

Obligațiunile municipale – instrument de dezvoltare a comunităților locale

Autori:

Adrian Lupușor

Dumitru Pîntea

Sergiu Gaibu

Stas Madan

Tatiana Sava

Noiembrie, 2020

Notă de limitare a responsabilității

Prezentul document a fost elaborat de către Centrul Analitic Independent „Expert-Grup” în cadrul proiectului „Obligațiunile guvernamentale locale - ca măsură de sporire a autonomiei locale”, finanțat de Ambasada Olandei. Totodată, numai autorii sunt responsabili de afirmațiile din acest document, care nu sunt în mod necesar împărtășite de finanțator sau de persoanele care au făcut comentarii. Expert-Grup nu adoptă poziții colective.



Kingdom of the Netherlands

Cuprins

Introducere	4
Sumar executiv.....	6
1. Aspecte legale privind emisiunea de obligațiuni municipale	9
1.1 Ce sunt obligațiunile municipale	9
1.2 Procesul de emitere a obligațiunilor municipale	10
1.3 Constrângeri legale privind emisiunea de obligațiuni municipale.....	14
1.4 Concluzii și recomandări	16
2. Practici internaționale în emisiunea de obligațiuni municipale	18
2.1 România – avantajul dezvoltării unei piețe de capital robuste	18
2.2 Bulgaria – evoluții susținute prin plasamente private	20
2.3 Serbia – instrumente variate pentru obligațiuni, dar și control public.....	22
2.4 Avantajele obligațiunilor municipale pentru comunități	23
2.5 Concluzii și recomandări	25
3. Analiza finanțelor publice locale și a autonomiei locale	25
3.1 Care sunt veniturile publice locale?	26
3.2 Cât de autonome sunt APL?	26
3.3 Date statistice privind datoriile APL în 2019	27
3.5 Concluzii și recomandări	28
4. De ce totuși obligațiuni municipale?	29
4.1 Ce putem finanța cu obligațiuni municipale?	29
4.2 Proceduri simple de emitere și deservire a obligațiunilor – condiție obligatorie pentru succesul obligațiunilor municipale în calitate de instrument financiar.....	30
4.3 Program național de achiziție a obligațiunilor municipale.....	31
4.5 Concluzii și recomandări	34

Introducere

Acest studiu vine să exploreze unul din principalele instrumente viabile care ar putea fi utilizate de către Autoritățile Publice Locale (APL) pentru dezvoltarea localităților și fortificarea autonomiei locale – emisiunea de valori mobiliare. În practica internațională, acestea se mai numesc și obligațiuni municipale care reprezintă valorile mobiliare cu titlu de datorie emise de orașe sau alte forme administrativ teritoriale locale. În baza acestor instrumente, APL se pot împrumuta pentru a obține finanțare, de regulă pentru investiții capitale.

În Republica Moldova, deși legislația prevede posibilitatea emisiunii de obligațiuni municipale de către APL de toate nivelele, până la moment nici o astfel de entitate nu a făcut un asemenea pas. Cauzele sunt multiple, atât de ordin legislativ, investițional sau chiar de infrastructură financiară. Pe de o parte, interacțiunea cu piața de capital necesită competențe financiare și de prognozare economică deosebite din partea APL. Pe de altă parte, cadrul legislativ actual nu pare a fi favorabil atât emisiunii, cât și investiții în obligațiuni municipale. De asemenea, piața de capital națională rămâne în continuare în umbra sistemului bancar, posibilitățile oferite de aceasta fiind limitate, dar în același timp, puțin cunoscute.

Primul capitol face o incursiune în prevederile cadrului legislativ și normativ actual pentru a trece în revistă mecanismul de emisiune a obligațiunilor municipale. Este vorba despre condițiile în care pot fi emise obligațiuni municipale, scopul emisiunii avizul Ministerului Finanțelor, etapele procesului de emisiune precum și rambursarea împrumuturilor atrase urmare emisiunii de obligațiuni. Accentul este pus pe acele aspecte care limitează oarecum posibilitatea punerii în practică a acestui instrument și anume: (i) regimul fiscal inechitabil a investițiilor în obligațiuni municipale, (ii) limita de îndatorare de 20% din venituri excluzând transferurile cu destinație specială și (iii) imposibilitatea emisiunii de obligațiuni în valută.

Al doilea capitol analizează practica internațională, deoarece în majoritatea statelor din regiune emisiunea de obligațiuni municipale reprezintă cel mai simplu mod de a atrage un bazin de investitori din afara sectorului bancar. În particular, capitolul a analizat mai detaliat evoluția pieței obligațiunilor municipale din 3 state din regiune, experiența cărora este relevantă pentru Republica Moldova, și anume România, Bulgaria și Serbia.

Al treilea capitol analizează veniturile APL, dacă permit acestea o adevărată autonomie financiară și cât de sustenabile financiar sunt acestea pentru emisiunea de valori mobiliare. Analiza bugetelor locale este crucială în contextul discuțiilor privind obligațiunile municipale, în vederea respectării normelor prudențiale și evitării transformării acestui instrument în aventuri financiare sau electorale. Capitolul analizează baza impozabilă locală, nivelul de îndatorare al APL și gradul de autonomie financiară a APL, în special din perspectiva emisiunii obligațiunilor municipale.

Al patrulea capitol prezintă oportunitățile emisiunii obligațiunilor municipale. Pe lângă avantajele și oportunitățile prezentate de obligațiunile municipale, sunt specificate criteriile care trebuie respectate pentru asigurarea succesului în utilizarea acestui instrument.

Per ansamblu, prezentul studiu scoate în evidență barierele legale, fiscale, financiare și instituționale care împiedică APL-urile să emită valori mobiliare, precum și vine cu un set de recomandări de politici

axate pe experiența altor state comparabile în vederea valorificării acestui instrument, cu respectarea normelor prudențiale și de bună guvernare.

Sumar executiv

Pe lângă instrumentele clasice de îndatorare cum sunt creditele bancare, statul, companiile dar și autoritățile locale au la dispoziție și alte posibilități mai puțin cunoscute. Este vorba de emisiunea de valori mobiliare, și anume obligațiuni, prin intermediul căreia poate fi atras capitalul necesar realizării unor proiecte investiționale în condiții de multe ori mai avantajoase decât creditele bancare. Chiar și așa, Republica Moldova nu înregistrează la moment careva emisiuni de obligațiuni cu excepția celor emise de guvern pentru finanțarea deficitului bugetar. Astfel, companiile sau autoritățile locale nu apelează la acest instrument din diferite cauze de ordin legislativ, investițional sau chiar de infrastructură financiară. Mai mult ca atât, interacțiunea cu piața de capital necesită competențe financiare și de prognozare economică deosebite pe care puține entități le pot asigura.

La nivel internațional termenul „obligațiuni municipale” este unul generic care se referă la valorile mobiliare emise de orașe sau alte forme administrativ-teritoriale locale. Conform legislației naționale, obligațiunile municipale sunt instrumente de datorie ce pot fi emise de autorități ale administrației publice locale care în Republica Moldova pot fi de nivel I – primării, și de nivel II – raioane și unități teritoriale autonome. În baza acestor instrumente, autoritățile locale se pot împrumuta pentru a obține finanțare, de regulă pentru investiții capitale (infrastructura rutieră, apă și canalizare, renovarea clădirilor publice sau procurarea de echipamente cu termen îndelungat de exploatare), sau refinanțarea unei datoriei pe termen lung contractată anterior, de asemenea pentru investiții capitale.

Deși teoretic legislația națională permite contractarea datoriei la termen de către autoritățile publice locale prin emisiunea de valori mobiliare, până la moment nu a fost înregistrată nici o astfel de emisiune. Acest lucru se întâmplă în special urmare unui cadru legislativ nefavorabil atât emisiunii, cât și investirii în obligațiuni municipale. Este vorba în special de:

- i.* **Tratamentul fiscal nefavorabil la care sunt supuși potențialii investitori** - la moment, legislația fiscală prevede impozitarea în mod distinct a investițiilor în diferite instrumente financiare. Astfel, sunt neimpozabile sursele de venit obținute din investițiile în valori mobiliare de stat în timp ce pentru veniturile obținute din investițiile în valori mobiliare emise de APL nu sunt prevăzute asemenea scutiri;
- ii.* **Limitele de îndatorare pe termen lung a bugetelor APL** - autoritățile locale pot contracta o datorie pe termen lung doar dacă suma totală a plăților anuale nu va depăși 20% din veniturile proprii ale autorității locale. Excepție este prevăzută pentru municipiul Chișinău și Bălți unde această limită este de 30%. În condițiile în care veniturile anuale ale unor APL constituie valori relativ joase, limitarea actuală a gradului admis de îndatorare la doar 20% din totalul veniturilor anuale proprii dezavantajează APL de a recurge la emisiunea de obligațiuni. Această constrângere este relevantă în special pentru primăriile medii și mari, cu excepția municipiilor Chișinău și Bălți, pentru care sunt aplicate plafoanele de 20%, în pofida solvabilității acestora.
- iii.* **Procesul de emiteră a obligațiunilor municipale este unul diferit și mult mai complex în comparație cu emiteră de valorilor mobiliare de stat.** Spre deosebire de valorile mobiliare de stat (VMS), emisiunea de obligațiuni municipale poate fi realizată doar conform prevederilor Legii

nr.171/2012¹ privind piața de capital, respectiv emisiunea trebuie să aibă la bază un prospect, să fie intermediată de o societate de investiții și să se realizeze în baza avizului emis de Ministerul Finanțelor. Obținerea acestui aviz presupune îndeplinirea altor condiții prealabile, în special condiții ce țin de capacitatea financiară de rambursare a împrumutului și direcțiile de utilizare a banilor.

iv. **Imposibilitatea emisiunii de obligațiuni în valută străină.** Chiar dacă autoritățile locale pot accesa împrumuturi de la instituții financiare internaționale în valută străină, nu același lucru se întâmplă în cazul valorilor mobiliare, care pot fi emise doar în monedă națională. Acest fapt limitează grupul potențialilor investitori făcând investiția dată nefavorabilă pentru investitorii străini, reprezentanți ai diasporei sau cei ce vor să facă plasamente în valută.

