

PIAȚA OBLIGAȚIUNILOR ÎN REPUBLICA MOLDOVA. TENDINȚE DE DEZVOLTARE

Andrei MULIC

Universitatea de Stat din Moldova

Obligațiunea este un titlu de valoare care atestă calitatea de creditor a deținătorului ei față de emitent, emitentul obligându-se să plătească deținătorului obligațiunii o sumă anuală fixă, numită cuponul obligațiunii, pe întreaga perioadă de valabilitate a acesteia. Obligațiunea este un înscris emis de o întreprindere care are nevoie de finanțare, pe baza căruia aceasta obține un împrumut. Firma care emite obligațiunea se numește debitor, iar cea care o deține se numește creditor (acesta oferă un împrumut). Obligațiunile sunt active financiare cu dobândă fixă. Piața obligațiunilor este constituită în majoritate din obligațiuni cu o rată fixă a dobânzii.

Cuvinte-cheie: *obligațiune, instrumente financiare, piața obligațiunilor, valoare nominală, flux de numerar, dobândă fixă, valoarea obligațiunii.*

THE BOND MARKET IN MOLDOVA. DEVELOPMENT TRENDS

Bond is a security certifying its holder as a creditor to the issuer, the issuer is forcing bondholder them pay a fixed annual fee, called coupon bond throughout the period of validity. Bond is a document issued by a company that needs financing, on which it obtains a loan. The company issuing the bond is called debtor and the creditor who has called (it provides a loan). The bonds are financial assets with fixed interest. The bond market consists mostly of bonds with a fixed interest rate.

Keywords: *bond, financial, bond market, nominal value, cash flow, fixed interest rate, bond value.*

Introducere

Obligațiunile sunt instrumente financiare de credit, pe termen scurt, mediu sau lung, emise de către societăți comerciale, organe ale administrației publice centrale sau locale, guverne. Obligațiunile sunt valori mobiliare ce atestă existența unei creanțe a deținătorului asupra emitentului, respectiva creanță fiind rezultată în urma unui împrumut lansat pe piață de către un emitent, care își asumă obligația de a plăti o anumită dobândă și de a răscumpăra titlul emis la o dată ulterioară stabilită.

Obligațiunile sunt emise de societățile pe acțiuni, pot fi emise de stat, de trezoreria statului, de diverse organisme administrative centrale abilitate în acest sens, precum și de organismele administrativ-teritoriale care gestionează activități în teritoriu.

Prin prisma scopurilor urmărite în cadrul efectuării cercetării, este necesar să avem la bază diferite obiective principale, printre care putem menționa:

- definirea și elementele obligațiunilor;
- tipologia și caracteristicile obligațiunilor;
- deosebirile dintre acțiuni și obligațiuni;
- evaluarea obligațiunilor;
- utilizarea obligațiunilor în Republica Moldova;
- tendințele de dezvoltare pe teritoriul Republicii Moldova.

Astfel, scopul cercetării constă în conturarea tendințelor de dezvoltare a obligațiunilor în Republica Moldova.

Obligațiunile sunt considerate a fi instrumente financiare cu venit fix, deoarece ele constituie o modalitate de plasament ce va permite obținerea unor randamente direct dependente de nivelul ratei dobânzii. Piața obligațiunilor este constituită în majoritate din obligațiuni cu o rată fixă a dobânzii.

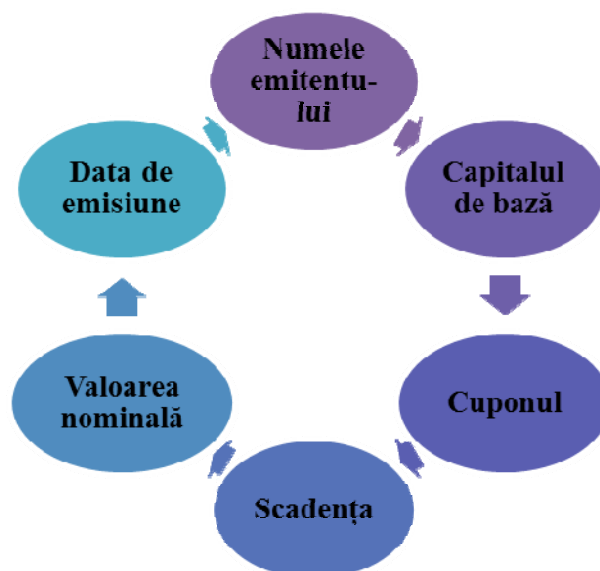


Fig.1. Elementele obligațiunii.

Sursa: elaborată de autor.

