

INVESTMENT OPPORTUNITIES AND CHALLENGES ON THE GOVERNMENT SECURITIES MARKET

OPORTUNITĂȚI INVESTIȚIONALE ȘI PROVOCĂRI PE PIAȚA VALORILOR MOBILIARE DE STAT

Ana LITOCENCO, drd.

Email: analitocenco@yahoo.com

Academia de Studii Economice din Moldova,
str. Banulescu-Bodoni 61, MD-2005, Chișinău, Republica Moldova,
tel. +373 22 22 41 28, fax +373 22 22 19 68, www.ase.md

Abstract: In the current conditions, when financing needs underpin economic growth and development, identifying viable and safe sources of investment becomes a priority for every investor. In this context, the purpose of this article is to describe the government securities as an investment tool, as well as to elucidate the main challenges faced by investors in the government securities market of the Republic of Moldova in comparison to its neighboring countries (Romania and Ukraine). Among the methods used in the article are: analytical method, synthesis method, comparison method, graphic method, etc.

Key-words: government bonds, government securities, interest rate, investment, treasury bills.

JEL CLASSIFICATION: G11, G18, G23.

Valorile mobiliare de stat sînt instrumente financiare care atestă datoria publică, sub formă de bonuri, certificate de trezorerie, obligațiuni sau alte instrumente financiare, constituind împrumuturi ale statului în monedă națională pe termen scurt, mediu și lung. Investind în valorile mobiliare de stat, o persoană fizică sau juridică efectiv împrumută statului anumite sume de bani pentru asigurarea dezvoltării economiei țării și activității investiționale, crearea de noi locuri de muncă etc., iar la scadență statul achită suma investită și o dobândă anumită [2, 3].

Avantajele investițiilor în valori mobiliare de stat sunt:

- siguranța capitalului investit - titlurile de stat sunt considerate instrumente financiare de investire cu un grad de risc redus, acestea fiind garantate integral de către stat atât din punct de vedere al capitalului, cât și al dobânzii aferente. Totodată, siguranța investițiilor date se explică și prin faptul că probabilitatea ca statul emitent al titlurilor de stat respective să intre în stare de default este minimă;
- beneficierea de facilități fiscale – în majoritatea statelor lumii, veniturile realizate din deținerea și transferul valorilor mobiliare de stat nu se impozitează;

- controlul maturităților portofoliului deținut - titlurile de stat oferă posibilitatea investitorilor de a efectua plasamente cu diverse maturități (scurte, medii și lungi);

- lichiditate ridicată și venit asigurat - în situația în care investitorul are nevoie de lichidități, acestea pot fi obținute prin vânzarea titlurilor de stat pe piața secundară. De asemenea, majoritatea valorilor mobiliare de stat se emit cu o dobândă fixă, ceea ce presupune că investitorul își va primi în mod regulat veniturile generate de deținerea acestora [Hîncu R., Litocenco A., 2020, p.48].

Din aceste considerente, investițiile în valorile mobiliare de stat se consideră a fi unele dintre cele mai sigure, mai puțin riscante și, respectiv, mai atractive investiții.

1. Experiența Republicii Moldova

În Republica Moldova, valorile mobiliare de stat se emit pe termen scurt și pe termen lung.

Valorile mobiliare de stat emise pe termen scurt sînt *bonurile de trezorerie*, emise cu scont și răscumpărate la scadență la valoarea lor nominală. Bonurile de trezorerie se emit *cu scadențe de 91, 182 și 364 zile*.

Valorile mobiliare de stat emise pe termen lung sînt *obligațiunile de stat*, emise cu o rată flotantă sau fixă a dobînzii. Dobînda (cupoanele) la obligațiunile de stat se achită periodic. Obligațiunile de stat pot fi vîndute cu scont, la prețul lor nominal sau cu primă și sînt rîscumpărate la scadență la valoarea lor nominală. *Scadențele aferente obligațiunilor de stat sînt cuprinse între 1 an și 5 ani* [4].

Rata dobînzii, ca fiind unul dintre principalele elemente economice ale unei investiții, reprezintă un indicator semnificativ de determinare a investitorului în plasarea investițiilor/economiilor sale. Totodată, în contextul pieței financiare a Republicii Moldova și a spectrului de oportunități investiționale disponibile, depozitele bancare reprezintă unul dintre instrumentele financiare ce creează concurență valorilor mobiliare de stat. Din acest considerent, în figura 1 se reflectă dinamica și evoluția ratei dobînzii valorilor mobiliare de stat pe termen scurt în raport cu cea a depozitelor bancare la vedere (cu termen de pînă la 1 an).

