
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch” în vederea asigurării lichidității pieței	1	1	1
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină	1	1	1
<b>Atractivitate investițională a VMS (Alvms)</b>				<b>3,75</b>

Sursa: adaptat și completat de autor în baza sursei [62]

**Tabelul A13.4. Nivelul de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă din România**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	Total
<b>Accesibilitate și Infrastructura pieței (Alp)</b>				<b>3,75</b>
1.	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			<b>4,0</b>
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață	1	1	1
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor	1	1	1
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)	1	1	1
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, legăturilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)	1	1	1
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			<b>3,5</b>
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale	1	0	0,5
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF	1	1	1
2.3	VMS se emit în formă dematerializată	1	1	1
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistemul de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate în timp util	1	1	1

<b>Diversitatea VMS (D)</b>				<b>3,0</b>
<b>1.</b>	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			<b>3,0</b>
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii	1	1	1
1.2	Indexate	1	1	1
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail	1	1	1
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds)	0	0	0
<b>2.</b>	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			<b>3,0</b>
2.1	2-4 ani	1	1	1
2.2	5-7 ani	1	1	1
2.3	10-15 ani	1	1	1
2.4	> 20 ani	0	0	0
<b>Beneficii și Avantaje financiare (BAf)</b>				<b>4,0</b>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor)	1	1	1
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri	1	1	1
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării	1	1	1
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării	1	1	1
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				<b>3,5</b>
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.) - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.) - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.)	0,5		
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației prin emiterea VMS indexate	1	1	1
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch” în vederea asigurării lichidității pieței	1	1	1
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină	1	1	1
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIvms)</b>				<b>3,56</b>

Sursa: adaptat și completat de autor în baza sursei [62]

**Tabelul A13.5. Nivelul de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă din Turcia**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	Total
<b>Accesibilitate și Infrastructura pieței (AIP)</b>				<b>3,5</b>
<b>1.</b>	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			<b>4,0</b>
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață	1	1	1
1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor	1	1	1
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)	1	1	1
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, legăturilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)	1	1	1
<b>2.</b>	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			<b>3,0</b>

2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale	0	0	0
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF	1	1	1
2.3	VMS se emit în formă dematerializată	1	1	1
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistemul de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate în timp util	1	1	1
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				<b>3,75</b>
<b>1.</b>	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			<b>3,5</b>
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii	1	1	1
1.2	Indexate	1	1	1
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail	1	1	1
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds)	1	0	0,5
<b>2.</b>	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			<b>4,0</b>
2.1	2-4 ani	1	1	1
2.2	5-7 ani	1	1	1
2.3	10-15 ani	1	1	1
2.4	> 20 ani	1	1	1
<b>Beneficii și Avantaje financiare (BAf)</b>				<b>3,0</b>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor)	1	1	1
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri	1	1	1
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării	0	0	0
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării	1	1	1
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				<b>3,5</b>
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.) - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.) - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.)	0,5		
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației prin emiterea VMS indexate	1	1	1
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch” în vederea asigurării lichidității pieței	1	1	1
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină	1	1	1
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIvms)</b>				<b>3,44</b>

Sursa: adaptat și completat de autor în baza sursei [62]

**Tabelul A13.6. Nivelul de atractivitate investițională a VMS emise pe piața internă din Ungaria**

Nr.	Indicatori	Punctaj acordat		
		conform legislației	conform practicii existente	Total
<b>Accesibilitate și Infrastructura pieței (AIp)</b>				<b>4,0</b>
<b>1.</b>	<b>Componenta „Accesibilitate”</b>			<b>4,0</b>
1.1	Toți investitorii în VMS beneficiază de un tratament echitabil și condiții egale pe piață	1	1	1