Astfel, elementele obligațiunii sunt:

- **numele emitentului** – este organizația responsabilă pentru garantarea faptului că plățile în contul dobânzilor și capitalului de bază sunt făcute în favoarea deținătorului obligațiunii, de regulă prin intermediul unui agent plătitor;
- **capitalul de bază** – este suma denominată într-o anumită monedă, pe care emitentul dorește să o ia cu împrumut și pe care este de acord să o restituie investitorului;
- **cuponul** sau **rata cuponului** – este rata dobânzii pe care emitentul este de acord să o plătească investitorului, ea poate fi exprimată sub forma unei **sume fixe**, ca și cotă procentuală din **valoarea nominală**, ce urmează a fi plătită la anumite intervale deținătorului obligațiunii sau sub forma unei rate flotante în raport cu un indice, de exemplu **LIBOR**;
- **scadența** – momentul expirării împrumutului și al retragerii obligațiunii de pe piață (data la care ea va fi răscumpărată de emitent), adică emitentul rambursează capitalul de bază datorat investitorului (cumpărătorul obligațiunii), precum și plata finală a dobânzii;
- **valoarea nominală** – suma înscrisă pe titlu, pe care investitorul o acordă sub formă de împrumut emitentului și pe care o va încasa la scadență;
- **data de emisiune** – data de la care începe să se acumuleze dobânda corespunzătoare primului cupon pentru o obligațiune sau titlu de stat (data la care a fost emis titlu de stat);
- semnătura persoanei autorizate de emitent;
- imprimări speciale, pentru a împiedica falsificarea (elemente de securitate).

Obligațiunea poate fi nominativă, dacă e înscris pe ea numele detinatorului, sau „la purtator”. Deținătorul unei obligațiuni este numit *obligatar*. El are calitatea de creditor față de emitent și dreptul de a primi un venit numit dobândă, însă nu are drepturi și responsabilități privind activitatea emitentului (debitorului).

De aceea, obligațiunile sunt titluri de credit cu venit cert și, de regulă, fix. Principalii emitenți de obligațiuni sunt administrațiile publice (administrația centrală și cele locale), iar scopul emiterii este fie acoperirea deficitului bugetar, fie finanțarea unor investiții importante pentru comunitate.

Majoritatea obligațiunilor plătesc doar dobânda până la maturitate (trimestrial sau semestrial în funcție de specificațiile prospectului de emisiune), când, odată cu ultima dobândă, returnează în întregime și suma împrumutată. Unele obligațiuni însă plătesc la anumite intervale (precizate în prospectul de emisiune) și părți din principal. În general, un investitor are de pierdut sau de câștigat datorită diferențelor între valoarea cuponului (a dobânzii plătite de emitent) și valoarea dobânzilor practicate pe piața monetară în momentul respectiv, între această dobândă și prețul de piață al obligațiunii existând o relație inversă.

Deși teoretic fluxul de numerar pe care îl primește deținătorul unor obligațiuni nu este influențat de veniturile emitentului, este evident că la limită, dacă acestea sunt prea mici, banii returnați investitorilor pot întârzia sau plățile pot înceta. De aceea, prospectul de emisiune trebuie să fie citit și prin prisma garanțiilor pe care le oferă emitentul (acestea putând varia de la o parte importantă a activelor până la simpla garantare cu bunul nume al emitentului). Obligațiunile guvernamentale poartă denumiri diferite pe piețe, spre exemplu:

Tabelul 1

Obligațiunile guvernamentale

| Tara | Denumirea | Prescurtarea |
|----------------|---|------------------|
| SUA | US Treasuries | T-Bonds, T-Notes |
| Marea Britanie | UK Treasuries | Gilts |
| Germania | Bundesrepublik bonds | Bunds |
| Franta | <u>Obligation assimilable du Trésor</u> | OAT |
| Italia | Buoni de Tesoro poliennali | BTPs |
| Japonia | Japanese Government Bonds | JGBs |
| Spania | Obligaciones del Estado | Matador |

Sursa: [1].

Emitenții obligațiunii sunt:

- Organisme guvernamentale și cvasiguvernamentale
- Corporații
- Bănci și alte instituții financiare
- Organizații supranaționale

Obligațiunile pot fi clasificate după mai multe criterii:

I. După forma în care sunt emise, regăsim:

- ✓ obligațiuni materializate – emise în formă materială;
- ✓ obligațiuni dematerializate – emise în cont.

II. După modul de înscriere a numelui deținătorului pe titlu, regăsim:

- ✓ obligațiuni nominative – care au înscrise numele proprietarului;
- ✓ obligațiuni la purtător – este proprietatea celui ce o deține și circulă numai în formă materializată.