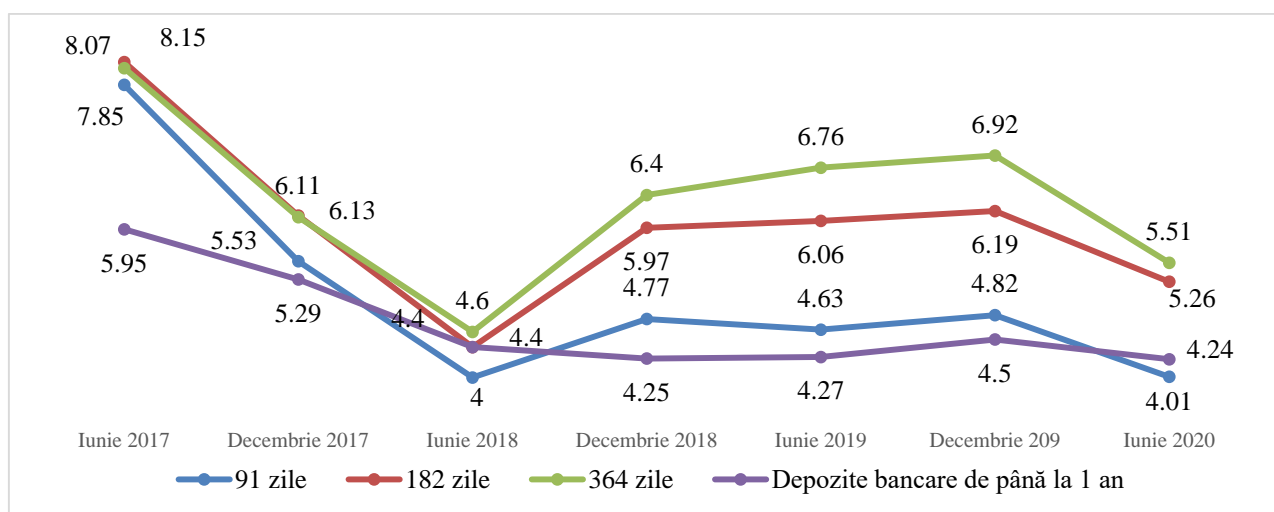


Figura 1. Dinamica ratei dobînzii valorilor mobiliare de stat și depozitelor bancare pe termen scurt în Republica Moldova în perioada iunie 2017 – iunie 2020, %

Sursa: Elaborat de autor în baza [Hîncu R., Litocenco A., 2020, p.54].

Reieșind din datele prezentate în figura 1, se constată că în perioada analizată (iunie 2017 – iunie 2020) rata dobînzii bonurilor de trezorerie cu scadența de 182 și 364 de zile înregistrează o valoare mai ridicată decât rata dobînzii, pe sistem bancar, a depozitelor bancare cu termen de pînă la 1 an.

O situație similară se atestă și în cazul valorilor mobiliare de stat pe termen lung comparativ cu depozitele bancare la termen (vezi figura 2).

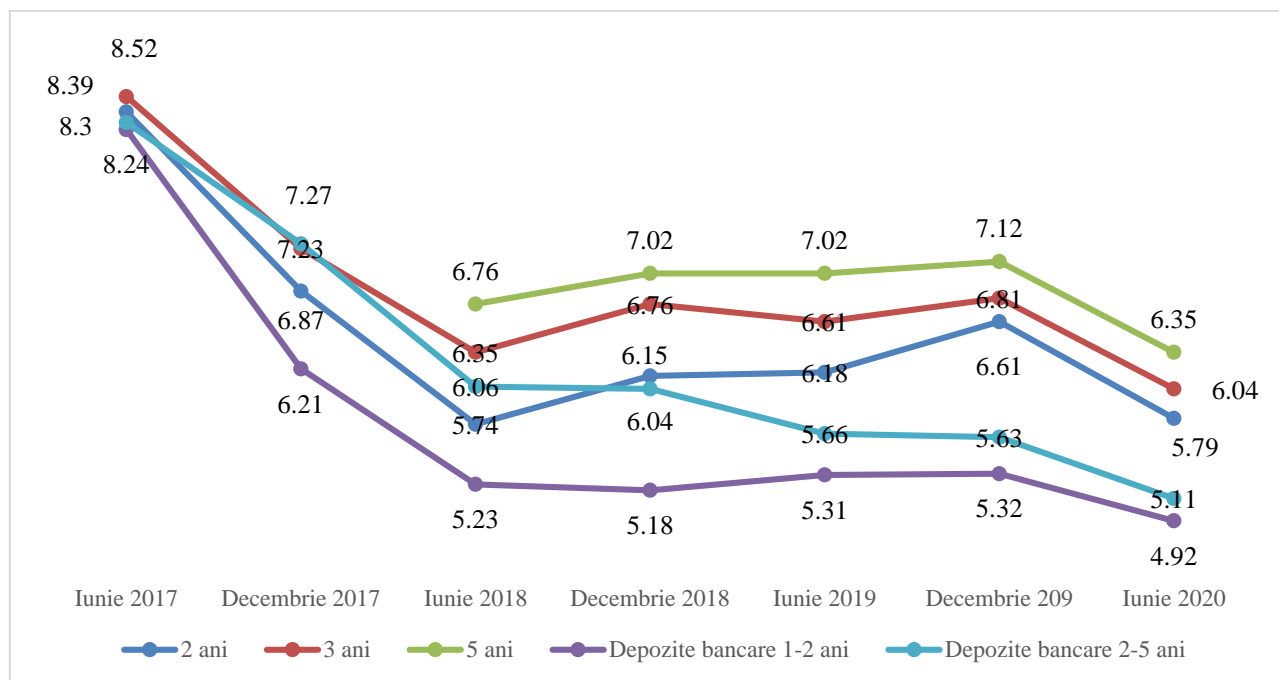


Figura 2. Dinamica ratei dobânzii valorilor mobiliare de stat și depozitelor bancare pe termen lung în Republica Moldova în perioada iunie 2017 – iunie 2020, %

Sursa: Elaborat de autor în baza [Hîncu R., Litocenco A., 2020, p.54].

Astfel, începând cu perioada lunii iunie, 2018 rata dobânzii la obligațiunile de stat cu scadența de 2, 3 și 5 ani este mai mare comparativ cu rata dobânzii, pe sistem bancar, la depozitele la termen. În același timp, se observă emiterea obligațiunilor de stat cu scadența de 5 ani în Republica Moldova a fost inițiată din perioada lunii iunie a anului 2018.

Totodată, reducerea ratei dobânzii atât pentru obligațiunile de stat, cât și pentru bonurile de trezorerie în primele 6 luni ale anului curent se explică prin volumul considerabil de valori mobiliare de stat emise și tranzacționate pe piața internă în timpul acestei perioade. Cu toate acestea, chiar și în pofida reducerilor date, valorile mobiliare de stat rămân o sursă mai atractivă de investiții în comparație cu depozitele din sistemul bancar. Pe lângă acestea, față de rata dobânzii mai mare, o atractivitate mai mare a valorilor mobiliare de stat în raport cu depozitele bancare se datorează, de asemenea, lichidității mai mari, precum și securității sporite, deoarece acestea sunt garantate integral de către Guvernul Republicii Moldova. În ceea ce privește depozitele bancare, conform Legii nr. 575/2003 privind garantarea depozitelor în sistemul bancar, începând cu 1 ianuarie 2020, depozitele bancare sunt garantate numai în valoare de 50 mii lei indiferent de valoarea depozitului [Hîncu R., Litocenco A., 2020, p.55].