În practica internațională, emiterea de obligațiuni municipale reprezintă cel mai simplu mod de a atrage un bazin de investitori din afara sectorului bancar. Istoriile de succes de emisiuni de obligațiuni municipale sunt asociate cu câteva precondiții precum existența facilităților fiscale aferente acestui instrument de împrumut, un plan de investiții bine conceput și existența unor filtre pentru a menține managementul datoriei locale la parametri optimi. Un alt atribut al succesului obligațiunilor municipale este o piață de capital robustă, deși există exemple care arată că obligațiunile municipale pot constitui ele înșăși un imbold pentru dezvoltarea pieței de capital, așa cum ar putea avea loc și în cazul Republicii Moldova.

Experiența mai multor state denotă mai multe oportunități oferite de obligațiunile municipale pentru dezvoltarea locală. Cele mai răspândite avantaje pentru comunitățile locale urmare a utilizării obligațiunilor municipale sunt flexibilitatea în stabilirea termenilor și condițiilor de rambursare, povara echitabilă a costurilor și accesul la beneficii, evitarea costurilor adiționale prin finalizarea mai rapidă a proiectelor, acces la resurse nerambursabile din fonduri europene și alte fonduri de dezvoltare și creșterea vizibilității și a încrederii investitorilor.

În cazul Republicii Moldova, obligațiunile municipale pot deveni un instrument financiar viabil, alternativ metodei clasice de creditare, care ar putea fi utilizat pentru proiecte investiționale la nivel local. Având în vedere că obligațiunile respective constituie un instrument de finanțare, nu de investiție și necesită în mod obligatoriu în cadrul proiectului indicarea sursele de venit pentru deservirea și achitarea obligațiunilor. Din acest motiv cele mai potrivite proiecte de finanțare prin obligațiuni sunt:

1. Proiectele comunitare investiționale ce vor aduce venit direct la APL (conectarea unor sectoare noi la apă și canalizare, renovarea rețelilor de prestări servicii către comunitate)
2. Proiecte de infrastructură care va crește numărul investitorilor și volumul investițiilor, care va duce indirect la majorarea veniturilor la APL prin creșterea bazei impozabile și de taxe obligatorii (platformă industrială, cartiere rezidențiale noi etc)
3. Co-finanțarea proiectelor de grant, în cazul în care APL nu dispune de resurse proprii, astfel încât datorită obligațiunilor emise APL va putea beneficia de un levier financiar sporit pus la dispoziție doar cu condiția co-finanțării.

¹ Legea privind piața de capital nr. 171/2012, https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=121171&lang=ro#

4. Refinanțarea creditelor mai scumpe accesate anterior.

Principalele recomandări în vederea promovării obligațiunilor municipale în Republica Moldova:

- Uniformizarea regimului fiscal aferent investițiilor în valori mobiliare (oferirea facilităților fiscale similare cu valorile mobiliare de stat).
- Extinderea limitei de îndatorare de 30% pentru toate orașele cu statut de municipiu, precum și pentru bugetele care înregistrează venituri proprii solide.
- Stabilirea posibilității emiterii de valori mobiliare în valută străină, cu respectarea prevederilor prudențiale (limita de îndatorare în acest caz să fie de 15% din veniturile proprii).
- Dezvoltarea unui program de promovare și finanțare a obligațiunilor municipale.
- Simplificarea procedurilor necesare pentru emiterea obligațiunilor municipale.
- În procesul de promovare a obligațiunilor municipale, pe lângă aspectele privind solvabilitatea, prevăzute de legislație, este necesar de asigurat și integritatea utilizării acestor instrument. În particular:
 - Procesul de identificare a necesităților de finanțare și domeniile de investiție trebuie să fie transparente și consultate cu reprezentanții comunităților locale.
 - Selectarea intermediarului pentru emiterea obligațiunilor trebuie să fie transparentă și conformă procesului de achiziții publice.
 - Administrarea resurselor atrase trebuie să fie conformă cerințelor privind achizițiile publice și cu utilizarea platformei electronice a achizițiilor publice.
 - Este necesară dezvăluirea informației privind beneficiarul final al investitorului care cumpără obligațiunile municipale (această informație nu trebuie neapărat să fie publice, ci disponibilă organelor competente în vederea prevenirii conflictelor de interese, investițiilor aranjate sau altor forme de corupție).
 - Emiterea valorilor mobiliare trebuie să fie preponderent deschisă pentru participarea tuturor doritorilor să investească. În același timp, în cazul plasării private această acțiune trebuie să fie precedată de un proces transparent și competitiv de identificare a investitorului / investitorilor privați.

1. Aspecte legale privind emisiunea de obligațiuni municipale

Deși teoretic există posibilitatea ca autoritățile publice locale să emită instrumente de datorie sub formă de valori mobiliare (așa-numitele obligațiuni municipale), până la moment nici o astfel de entitate nu a făcut un asemenea pas. Cauzele sunt multiple, atât de ordin legislativ, investițional sau chiar de infrastructură financiară. Pe de o parte, interacțiunea cu piața de capital necesită competențe financiare și de prognozare economică deosebite din partea APL-urilor. Pe de altă parte, cadrul legislativ actual nu pare a fi favorabil atât emisiunii, cât și investiții în obligațiuni municipale. De asemenea, piața de capital națională rămâne în continuare în umbra sistemului bancar, posibilitățile oferite de aceasta fiind limitate, dar în același timp, puțin cunoscute. În acest context, prezentul capitol își propune să facă o incursiune în prevederile cadrului legislativ și normativ actual pentru a trece în revistă mecanismul de emisiune a obligațiunilor municipale cu accent pe acele aspecte care limitează oarecum posibilitatea punerii în practică a acestui instrument.

1.1 Ce sunt obligațiunile municipale

În practica internațională „*obligațiuni municipale*” este un termen generic care se referă la valorile mobiliare cu titlu de datorie emise de orașe sau alte forme administrativ-teritoriale locale. Din punct de vedere a legislației naționale, obligațiunile municipale sunt instrumente de datorie ce pot fi emise de autorități ale administrației publice locale, de nivel I – primării, și de nivel II – raioane și unități teritoriale autonome². În același timp, chiar dacă sunt emise de autorități ale statului, mecanismul de emisiune este unul diferit decât în cazul valorilor mobiliare de stat, fiind aproximativ același ca și în cazul valorilor mobiliare corporative (emise de entități private).

Multe din APL se pot îndatora prin contractarea de credite bancare, totuși condițiile actuale în care se găsește sistemul financiar oferă momentul oportun pentru dezvoltarea de noi instrumente. Pe de o parte, ratele de dobândă sunt la minime istorice susținute inclusiv de un exces de lichiditate în sistemul bancar. Pe de altă parte, cei ce au nevoie de capital, printre care și APL, cu mare greu își finanțează investițiile pe termen lung în lipsa unor maturități corespunzătoare. În aceste condiții, obligațiunile municipale ar putea fi soluția prin care orașele să atragă capitalul necesar implementării unor proiecte investiționale, fie că este vorba de contribuția proprie la proiecte finanțate din fonduri bugetare³ sau de partenerii externi, fie un proiect investițional individual necesar localității.