III. După modul în care se calculează dobânda care urmează să fie plătită creditorilor (deținătorilor de obligațiuni):

- ✓ obligațiuni cu dobândă fixă – sunt obligațiuni clasice, procentul de dobândă nominală fiind stabilit în momentul emisiunii respectivei clase de obligațiuni și rămâne neschimbat pe toată durata de viață respectivă a emisiunii;
- ✓ obligațiuni cu dobândă indexată (variabilă) – indexarea dobânzii este prevăzută în prospectul de emisiune al respectivei clase de obligațiuni și este descris și modul de calcul al indexării;
- ✓ obligațiuni participative – sunt obligațiuni care, pe lângă dobânda (de regulă, fixă) care a fost anunțată că va fi plătită, mai dau dreptul la încasarea unor dobânzi suplimentare, principala sursă fiind profitul net al societății emitente;
- ✓ obligațiuni cu coupon zero – aceste obligațiuni au apărut în anii '80 ai sec.XX. Denumirea lor vine de la faptul că ele sunt lipsite de coupon, iar pentru a compensa lipsa couponului aceste obligațiuni sunt puse în circulație la un preț de subparitate – de regulă, 1/3 din valoarea lor nominală. La scadență se rambursează întreaga valoare nominală.

IV. După modul de rambursare a împrumutului obligator, regăsim:

- ✓ obligațiuni clasice – pentru aceste obligațiuni, valoarea nominală a obligațiunilor din aceeași emisiune se rambursează la scadență, iar dobânda se plătește periodic: anual, semestrial sau trimestrial. Acest mod de rambursare dă emitentului posibilitatea de a cunoaște și a-și asigura lichiditățile necesare plăților care trebuie făcute;

- ✓ obligațiuni rambursate prin anuități constante – pentru acest tip de obligațiuni societatea emitentă plătește creditorilor, în fiecare an, o rată constantă care include atât dobânda aferentă perioadei, cât și o parte din suma împrumutată;
- ✓ obligațiuni rambursabile prin tragere la sorți – în cazul în care acest mod de rambursare este prevăzut în prospectul de emisiune al obligațiunii, în fiecare an, societatea emitentă va rambursa cu anticipație un anumit număr de obligațiuni care fac parte din aceeași emisiune;
- ✓ obligațiuni rambursabile integral la scadență – pentru aceste obligațiuni, atât suma împrumutată, cât și dobânda se plătesc numai la scadență.

V. După modul de garantare a obligațiilor, sunt:

- ✓ obligațiuni negarantate – cei care dețin astfel de obligațiuni nu au nicio garanție că sumele pe care le-au dat cu împrumut vor fi rambursate, în afară de dreptul la rambursare conferit de orice titlu de credit;
- ✓ obligațiuni garantate – pentru aceste obligațiuni se garantează rambursarea sumelor împrumutate prin constituirea unei garanții, ca și în cazul împrumuturilor bancare. Această garanție poate fi formată dintr-un fond de rezervă.

VI. După durata de viață a obligațiilor, deosebim:

- ✓ obligațiuni pe termen mediu sau lung – sunt emise pe perioade mai mari de 1 an, de regulă 3,5,7,10 sau 15 ani. În mod tradițional, obligațiunile cu o durată de viață de până la 10 ani sunt considerate pe termen mediu, restul – pe termen lung;
- ✓ obligațiuni pe termen scurt – sunt emise pentru a fi rambursate într-un interval de timp de maximum 12 luni;
- ✓ obligațiuni cu durată de viață variabilă – acest tip de obligațiuni permite fie emitentului, fie deținătorului obligațiilor să modifice durata împrumutului; de regulă, modificarea se referă la o prelungire a duratei de viață a obligațiilor din emisiunea respectivă [2].

Când o întreprindere dorește să împrumute bani pe termen lung, de regulă, o poate face emițând obligațiuni. Obligațiunile reprezintă valori mobiliare care conferă deținătorului lor calitatea de creditor al emitentului, dreptul la dobândă și obligația emitentului de a rambursa valoarea nominală a obligațiunii.

De exemplu, să presupunem că întreprinderea BOND dorește să împrumute 1000 MDL, pe o perioadă de 20 ani emițând obligațiuni. Rata dobânzii la obligațiunile similare emise de alte companii este de 20% anual. Astfel, BOND va plăti anual pe parcursul a 10 ani o sumă echivalentă la $0,2 \cdot 1000 \text{ MDL} = 200 \text{ MDL}$, iar la sfârșitul anului 10 va fi rambursată suma împrumutată de 1000 MDL.

În limbajul financiar se folosesc unele noțiuni caracteristice obligațiilor:

1. Dobânda plătită deținătorilor de valori mobiliare se mai numește *coupon* (în exemplul nostru – 200 MDL anual).
2. Suma ce va fi rambursată la sfârșitul perioadei împrumutului se numește *valoarea nominală a obligațiunii* (în exemplul nostru – 1000 MDL).
3. Raportul dintre mărimea anuală a couponului și valoarea nominală a obligațiunii se numește *rata cuponului* sau *rata dobânzii* (în exemplul nostru – 20%).
4. Perioada de timp din momentul emiterii obligațiunii până la rambursarea completă a valorii nominale se numește *perioada de maturitate* (în exemplul nostru – 10 ani).