1.2	Se asigură transparența privind volumele și tipurile de VMS ce urmează a fi emise, precum și privind rezultatele emisiunilor	1	1	1
1.3	Sunt posibile vânzări directe de VMS investitorilor retail (prin intermediul diverselor platforme electronice)	1	1	1
1.4	Sunt create condiții avantajoase de accesibilitate a pieței de către nerezidenți (existența acordurilor, legăturilor cu instituții de clearing și depozitare internaționale)	1	1	1
2.	<b>Componenta „Infrastructură”</b>			4
2.1	În categoria de „dealeri primari” se includ și alte tipuri de entități financiare în afară de bănci comerciale	1	1	1
2.2	Tranzacționarea VMS pe piața secundară are loc pe piețe reglementate (la Burse de Valori) sau MTF	1	1	1
2.3	VMS se emit în formă dematerializată	1	1	1
2.4	Tranzacțiile pe piața VMS (emitere și plasare, tranzacționare pe piața secundară, sistemul de clearing și decontare) funcționează prin intermediul sistemelor IT de calitate în timp util	1	1	1
<b>Diversitatea VMS (D)</b>				<b>4,0</b>
1.	<b>Componenta „Tipuri de VMS”</b>			4
1.1	Cu rată fixă, flotantă a dobânzii	1	1	1
1.2	Indexate	1	1	1
1.3	Cu scop de economisire (savings bonds), retail	1	1	1
1.4	VMS de tip inovativ (ESG bonds)	1	1	1
2.	<b>Componenta „Tipuri de scadențe ale VMS”</b>			4
2.1	2-4 ani	1	1	1
2.2	5-7 ani	1	1	1
2.3	10-15 ani	1	1	1
2.4	> 20 ani	1	1	1
<b>Beneficii și Avantaje financiare (BAf)</b>				<b>3,5</b>
1.	Vânzarea VMS pe piața primară se efectuează la prețuri stabilite de piață (în baza propunerilor investitorilor)	1	1	1
2.	Statul își onorează obligațiile de plată față de investitori aferente VMS procurate de aceștia (rata dobânzii, rambursarea împrumutului), în întregime și fără întârzieri	1	1	1
3.	Veniturile obținute din dobânzile aferente deținerilor de VMS nu se supun impozitării	0,5	0,5	0,5
4.	Veniturile obținute ca rezultat al înstrăinării VMS nu se supun impozitării	1	1	1
<b>Minimizarea Riscurilor (R)</b>				<b>3,5</b>
1.	Ratingul de țară al statului emitent se încadrează în categoria: - A (Aaa, Aa1, A3, AAA, AA+, A- etc.) - B (Baa1, Baa3, Ba1, B2, BBB+, BBB-, B, B- etc.) - C (Caa1, CCC+, CCC-, C etc.)		0,5	
2.	Tipurile de VMS emise pe piața internă permit prevenirea/minimizarea riscului inflației prin emiterea VMS indexate	1	1	1
3.	Statul aplică operațiuni de răscumpărare anticipată și „switch” în vederea asigurării lichidității pieței	1	1	1
4.	VMS pot fi emise pe piața internă în valută străină	1	1	1
<b>Atractivitate investițională a VMS (AIvms)</b>				<b>3,75</b>

Sursa: adaptat și completat de autor în baza sursei [62]

**Tabelul A14. Rezultatele modelului econometric nr. 1 privind influența atractivității investiționale a VMS asupra volumului pieței interne a VMS**

Dependent Variable: LOG(VMS\_PIB)

Method: Least Squares

Date: 08/28/23 Time: 17:37

Sample: 2014 2021

Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(ATRACTIVITATE_ INVEST)	3.688507	2.554343	1.444014	0.2083
D	0.439920	0.293133	1.500750	0.1937
C	-1.427984	1.947179	-0.733361	0.4963
R-squared	0.377547	Mean dependent var	1.586271	
Adjusted R-squared	0.128566	S.D. dependent var	0.265049	
S.E. of regression	0.247425	Akaike info criterion	0.324578	
Sum squared resid	0.306096	Schwarz criterion	0.354368	
Log likelihood	1.701688	Hannan-Quinn criter.	0.123652	
F-statistic	1.516366	Durbin-Watson stat	1.145625	
Prob(F-statistic)	0.305680			

Sursa: software econometric EViews

**Tabelul A15. Rezultatele modelului econometric nr. 2 privind influența volumului pieței interne a VMS asupra finanțării economiei**

Dependent Variable: LOG(FINANCE\_NET\_BUGET)