Pe lângă condițiile financiare propice, dezvoltarea sistemului financiar național și a unor noi instrumente financiare este o prioritate și pentru autoritățile statului. Astfel, *Strategia de dezvoltare a pieței financiare nebancale pe anii 2018-2022*⁴ urmărește impulsivarea activității pieței de capital prin emisiunea de obligațiuni, inclusiv municipale, ceea ce ar asigura condiții optime de finanțare a programelor investiționale realizate de către APL. Pe lângă aceasta, de mai mulți ani se vorbește despre descentralizare și creșterea

² Legea privind finanțele publice locale nr. 397/2003, https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=16325&lang=ro

³ De obicei, proiectele finanțate din Fondul Ecologic Național, Fondul Național de Dezvoltare Regională, Fondul de Eficiență Energetică necesită o contribuție proprie de la bugetele locale de cel puțin 15%

⁴ Legea nr.129/20018 pentru aprobarea Strategiei de dezvoltare a pieței financiare nebancale pe anii 2018–2022 și a Planului de acțiuni pentru implementarea acesteia, https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=105492&lang=ro

autonomiei financiare locale pentru a oferi servicii publice de o calitate mai bună cetățenilor. În acest sens, obligațiunile municipale pot fi acel instrument care va genera surse alternative de finanțare pentru o dezvoltare durabilă a localităților din Republica Moldova.

1.2 Procesul de emiteră a obligațiunilor municipale

Procesul de emiteră a obligațiunilor municipale este unul diferit și mult mai complex în comparație cu emiteră de valorilor mobiliare de stat. Spre deosebire de valorile mobiliare de stat (VMS), emisiunea de obligațiuni municipale poate fi realizată doar conform prevederilor Legii nr.171/2012⁵ privind piața de capital, respectiv emisiunea trebuie să aibă la bază un prospect, să fie intermediată de o societate de investiții și să se realizeze în baza avizului emis de Ministerul Finanțelor. Obținerea acestui aviz presupune îndeplinirea altor condiții prealabile, în special condiții ce țin de capacitatea financiară de rambursare a împrumutului și direcțiile de utilizare a banilor. Caseta nr.1 de mai jos prezintă cadrul legal aferent emisiunii obligațiunilor municipale. În continuare, sunt analizate principalele elemente ce țin de întreg procesul de emiteră, atât din perspectiva cerințelor de administrare a finanțele publice locale, cât și din cea a mecanismului propriu zis de emisiune.

Caseta 1. Cadrul legal de emisiune a obligațiunilor municipale

	Denumirea documentului	Prevederile privind emisiunea de obligațiuni municipale
1.	Legea privind finanțele publice locale nr. 397/2003	• Posibilitatea APL de a emite obligațiuni • Scopul pentru care pot fi utilizate resursele atrase • Limitele maxime de îndatorare
2.	Legea cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat nr. 419/2006	• Avizul emis de Ministerul Finanțelor • Rambursarea datoriei • Administrarea datoriei
3.	Legea privind piața de capital nr. 171/2012	• Entitățile emitente, inclusiv APL • Mecanismul de emisiune • Cerințe privind emisiunea
4.	Instrucțiunea privind modul de înregistrare a obligațiunilor emise de autoritățile administrației publice locale, Hotărârea CNPF Nr. 18/1/2018	• Înregistrarea și plasarea obligațiunilor municipale • Cerințe privind prospectul ofertei publice • Derularea ofertei publice
5.	Hotărârea Guvernului cu privire la unele măsuri de executare a Legii nr.419/2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat, nr. 1136/2007	• Comisia de autorizare a contractării datoriei pe termen lung • Procedura de evaluare a intenției de contractare a împrumutului de către Ministerul Finanțelor

Sursa: Compilația autorilor în baza legislației naționale

⁵ Legea privind piața de capital nr. 171/2012, https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=121171&lang=ro#

1.2.1. Condițiile în care pot fi emise obligațiuni municipale

Legea privind finanțele publice locale menționează condițiile în care pot fi emise obligațiunile municipale din perspectiva sustenabilității finanțelor publice, dar și cum pot fi asumate asemenea decizii de autoritățile locale. Astfel, articolul 15 din legea dată menționează următoarele aspecte cheie:

- a) obligațiunile municipale pot fi emise pentru realizarea unor investiții capitale;
- b) autoritățile executive pot emite obligațiuni doar cu decizia autorităților reprezentative și deliberative care autorizează contractarea datoriei;
- c) emisiunea de obligațiuni se realizează conform prevederilor Legii nr. 171/2012 privind piața de capital;
- d) plățile și transferurile ce țin de cumpărarea și răscumpărarea obligațiunile municipale se efectuează doar în monedă națională;
- e) suma totală a plăților anuale (rambursarea sumei de principal, achitarea dobânzilor și altor plăți aferente) este stabilită la 20% din totalul veniturilor anuale ale bugetelor respective, cu excepția transferurilor cu destinație specială⁶(excepție pentru municipiul Chișinău și Bălți unde această limită este stabilită la 30%).

1.2.2. Scopul emisiunii obligațiunilor municipale – finanțarea investițiilor capitale

Autoritățile administrației publice locale pot contracta, prin emisiune de obligațiuni, împrumuturi pe termen lung doar pentru: (i) finanțarea investițiilor capitale; și (ii) refinanțarea unei datoriei pe termen lung contractate anterior care la fel poate fi doar pentru investiții capitale. În termeni fiscali⁷, la compartimentul „*investiții capitale*” sunt incluse cheltuielile efectuate în legătură cu procurarea și/sau îmbunătățirea activelor pe termen lung, care nu se atribuie la rezultatele perioadei curente, ci urmează a fi capitalizate, adică atribuite la majorarea valorii activelor pe termen lung. Cele mai frecvente investiții la nivel local sunt cele în infrastructura rutieră, apă și canalizare, renovarea clădirilor publice sau procurarea de echipamente cu termen îndelungat de exploatare. De cealaltă parte, în cazul refinanțării unei datorii anterior contractată, aceasta urmează a fi contractată la condiții mai avantajoase decât cea care urmează a fi refinanțată.

1.2.3. Avizul Ministerului Finanțelor privind emisiunea de obligațiuni

Decizia APL privind contractarea oricărei datorii, inclusiv prin intermediul emisiunii de obligațiuni municipale, se coordonează preventiv cu Ministerul Finanțelor. Aceasta este o practică pe larg întâlnită pe plan internațional și vine să asigure sustenabilitatea finanțelor publice în general. În acest sens, în cadrul MF este instituită *Comisia de autorizare a contractării datoriei pe termen lung/acordării garanțiilor pentru*

⁶ Transferuri cu destinație specială sunt mijloace financiare alocate, conform prevederilor legale, în sumă absolută, cu titlu condiționat, de la bugetul de stat și/sau de la alte bugete la bugetele locale pentru asigurarea exercitării funcțiilor publice sau în alte scopuri speciale

⁷ Art. 93, pct. 18, din Codul Fiscal al Republicii Moldova Nr. 1163/1997, https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=120958&lang=ro

împrumuturi pe termen lung care evaluează documentația prezentată de APL prin prisma unor criterii obiective care urmăresc să asigure:

- capacitatea de a rambursa datoria;
- compatibilitatea condițiilor financiare de atragere a mijloacelor cu obiectivele politicii de administrare a datoriei administrației locale;
- conformitatea proiectelor planificate a fi finanțate din contul surselor atrase cu programe de dezvoltare anuale și multianuale;
- conformitatea contractării datoriei/acordării garanției menționate cu restricțiile stabilite în Legea nr. 397/2003 privind finanțele publice locale.

Deliberările Comisiei se consemnează într-un proces verbal care stă la baza eliberării avizului. Acesta are un caracter obligatoriu, pe baza căruia APL pot continua procedura de contractare a datoriei și/sau acordării de garanții pentru împrumuturi. Evident, rezultatul poate fi și nefavorabil (aviz negativ). În acest caz, avizul va conține motivarea respingerii autorizării de contractare a datoriei sau emiterii de garanții.

1.2.4. Mecanismul de emisiune a obligațiunilor municipale

După întrunirea tuturor condițiilor financiare și nefinanciare prealabile emisiunii de obligațiuni municipale, autoritatea locală poate recurge la demararea efectivă a procedurii de emisiune. Spre deosebire de VMS, emisiunea de obligațiuni municipale se realizează conform *Legii privind piața de capital*, adică implică un mecanism specific cu participarea mai multor părți. Astfel, oferta publică poate fi inițiată de către emitent (APL) numai după publicarea unui *prospect de ofertă*⁸ aprobat de Comisia Națională a Pieței Financiare (CNPF) și doar prin intermediul unei *societăți de investiții*⁹ (participant profesionist la piața financiară care deține licență de societate de investiții, de obicei o bancă sau alt intermediar financiar). Pentru fiecare etapă legată de prospect sunt prevăzuți termeni clari astfel încât procesul să se realizeze într-un interval rezonabil de timp. De asemenea, prospectul ofertei publice trebuie să conțină într-o formă accesibilă și ușor analizabilă informația care permite investitorilor să facă o evaluare bine fundamentată a emitentului și a ofertei acestuia. În același timp, nu există restricții privind investitorii în obligațiuni, aceștia pot fi investitori instituționali (ex. bănci, companii de asigurări, fonduri de pensii) sau persoane fizice și juridice în baza deciziei individuale de cumpărare.