Potrivit legislației Republicii Moldova, în calitate de investitor în valori mobiliare de stat poate fi orice persoană fizică sau juridică, rezidentă sau nerezidentă a Republicii Moldova, în contul căreia dealerul primar prezintă oferta pentru participare la licitația de vânzare a valorilor mobiliare de stat și/sau efectuează tranzacții pe piața secundară.

Emiterea valorilor mobiliare de stat, precum și plățile și transferurile ce țin de cumpărarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat pe piața internă se realizează doar în monedă națională, iar tranzacțiile pe piața valorilor mobiliare de stat se efectuează doar prin intermediul dealerilor primari, aceștia fiind reprezentați de bănci care au fost acceptate de Ministerul Finanțelor și au încheiate cu Banca Națională a Moldovei acorduri în acest sens, să deruleze operațiuni cu valori mobiliare de stat

pe piața valorilor mobiliare de stat ca urmare a îndeplinirii criteriilor de selectare și care poate desfășura operațiuni în nume și în cont propriu sau în nume propriu și în contul clienților săi (investitori). Conform informațiilor disponibile pe pagina web oficială a Băncii Naționale a Moldovei, din cele 11 bănci care dețin licență de activitate pe teritoriul Republicii Moldova, calitatea de dealer primar este deținută de către 9 dintre acestea (BC „Moldova – Agroindbank” S.A., BC „Victoriabank” S.A., BC „Moldindconbank” S.A., BC „Mobiasbancă – Groupe Societe Generale” S.A., BC „Energbank” S.A., BC „Eximbank – Gruppo Veneto Banca” S.A., BC „FinComBank” S.A., BCR Chișinău S.A., BC „EuroCreditBank” S.A. [11].

În partea ce ține de desfășurarea tranzacțiilor, acestea *pot avea loc atât pe piața primară* a valorilor mobiliare de stat, ceea ce presupune totalitatea operațiunilor ce țin de plasarea valorilor mobiliare de stat prin intermediul platformei unice de tranzacționare în scopul atragerii de către emitent a mijloacelor financiare disponibile, *cât și pe piața secundară* a acestora (piața organizată prin intermediul platformei unice de tranzacționare unde are loc tranzacționarea titlurilor după emitere pe piața primară. În calitate de platformă unică de tranzacționare în Republica Moldova se aplică platforma electronică Bloomberg Professional Service, furnizată de Bloomberg Finance LP, prin intermediul căreia se efectuează plasamentul valorilor mobiliare de stat pe piața primară și tranzacționarea acestora pe piața secundară. Platforma unică de tranzacționare reprezintă o funcționalitate de tranzacționare a titlurilor, alta decât piața reglementată (Bursa de Valori) și sistemul multilateral de tranzacționare.

Deși cadrul legal permite tranzacționarea valorilor mobiliare de stat pe ambele piețe, abia în luna octombrie a anului 2018 a fost lansată platforma electronică de cotare și tranzacționare (E-Bond, furnizată de către Bloomberg) prin intermediul căreia dealerilor primari le-au fost atribuite obligațiuni minime de cotare și tranzacționare pe piața secundară a VMS. Astfel, în perioada de la lansare (octombrie 2018) și până la finele anului 2019, pe piața secundară au fost înregistrate 66 tranzacții cu valori mobiliare de stat în valoare de circa 26 milioane lei (echivalentul a 1,3 milioane euro), cifre ce atestă o fază foarte incipientă de dezvoltare a pieței secundare a valorilor mobiliare de stat. În partea ce ține de piața primară a valorilor mobiliare de stat, se remarcă faptul că în perioada anului 2019, au fost organizate 49 de licitații în cadrul cărora au fost comercializate titluri de stat în valoare de 9 327,1 milioane lei (echivalentul a circa 478,3 milioane euro) [7].

În partea ce ține de facilitățile fiscale aferente veniturilor generate din deținerea și tranzacționarea valorilor mobiliare de stat, se remarcă faptul că, *începând cu 01 ianuarie 2021 dobânzile aferente valorilor mobiliare de stat se exclud din lista surselor de venit neimpozabil*, fapt ce denotă că începând cu 2021 acestea urmează a fi supuse impozitării [5].

2. Experiența României

În România, se emit și se tranzacționează următoarele tipuri de titluri de stat:

- *certificate de trezorerie* cu discount, cu scadență *de până la 1 an (6 luni, 1 an)*. Certificatele de trezorerie cu discount sunt titluri de stat pe termen scurt fără cupon de dobândă, care se cumpără de investitor la o valoare (preț) mai mică decât valoarea nominală, urmând ca la scadență să încaseze valoarea nominală;

- *obligațiuni de stat cu o scadență de peste 1 an (3, 5, 7, 10 și 15 ani)*, acestea fiind titluri de stat pe termen mediu și lung, de tip benchmark (de referință), vândute la valoarea nominală, cu discount sau primă și pentru care emitentul plătește anual dobândă (cupon), conform condițiilor din prospectul de emisiune. În cazul obligațiunilor de stat de tip benchmark, valoarea nominală a seriei de titluri emise și aflate în circulație poate fi majorată ulterior de către emitent prin redeschideri ulterioare, în

condițiile menținerii caracteristicilor inițiale ale emisiunii (rata dobânzii, data plății dobânzii și data scadenței) [3].

Analizând datele statistice disponibile pe paginile web oficiale ale autorităților din România, se constată că, la fel ca și în cazul Republicii Moldova, rata dobânzii a titlurilor de stat pe termen scurt din România este mai mare comparativ cu rata dobânzii depozitelor bancare cu scadența de până la 2 ani (vezi figura 3).