De regulă, cu trecerea timpului ratele dobânzii pe piața creditelor se schimbă, însă fluxul de numerar pe care obligațiunile îl generează rămâne neschimbat. În rezultat, valoarea obligațiunii va varia. Când va crește rata dobânzii, valoarea actualizată a fluxurilor pozitive generate de obligațiune se va micșora și, respectiv, valoarea obligațiilor va fi mai mică. Când rata dobânzii va crește, se va mări și valoarea obligațiilor.

Pentru a determina valoarea obligațiunii la o anumită perioadă de timp sunt necesare informațiile despre mărimea valorii nominale, rata cuponului, rata dobânzii pe piață la obligațiunile similare, perioada de timp rămasă până la maturitate. În baza acestor informații poate fi calculată valoarea actualizată a fluxurilor viitoare generate de obligațiune, care și va fi considerată valoarea de piață a obligațiunii.

Să presupunem că, conform exemplului precedent, întreprinderea BOND a emis o obligațiune cu valoarea nominală de 1000 MDL, rata cuponului de 20% și perioada de maturitate – 10 ani. Rata dobânzii la obligațiunile similare este de 15%.

Fluxurile de numerar generate de obligațiune vor fi în mărime de 200 MDL anual ($0,2 \cdot 1000$ MDL), iar la sfârșitul anului 10 fluxurile vor include și valoarea nominală a obligațiunii (Tab. 2).

Tabelul 2

Fluxurile pozitive generate de obligațiunile emise de BOND, MDL

| Anul | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|-------------------|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| Cupon | | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Valoarea nominală | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1000 |
| Fluxul pozitiv | | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 1200 |

Sursa: elaborat de autor.

După cum s-a menționat, valoarea de piață a obligațiunii este valoarea actualizată a fluxurilor pozitive viitoare generate de obligațiune.

Pentru a simplifica calculele, vom determina valoarea actualizată a cupoanelor și valoarea nominală separat. Fluxurile vor fi actualizate la rata împrumuturilor similare – 15%.

Valoarea prezentă a unei anuități în mărime de 200 MDL anual, timp de 10 ani:

$$VP = 200 \cdot (FM 4 (15\%, 10 \text{ ani}) = 200 \cdot 5,019 = 1004 \text{ MDL}$$

Valoarea prezentă a unui sume în mărime de 1000 MDL, primită peste 10 ani:

$$VP = 1000 \cdot (FM 2 (15\%, 10 \text{ ani}) = 1000 \cdot 0,247 = 247 \text{ MDL}$$

Sumând valorile prezente calculate, obținem valoarea de piață a obligațiunii emise de compania BOND:

$$\text{Valoarea obligațiunii} = 1004 + 247 = 1251 \text{ MDL}$$

Valoarea obligațiunii este de 1251 MDL și este mai mare ca valoarea nominală. Motivul e simplu: obligațiunea are o rată a cuponului (20%), mai mare ca rata dobânzii la împrumuturile similare (15%), deci asigură un câștig mai mare și, respectiv, va avea o valoare mai mare. În cazul în care rata cuponului este egală cu rata dobânzii la împrumuturile similare, valoarea de piață coincide cu valoarea nominală.

De exemplu, presupunem că în cazul nostru rata cuponului este de 15%, atunci fluxul anual generat de obligațiuni va fi de 150 MDL anual și nu de 200 MDL și deci valoarea prezentă a unei anuități în mărime de 150 MDL anual, timp de 10 ani:

$$VP = 150 \cdot (FM 4 (15\%, 10 \text{ ani}) = 150 \cdot 5,019 = 753 \text{ MDL},$$

$$\text{Valoarea obligațiunii} = 753 + 247 = 1000 \text{ MDL}$$

Dacă se modifică rata dobânzii, la fel se va modifica și valoarea obligațiunii.

Formula generală de calculare a valorii de piață a unei obligațiuni obișnuite este:

$$VP_{obl} = C \cdot \sum 1/(1+i)^n + VN/(1+i)^n, \text{ sau}$$

$$VP_{obl} = C \cdot (1 - 1/(1+i)^n) / i + VN/(1+i)^n,$$

unde: VP_{obl} – valoarea de piață a obligațiunii

C – mărimea anuală a cuponului

VN – valoarea nominală

i – rata dobânzii la împrumuturile similare

n – numărul de ani până la maturitate.

De regulă, plata cuponului către deținătorii de obligațiuni poate fi efectuată de câteva ori pe an: semestrial, trimestrial sau lunar. În acest caz, valoarea obligațiunii se va calcula în mod diferit:

$$VP_{obl} = C/m \cdot (1 - 1/(1+i/m)^{n \cdot m}) / i/m + VN/(1+i/m)^{n \cdot m},$$

unde: m – numărul de perioade pe an de plată a cuponului.