După aprobarea prospectului de ofertă publică, emitentul în termen de 5 zile face cunoscută oferta prin publicarea unui anunț de ofertă, care va cuprinde principalele informații privind condițiile ofertei publice, inclusiv cele referitoare la modalitățile prin care prospectul de ofertă este disponibil publicului. Oferta publică se consideră închisă la data expirării perioadei de derulare, prevăzută în anunț și prospectul de ofertă, sau la data închiderii anticipate conform prevederilor din prospect (oferta publică va putea fi închisă anticipat dacă

⁸ Document care conține informații privind emitentul și valorile mobiliare oferite public sau care urmează să fie admise spre tranzacționare pe o piață reglementată, respective toate informațiile care să le permită investitorilor să facă o apreciere în cunoștință de cauză asupra activelor și pasivelor, asupra situației financiare, a profitului sau a pierderilor, asupra perspectivelor emitentului sau ale garantului emisiunii, în cazul existenței acestuia, precum și asupra drepturilor aferente acestor valori mobiliare

⁹ Persoană juridică a cărei activitate constă în furnizarea de servicii de investiții și/sau în desfășurarea de activități de investiții cu titlu profesional conform Legii privind piața de capital nr. 171/2012

toate obligațiunile care fac obiectul ofertei au fost subscrise până la expirarea termenului menționat). După închidere, deținătorul de obligațiuni obține dreptul de a înstrăina obligațiunile pe piața secundară, iar emitentul, să realizeze toate angajamentele menționate în prospectul ofertei. În vederea specificării tuturor pașilor ce urmează a fi realizați, CNPF a aprobat *Instrucțiunea privind modul de înregistrare a obligațiunilor emise de autoritățile administrației publice locale*¹⁰. Figura 1 prezintă consecutiv principalele etape ce urmează a fi întreprinse în procesul realizării unei emisiuni de obligațiuni municipale.

Figura 1. Principalele etape ale procesului de emisiune a obligațiunilor municipale



Raportul APL privind datoria

Autoritățile locale întocmesc periodic rapoarte referitoare la datoria contractată prin intermediul emisiunii de obligațiuni, conform situației din ultima zi a trimestrului de gestiune.

Circulația și stingerea obligațiunilor

Deținătorul de obligațiuni obține dreptul de a înstrăina obligațiunile pe piața secundară înainte de termen. Stingerea obligațiunilor se efectuează în modul și în conformitate cu condițiile stabilite în prospectul ofertei.

Sursa: Compilația autorilor în baza cadrului legislativ și normativ în vigoare

1.2.5. Rambursarea împrumuturilor atrase urmare emisiunii de obligațiuni

Împrumuturile realizate prin emisiunea de obligațiuni se reglementează conform normelor oricărui tip de împrumut pentru investiții capitale, fie de la instituțiile financiare din țară fie de la cele internaționale. Documentele care se perfectează la emisiunea obligațiunilor urmează să conțină clauze prin care autoritatea locală se obligă să ramburseze împrumutul și să plătească dobânzile aferente numai din veniturile bugetului. Guvernul, nu are nici o obligație pentru plata mijloacelor conform contractelor de împrumut încheiate de autoritățile locale, respectiv acesta nu poate fi invocate drept garant ai rambursării datoriei.

Deservirea datoriei urmare emisiunii de obligațiuni are prioritate față de alte obligații pecuniare ale bugetului local, respectiv alocațiile pentru retribuirea muncii, funcționarea primăriei, etc. Plățile pentru deservirea datoriei se realizează conform angajamentelor asumate, indiferent de suma aprobată în buget pentru acest scop. În cazul în care nu există suficiente resurse, autoritatea poate recurge la împrumuturi pe termen scurt pentru acoperirea decalajelor temporare de casă sau, recurge la refinanțarea datoriei pe termen lung contractate anterior. Chiar și așa, refinanțarea unei datorii pe termen lung, poate avea loc doar dacă datoria destinată refinanțării urmează a fi contractată în condiții mai avantajoase¹¹.

1.3 Constrângeri legale privind emisiunea de obligațiuni municipale

Deși teoretic legislația națională permite contractarea datoriei de către APL prin emisiunea de obligațiuni, o serie de constrângeri de ordin fiscal și legal reduc din perspectivele utilizării acestui instrument. În primul rând este vorba de tratamentul fiscal nefavorabil la care sunt supuși investitorii în raport cu alte instrumente investiționale (ex. depozitele bancare sau valorile mobiliare de stat). În al doilea rând, limitele în care trebuie să se încadreze deservirea anuală a datoriei par destul de reduse în comparație cu capitalul necesar pentru finanțarea unor investiții ample pe termen lung. În cele din urmă, imposibilitatea emisiunii de valori mobiliare în valută îngustează grupul potențialilor investitori, excluzând practic diaspora și investitorii străini.

¹¹ În conformitate cu art. 45 alin. (1) lit. b) din Legea nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat

1.3.1. Regim fiscal inechitabil investițiilor în obligațiuni municipale

Legislația fiscală prevede impozitarea în mod diferit a investițiilor în diferite instrumente financiare. Astfel, la moment sunt neimpozabile sursele de venit obținute din investițiile în VMS în timp ce pentru investițiile în obligațiunile municipale (sau cele corporative) nu sunt prevăzute asemenea scutiri. Chiar dacă prin legislația de punere în aplicare a Codului Fiscal este prevăzută o scutire provizorie până la 1 ianuarie 2021, aceasta nu oferă o predictibilitate clară investitorilor și reduce din atractivitatea obligațiunilor municipale. În scopul uniformizării regimului fiscal și, astfel, creării condițiilor echitabile de impozitare pentru obligațiunile municipale, ar fi nevoie de revizuirea surselor de venit neimpozabile prin completarea art.20 din Codul fiscal. Amendamentul respectiv nu ar avea un impact financiar asupra bugetului de stat or până în prezent pe piața de capital nu a avut loc nici o emisiune de obligațiuni municipale. Practica României în acest sens prezentată în capitolul 3 determină o claritate și un imbold pentru investitori de ași concentra atenția inclusiv asupra unor astfel de instrumente.

1.3.2. Limita de îndatorarea de 20% din veniturile proprii

Autoritățile locale pot contracta o datorie pe termen lung doar dacă suma totală a plăților anuale nu va depăși 20% din veniturile anuale, cu excepția transferurilor cu destinație specială. Excepție este prevăzută pentru municipiul Chișinău și Bălți unde această limită este de 30%. În condițiile în care veniturile anuale proprii ale unor APL constituie valori relativ joase, limitarea actuală a gradului admis de îndatorare la doar 20% din totalul veniturilor anuale fără transferurile cu destinație specială dezavantajează APL de a recurge la emisiunea de obligațiuni. Or sumele care ar putea fi contractate prin această modalitate, odată fiind limitate, ar putea fi insuficiente pentru finanțarea unor proiecte investiționale locale însemnate. În același timp, practica internațională analizată în capitolul 2, prevede un plafon maxim de îndatorare de 30%, dar trebuie ținut cont de faptul că și nivelul de autonomie financiară este mai extins, respectiv veniturile proprii au o pondere mai mare.

Pentru a crea condiții favorabile emisiunii de obligațiuni municipale, limita de 20% ar putea fi crescută pentru mai multe APL, cum ar fi spre exemplu toate municipiile sau bugetele cu venituri proprii solide. Astfel, diferite praguri pot fi prevăzute, spre exemplu APL pentru care media veniturilor proprii din ultimii 5 ani a depășit ponderea de 50% din total venituri, sau cele cu venituri proprii mai mari de 50 mil. MDL. În acest sens, ar fi nevoie de amendarea art.15, alin.(4) din Legea privind finanțele publice locale, prin prisma celor menționate. Ca și în cazul precedent, asemenea modificări nu generează impact de natură să pericliteze echilibrul fiscal-bugetar la nivelul sistemului bugetar național. Analiza bugetelor locale prezentată în capitolul 3 confirmă un nivel destul de redus de îndatorare a autorităților locale deși există spațiu de îndatorare pentru unele din ele. Mai mult ca atât, pentru unele orașe și veniturile proprii înregistrează o creștere semnificativă în ultimii ani fapt ce ar putea susține realizarea unor proiecte investiționale atât de necesare localităților.

