

# Bond... Eurobond... Necunoscutele din spatele unei emisii de succes

*Opinie pe marginea inițiativei de diversificare a surselor de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat prin emiterea unui Eurobond pe piețele financiare internaționale*

Adrian Lupușor

Dumitru Pîntea

Februarie 2020

## Contextul

În ultimul timp tot mai mult se vehiculează ideea diversificării surselor de finanțare a soldului (deficitului) bugetului de stat prin emiterea unui Eurobond pe piețele financiare internaționale. Recent, Guvernul a prevăzut această posibilitate odată cu aprobarea Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”<sup>1</sup>. Astfel, ținând cont de tendința de diminuare a intrărilor de împrumuturi în condiții concesionale de la instituțiile financiare internaționale, pe termen mediu, Republica Moldova urmează să acceseze noi oportunități de finanțare, atât pe piața financiară internă, cât și pe cea externă. Una din opțiuni presupune accesarea pieței financiare internaționale și emiterea unui **Eurobond cu maturitatea de 7 ani în sumă totală de 500,0 mil. USD**, cu scopul enunțat de a extinde maturitatea portofoliului, de a diversifica baza investițională și de a acoperi insuficiența de resurse externe care a fost prognozată pentru anii 2021 și 2022.

*Notă: Eurobond (sau Euro-obligațiune) este un instrument prin care un Guvern se împrumută pe piața internațională de capital, în valută străină, în baza unor condiții comerciale stabilite de piață. De regulă, Eurobond-urile sunt emise pe termene lungi de timp (ex: 10 ani), la dobânzi avantajoase comparativ cu cele din țară (ex: 2-4%, în funcție de ratingul de țară), iar principalii investitori/creditori sunt fonduri de investiții, bănci internaționale, fonduri de pensii etc. care activează pe plan internațional. Cele mai recente și relevante emisii de Eurobond-uri au fost efectuate chiar în ianuarie 2020 de către România (1,4 miliarde Euro, pentru 12 ani, la un randament de 2,025% și 1,6 miliarde Euro, pentru 30 ani, la un randament de 3,375%) și Ucraina (1,2 miliarde Euro, pentru 10 ani, la un randament de 4,375%).*

## Miezul problemei

Argumentele pot fi și pro și contra vis-a-vis de emiterea unui Eurobond, cea mai delicată întrebare fiind „Ce facem cu banii?”. Evident, Republica Moldova trebuie să facă pasul spre piața financiară externă, atât din perspectiva diversificării surselor de finanțare, cât și de stabilire a unei referințe externe pentru economia națională. Condițiile actuale pe piața internațională de obligațiuni se prezintă destul de prielnice, cu rate de dobândă reduse, bani disponibili pe termen îndelungat și investitori focusați pe țările în curs de dezvoltare – care oferă randamente sporite în comparație cu țările dezvoltate. Mai mult ca atât, o asemenea expunere pe plan extern poate reprezenta

---

<sup>1</sup> Hotărârea Guvernului nr.56/2020 cu privire la adoptarea Programului “Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2020-2022)”, <https://mf.gov.md/ro/datoria-sectorului-public/programe-pe-termen-mediu>

o ancoră solidă pentru guvernanți în a evita inițiative ce contravin bunelor practici (în ultimii ani guvernării au dovedit-o din plin, cel mai recent exemplu fiind intenția de a utiliza rezervele valutare ale BNM în scopuri investiționale publice sau chiar private). Orice semnal negativ dat de mediul politic intern ar putea avea repercusiuni imediate asupra percepției investitorilor, aceștia urmărind strict interese comerciale. De cealaltă parte, anumite elemente ale Eurobond-ului ridică semne de întrebare<sup>2</sup>, dar administrate corect acestea pot fi depășite. Totuși, cea mai delicată întrebare ține de ce urmează să facă Guvernul cu banii atrași. Nivelul actual al datoriei din sectorul public nu este unul care să creeze probleme, însă, orice datorie este MARE, atunci când banii împrumutați sunt aruncați în vânt și MICĂ, atunci când banii sunt utilizați pentru prosperarea generațiilor actuale și viitoare. Prin urmare problema nu este neapărat în bani – problema este că Republica Moldova nu are la moment proiecte investiționale bine conturate sau forță antreprenorială care să poată „absorbi” cele 500 mil. USD. Experiența ultimilor ani demonstrează foarte clar că cheltuirea ineficientă și populistă a banilor publici poate transforma orice datorie relativ mică într-o povară nejustificată pentru contribuabili.