Vom ilustra în baza exemplului întreprinderii BOND, numai că vom considera că plata cuponului se va efectua de două ori pe an.

$$VP_{obl} = 200/2 \cdot (1 - 1/(1 + 0,15/2)^{20 \cdot 2}) / 0,15/2 + 1000/(1 + 0,15/2)^{20 \cdot 2} = 1315$$

Am obținut o valoare mai mare, deoarece cuponul va fi plătit mai des, ceea ce va micșora pierderile datorate actualizării.

Există obligațiuni fără cupon, dar care se vând cu discount. Câștigul deținătorului acestei obligațiuni se formează din diferența dintre prețul de vânzare a obligațiunii și valoarea nominală (de răscumpărare) a ei. De

fapt, obligațiunile emise de Banca Națională a Moldovei (BNM) sunt fără cupon. Valoarea acestor obligațiuni se determină aplicând următoarea relație:

$$VP_{\text{obi}} = VN / (1+i)^n$$

Să presupunem că BNM a emis o obligațiune fără cupon cu valoarea nominală de 1000 lei, care va fi răscumpărată peste 5 ani. Care este valoarea acestei obligațiuni, dacă rata dobânzii pentru împrumuturile similare este de 15%?

$$VP_{\text{obi}} = 1000 / (1+0,15)^5 = 497$$

Cu apropierea perioadei de maturitate a obligațiunii, valoarea de piață a ei se va apropia de valoarea nominală.

În procesul de evaluare a obligațiunilor trebuie luați în considerare unii factori, ca de exemplu:

1. Riscul asociat obligațiunii. De regulă, mărirea riscului influențează mărirea fluxurilor pozitive generate de obligațiune și, respectiv, valoarea obligațiunii. Pentru a considera riscul, se fac ajustări la rata dobânzii utilizată pentru actualizarea fluxurilor. Cu cât riscul este mai mare, cu atât rata de actualizare va fi mai mare și, respectiv, valoarea obligațiunii mai mică.

2. Perioada de maturitate a obligațiunii. De regulă, obligațiunile care au o perioadă de maturitate mai mare au un risc mai mare și, respectiv, rata de actualizare folosită pentru calcularea valorii de piață trebuie să fie mai mare.

În unele cazuri este necesar de a determina care este rentabilitatea obligațiunii, dacă se cunosc mărirea cuponului, valoarea nominală și de piață, maturitatea obligațiunii. Această problemă se rezumă la a găsi o valoare a ei pentru care se respectă egalitatea de mai jos:

$$VP_{\text{obi}} = C \cdot \sum 1/(1+i)^n + VN / (1+i)^n$$

De regula, asemenea ecuații sunt rezolvate aplicând metoda încercărilor și erorilor sau utilizând programe speciale de calculator (de exemplu, Excel) [3].

În conformitate cu Legea privind societățile pe acțiuni, în Republica Moldova numai SA au dreptul de a emite obligațiuni, care reprezintă creanțe ale emitentului față de titularul obligațiunii și conferă titularului dreptul la rambursarea valorii ei nominale de către societatea emitent și la venit în valoarea și termenele stabilite la emisia obligațiilor. Valoarea nominală a obligațiunii urmează a fi divizibilă la 100 lei. Obligațiunea nu poate fi emisă pe o perioadă mai mică de un an [4].

În Republica Moldova societatea pe acțiuni este în drept să emită doar obligațiuni nominative.

Ministerul Finanțelor a organizat în anul 2015 o licitație de vânzare a obligațiunilor de stat cu dobândă fixă în afara calendarului de desfășurare a licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat. Acest fapt se datorează cererii mari a investitorilor la acest instrument financiar. La licitația organizată conform calendarului oferta Ministerului Finanțelor a fost depășită de cerere cu 61,66%, iar la licitația organizată în afara calendarului oferta a fost depășită cu 15,83%. Majorarea ratei dobânzii la acest instrument financiar – de la 8,50% la 8,75% – a fost un catalizator pentru a-l face mai atractiv.

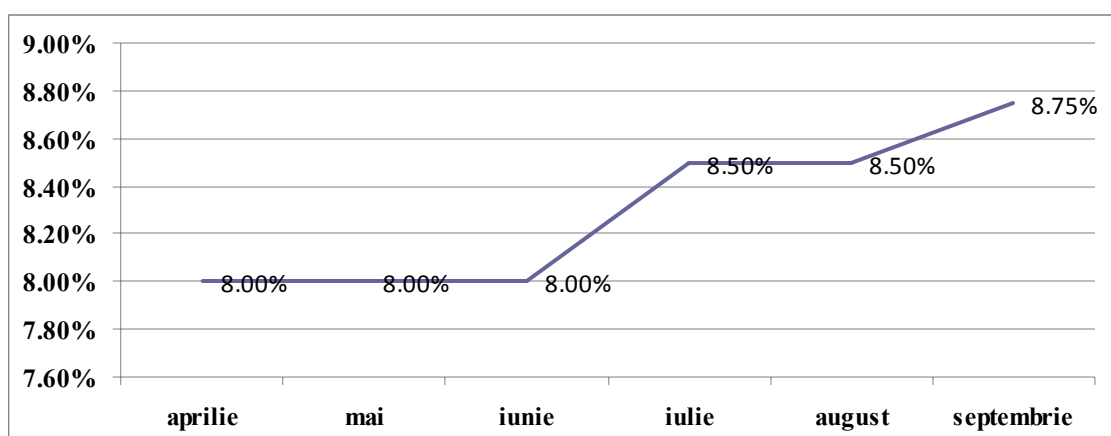


Fig.2. Rata dobânzii la obligațiunile de stat cu dobândă fixă (aprilie-septembrie 2015).