1.3.3. Imposibilitatea emisiunii de obligațiuni în valută străină

Chiar dacă autoritățile locale pot accesa împrumuturi de la instituții financiare internaționale în valută străină, nu același lucru se întâmplă în cazul valorilor mobiliare, care pot fi emise doar în monedă națională. Acest fapt limitează grupul potențialilor investitori făcând investiția dată nefavorabilă pentru

investitorii străini, reprezentanți ai diasporei sau cei ce vor să facă plasamente în valută. Înclinația spre economiile în valută este destul de evidentă atunci când vine vorba spre exemplu de depozitele bancare care în proporție de circa 45% sunt depozite în valută. De asemenea, migranții de obicei au un atașament deosebit față de localitățile din care provin. Dorind să contribuie la dezvoltarea localității, aceștia ar putea reprezenta un grup important de investitori în obligațiunile emise de APL, doar că probabil investițiile în valută ar fi mult mai atractive pentru aceștia. Acest lucru poate fi observat în state precum România, Bulgaria sau Serbia, unde emisiunea de obligațiuni în valută determină un interes sporit din partea unor investitori străini, sau a cetățenilor care locuiesc peste hotare și vor să-și reducă riscul valutar.

În vederea eliminării barierei privind emisiunea de obligațiuni municipale în valută străină este nevoie de actualizarea cadrului legal privind reglementarea valutară – Legea nr.62/2008. De asemenea, unele prevederi din legislația ce guvernează finanțele publice locale și legea-cadru privind piața de capital urmează a fi aduse în concordanță cu cele menționate. Propunerile vizate derivă din necesitatea oferirii condițiilor echitabile pentru ofertele de capital de rând cu practicile aplicate în sectorul bancar și anume creditele în valută străină. Astfel, conform legislației în vigoare, băncile comerciale sunt în drept să crediteze companiile/deschidă depozite în valută străină, în timp ce asemenea infuzii/investiții pe piața de capital sunt interzise.

1.4 Concluzii și recomandări

O serie de constrângeri de ordin legal subminează potențialul de emisiune a valorilor mobiliare de către autoritățile locale. În vederea eliminării barierelor menționate anterior și setării unui cadru favorabil apariției acestor instrumente, o serie de amendamente legislative sunt propuse și anume:

- i. uniformizarea regimului fiscal aferent investițiilor în valori mobiliare - completarea surselor de venit neimpozabile menționate în cadrul art.20 din Codul Fiscal nr.1163/1997 cu litera u² cu următorul cuprins: „u²) *dobânzile de la valorile mobiliare emise de autoritățile publice locale*”;
- ii. extinderea limitei de îndatorare de 30% pentru toate orașele cu statut de municipiu, precum și pentru bugetele care înregistrează venituri proprii solide - reformularea art.15, alin.(4) din Legea privind finanțele publice locale nr. 397/2003 după cum urmează: „*Prin derogare de la prevederile alin. (4), pentru bugetele orașelor cu statut de municipiu, precum și pentru bugetele a căror venituri depășesc cuantumul de 50 milioane lei dintre care cel puțin 50% sunt venituri proprii, plafonul plăților anuale legate de deservirea datoriilor acestor bugete la împrumuturile contractate sau garantate și/sau care urmează a fi contractate sau garantate nu va depăși 30% din totalul veniturilor anuale ale acestor bugete, cu excepția transferurilor cu destinație specială*”;
- iii. stabilirea posibilității emiterii de valori mobiliare în valută străină – modificarea art.7, alin.(8) din Legea nr.171/2012 privind piața de capital după cum urmează: „*Valorile mobiliare reglementate de prezentul capitol pot fi emise atât în monedă națională cât și în valută străină de circulație internațională*”. În vederea diminuării riscului valutar, dar și a riscului transformării economiilor în valută, valorile mobiliare în valută străină ar putea fi procurate

doar de către nerezidenți (ex: reprezentanții diasporei), iar plafonul de îndatorare pentru împrumuturile respective nu ar trebui să depășească 15% din veniturile proprii.

2. Practici internaționale în emisiunea de obligațiuni municipale

În experiența internațională, emiterea de obligațiuni municipale reprezintă cel mai simplu mod de a atrage un bazin de investitori din afara sectorului bancar. De departe, piața obligațiunilor municipale este cea mai dezvoltată în SUA, acolo unde emisiunile active formează o piață de circa 3,8 trilioane USD¹² și unde persoanele fizice sunt categoria dominantă de investitori, datorită riscului scăzut și a scutirii de impozite a acestui instrument financiar. În statele Europei Centrale și de Est (ECE) și din fosta URSS posibilitatea emiterii de obligațiuni a devenit posibilă odată cu descentralizarea politică și fiscală începută după anul 1990. Fiind puse în fața provocării de a remedia ani de sub-investiție și de întreținere insuficientă în infrastructura de bază, dar și a unor constrângeri bugetare semnificative, în mai multe comunități din statele din regiune împrumuturile prudente au sporit capacitatea investițională și au dus inclusiv la dezvoltarea autoguvernării locale. În general, istoriile de succes de emisiuni de obligațiuni municipale sunt asociate cu câteva precondiții precum existența facilităților fiscale aferente acestui instrument de împrumut, un plan de investiții bine conceput și existența unor filtre pentru a menține managementul datoriei locale la parametri optimi. Un alt atribut al succesului obligațiunilor municipale este o piață de capital robustă, deși există exemple care arată că obligațiunile municipale pot constitui ele însăși un imbold pentru dezvoltarea pieței de capital, așa cum ar putea avea loc și în cazul Republicii Moldova. În cele ce urmează este analizată mai detaliat evoluția pieței obligațiunilor municipale din 3 state din regiune și anume România, Bulgaria și Serbia, deoarece acestea au un nivel mai avansat de dezvoltare pe acest subiect și pot servi drept exemple pentru pașii de urmat în implementarea efectivă a instrumentului obligațiunilor municipale și în Republica Moldova.

2.1 România – avantajul dezvoltării unei piețe de capital robuste

România are o experiență vastă în ultimii 20 de ani în finanțarea autorităților locale prin obligațiuni municipale. De la prima emisiune realizată în anul 2001 de acest instrument au făcut uz o multitudine de autorități locale, iar dezvoltarea pieței financiare și perfecționarea în timp a cadrului legislativ au constituit elemente importante în menținerea viabilității acestui instrument.

În anul 2019 la Bursa de Valori București (BVB) erau disponibile pentru investitori 37 de emisiuni de obligațiuni emise de municipalitățile din România, în valoare totală de 3,3 mld. RON și cu scadențe de 5 până la 20 de ani¹³. Structura portofoliului de obligațiuni emise pe autorități arată că București este cel mai îndatorat municipiu prin obligațiuni cu circa două treimi din valoarea totală a obligațiunilor municipale. Cele patru emisiuni lansate de municipiul București (ultima în primul semestru al anului 2018 cu o maturitate de 10 ani și o dobândă de 5,6%) a câte 555 mil. RON fiecare, au dobânzi anuale între 3,58% și 5,6% și scadențe de 5 până la 10 ani. Valoarea acestor obligațiuni reprezintă peste jumătate din veniturile de 4,2 mld. RON pe care Primăria Municipiului București le-a avut în 2018. A doua cea mai îndatorată municipalitate prin obligațiuni este Timișoara. Cele 5 emisiuni au o valoare de 30 mil. RON fiecare având o dobândă anuală de 3,02%, respectiv cea mai mică, și scadența în 2026. În general, putem deduce că cel mai frecvent obligațiunile

¹² <https://www.cnbc.com/2020/04/28/the-3point8-trillion-municipal-bond-market-rocked-by-the-coronavirus-downturn-is-facing-a-key-test.html>

¹³ <https://www.zf.ro/burse-fonduri-mutuale/ce-bonduri-au-primariile-din-romania-3-3-mld-lei-municipiul-bucuresti-cel-mai-indatorat-prin-obligatiuni-18463152>

municipale sunt folosite ca instrument de finanțare a investițiilor de către orașele mai mari cu spațiu fiscal mai mare și competențe în administrație mai complexe. Cei mai importanți investitori în obligațiunile municipale sunt băncile comerciale și Fondurile Deschise de Investiții, formate preponderent din persoane fizice. Potrivit datelor Autorității de Supraveghere Financiară (ASF)¹⁴ la finele anului 2019 erau înregistrate în sistemul Depozitarului Central 38 de emisiuni de obligațiuni municipale active, de unde rezultă că există doar un singur caz când acest instrument financiar nu este disponibil pe piața secundară.

Etapele pe care autoritățile locale trebuie să le desfășoare pentru obținerea de finanțare prin piața de capital sunt următoarele¹⁵:

1. **Hotărârea autorității publice locale** sau județene privind emisiunea de obligațiuni;
2. **Contractarea intermediarului autorizat** de Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF) care se va ocupa de procedurile necesare privind piața de capital;
3. **Stabilirea caracteristicilor emisiunii** (valoarea totală a împrumutului, valoarea nominală și numărul obligațiunilor, rata dobânzii, durata de viață și frecvența plăților, perioada de derulare a ofertei, precum și modalitatea de garantare);
4. **Întocmirea prospectului de ofertă** realizat de Intermediar, pe baza informațiilor furnizate de Emitent și care va fi aprobat de către ASF;
5. **Informarea și obținerea avizului Ministerului Finanțelor Publice** prin intermediul Comisiei de autorizare a împrumuturilor locale;
6. **Derularea ofertei publice de vânzare** a obligațiunilor pe baza prospectului de ofertă;
7. **Confirmarea de către ASF a închiderii ofertei**, urmând ca obligațiunile să fie înregistrate la ASF;
8. **Încheierea contractului cu Depozitarul Central**;
9. **Depunerea la BVB a documentației necesare** în vederea admiterii la tranzacționare a obligațiunilor municipale;
10. **Admiterea la tranzacționare** în cadrul sistemelor administrate de BVB.