Method: Least Squares

Sample: 2014 2021

Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(VMS_PIB)	4.474226	0.874479	5.116449	0.0022
C	-0.442677	0.424001	-1.044031	0.3502
R-squared	0.813537	Mean dependent var	6.654658	
Adjusted R-squared	0.782460	S.D. dependent var	1.314787	
S.E. of regression	0.613232	Akaike info criterion	2.072170	
Sum squared resid	2.256318	Schwarz criterion	2.092030	
Log likelihood	-6.288679	Hannan-Quinn criter.	1.938219	
F-statistic	26.17805	Durbin-Watson stat	2.600199	
Prob(F-statistic)	0.002186			

Sursa: software econometric EViews



## Acte de implementare a rezultatelor cercetării



MINISTERUL FINANTELOR  
AL REPUBLICII MOLDOVA

26 iunie 2023 nr. 16/2-05/84

La nr. \_\_\_\_\_

**Certificat de implementare**  
a rezultatelor științifice aferente tezei de doctor în economie  
**„Creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat  
în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”,**  
elaborată de Ana LITOCENCO  
specialitatea 522.01 - Finanțe

Prin prezenta, se confirmă că teza de doctor cu tema „*Creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în scopul finanțării economiei Republicii Moldova*”, elaborată de Ana Litocenco, reprezintă o cercetare științifică complexă, cu elemente de originalitate și inovație, precum și cu o semnificație teoretică și valoare aplicativă importantă.

Ana Litocenco este angajat al Ministerului Finanțelor începând cu anul 2013, activând în domeniul de competență al Ministerului ce vizează reglementarea sectorului financiar bancar și nebancar. De-a lungul activității sale profesionale s-a manifestat drept un funcționar responsabil, sărguincios, deschis spre perfecționare și dezvoltare.

Printre recomandările formulate în adresa Ministerului Finanțelor ce prezintă interes, ca rezultat al cercetării efectuate și experiențelor internaționale studiate, se enumeră:

- examinarea oportunităților de lansare și emitere pe piața VMS primară a instrumentelor financiare indexate, precum și a celor de tip „green bond”;
- reducerea impozitului pe venit a dobânzilor aferente deținerilor de VMS;
- admiterea, spre tranzacționare la Bursa de Valori a Moldovei, a obligațiunilor de stat;
- aplicarea operațiunilor de management a datoriei, precum: operațiuni de răscumpărare anticipată și operațiuni „switch”.

În acest context, apreciem pozitiv aportul autorului în realizarea cercetării vizate și rezultatele științifice obținute, acestea deținând valoare aplicativă înaltă pentru practica Republicii Moldova în acest domeniu.



**Veronica SIRETEANU**  
Doctor în științe economice  
**MINISTRU AL FINANTELOR**

MD-2005, mun. Chișinău, str. Constantin Tănase, 7  
tel. (022) 26 25 24, e-mail: cancelaria@mf.gov.md

**Figura A16.1. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de  
Ministerul Finanțelor al R. Moldova**



**Banca Națională a Moldovei**

Nr. 07-01115/37/1066

21 februarie 2023

**CERTIFICAT DE IMPLEMENTARE**  
a rezultatelor științifice ale tezei de doctor  
cu tema: „**Creșterea atractivității investiționale a VMS**  
**în scopul finanțării economiei Republicii Moldova**”,  
elaborată de Ana Litocenco  
specialitatea 522.01 - Finanțe

În urma examinării rezultatelor științifice obținute de Litocenco Ana în procesul de elaborare a tezei de doctor cu tema „Creșterea atractivității investiționale a VMS în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”, se menționează că subiectul abordat și aspectele analizate în teză prezintă actualitate și interes aplicativ pentru practica autohtonă.

Lucrarea realizată este una bine structurată, cu elemente de complexitate și de originalitate, fiind abordate și analizate unele aspecte ale politicii și pieței monetare din perspectiva tangențelor acestora cu piața valorilor mobiliare de stat internă.

Printre recomandările formulate în rezultatul cercetării efectuate se evidențiază examinarea oportunității emiterii valorilor mobiliare de stat indexate pe piața internă a Republicii Moldova. Printre avantajele unei eventuale emiteri a unor astfel de instrumente financiare, în condițiile unei rate ale inflației acceptabile, sunt:

- sporirea atractivității investiționale a instrumentelor financiare emise de stat, oferind investitorilor oportunități adiționale de protecție și gestionare eficientă a riscului inflației;
- crearea unor premise de dezvoltare a investitorilor instituționali pe piața VMS autohtonă;
- constituirea unei surse adiționale de informare, pentru Banca Națională a Moldovei, cu privire la așteptările inflaționiste.