Sursa: elaborat de autor.

În graficul de mai jos putem vedea evoluția volumului cererii și ofertei la obligațiunile de stat cu rata fixă a dobânzii pentru perioada aprilie – septembrie 2015.

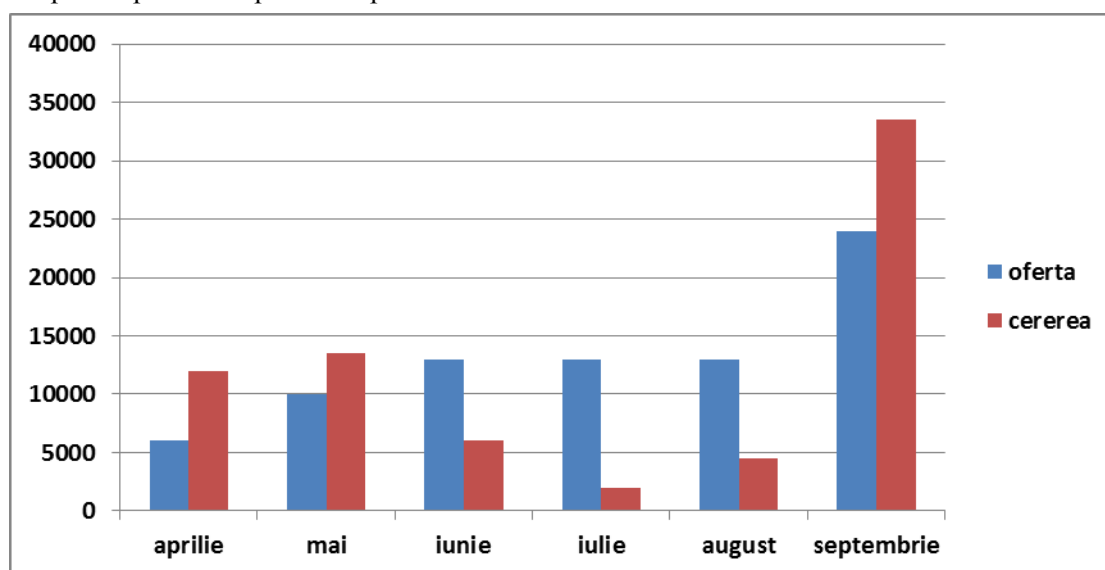


Fig.3. Volumul cererii și ofertei la obligațiunile de stat cu rata fixă a dobânzii pentru perioada aprilie – septembrie 2015.

Sursa: elaborat de autor.

Astfel, Ministerul Finanțelor majorează volumul ofertei de la 12 milioane la 15 milioane, ceea ce-i va permite să atragă mai multe resurse financiare pentru a acoperi deficitul bugetar. Obligațiunile de stat cu rata fixă a dobânzii sunt emise pe un termen de 3 ani și pot fi cumpărate prin intermediul băncilor licențiate [5].

Societatea pe acțiuni poate emite obligațiuni cu venit fix sau flotant, cu achitarea venitului periodic sau la o dată fixă, precum și obligațiuni convertibile. La emiterea obligațiilor cu venit flotant trebuie să fie stabilit nivelul minim al dobânzii pe obligațiune și determinate condițiile în care mărimea minimă a dobânzii poate fi majorată.

Obligațiunile se emit în formă materializată și dematerializată. Obligațiunile unei clase urmează a fi emise într-o singură formă. Obligațiunile materializate se eliberează în formă de certificate pe obligațiuni care autentifică dreptul de obligaționar pentru una, mai multe sau toate obligațiunile unei clase. Aceste certificate sunt perfectate în mod tipografic. Obligațiunile nematerializate se pun în circulație sub formă de înscrieri pe conturi, inclusiv cele efectuate pe purtători electronici. Înscrierea pe contul în Registrul Obligaționarilor confirmă dreptul de proprietate al obligaționarului asupra obligațiunii.