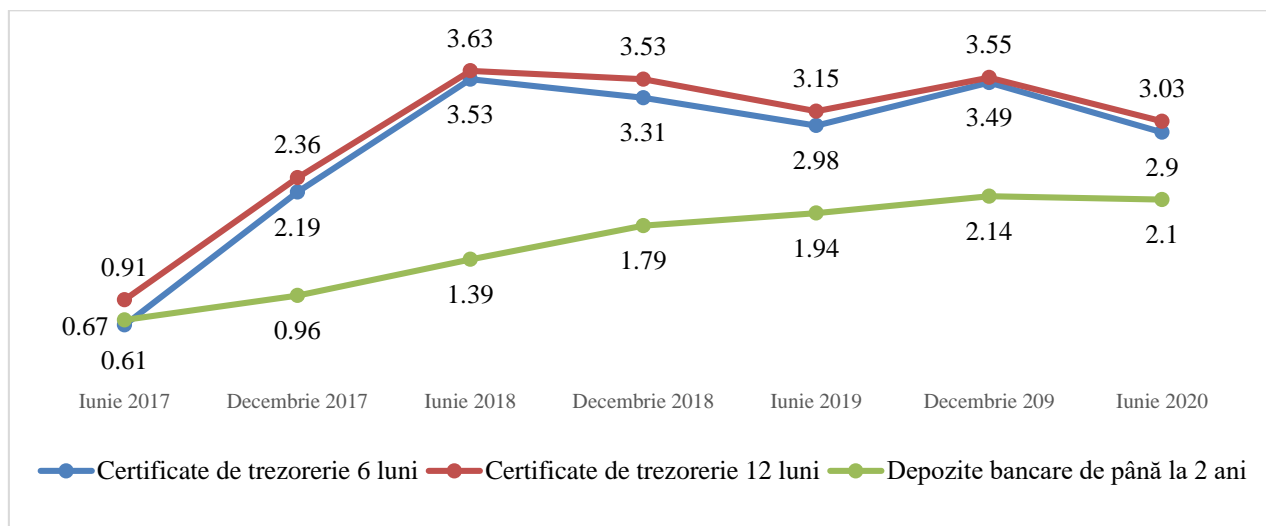


Figura 3. Dinamica ratei dobânzii valorilor mobiliare de stat și depozitelor bancare pe termen scurt în România în perioada iunie 2017 – iunie 2020, %

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor Băncii Naționale a României

Aceeași situație se observă și în cazul titlurilor de stat pe termen mediu și lung (vezi figura 4). La situația din 30 iunie 2020, rata dobânzii la obligațiunile de stat ale României este cu circa 3 p.p. superioară ratei dobânzii la depozitele bancare cu scadența mai mare de 2 ani.

Totodată, este de remarcat că spre deosebire de Republica Moldova, România emite și tranzacționează pe piața sa internă obligațiuni de stat cu termen de scadență mai mare, cum ar fi 10 ani, acest tip de obligațiuni oferind cea mai mare rată a dobânzii dintre toate titlurile de stat oferite de Guvernul României.

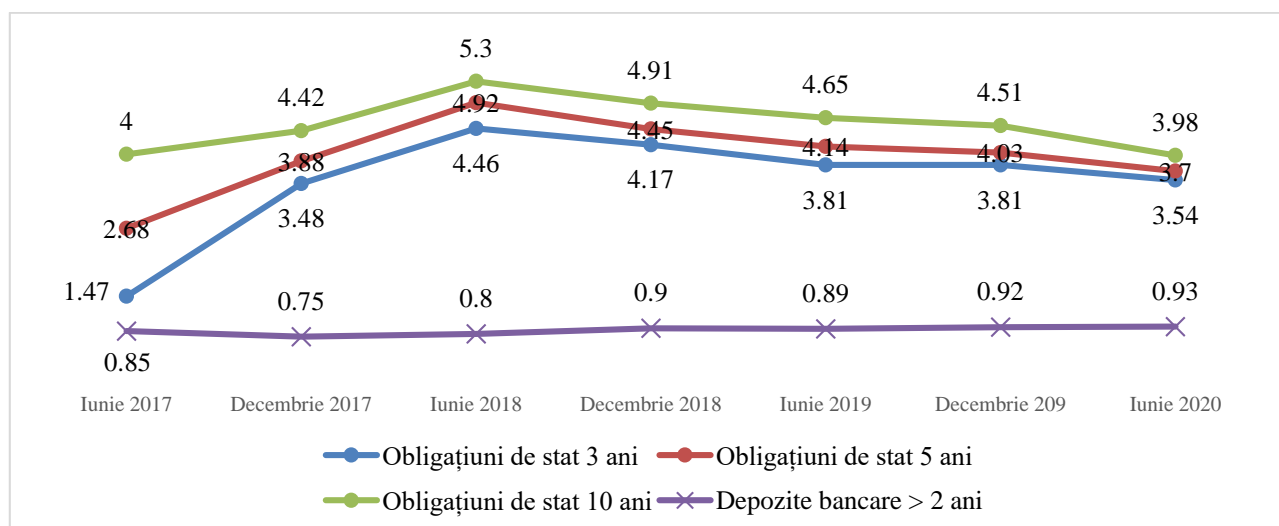


Figura 4. Dinamica ratei dobânzii valorilor mobiliare de stat și depozitelor bancare pe termen lung în România în perioada iunie 2017 – iunie 2020, %

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor Băncii Naționale a României.

În calitate de investitori pe piața internă a titlurilor de stat din România pot fi persoane fizice și juridice, rezidente sau nerezidente, cu dreptul de cumpărare și tranzacționare a acestora prin intermediul pieței primare și secundare. Emiterea, tranzacționarea și cumpărarea titlurilor de stat pe piața internă a României (primară și secundară) poate fi efectuată atât în monedă națională, cât și în valută străină.