În contextul celor expuse, este de apreciat aportul autorului în realizarea cercetării la subiectul creșterii atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în scopul finanțării economiei Republicii Moldova, rezultatele obținute prezentând interes de natură aplicativă a valorii teoretice și practice a lucrării.

**Radu CUHAL,**  
Dr., conf.univ.

**Director al Departamentului Politică Monetară**

Adresa: Bulevardul Grigore Vieru nr. 1, MD-2005, Chișinău, Republica Moldova  
Tel: (+373) 22 822 606, Fax: (+373) 22 220 591, email: [official@bnm.md](mailto:official@bnm.md), web: [www.bnm.md](http://www.bnm.md)

**Figura A16.2. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de Banca Națională a Moldovei**

## DEPOZITARUL CENTRAL UNIC AL VALORILOR MOBILIARE

str. Mitropolit Bănulescu-Bodoni, nr.57/1, MD-2005, mun. Chișinău | www.dcu.md | dcu@dcu.md  
societate pe acțiuni | capital social 24 400 000 lei | numărul înregistrării de stat 1018600015640

Nr. 02/130 din 20.02.2023

Certificat de implementare  
a rezultatelor științifice ale tezei de doctor, elaborată de dna Ana LITOCENCO  
cu tema: „Creșterea atractivității investiționale a VMS  
în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”,  
specialitatea 522.01 - Finanțe

Urmare a examinării demersului înaintat de dna Ana Litocenco cu privire la rezultatele științifice obținute, ca rezultat al elaborării tezei de doctor cu tema „Creșterea atractivității investiționale a VMS în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”, comunicăm următoarele.

Recomandarea formulată în rezultatul cercetării efectuate privind examinarea oportunităților și stabilirea conexiunilor Depozitarului Central Unic al Valorilor Mobiliare (DCU) cu depozitari centrali internaționali, prezintă un aspect de interes și preocupare pentru DCU, în calitate sa de instituție care efectuează înregistrarea, evidența și decontarea valorilor mobiliare, inclusiv a valorilor mobiliare de stat.

Stabilirea unei conexiuni cu un depozitar central din alt stat ar facilita și stimula investițiile străine în instrumentele financiare emise în Republica Moldova, precum și ar diversifica baza de investitori necesară pentru o concurență sănătoasă pe piața financiară. În același timp, accesul la un volum mai mare de lichidități le-ar permite emitenților autohtoni, inclusiv statului ca emitent al valorilor mobiliare de stat, finanțarea unor noi proiecte investiționale, contribuind astfel la creșterea economică a țării și crearea de noi locuri de muncă.

Astfel, se apreciază aportul autorului tezei de doctor în realizarea cercetării la subiectul valorilor mobiliare de stat și atractivitatea investițională a acestora în scopul finanțării economiei Republicii Moldova, rezultatele obținute prezentând interes aplicativ pentru Republica Moldova.

În acest context, de remarcat că DCU intenționează să stabilească o conexiune cu Depozitarul Central din România, urmând a fi evaluate potențialele riscuri aferente unei astfel de conexiuni, aceasta reprezentând una dintre condițiile pentru obținerea aprobării, din partea Băncii Naționale a Moldovei, de stabilire a conexiunii cu depozitari centrali din alte state.

  
Victor MARTINENCO  
Director



**Figura A16.3. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de Depozitarul Central Unic al Valorilor Molbiliare**



REPUBLICA MOLDOVA  
COMISIA NAȚIONALĂ a PIEȚEI FINANCIARE

Nr. 01-4/ 240 din 31 ianuarie 2023

**CERTIFICAT**

**de implementare a rezultatelor științifice aferente tezei de doctor în economie, elaborate de dna Ana LITOCENCO, cu tema:  
„Creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”,  
specialitatea 522.01 - Finanțe**

Urmare a examinării rezultatelor științifice, obținute de dna Ana LITOCENCO în procesul de elaborare a tezei de doctor în economie cu tema: „Creșterea atractivității investiționale a valorilor mobiliare de stat în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”, Comisia Națională a Pieței Financiare (CNPF) constată că acestea reprezintă produsul unei cercetări științifice complexe, cu elemente de originalitate și inovație, precum și de o importanță științifică și practică semnificativă.