Prin emisiunea de obligațiuni societatea emitentă dorește să atragă de pe piața de capital o anumită cantitate de resurse financiare pe care le va folosi într-un anumit scop declarat. După cum am amintit, această finanțare prin intermediul pieței de capital poate fi făcută și prin intermediul emisiunii de acțiuni. Avantajele și dezavantajele fiecărei modalități de finanțare pot fi sintetizate astfel:

Tabelul 3

Avantajele și dezavantajele fiecărei modalități de finanțare a întreprinderii

| Finanțare | Avantaje | Dezavantaje |
|---|--|--|
| Finanțare prin emisiunea de acțiuni | se obțin capitaluri nerambursabile pentru o perioadă nelimitată de timp | creșterea numărului de acțiuni aflate în circulație, cu implicații în primul rând asupra sumelor ce vor fi distribuite drept dividende |
| Finanțare prin emisiunea de obligațiuni | este o modalitate mai facilă de finanțare decât prin credit bancar și practic face apel la resurse financiare mult mai consistente decât ale unei instituții bancare | se obțin capitaluri ce vor trebui rambursate, obligând emitentul la o atență planificare a resurselor financiare ce vor fi generate în viitor, astfel încât să poată fi plătite dobânzile și răscumpărarea la scadență |

Sursa: elaborat de autor

În Republica Moldova societățile pe acțiuni de tip deschis pot desfășura plasare deschisă (publică) și închisă a obligațiunilor. Societățile pe acțiuni de tip închis nu sunt în drept să efectueze plasarea deschisă a obligațiunilor.

Societatea este în drept să emită obligațiuni respectând următoarele **cerințe**:

- la momentul emiterii obligațiunilor, capitalul statutar al societății trebuie să fie achitat în întregime;
- averea proprie (activele nete) ale societății nu poate fi mai mică decât volumul capitalului statutar;
- valoarea nominală totală a obligațiunilor aflate în circulație și expuse spre înregistrare nu poate fi mai mare decât valoarea capitalului statutar al societății.

În scopul atragerii de mijloace bănești în conformitate cu legislația în vigoare și în modul prevăzut de statut, banca poate emite obligațiuni nominative, asigurate prin gajarea bunurilor ei proprii sau cauțiunea ori garanția terților.

Banca are dreptul să plaseze obligațiuni de clase diferite, inclusiv purtătoare de dobândă și/sau cu scont, precum și convertibile în acțiuni. Aprobarea claselor și numărului de obligațiuni autorizate spre plasare este de competența exclusivă a Adunării Generale a acționarilor. Statutul băncii trebuie să conțină date despre modul de emiterie a obligațiunilor autorizate spre plasare. Hotărârea privind plasarea obligațiunilor convertibile în acțiuni se aprobă de către Adunarea Generală a acționarilor.

La moment, în Republica Moldova nicio societate bancară nu are în portofoliul său obligațiuni emise. Dacă analizăm piața obligațiunilor în întregime, constatăm că în anul 2002 au fost lansate numai 5 emisiuni de obligațiuni în valoare totală de 13,48 milioane de lei de către societățile pe acțiuni: întreprinderea Mixtă „Elat” (cca 7,0 milioane de lei), „Pielart Resurse” „Cereale Cahul” „Pielart” „ATC- Agrotehcomerț”. Volumul total al obligațiunilor emise constituie 3,36 la sută din totalul valorilor mobiliare emise (acțiuni și obligațiuni) [1].

Potrivit practicii internaționale în domeniu, dezvoltarea pieței valorilor mobiliare de stat este una dintre sursele principale non-inflaționiste de finanțare a deficitului bugetar și de dirijare a lichidității pe piață. Încă de la finele anului 2014, Ministerul Finanțelor și-a propus drept politică publică majorarea termenelor de scadență a valorilor mobiliare de stat și extinderea categoriilor de investitori la piața valorilor mobiliare de stat. Recent, Banca Națională a Moldovei (BNM), în calitate de agent fiscal al statului, a adoptat Hotărârea cu privire la aprobarea Regulamentului cu privire la plasarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscrieri în conturi.

Plasarea valorilor mobiliare de stat (VMS) în circulație se efectuează de către Ministerul Finanțelor sub formă de bonuri de trezorerie sau obligațiuni de stat. Valoarea de stat a unei VMS este de 100 lei. Prin urmare, dacă investiți în bonuri de trezorerie, veți obține dobânda la scadență. Dacă investiți în obligațiuni de stat, veți obține dobânda periodic (trimestrial/semestrial) sub formă de cupoane.

VMS se emit în formă de înscrieri în conturi (nu se tipăresc blanchete speciale din hârtie) și se identifică printr-un număr unic de înregistrare de stat (ISIN). Respectiv, emisiunea, evidența, confirmarea dreptului de proprietate, precum și plata sumei principale și a dobânzilor (cupoanelor) aferente acestora se efectuează prin intermediul sistemului de înscrieri în conturi, organizat și administrat de BNM [6].