Legea privind finanțele publice locale din România prevede că autoritățile locale (Consiliile locale, județene și Consiliul General al Municipiului București) pot aproba contractarea sau garantarea de împrumuturi interne ori externe pe termen scurt, mediu și lung, pentru realizarea de investiții publice de interes local, precum și pentru refinanțarea datoriei publice locale. Instrumentele datoriei publice locale pot fi: titluri de valoare (obligațiuni municipale), împrumuturi de la băncile comerciale sau de la alte instituții de credit, credite furnizor, leasing financiar și garanție locală, iar sursa de rambursare a acestora este reprezentată de către veniturile proprii, formate din: impozite, taxe, contribuții, alte vărsăminte, alte venituri și cote defalcate din impozitul pe venit.

Pentru a putea emite obligațiunile municipale, autoritățile trebuie să treacă 2 filtre asociate cu controlul public al gestiunii datoriei publice locale și anume:

¹⁴ https://asfromania.ro/files/analize/Evolutie_piata_de_capital_in_%202019_02042020.pdf

¹⁵ <https://btcapitalpartners.ro/solutions/finantare-autoritati-locale/>

- Să obțină avizul comisiei de autorizare a împrumuturilor locale constituită în cadrul Ministerului Finanțelor Publice¹⁶ activitatea căreia se aprobă prin hotărâre a Guvernului;
- Totalul datoriilor anuale reprezentând ratele scadente la împrumuturile contractate și/sau garantate, dobânzile și comisioanele aferente acestora, inclusiv ale împrumutului care urmează să fie contractat și/sau garantat în anul respectiv, nu pot depăși limita de 30% din media aritmetică a veniturilor proprii prevăzute diminuate cu veniturile din valorificarea unor bunuri, pe ultimii 3 ani anteriori anului în care se solicită autorizarea finanțării rambursabile.

Un aspect semnificativ pentru asigurarea atractivității și funcționalității obligațiunilor municipale este legat și de cadrul fiscal adecvat. Astfel, nu se supun impozitului pe venit¹⁷ 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.

Din perspectiva siguranței investitorilor în obligațiuni municipale privind rambursarea sumei investite și a cupoanelor aferente, aceștia suportă cel mult riscul unor întârzieri la plata acestora, deoarece:

- În România există o Lege a insolvenței primăriilor¹⁸ și cum primăriile nu pot intra niciodată în faliment și nu se pot desființa, se fac Planuri de redresare care presupun sprijin financiar acordat de la bugetul de stat și / sau compensări și eșalonări;
- Rambursarea Principalului și a Cupoanelor este garantată în conformitate cu Acordul de garantare prin constituirea unei garanții asupra tuturor veniturilor proprii ale Emitentului aferente perioadei pentru care obligațiunile sunt rambursate.

2.2 Bulgaria – evoluții susținute prin plasamente private

În Bulgaria, emisiunile de obligațiuni municipale au fost cele mai populare în perioada 1999 - 2008, în timp ce după anul 2010 tendința este mai moderată. Renunțarea la emisiunile de obligațiuni din ultimii ani a unor municipalități se datorează în principal ratelor scăzute ale dobânzii oferite de instituțiile financiare tradiționale - băncile.

La sfârșitul anului 2018, 9 municipalități aveau emisiuni de obligațiuni active: Shumen, Pernik, Plovdiv, Kavarna, Smolyan, Pomorie, Kyustendil, Dupnitsa, Sliven, Peshtera și Varna. Analiza emisiunilor active actuale de obligațiuni municipale din Bulgaria și motivele acestor angajamente arată următoarele elemente distinctive¹⁹:

- Toate aceste emisiuni au fost desfășurate prin plasamente private;
- Cei mai mari deținători de obligațiuni municipale sunt investitorii instituționali - fonduri de pensii bulgare, bănci comerciale locale și internaționale;

¹⁶ <https://www.mfinante.gov.ro/pagina.html?categoriebunuri=datoria-guvernamentala,datoria-locala,creante-externe&menu=Trezorerie&tab=2>

¹⁷ https://static.anaf.ro/static/10/Anaf/legislatie/Cod_fiscal_norme_11022020.htm#A91

¹⁸ <http://legislatie.just.ro/Public/DetaliuDocumentAfis/148391>

¹⁹ Municipal Bonds: Comparative Study about the Best Practices in three Countries and Lessons for North Macedonia, UNDP, 2019

- Scopurile emisiunilor de obligațiuni municipale în Bulgaria din ultimii 10 pot fi divizate în 4 categorii: (i) Finanțarea proiectelor de infrastructură (drumuri, apă și canalizare), (ii) Renovarea clădirilor municipale (școli, spitale, grădinițe, locuri de joacă, trotuare), (iii) Refinanțarea datoriilor curente și (iv) cofinanțarea municipală necesară pentru viitoarele proiecte UE;
- Emisiunile de obligațiuni pot să fie efectuate atât în moneda națională, cât și în valută (Euro);
- Dobânzile pentru emisiunile în monedă națională sunt legate de rata de bază a Băncii Naționale a Bulgariei, iar cele în Euro de rata EURIBOR la 6 luni. De asemenea, există și cazuri când emiterea obligațiunilor a fost efectuată la rate fixe a dobânzii;
- Nu există o corelație directă între dimensiunea / stabilitatea financiară a municipalității și rata dobânzii atinse. Chiar și, unele municipalități cu situație financiară mai proastă și cu populație redusă și lipsa veniturilor proprii constante au obținut rate mai bune ale dobânzii în comparație cu municipalitățile mai mari;
- Majoritatea emitentilor sunt municipalități mijlocii și mari din țară;
- În prezent, niciuna dintre emisiunile de obligațiuni municipale nu este listată la bursa bulgară, deoarece investitorii de obligațiuni sunt instituționali, care au susținut încă de la început că preferă plasarea privată, având un orizont investițional pe termen lung și preferând să păstreze cupoanele până la scadența lor în loc să le tranzacționeze. Experiența bulgară a arătat până acum că, pentru o municipalitate care face uz de instrumentul obligațiunilor pentru prima dată, fără experiență și o bază financiară discutabilă, ar trebui să vizeze inițial plasarea privată²⁰ și, eventual, ca a doua fază, poate continua să facă publică emisiunea și să o introducă pe piața reglementată.

În special, emiterea de obligațiuni este o funcție a consiliilor municipale. Consiliile municipale adoptă bugetul independent al municipalității pe baza surselor de venit proprii și a transferurilor de la stat, repartizate între municipalități conform criteriilor, stabilite în Legea finanțelor publice. De aceea, orice emisiune potențială de obligațiuni trebuie integrată în proiectul de formare a bugetului municipal, care trebuie propusă de primar și votată de consiliul municipal. Legea bugetului de stat pentru anul relevant poate stabili o sumă maximă a datoriei pe care o municipalitate i se permite să o asume în cursul unui an bugetar.

Legea finanțelor publice stabilește de asemenea și limitele în ceea ce privește îndatorarea permisă a municipalităților bulgare. Suma anuală a plăților datoriei locale pentru fiecare municipalitate nu poate depăși 15% din valoarea medie anuală a veniturilor proprii și transferurile de echilibrare totale din ultimii trei ani. Suma anuală a plăților datoriei va include principalul, dobânzile, comisioanele datorate, precum și alte obligații aferente datoriei asumate de municipalitate.

Legislația fiscală este de asemenea una atractivă. Conform Legii privind impozitul pe profit, dobânzile și câștigurile de capital, precum și pierderile din tranzacțiile cu obligațiuni participă la calculul bazei impozabile - profitul din vânzarea instrumentelor financiare se deduce, în timp ce pierderile din vânzarea instrumentelor financiare sunt adăugate. Investitorii individuali (conform Legii privind impozitul pe venitul personal) sunt de

²⁰ Plasarea privată presupune vânzarea obligațiunilor municipale către investitori și instituții preselecțate, mai degrabă decât pe piața deschisă. Este o alternativă la oferta publică inițială (IPO). Investitorii invitați să participe la programe de plasament privat includ investitori individuali bogați, bănci și alte instituții financiare, fonduri mutuale, companii de asigurări și fonduri de pensii.

asemenea scutiți de impozitul pe venit în cazul dobânzilor plătite și discount-urilor făcute la obligațiunile guvernamentale bulgare, obligațiunilor municipale și corporative²¹.²²

2.3 Serbia – instrumente variate pentru obligațiuni, dar și control public

O precondiție a posibilității emisiunilor de obligațiuni din Serbia a fost descentralizarea, care a început în anul 2006, prin divizarea în provincii autonome și unități locale - orașe și municipalități. Pe lângă aceasta, orașele și municipalitățile sârbe au susținut necesitatea unor finanțări suplimentare pentru proiectele de capital, iar câteva dintre acestea au luat în considerare și au folosit obligațiunile municipale ca instrument pentru finanțarea proiectelor lor.