### **Dacă totuși Republica Moldova va emite un Eurobond, cum trebuie să o facă**

**Atât decizia privind emiterea unui Eurobond, cât și cea privind modul de utilizare a banilor rămâne la discreția Guvernului.** Chiar dacă este important cum vor fi utilizați banii, în continuare nu ne vom expune asupra oportunității finanțării unui sector sau altul. La moment, preocuparea trebuie să fie pregătirea emisiei și cum trebuie făcuți următorii pași pentru ca acesta să poată fi considerată un succes. Republica Moldova are o experiență limitată și nu tocmai reușită în interacțiunea cu piața de capital internațională. La nivel de sector public prima tentativă a fost în anul 1997 când Ministerul Finanțelor a emis un Eurobond de 75 mil. USD la bursa de la Londra. Chiar dacă emisia în sine a fost un succes (plasarea Eurobond-ului) situația macroeconomică în care s-a pomenit țara în acei ani și-a spus cuvântul. Criza din Rusia și deteriorarea balanței comerciale a dus la devalorizarea leului ceea ce a afectat serviciul datoriei externe și implicit capacitatea de onorare a plăților. La maturitate, Ministerul Finanțelor nu a putut răscumpăra toate obligațiunile și s-a recurs la restructurarea unei sume de 40 mil. USD față de creditori.

**Experiența nefericită cu primul Eurobond a ținut departe interesul guvernării și a politicienilor în ultimii 20 ani de a mai repeta un asemenea exercițiu.** Practic, o eventuală emisie de Eurobond-uri ar fi de fapt în condițiile unei prime emisii care de obicei se realizează cu implicare limitată a emitentului și mai mult cu expertiză din exterior. Prin urmare, pentru a deține controlul întregului proces, rolul emitentului, adică statul Republica Moldova, este unul critic. Autoritățile trebuie să aibă o înțelegere clară asupra unor etape fundamentale pentru ca rezultatul să fie cel scontat, atât din perspectiva mecanismului de emisie, cât și cea de administrare și refinanțare la maturitate.

Deși un Eurobond de succes înseamnă realizarea adecvată a mai multor etape, fiecare la fel de importantă, la acest moment autoritățile trebuie să-și concentreze atenția la cel puțin 3 aspecte și anume: (i) formularea unei strategii investiționale și a proiectului/proiectelor investiționale; (ii) crearea unui mecanism instituțional de comunicare și coordonare pe marginea emiterii Eurobond-ului; și (iii) selectarea intermediarilor pentru asigurarea emisiei:

- i. **Formularea unei strategii investiționale și a proiectului/proiectelor investiționale** – înainte de a iniția discuțiile pe marginea emiterii Eurobond-ului, Guvernul trebuie să-și formuleze o viziune clară privind necesitatea de resurse, pentru ce scopuri vor fi utilizate și cum datoria urmează să fie returnată. Acest element este de importanță critică, în baza căruia emiterea de Eurobond poate deveni o oportunitate unică de dezvoltare a țării, sau, din contra, se poate transforma în eșec cu repercusiuni asupra dezvoltării pe termen lung. Respectiv, pentru a valorifica oportunitățile emiterii Eurobond-ului, Guvernul trebuie să definească foarte clar un proiect sau un spectru de proiecte pentru care are nevoie de resurse, care pe de o parte să aibă o importanță strategică pentru dezvoltarea țării, iar pe de altă parte să

---

<sup>2</sup> Piața de capital poate fi uneori destul de volatilă, cu dobânzi mai mari decât la împrumuturile concesionale, costurile suplimentare de management pot fi destul de mari atunci când e vorba de un împrumut mic iar plățile cele mai ari sunt concentrate la scadență.

genereze suficiente venituri la buget pentru a rambursa datoria respectivă. Proiectele de infrastructură, pentru care, de regulă, sunt necesare volume mari de lichidități pe termen lung, sunt cele mai indicate în acest sens. În același timp, este necesar de evitat emisia Eurobond-ului pentru scopuri de scurtă durată (ex: scopuri electorale sau/și finanțarea deficitului bugetar) care nu vor impulsiona creșterea economică pe termen mediu și lung. Nu în ultimul rând, deciziile asupra proiectelor investiționale trebuie adoptate pe bază de evidențe, analize de impact și în cadrul unor procese transparente și incluzive de consultări, procese care durează mult mai mult decât însuși pregătirile și emisia Eurobond-ului.