Corespunzător, recomandările formulate ca rezultat al cercetării efectuate prezintă un interes sporit pentru CNPF, în calitatea sa de autoritate de reglementare și supraveghere a sectorului financiar nebancaar, în special:

- extinderea categoriilor de dealeri primari pe piața valorilor mobiliare de stat (VMS), prin includerea societăților de investiții nebancaare, ce dețin licență de categoria „C”;
- admiterea spre tranzacționare și propriu zis tranzacționarea VMS pe piața reglementată/sistemul alternativ de tranzacționare. Oferirea investitorilor a posibilității de a-și tranzacționa portofoliile de VMS pe orice platformă în dependență de preferințele și raționamentele acestora (piața reglementată, piața OTC) ar contribui la creșterea accesibilității investitorilor pe piața VMS, în special, cea secundară;
- identificarea posibilităților de stabilire a conexiunilor Depozitarului central unic al valorilor mobiliare cu depozitari centrali de talie internațională ce ar facilita tranzacțiile cu VMS a investitorilor nerezidenți.

Subsecvent, implementarea recomandărilor prenotate ar putea contribui inclusiv la impulsivitatea și dezvoltarea activității pieței de capital autohtone, constituind astfel unul dintre principalele obiective actuale ale CNPF.

În context, CNPF apreciază pozitiv aportul autorului în realizarea cercetării vizate și rezultatele științifice obținute, exprimându-și disponibilitatea de participare, în limita competențelor oferite de legislația aplicabilă, în procesul de analiză a oportunității implementării recomandărilor prenotate, cu o eventuală includere a acestora în documentele de politici privind dezvoltarea pieței de capital.

*Cu respect,*

**Cornelia COZLOVSKI,  
PREȘEDINTE**

bd. Ștefan cel Mare și Sfânt, nr. 77, mun. Chișinău, MD 2012, tel: (373 22) 859 401, www.cnpf.md, e-mail: [office@cnpf.md](mailto:office@cnpf.md)

**Figura A16.4. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de Comisia Națională a Pieței Financiare**



Str. Mitropolit G. Bănulescu-Bodoni, 61  
MD – 2005, Chișinău  
Tel. (022) 22-41-28, fax 22-19-68  
[www.ase.md](http://www.ase.md)  
[rectorat@ase.md](mailto:rectorat@ase.md)



61, Mitropolit G. Banulescu-Bodoni Street  
Chisinau, MD – 2005,  
Tel. (022) 22-41-28; fax (022) 22-19-68  
[www.ase.md](http://www.ase.md)  
[rectorat@ase.md](mailto:rectorat@ase.md)

07.12.22 nr. 02/1615  
La nr. \_\_\_\_\_ din \_\_\_\_\_

### Certificat

de implementare a rezultatelor științifice  
obținute în teza de doctor în economie, elaborată de dna Ana LITOCENCO  
cu tema: **„Creșterea atractivității investiționale a VMS  
în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”**  
specialitatea 522.01 - Finanțe

Prin prezentul, în rezultatul examinării tezei de doctor în științe economice cu tema **„Creșterea atractivității investiționale a VMS în scopul finanțării economiei Republicii Moldova”**, elaborată în cadrul Departamentului Investiții și Activitate Bancară, ASEM, constatăm că rezultatele obținute și materialele de sinteză aferente cercetării prezintă un interes aparte pentru activitatea didactică în cadrul Academiei de Studii Economice, Facultatea Finanțe. Acestea pot constitui o bază solidă, atât teoretică, cât și practică, în vederea perfecționării unităților de curs, precum:

- „Finanțe publice”, „Piețe de capital”, „Activitate investițională”, „Tranzacții cu instrumente financiare pe piața de capital” (la Ciclul I Licență);  
- „Inovații pe piața de capital”, „Investitori instituționali pe piața de capital”, „Gestiunea riscului investițional”, „Managementul finanțelor publice”, „Operațiuni cu valori mobiliare pe piața de capital” (pentru Ciclul II Masterat).