Începând cu anul 2010 în Serbia, 4 municipalități au emis obligațiuni: Novi Sad, Panchevo, Shabac și Stara Pazova. Datele rezumate despre obligațiunile emise ale acestor municipalități ne permit să enunțăm principalele caracteristici ale acestora²³:

- resurse împrumutate pe termen lung - perioada de scadență variază de la 5 până la 12 ani. De regulă, se practică o perioadă de grație de 1-2 ani la plata principalului, după care este distribuit în rate egale odată cu plata cuponului obligațiunii;
- instrumente financiare atractive, atât pentru veniturile din dobânzi (de obicei, o rată a dobânzii mai mare decât depozitele bancare), cât și pentru riscul apropiat de zero;
- emisiunile de obligațiuni au fost efectuate în moneda națională (RSD) și indexate în Euro. Dobânzile aplicate au fost fie fixe, fie legate de rata EURIBOR la 3 luni. Legislația sârbă permite emisiunile atât în monedă națională, cât și în valută;
- obiectul investițiilor din contul obligațiunilor municipale au servit construcția rețelilor de canalizare, reabilitarea de străzi, grădinițe, piscină olimpică și pregătire pentru construcția unor zone industriale;
- din cele 4 emisiuni de obligațiuni municipale, două au fost realizate prin plasamente private unui cumpărător cunoscut apriori și două prin oferte publice și respectiv reglementările pieței de capital;
- regiunea Novi Sad a realizat emisiunea de obligațiunii la o rată nominală de 6,2%, iar costurile de underwriting au crescut rata efectivă până la 6,25%;
- în rolul emitentului s-au regăsit orașele și municipalitățile care sunt printre cele mai dezvoltate din Serbia. Aceasta confirmă situația în care pe piețele în curs de dezvoltare comunitățile care au cele mai bune rezultate economice apar în rolul emitentului. În plus, capacitățile de personal ale acestor entități sunt la un nivel mai ridicat decât altele.

Cele mai importante legi din cadrul legal care reglementează împrumuturile de către autoritățile locale prin emiterea de obligațiuni municipale sunt: Legea privind piața de capital și Legea privind datoria publică. Conform Legii datoriei publice, provinciilor autonome și unităților autorităților locale (orașelor și

²¹ <https://investbg.government.bg/en/pages/4-income-taxation-of-individuals-140.html>

²³ Municipal Bonds: Comparative Study about the Best Practices in Three Countries and Lessons for North Macedonia, UNDP, 2019

municipalităților) li se permite să se îndatoreze în Serbia sau în străinătate, în valută națională sau străină, pentru finanțarea pe termen lung sau pentru refinanțarea investițiilor de capital, care sunt planificate de către autoritățile locale în buget. Aceștia pot împrumuta bani de la instituțiile financiare (prin procedura de achiziție publică a creditelor bancare) sau direct de la investitori pe piața de capital prin emiterea de obligațiuni. Organul reprezentativ al autorității locale (Consiliul) ia deciziile cu privire la împrumuturi de către autoritatea locală respectivă, după ce obține un aviz legal de la Ministerul Finanțelor. În ceea ce privește controlul împrumuturilor administrației publice locale, sarcinile legate de monitorizarea împrumuturilor acestora revine Ministerului Finanțelor.

Investitorii potențiali sunt persoane fizice și juridice, locale sau străine. După modificările legislative din anul 2011, pe lângă emisiunile private de obligațiuni, accesibile doar pentru investitorii instituționali, emiterea de obligațiuni municipale poate fi realizată și prin ofertă publică prin intermediari financiare și mecanismele pieței de capital.

Limitele pentru îndatorarea pe termen lung pentru finanțarea investițiilor de capital adoptate prin Legea privind datoria publică sunt:

- Soldul datoriei pe termen lung nu poate depăși 50% din totalul veniturilor bugetare curente generate de autoritatea locală în ultimul an;
- Valoarea principalului și a dobânzilor care se maturizează în fiecare an pentru toate datoriile nu depășește 15% din totalul veniturilor bugetare curente generate de autoritatea locală în ultimul an.

Similar altor țări, un element important care face instrumentul obligațiunilor municipale unul competitiv este cadrul fiscal, acestea fiind scutite de impozite. Veniturile din dobânzi și câștigurile de capital sunt scutite de impozitul pe venit atunci când investitorul este persoană fizică, iar în cazul în care investitorul este o persoană juridică, veniturile din dobânzi sunt scutite de impozitul pe profit.

2.4 Avantajele obligațiunilor municipale pentru comunități

După cum rezultă din practica internațională, un proces oportun și bine gestionat de emisie a obligațiunilor municipale poate genera comunității o serie de avantaje importante precum^{24 25 26 27}:

1. **Flexibilitatea în stabilirea termenilor și condițiilor de rambursare** ce se stabilesc în prospectul de emisiune,
2. **Povara echitabilă a costurilor și accesul la beneficii („echitate intertemporală”).** Împrumutul în timp este o modalitate eficientă de a depăși problema sarcinii inechitabile a costurilor în rândul contribuabililor. Atunci când proiectul de capital este finanțat din veniturile curente, cei care l-au finanțat prin impozitele lor locale nu pot beneficia întotdeauna de el în viitor dacă, de exemplu, se mută în alt oraș.

²⁴ Report on Funding Opportunities for local administrations for the implementation of (parts of) their Local Economic Development Plans, Armenia, Azerbaijan, Belarus, Georgia, Moldova and Ukraine, 1/29/2018, MAYORS FOR ECONOMIC GROWTH

²⁵ Municipal Debt Financing in Armenia through Borrowing and Issuance of Bonds, American University of Armenia, 2008

²⁶ Municipal Finances : A Handbook for Local Governments, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/18725>

²⁷ Municipal Bonds: Comparative Study about the Best Practices in Three Countries and Lessons for North Macedonia, UNDP, 2019

3. **Alocarea optimă a resurselor.** O relație strânsă între cei care beneficiază și cei care plătesc pentru un proiect încurajează alocarea optimă a resurselor.
4. **Beneficiile dezvoltării locale accelerate acoperă costul împrumuturilor.** De exemplu, asigurarea din contul obligațiunilor municipale a racordării la utilități și a infrastructurii necesare a unei zone interesante pentru investitori pentru crearea unui parc Industrial poate grăbi venirea investitorilor și genera noi investiții și locuri de muncă, care în cele din urmă va însemna o dezvoltare economică mai rapidă cu venituri la buget mai mari care să depășească costul aferent deservirii obligațiunilor.
5. **Reducerea costurilor operaționale.** De exemplu, procurarea unui lot de autobuze prin emiterea de obligațiuni pentru înlocuirea celor vechi poate reduce semnificativ costurile de mentenanță și consumul de combustibil, oferind simultan și un confort superior comunității. Astfel de reduceri ale cheltuielilor curente pot fi de fapt mult mai mari decât costurile legate de împrumuturi;
6. **Proiectele mai lungi costă mai mult.** Finanțarea din veniturile curente întârzie de obicei finalizarea proiectului pentru o perioadă mai lungă de timp. Acest lucru duce la costuri constante mai mari și la un volum total mai mare de resurse cheltuite;
7. **Stabilizarea resurselor bugetare necesare.** Volumul cheltuielilor de capital în unitățile administrației publice locale fluctuează de la un an la altul. Dacă proiectele de capital sunt finanțate din veniturile curente, cererea de resurse se schimbă și în timp. În țările în care o mare parte a veniturilor locale este majorată prin impozite locale, poate rezulta o fluctuație irațională a ratelor impozitelor locale;
8. **Acces la resurse nerambursabile din fonduri europene și alte fonduri de dezvoltare.** Acest motiv apare mai frecvent în țările ECE și ar putea fi valabil și viabil și în cazul Republicii Moldova, unde deseori comunitățile locale au oportunitatea de a atrage resurse din fonduri europene sau chiar fonduri naționale, dar co-finanțarea necesară de regulă de 10-30 la sută reprezintă un element de ratare a unor potențiale investiții semnificative pentru localități, iar utilizarea instrumentului obligațiunilor municipale în atare situații poate avea și un efect multiplicator mult mai puternic asupra dezvoltării socio-economice a localităților;
9. **Creșterea vizibilității și a încrederii investitorilor** – pentru că procesul de emitere a obligațiunilor este unul transparent și creează efecte vizibile pentru comunitate, administrațiile localităților care efectuează acest proces în modul corespunzător pot fructifica un capital de încredere mai mare din partea populației, dar și a investitorilor pentru a atrage noi proiecte publice, cât și private de dezvoltare a orașelor.