Piața primară a titlurilor de stat din România cuprinde totalitatea operațiunilor legate de emiterea de către Ministerul Finanțelor Publice a titlurilor de stat și plasarea acestora prin intermediul Băncii Naționale a României, în calitate de agent desemnat, în scopul atragerii pe termen scurt, mediu sau lung a capitalurilor financiare disponibile. Participanții pe piața primară a titlurilor de stat administrată de Banca Națională a României sunt dealerii primari care pot desfășura operațiuni în nume și cont propriu și/sau în numele și în contul clienților (investitori).

Dealerii primari sunt entități acceptate de Ministerul Finanțelor Publice pentru a derula direct operațiuni cu titluri de stat pe piața primară internă, cu respectarea reglementărilor legale în vigoare. Conform legislației României, dealeri primari pe piața primară a titlurilor de stat pot fi:

- instituții de credit;
- societăți de servicii de investiții financiare, definite prin Legea nr. 297/2004 privind piața de capital și care sunt autorizate de Autoritatea de Supraveghere Financiară;
- instituții echivalente societăților de servicii de investiții financiare autorizate în statele membre ale Uniunii Europene și/sau în celelalte state aparținând Spațiului Economic European;
- alte entități, cu excepția celor prenotate, acceptate de Ministerul Finanțelor Publice pentru a derula direct operațiuni cu titluri de stat pe piața primară internă, cu respectarea legislației în vigoare [8].

Deși legislația prevede o gamă largă de instituții ce pot acționa în calitate de dealeri primari pe piața titlurilor de stat din România, reieșind din datele publicate pe pagina web oficială a Băncii Naționale a României, se constată că dealerii care activează de facto sunt reprezentați doar de bănci și sucursale ale instituțiilor de credit străine. Astfel, din 33 instituții de credit și sucursale a instituțiilor de credit străine ce activează pe teritoriul României, 7 dețin calitatea de dealer primar pe piața internă a titlurilor de stat din România (ING Bank N.V. Amsterdam Sucursala București, Banca Comercială Română S.A., Banca

Transilvania S.A., Citibank Europe Plc. Dublin Sucursala România, Unicredit Bank S.A., Banca Română pentru Dezvoltare – Groupe Societe Generale S.A., Raiffeisen Bank S.A.) [13].

În partea ce ține de *piața secundară a titlurilor de stat din România*, aceasta reprezintă un sistem multilateral care facilitează tranzacționarea, în mod nediscriminatoriu, a cererii și ofertei vânzătorilor și cumpărătorilor titlurilor de stat. Tranzacțiile se pot realiza prin intermediul:

- pieței secundare administrate de Banca Națională a României, pe care se pot tranzacționa titluri de stat pe termen scurt, mediu și lung utilizând serviciile intermediarilor autorizați: dealerii primari, instituții de credit, societăți de servicii de investiții financiare, care pot tranzacționa exclusiv în nume și cont propriu, dar care au obligația să afișeze cotații de preț ferme și/sau informative la ghișeele de lucru pentru clienții acestora interesați de tranzacționarea de titluri de stat;

- pieței secundare administrate de Bursa de Valori București, pe care se pot tranzacționa titluri de stat pe termen mediu și lung, utilizând serviciile intermediarilor autorizați [3]. Conform informațiilor disponibile pe pagina web oficială a Bursei de Valori București, pe piața secundară administrat de Bursa de Valori București activează 68 intermediari autorizați, printre care: instituții de credit, sucursale a instituțiilor de credit din alt stat, instituții de credit din alte state membre UE, societăți de servicii de investiții financiare, firme de investiții din alte state membre UE [14].

Totodată, potrivit datelor statistice disponibile pe pagina web oficială a Băncii Naționale a României, în perioada anului 2019, pe piața secundară a titlurilor de stat din România au fost desfășurate circa 1221 tranzacții cu titluri în monedă națională, valoarea cărora constituie 23 664,0 milioane lei românești (echivalentul a 4 859,1 milioane euro) și 76 tranzacții cu titluri în valută străină (euro), valoarea cărora constituie 306,0 milioane euro [13].

În partea ce ține de *facilitățile fiscale* aferente deținerilor titlurilor de stat emise de statul român, se remarcă faptul că prevederile art. 93 alin. (1) lit.a din Legea nr. 227/2015 privind Codul fiscal, veniturile realizate din deținerea și transferul instrumentelor financiare care atestă datoria publică a statului, precum și a unităților administrativ – teritoriale, inclusiv din operațiunile de tip repo și reverse/repo cu aceste instrumente, indiferent de piața/locul de tranzacționare unde are loc operațiunea, *nu reprezintă venituri impozabile* [10].

Pe lângă acestea, în vederea creșterii atractivității titlurilor de stat românești, dar și creșterii accesibilității acestora, în prima jumătate a anului 2018 Ministerul Finanțelor Publice al României a lansat *Programul Tezaur destinat populației*. Una dintre principalele avantaje și facilități ale programului este că titlurile de stat pot fi cumpărate de populație (persoane fizice cu vârsta de minim 18 ani împliniți la momentul subscrierii) de la orice unitate operativă a Trezoreriei Statului sau subunitate poștală a Companiei Naționale Poșta Română S.A. Unul dintre principalele scopuri ale acestui program a fost de a facilita accesul populației la astfel de instrumente de economisire, precum și de a asigura un grad de acoperire extins la nivelul întregii țări, inclusiv în zonele rurale. Titlurile de stat puse la dispoziția populației în cadrul Programului au scadențe de 1, 2, 3 și 5 ani, la rate a dobânzii de 3,5%, 4%, 4,25% și respectiv 4,75 la sută. Conform rezultatelor primei emisiuni al acestor titluri, aproape 17 000 de români au investit în cadrul acestei emisiuni de titluri de stat dedicată populației suma de 702,8 milioane lei românești (echivalentul a 144,3 milioane euro), din care 629,1 milioane lei românești prin unitățile operative ale Trezoreriei Statului și 73,7 milioane lei românești prin rețeaua de oficii poștale ale Companiei Naționale Poșta Română.