Plasarea valorilor mobiliare de stat pe piața primară se efectuează prin intermediul licitațiilor desfășurate de către BNM. Ministerul Finanțelor și BNM publică pe paginile lor oficiale web graficul desfășurării licitațiilor de vânzare a VMS și informația privind anunțul și rezultatele licitațiilor de plasare a valorilor mobiliare de stat [7]. Investitorii, persoane fizice și persoane juridice, rezidente sau nerezidente, pot să participe la licitații numai prin intermediul dealerilor primari. Potrivit Regulamentului, dealer primar este banca care a fost acceptată de Banca Națională să deruleze operațiuni cu valori mobiliare de stat pe piața primară 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. Conform Regulamentului, cererile pentru cumpărarea VMS pot fi competitive (oferta de cumpărare a valorilor mobiliare de stat prin care participantul indică valoarea pe care dorește să o adjudece și prețul oferit/marja oferită) sau necompetitive (oferta de cumpărare a valorilor mobiliare de stat prin care participantul indică numai valoarea pe care dorește să o adjudece). Potrivit Regulamentului, dealerii primari informează investitorii despre licitațiile de vânzare a VMS prin afișarea în sediile băncii și ale filialelor unde au acces clienții a comunicatelor de plasare a VMS, precum și a rezultatelor licitațiilor precedente. Dealerii primari sunt obligați să accepte ordinele clienților de cumpărare a VMS la licitație din momentul recepționării de la Banca Națională a invitației de participare la licitația ordinară și până la sfârșitul

zilei de lucru din ajunul licitației. Ordinele clienților pot fi acceptate și în ziua desfășurării licitației, în cazul în care dealerii primari consideră că acestea vor putea fi prelucrate până la ora limită stabilită pentru recepționarea ofertelor dealerilor primari de către BNM. Ordinele clienților de cumpărare sau de vânzare a VMS pot fi transmise de către aceștia în scris (perfectate conform modelului stabilit în anexa la Regulament), prin telefon, prin fax, în formă electronică sau într-un alt mod agreeat de părți. Conform Regulamentului, dealerii primari sunt obligați: să ramburseze clienților mijloacele bănești rezervate pentru procurarea VMS la licitații, în suma ofertelor necâștigătoare, cel târziu în prima zi lucrătoare următoare după anunțarea de către Banca Națională a rezultatelor licitației; să efectueze repartizarea corectă a VMS adjudecate la licitații pentru ordinele clienților neexecutate integral, conform procentului de alocare proporțională stabilit la licitație; să înregistreze în conturile curente ale clienților suma pentru VMS răscumpărate/suma dobânzilor aferente cel târziu în prima zi lucrătoare următoare după scadența VMS/data plății dobânzii; să recepționeze ordinele clienților de cumpărare/vânzare a VMS pe piața secundară și să întreprindă măsurile necesare pentru a asigura executarea acestora la rate ale dobânzilor comparabile cu cele stabilite pe piață; să notifice clientului în scris, prin fax sau prin alte căi de comunicație agreeate de părți executarea sau neexecutarea ordinelor acestuia în termen rezonabil; să organizeze deservirea clienților la efectuarea operațiunilor cu VMS, inclusiv prin filialele băncii.

Ministerul Finanțelor asigură că investițiile în VMS presupun o serie de beneficii pentru investitori, cum ar fi: (i) siguranță (VMS sunt instrumente financiare sigure, deoarece beneficiază de garanția integrală a Republicii Moldova. Ministerul Finanțelor declară că din momentul înființării pieței valorilor mobiliare de stat statul n-a reținut niciodată plata pentru răscumpărarea valorilor mobiliare de stat sau a dobânzilor); (ii) lichiditate înaltă (deoarece valorile mobiliare de stat sunt tranzacționate pe piața secundară, investitorii obțin mijloace bănești prin vânzarea acestora pe piață. Totodată, investitorii obțin și dobânda pentru fiecare zi în care au deținut valorile mobiliare de stat în portofoliu); scutire de la impozitare (dobânzile de la valorile mobiliare de stat nu se impozitează până la 1 ianuarie 2016).

Concluzii

Având în vedere cele expuse, cert este că investind în VMS, pe lângă venitul anticipat (suma investită și dobânda), fiecare investitor se va simți parte a politicii de stat; or, prin investițiile făcute el oferă un împrumut statului pentru sprijinirea dezvoltării întregii societății și mai ales pentru ridicarea economiei.

Referințe:

1. <http://comerzan.info/2013/10/situatia-pietei-de-capital-din-republica-moldova/>
2. <http://comerzan.info/2013/10/situatia-pietei-de-capital-din-republica-moldova>
3. <http://www.efin.ro>
4. Legea nr.1134 din 02.04.1997 privind societatile pe actiuni.
5. <http://www.bnm.org/ro/content/piata-valorilor-mobiliare-de-stat>
6. FILIP, A. *Piețe de capital și burse de valori*. Chișinău: Evrica, 2011, p.32-36.
7. PRISĂCARU, M., STOICA, O. *Piața de capital și tranzacții bursiere*. Iași: Sercom Libris, 2005, p.32.

Prezentat la 22.06.2016