**ii. Crearea unui mecanism instituțional de comunicare și coordonare pe marginea emiterii Eurobond-ului**

– emisia unui Eurobond este un proces cu participanți profesioniști și reguli stricte. Piața de capital internațională poate fi extrem de volatilă și imprezibilă ca reacție la evenimentele locale sau globale. De asemenea, o eventuală refinanțare este adesea ignorată în momentul emiterii, deoarece aceasta are loc la o distanță relativ mare în viitor. Prin urmare, emitentul trebuie să fie conștient și să evalueze atent impactul macro-economic și monetar al Eurobond-ului. Influxul de valută ar putea însemna emisie de monedă națională și costuri suplimentare de sterilizare, or la moment piața internă înregistrează un surplus de lichiditate (atât în lei cât și valută), iar inflația în 2019 a ieșit din coridorul țintit. Prin urmare, emisia unui Eurobond trebuie să fie precedată de o decizie strategică la nivel înalt, cu participarea și avizul mai multor autorități responsabile de politica fiscală, monetară și economică a statului (ex. Ministerul Finanțelor, Ministerul Economiei și Banca Națională a Moldovei)<sup>3</sup>. Prin urmare, este necesară constituirea unui organism inter-instituțional cu participarea cel puțin a reprezentanților de la aceste instituții care ar asigura respectarea principiilor de transparență, responsabilitate și consens în acest proces. Guvernanță solidă în procesele interne este esențială pentru a asigura credibilitate pentru investitori, iar transparența este necesară pentru a evita criticile din partea publicului sau a politicului. În cele din urmă, în sarcina acestui organism ar urma să fie delegate acțiunile de pregătire și coordonare a activităților, inclusiv ce țin de selectarea altor participanți – liderul consorțiului de intermediere, consultantul juridic, agenția de rating etc.

**iii. Proces de selecție transparent și obiectiv a intermediarilor** – odată luată decizia și întrunit consensul necesar, emitentul trebuie să selecteze mai mulți intermediari care se vor ocupa nemijlocit de partea externă a procesului. Băncile și companiile de consultanță internaționale cu asemenea activități vor face lobby la cele mai înalte niveluri ale guvernării pentru a obține mandatul de coordonator (lead manager). În practica internațională, de obicei sunt constituite consorții dintre mai mulți agenți, fiecare cu rol specific:

1. *Liderul consorțiului de intermediere* – agentul responsabil de executarea efectivă a emisiei și coordonarea procesului cu alți participanți;
2. *Consultantul juridic* – procesul de emisie are loc la baza unor legi și convenții stricte, deseori îndreptate către protejarea drepturilor investitorilor. Chiar și așa, un consilier juridic trebuie să găsească acele momente unde pot fi negociate aspecte în favoarea emitentului.
3. *Agenția de rating* – entitatea care acordă rating unui instrument de datorie<sup>4</sup>, condiție a unei emisii externe de obligațiuni. Cele mai utilizate/credibile ratinguri suverane sunt cele emise de agenții precum Standard & Poor's, Moody's, or Fitch.

<sup>3</sup> Ministerul Finanțelor trebuie să se expună asupra sustenabilității unui asemenea împrumut, Banca Națională a Moldovei trebuie să evalueze impactul asupra politicii monetare și valutare iar Ministerul Economiei și Infrastructurii trebuie să vină cu proiecte investiționale clare care vor putea utiliza eficient acești bani.

<sup>4</sup> O agenție de rating de credit are drept activitate evaluarea obiectivă și independentă a riscului de credit ale unui actor economic emitent de instrumente financiare sau a unui stat (rating suveran). Acest produs urmărește informarea investitorilor, consumatorilor, dar și organelor de supraveghere, cu privire la riscurile la care se expun atunci când împrumută o entitate comercială sau un stat.