Un alt Program de acest gen destinat populației este și *Programul Fidelis*, care a fost inițiat și implementat în perioada anului 2015 - 2016. După o perioadă de pauză, care a coincis și cu perioada de lansare a Programului Tezaur (din 2018), Programul Fidelis a fost relansat la mijlocul anului

curent. Subscrierea titlurilor în cadrul acestui Program se realizează prin intermediul băncilor comerciale, fără perceperea anumitor comisioane în acest sens.

Totodată, în cadrul ultimei subscrieri care a avut loc în perioada 15 iulie - 7 august, curent, a avut loc emiterea în premieră a titluri de stat Fidelis și în valută străină (euro). Respectiv, în rezultatul subscrierii titlurilor, statul român a atras resurse financiare de la populație în valoare de peste 2,0 miliarde lei românești, cea mai mare sumă atrasă vreodată prin programul Fidelis. Pe emisiunea în monedă națională, s-au atras 1 224,9 milioane lei românești (echivalentul a) și pe cea în valută străină - 168,4 milioane euro.

Oferta a cuprins două emisiuni în lei, cu maturități de 2 și 4 ani, și o emisiune în euro, cu scadență la 5 ani, care au fost subscribe astfel:

- maturitatea de 2 ani: 562,4 milioane lei românești (echivalentul a 115,5 milioane euro), cu un număr de 5 414 ordine;

- maturitatea de 4 ani: 662,5 milioane lei românești (echivalentul a 136,0 milioane euro), cu un număr de 1 748 ordine;

- maturitatea de 5 ani: 168,4 milioane euro, cu un număr de 2 763 ordine.

Dobânda anuală pentru titlurile în euro este de 2%, în timp ce pentru titlurile în monedă națională, dobânda anuală este de 4% în cazul celor cu maturitatea de 2 ani și de 4,5% în cazul celor cu 4 ani [10].

3. Experiența Ucrainei

Pe piața internă a valorilor mobiliare de stat din Ucraina, se emit și se tranzacționează următoarele tipuri de titluri de stat:

- valori mobiliare de stat pe termen scurt, cu termenul de scadență de până la 1 an;
- valori mobiliare de stat pe termen mediu, cu termenul de scadență între 1 și 5 ani;
- valori mobiliare de stat pe termen lung, cu termenul de scadență mai mare de 5 ani [6].

În partea ce ține de valorile mobiliare de stat pe termen scurt, la situația din 30 iunie 2020, rata dobânzii acestora era cu 2,0 p.p. mai mare comparativ cu rata dobânzii la depozitele bancare de până la 1 an (vezi figura 5).

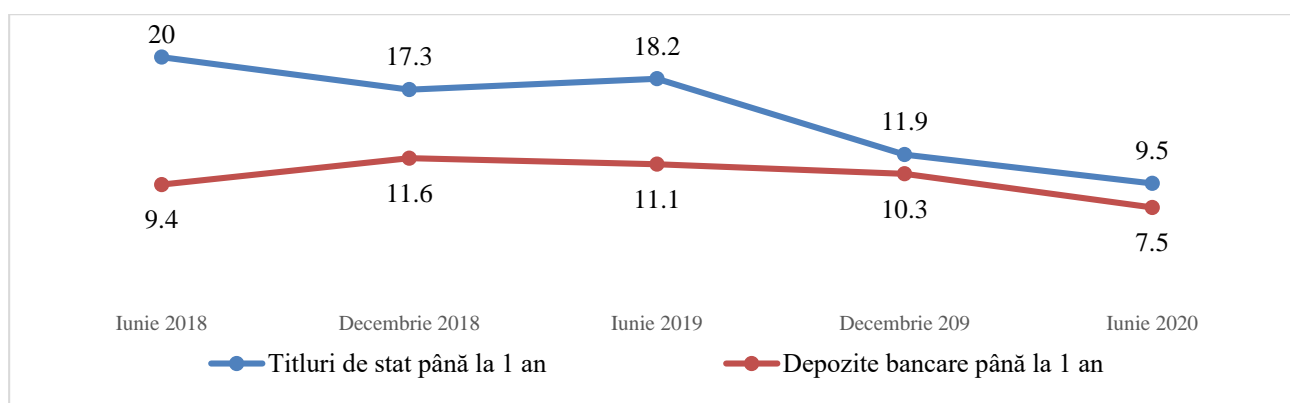


Figura 5. Dinamica ratei dobânzii valorilor mobiliare de stat și depozitelor bancare pe termen scurt în Ucraina în perioada iunie 2017 – iunie 2020, %

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor Băncii Naționale a Ucrainei

De altfel, o rată a dobânzii superioară în raport cu depozitele bancare pe termen scurt se atestă pe toată perioada analizată (iunie 2018 – iunie 2020), situație caracteristică și în cazul titlurilor de stat pe termen mediu și lung (vezi figura 6).