În acest context, confirmăm că, rezultatele cercetărilor științifice, obținute de către dna Litocenco A., pot contribui la apropierea conținutului cursurilor prenotate la realitățile economice din Republica Moldova, precum și la implementarea celor mai bune practici în domeniu.

Prim-prorector,  
Academia de Studii Economice



Angela CASIAN  
dr., conf. univ.

Figura A16.5. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de  
Academia de Studii Economice din Moldova

### Declarația privind asumarea răspunderii

Subsemnata, declar pe răspundere personală că materialele prezentate în teza de doctorat sunt rezultatul propriilor cercetări și realizări științifice. Conștientizez că, în caz contrar, urmează să suport consecințele în conformitate cu legislația în vigoare.

Litocenco Ana

Semnătura

Data

## Curriculum Vitae

### INFORMAȚII PERSONALE



Litocenco Ana

📍 Str. Speranței, 8, ap.6. Chișinău, Republica Moldova, MD-2075.

☎ + (373) 69 57 21 29

✉ [ana.litocenco@mf.gov.md](mailto:ana.litocenco@mf.gov.md)  
[analitocenco@yahoo.com](mailto:analitocenco@yahoo.com)

Sexul F | Data nașterii 10 mai 1990 | Naționalitatea Republica  
Moldova

### EXPERIENȚA PROFESIONALĂ

Iulie 2023 - prezent	Șef Direcție reglementarea sectorului financiar, Ministerul Finanțelor
Iunie 2020 – Iunie 2023	Șef Direcție politici financiare, Ministerul Finanțelor
Martie 2015 – Mai 2020	Șef Serviciul politici și reglementări în sectorul financiar, Ministerul Finanțelor. Consultant, Direcția monitoring și analiză financiară; Direcția analiză și reglementări a activelor statului și sectorului financiar, Ministerul Finanțelor.
Aprilie 2013 – Martie 2015	

### STUDII

2014 - 2018	Studii de doctorat, Facultatea Finanțe, Academia de Studii Economice a Moldovei
2012 – 2014	Studii de masterat, Facultatea „Finanțe”, Programul „Investiții și Piețe de Capital”, Academia de Studii Economice a Moldovei, master în științe economice
2009 - 2012	Studii de licență, Facultatea „Finanțe”, Academia de Studii Economice a Moldovei, licențiat în științe economice

### FORMARE și stagii de perfecționare

Februarie – Martie 2019	„Necessary Policy Measures for Financial System Stability and SME development in NIS Countries”, Japan International Cooperation Agency, Tokyo, Japonia, stagiul de perfecționare, certificat de participare
Iulie 2018	„Credit Unions”, Irish League of Credit Unions, Dublin, Irlanda, vizită de studiu, certificat de participare
Martie 2016	„Macroeconomic policies in times of high capital mobility”, Joint Viena Institute, Viena, Austria, stagiul de perfecționare, certificat de participare
Ianuarie 2016	„Strengthening fiscal transparency and fiscal risk management”, Centrul de Excelență în Finanțe, Ljubljana, Slovenia, stagiul de perfecționare, certificat de participare
Octombrie 2015	„Financial inclusion”, Joint Viena Institute, Viena, Austria, stagiul de perfecționare, certificat de participare
Octombrie 2014	„Financial Markets”, Ministerul Finanțelor, Praga, Republica Cehă, vizită de studiu

Aprilie 2014

„Prudential Asset Clasification and Provisioning and the IFRS”, Joint Vienna Institute, Viena, Austria, stagiul de perfecționare, certificat de participare

Limba maternă      română

Alte limbi străine cunoscute	INTELEGERE		VORBIRE		SCRIERE
	Ascultare	Citire	Participare la conversație	Discurs oral	
rusă	C1	C1	C1	C1	C1
engleză	B2	B2	B2	B2	B2
germană	C1	C1	C1	C1	C1
Diplomă DSD					

Distincții      Diplomă de onoare a Guvernului Republicii Moldova, 2021.  
Diplomă de onoare a Ministerului Finanțelor al Republicii Moldova, 2019.  
Diplomă de onoare a Ministerului Finanțelor al Republicii Moldova, 2014.

Publicații      60 publicații în reviste de specialitate naționale și internaționale, precum și la conferințe științifice internaționale din țară și de peste hotare, dintre care 15 la tema tezei de doctor.