Selectarea intermediarilor este un moment critic de care va depinde succesul emisiei și reputația emitentului. Ținând cont că Moldova practic iese pentru prima dată pe piețele externe după mai mult de 2 decenii, este foarte importantă „impresia” pe care o dă mediului financiar, orice deraiere de la bunele practici urmând a fi puternic taxată fie prin izolare din partea instituțiilor financiare, fie prin imposibilitatea administrării și refinanțării la maturitate a Eurobond-ului. Prin urmare, intermediarii trebuie aleși din grupul celor cu reputație ireproșabilă, cu proceduri clare bazate pe criterii obiective și care se conformează regulilor în vigoare legate de serviciile financiare, prevenirea și combaterea spălării banilor etc. Instituțiile internaționale precum Banca Mondială recomandă proceduri obiective de alegere a intermediarilor bazate pe concurs, profesionalism, experiență, reputație și relații cu investitorii<sup>5</sup>.

**În cele din urmă, procesul de emisie a unui Eurobond trebuie să fie unul responsabil și ancorat în angajamentele luate de țara noastră odată cu semnarea Acordului de Asociere cu UE.** Chiar dacă este un instrument de datorie publică, Eurobond-ul are implicații semnificative și asupra mediului privat. Odată ajuns în mâinile investitorilor acesta devine o referință pentru întreaga economie și poate determina apetitul mediului extern de a investi/credita companiile autohtone private. Orice informații negative venite din mediul public, politic sau privat pot afecta rapid încrederea investitorilor și implicit costurile de deservire a emisiei. Principiul responsabilității trebuie să ghideze acțiunile guvernanților, care trebuie să se abțină de la inițiative care vin în contradicție cu bunele practici și anumite angajamente asumate (ex. utilizarea rezervelor valutare în scopuri investiționale, suprimarea independenței băncii centrale sau chiar amnistii fiscale și de capital). De asemenea, Republica Moldova și-a asumat transpunerea legislației financiare europene în domeniul pieței de capital – pachetul MiFid care reglementează inclusiv aspecte ce țin de emisia de Eurobond-uri<sup>6</sup>. Orice întârziere sau încălcare a acestor principii ar fi un semnal negativ în direcția credibilității țării. În cele din urmă, pentru menținerea controlului asupra întregului proces, trebuie evitate orice aranjamente camuflete și emisii de Eurobond-uri realizate de intermediari obscuri și subscrise de investitori neordinari. Asemenea acțiuni ar izola și mai mult țara noastră pe plan financiar internațional și ar compromite definitiv credibilitatea și așa afectată de fraudele din sectorul bancar din 2014-2015 și procesul anevoios de investigare.

**Accesarea piețelor de capital externe nu trebuie să substituie nicidecum asistența financiară acordată de partenerii de dezvoltare tradiționali ai Republicii Moldova.** Pe lângă componenta financiară, asistența externă aduce țării acel necesar de know-how precum și angajamentul implementării celor mai bune practici. Provocarea reală de fapt ține de capacitatea de a absorbi cât mai mult posibil din fondurile alocate, or Republica Moldova are încă multe restanțe atât la acest capitol, cât și în ceea ce privește cheltuirea în mod eficient și eficace a resurselor financiare alocate de către partenerii de dezvoltare. În aceste condiții, doar cu respectarea principiilor menționate mai sus, emisia unui Eurobond poate asigura o oportunitate suplimentară inedită de dezvoltare a țării în baza resurselor atrase pe termen lung și la costuri rezonabile.

---

<sup>5</sup> The World Bank Group, Issuing International Bonds: A Guidance Note by Patrick B. G. van der Wansem Lars Jessen Diego Rivetti, April 2019, <http://documents.worldbank.org/curated/en/491301554821864140/Issuing-International-Bonds-A-Guidance-Note>

<sup>6</sup> În conformitate cu noile reglementări europene privind piețele de capital (MiFID II), documentația de emisie și anunțul de tranzacționare trebuie să conțină informații cu privire la situația macroeconomică, politică, fiscală, precum și la piața de investitori țintă.