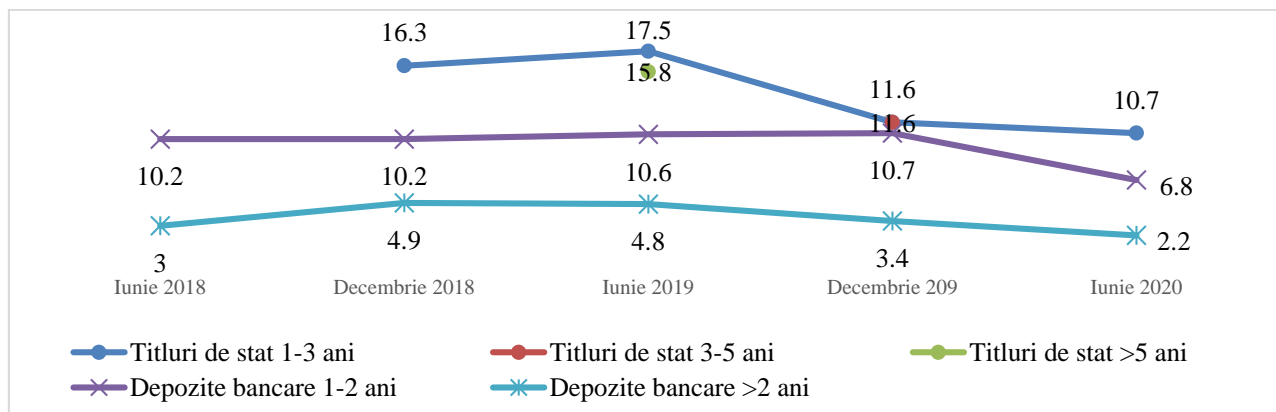


Figura 6. Dinamica ratei dobânzii valorilor mobiliare de stat și depozitelor bancare pe termen mediu și lung în Ucraina în perioada iunie 2017 – iunie 2020, %

Sursa: Elaborat de autor în baza datelor Băncii Naționale a Ucrainei

Astfel, la situația din 30 iunie 2020, cea mai mare rată a dobânzii era înregistrată la titlurile de stat cu scadența între 1 și 3 ani. De asemenea, spre deosebire de Republica Moldova și similar cu experiența României, statul ucrainean emite și plasează titluri de stat cu scadențe mai mari de 5 ani. În perioada anului 2019, pe piața internă a titlurilor de stat din Ucraina erau plasate obligațiuni cu scadențe între 5-7 ani, 7-10 ani și mai mari de 10 ani.

Totodată, se observă că titlurile de stat cu scadența de 3-5 ani și peste 5 ani nu se emit regulat. Reieșind din perioadele de timp, selectate pentru analiză în cercetare, emiterea valorilor mobiliare de stat cu scadența mai mare de 5 ani se atestă la situația din 30 iunie 2019 la o rată a dobânzii de 15,8%, iar cele cu scadența cuprinsă între 3 și 5 ani – au fost înregistrate la situația din decembrie, 2019 la o rată a dobânzii de 11,6 la sută.

Investitor în valorile mobiliare de stat ale Ucrainei, la fel ca și în cazul Republicii Moldova și României, poate fi orice persoană fizică sau juridică, rezidentă sau nerezidentă a Ucrainei. Emiterea valorilor mobiliare de stat, precum și plățile și transferurile ce țin de cumpărarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat pe piața internă din Ucraina se realizează *atât în monedă națională, cât și în valută străină (dolari SUA, euro)*.

Conform reglementărilor Ucrainei, *dealeri primari* pe piața internă a titlurilor de stat din Ucraina pot fi băncile, selectate de Ministerul Finanțelor care își asumă obligația de a coopera cu acesta în ceea ce privește dezvoltarea pieței naționale a valorilor mobiliare, obținând în schimb titlul de participant la plasarea obligațiunilor de stat și a dreptului superior de a participa la alte operațiuni efectuate de minister cu astfel de obligațiuni. Cerințele pe care trebuie să le întrunească băncile pentru a obține calitatea de dealer primar sunt:

- deține licență pentru desfășurarea activității profesionale la bursă (activități de tranzacționare a valorilor mobiliare);
- deține un echivalent al capitalului social de cel puțin 10 milioane de euro;
- posedă experiență de activitate pe piața obligațiunilor (volumul total al comerțului cu valori mobiliare nu trebuie să fie mai mic de 1 miliard hrivne ucrainesti - echivalentul a circa 30 milioane euro) [15].

Conform informațiilor disponibile pe pagina web oficială a Băncii Naționale a Ucrainei, calitatea de dealer primar este deținută de 11 bănci comerciale (JSC „UkrGasbank”, JSC „Oschadbank”, JSC „Raiffeisen Bank Aval”, JSC „OTP Bank”, PJSC „Citibank”, JSC „Ukreximbank”, PJSC „FUIB”, JSC „PrivatBank”, PJSC „Alfa-bank”, PJSC „KredoBank”, JSC „Pivdennyi”) [16].

Tranzacționarea titlurilor de stat ale Ucrainei *poate avea loc atât pe piața primară, cât și pe cea secundară*. Conform datelor statistice publicate pe pagina web oficială a Băncii Naționale a Ucrainei, pe piața secundară a titlurilor de stat din țară, în perioada anului 2019 au fost comercializate titluri de stat în monedă națională în valoare de 218 754,1 milioane hrivne ucrainesti (echivalentul a 6 569,2 milioane euro) și în valută străină în cuantum de 2 501,7 milioane euro [16].

De asemenea, la fel ca și în România, deținerea titlurilor de stat în Ucraina implică anumite facilități fiscale pentru investitori. Astfel, conform prevederilor Codului fiscal al Ucrainei, veniturile din dobânzile aferente titlurilor de stat și cele obținute ca urmare a tranzacționării acestora *reprezintă surse de venit neimpozabile* [15].

În concluzie, drept rezultat al cercetării efectuate cu privire la piața valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova, România și Ucraina, se constată că în toate cele 3 țări, investițiile în titlurile de stat sunt mai profitabile, din punct de vedere al ratei dobânzii, comparativ cu plasamentele în depozite bancare. Totodată, pe lângă rata dobânzii superioară, investițiile în titlurile de stat prezintă și alte avantaje ce îi pot determina pe investitori să opteze pentru aceste instrumente investiționale, și anume: siguranța, lichiditatea și certitudinea obținerii profiturilor, dat fiind garantarea acestor instrumente de către stat în mărime integrală, dar și oportunității de tranzacționare în orice moment a acestora pe piața secundară.

În partea ce ține de concluziile aferente nemijlocit pieței valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova, este necesar de remarcat că deși autoritățile depun eforturi în dezvoltarea pieței interne a titlurilor de stat prin diversificarea instrumentelor puse la dispoziția investitorilor și creșterii maturității de emiterie și plasare a acestora (obligațiuni cu scadența de 5 ani începând cu anul 2018), gama de valori mobiliare de stat disponibile pentru investire este una destul de modestă în comparație cu titlurile de stat disponibile pe piața din România și Ucraina, unde se tranzacționează obligațiuni cu scadențe mai mari de 10 ani. Totodată, atât în România, cât și în Ucraina constatăm un nivel înalt de tranzacționare al titlurilor de stat pe piața secundară dat fiind volumele tranzacționate pe piețele respective în perioada anului 2019. În partea ce ține de Republica Moldova, dezvoltarea pieței respective este încă la o fază incipientă, la finele anului 2018 creându-se condițiile tehnice necesare de facilitare a acestor tipuri de tranzacții.

Un alt aspect de remarcat este că atât România, cât și Ucraina, spre deosebire de Republica Moldova, emit valorile mobiliare de stat atât în monedă națională, cât și în valută străină, fapt ce face piețele respective mai atractive pentru investitorii nerezidenți. De asemenea, în vederea creșterii nivelului de accesibilitate al instrumentelor bazate pe valori mobiliare de stat, dar și diversificării opțiunilor de economisire a populației, Guvernul României a dezvoltat și implementează Programe speciale de investire în valori mobiliare de stat, destinate persoanelor fizice, în unul dintre acestea (Programul Tezaur), plasarea investițiilor fiind efectuată direct de către persoanele fizice, fără intermedierea de către un dealer primar. Conform rezultatelor emisiunilor efectuate, aceste programe s-au dovedit a fi de succes, populația României fiind cointereseată în apelarea la un asemenea instrument de economisire/ investire.

Nu în ultimul rând, se menționează că comparativ cu Republica Moldova, România deține o bază mai diversificată de dealeri primari, intermediari autorizați care facilitează tranzacțiile cu titlurile de stat, aceasta fiind reprezentată nu doar de bănci, dar și de alte entități financiare, cum ar fi societăți

de servicii de investiții financiare, firme de investiții, fapt ce denotă și un nivel mai înalt de dezvoltare al pieței de capital/ pieței financiare a României.

Totodată, un aspect important ce necesită a fi remarcat este că spre deosebire de România și Ucraina, începând cu anul 2021, veniturile generate de deținerile valorilor mobiliare de stat din Republica Moldova urmează a fi impozitate. Printre argumentele care au stat la baza unei astfel de decizii de politică este uniformizarea tratamentului fiscal aplicabil instrumentelor financiare, întrucât dividendele obținute din acțiunile deținute în capitalul social al entităților comerciale sînt supuse impozitării la sursa de plată (6%).

În contextul celor expuse, în vederea asigurării unei funcționări eficiente a pieței valorilor mobiliare de stat, valorificării la maxim a potențialului investițional al acesteia, precum și atragerii investitorilor, Republica Moldova necesită consolidarea eforturilor în vederea continuării dezvoltării pieței, prin extinderea maturității valorilor mobiliare de stat propuse, facilitării tranzacțiilor pe piața secundară, precum și preluarea practicilor de succes din România prin diversificarea instrumentelor de investire propuse, în special dezvoltarea produselor de investire destinate populației. Acest tip de produs investițional va contribui atât la diversificarea opțiunilor de economisire a Republicii Moldova, cât și la majorarea volumului de resurse financiare atras de către stat pentru finanțarea cheltuielilor bugetare. Acțiuni și eforturi suplimentare sunt cu atât mai necesare, cu cât o dată cu inițierea impozitării dobânzilor aferente titlurilor de stat ale Republicii Moldova din 2021, atractivitatea acestora s-ar putea reduce considerabil.

Bibliografie:

1. Hîncu R., Litocenco A. The investment attractiveness of the government securities, as an instrument of government debt in the Republic of Moldova. *Analele Universității "Eftimie Murgu", Fascicola II-Studii Economice*, Anul XXVII, 2020, Reșița, România. ISSN 2344 – 6315, pag.47 – 57.
2. Ghidul investitorului în valori mobiliare de stat, Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova, disponibil online la adresa: https://mf.gov.md/sites/default/files/ghidul_investitorului_in_vms.pdf
3. Ghidul investitorului în titluri de stat românești emise pe piața interbancară internă, Ministerul Finanțelor Publice al României, disponibil online la adresa: <https://www.mfinante.gov.ro/static/10/Mfp/Ghidulinvestitoruluititluridestatiunie2019.pdf>
4. Legea Republicii Moldova nr.419 / 2006 privind datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat (Republicat în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2014, nr.397-399, art.704).
5. Legea Republicii Moldova nr.60/2020 privind instituirea unor măsuri de susținere a activității de întreprinzător și modificarea unor acte normative (Publicat în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2020, nr.108-109, art.186).
6. Medium-Term State Debt Management Strategy for 2019 – 2022. Ministerul Finanțelor din Ucraina, disponibil online la: https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS%202019-2022_ENG%20vf.pdf
7. Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”, aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.56/2020 (Publicat în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2020, nr.55-61, art.127).
8. Regulament-cadru privind operațiunile de piață cu titluri de stat pe piața internă, aprobat prin Ordinul Ministrului Finanțelor Publice a României nr.2245/2016 (Publicat în Monitorul Oficial, Partea I nr. 729 din 21 septembrie 2016).
9. Strategia de administrare a datoriei publice guvernamentale pentru 2019 – 2021. Ministerul Finanțelor Publice a României, disponibil online la: https://www.mfinante.gov.ro/static/10/Mfp/buletin/executii/strategie2019-2021_01102019.pdf
10. www.mf.gov.md.
11. www.bnm.md.
12. www.mfinante.gov.ro.
13. www.bnr.ro.
14. www.bvb.ro.
15. www.mof.gov.ua.
16. www.bank.gov.ua.