2.5 Concluzii și recomandări

Experiența statelor analizate privind obligațiunile municipale arată că acestea au asigurat un tratament fiscal favorabil similar obligațiilor de stat, iar acesta este una din condițiile-cheie pentru viabilitatea acestui instrument. Republica Moldova trebuie să urmeze practica dată, aplicată pe larg la nivel internațional, dacă își dorește ca și țara noastră să aibă istorii de succes în aplicarea obligațiunilor municipale și respectiv dinamizarea pieței de capital.

Limitele de îndatorare permise calculate ca suma anuală a deservirii anuale a datoriilor raportat la veniturile proprii ale localităților variază între 15 și 30 la sută, în condițiile în care limita dată pentru Republica Moldova este de 20 la sută cu excepția Chișinău și Bălți, unde indicatorul dat este de 30%. Pe de altă parte, în statele analizate nivelul autonomiei financiare este net superior cu ponderea veniturilor proprii în total venituri mult mai ridicată (exemplu. București – 87%, Timișoara – 72%), fapt care permite un spațiu de îndatorare mai mare.

Obținerea Avizului din partea Ministerului Finanțelor reprezintă o practică valabilă pentru toate cele 3 state analizate, fiind unul din filtrele asociate controlului public, existentă și în Republica Moldova, este menită să asigure sustenabilitatea finanțelor publice locale.

Modalitatea aleasă de plasare a obligațiunilor municipale (privată sau prin ofertă publică) cel mai des corelează cu nivelul de dezvoltare al pieței de capital. În cazul Republicii Moldova, care are o piață de capital subdezvoltată și nici o experiență de emisiune de obligațiuni, pentru succesul procesului ar fi recomandabil plasarea privată cu înțelegerea în prealabil cu achizitorii potențiali de obligațiuni (bănci comerciale, companii de asigurări)

Practica României, Bulgariei și Serbiei denotă că cel mai frecvent obligațiunile municipale sunt folosite ca instrument de finanțare a investițiilor de către orașele mai dezvoltate și/sau mai mari cu spațiu fiscal mai mare și competențe în administrație mai complexe.

În mai multe state precum Serbia sau Bulgaria, emisiunile de obligațiuni pot să fie efectuate atât în moneda națională, cât și în valută (Euro), această prevedere lărgind bazinul de potențiali investitori în instrumentul dat de finanțare. În cazul Republicii Moldova, o asemenea prevedere ar putea facilita accesul Diasporei ca potențiali investitori, însă și nivelul de risc ar fi mai înalt pentru emitenți.

3. Analiza finanțelor publice locale și a autonomiei locale

Una din cele mai importante întrebări, în contextul evaluării opțiunii obligațiunilor municipale, din punct de vedere a finanțelor publice locale ține de înțelegerea gradului de autonomie APL-urilor pentru a se putea îndatora în condițiile actuale a cadrului legal. După cum am menționat în capitolul 1, autoritățile publice locale pot contracta o datorie pe termen lung doar dacă suma totală a plăților anuale nu va depăși 20% din veniturile proprii ale autorității locale. Excepție este prevăzută pentru municipiul Chișinău și Bălți unde această limită este de 30%. Această limită a fost stabilită de către Ministerul Finanțelor și este considerată drept una care nu pune în pericol sustenabilitatea sistemului bugetar-fiscal. Cât despre gradul de autonomie financiară de

care acestea dispun, concluzia unui raport recent la acest subiect se referea mai mult la lipsa acesteia, sau mai degrabă formalitatea ei. În continuare vom analiza care sunt veniturile APL, dacă permit acestea o adevărată autonomie financiară și cât de sustenabile financiar sunt acestea pentru emiterea de valori mobiliare.

3.1 Care sunt veniturile publice locale?

Veniturile APL pot fi împărțite convențional în 4 categorii în funcție de sursa acestora: (i) veniturile din defalcări, (ii) transferurile, (iii) donațiile și granturile, (iv) veniturile din surse proprii. Veniturile din surse proprii constituie baza impozabilă locală care s-a diminuat constant în ultimii ani. Aceasta ține în cea mai mare măsură de controlul autorităților locale: (i) impozite pe proprietate; (ii) plăți administrative și servicii, (iii) patenta de întreprinzător, impozitul pe venitul persoanelor fizice ce desfășoară activitate independentă în domeniul comerțului cu amănuntul, taxa de licență pentru anumite genuri de activitate încasată în bugetul local de nivelul II (iv) taxe locale și (v) resurse naturale, (vi) venituri din proprietate, și (vii) alte venituri (amenzi, impozit unic, alte venituri). În 2019, veniturile din surse proprii constituiau doar 10,4% din veniturile bugetelor locale consolidate, cu o evoluție ușor descendentă în ultimii trei ani, excepție fiind anul 2019, care a înregistrat o mică creștere a acestora. Impozitele pe proprietate, taxele locale și veniturile din servicii și taxe administrative asigură circa 87% din veniturile din surse proprii. Cea mai mare contribuție pentru spațiul rural la creșterea veniturilor bugetului local consolidat o constituie veniturile din servicii și taxe administrative, iar pentru spațiul urban - impozite pe proprietate.

Bugetele Locale sunt foarte dependente de transferurile de la Bugetul de Stat, peste 70% din veniturile Bugetelor Locale în 2017-2019 provin din aceste transferuri. Această dependență a înregistrat un trend ascendent, în special după reforma privind finanțele publice locale din 2013, implementată integral din 2015. Ambele nivele ale Administrației Publice Locale (APL) sunt puternic dependente de aceste transferuri. Astfel, volumul transferurilor depășesc veniturile fără transferuri ale APL I de 2,05 iar pentru APL II de 2,8 ori în 2019.

În aspect teritorial se poate menționa că tendința generală pentru majoritatea covârșitoare a APL II în perioada 2016-2019 a fost de sporire a dependenței de transferurile de la BS. Astfel, în 2019 majoritatea covârșitoare a APL II au o dependență a veniturilor de peste 80% de transferurile de la BS, cu excepția UTA Găgăuzia și Municipiului Chișinău. Totodată, în 2019 față de 2017 se observă că o parte din APL II au înregistrat sporirea ponderii transferurilor, iar o altă parte - diminuarea acesteia, ultimele fiind mai multe (60% pentru transferurile totale și 65,7 pentru transferurile cu destinație specială). În consecință, în anul 2019 față de 2017, pe bugetul local consolidat s-a înregistrat o ușoară diminuare a ponderii transferurilor cu destinație specială și transferurilor totale de la BS. Veniturile bugetare ale APL I (fără transferuri de la APL II) în 2019, pentru marea majoritate din UAT, au înregistrat o pondere ce se situează în intervalul de 40%-51% din veniturile totale, deși pe bugetul local consolidat aceasta este de circa 32%.

3.2 Cât de autonome sunt APL?

Pe parcursul ultimilor ani, a crescut dependența APL de transferurile de la bugetul de stat. Ponderea veniturilor autorităților publice locale asupra cărora APL au întreaga putere de decizie în perioada 2016 – 2018 a înregistrat o tendință generală descendentă, ajungând în la 40,2% față de 42% în 2014, din totalul

veniturilor acumulate la bugetul local. Excepție a fost anul 2019, unde această pondere a atins 47,5% drept urmare a modificării Legii privind finanțele publice locale.²⁸ Cu această excepție, pentru această perioadă este caracteristică sporirea ponderii transferurilor cu destinație specială, care au crescut mai rapid ca restul veniturilor. Astfel, în 2019 pentru toate grupele de unități administrativ teritoriale de nivelul doi (raioane, mun. Chișinău și Bălți, Găgăuzia), ponderea transferurilor cu destinație specială a depășit 50% din veniturile consolidate ale acestora. În același timp, UTA Găgăuzia este unica, care a avut o tendință generală inversă, adică de reducere a ponderii transferurilor cu destinație specială, în 2019 aceasta atingând cea mai joasă pondere ale acestora, de 50,1%. Cel mai înalt nivel al transferurilor cu destinație specială de la bugetul de stat, și respectiv cel mai restrâns spațiu asupra deciziilor privind alocarea resurselor a fost înregistrat de către raioane, de 65,7%, urmat de mun. Bălți cu 62,6%.

Din creșterea de 20,9% a bugetului local consolidat pe perioada 2016-2019 contribuția veniturilor proprii este de doar 2,6 p.p. Contribuția veniturilor proprii la creșterea veniturilor totale pe raioanele este și mai joasă, de doar 0,9 p.p. și destul de aproape cu cea din UTA Găgăuzia (1,7 p.p.), în timp ce pe mun. Chișinău și Bălți acestea sunt considerabil mai mari, respectiv 4,5 p.p. și 3,7 p.p. Cea mai pronunțată diferență pe sursele proprii se observă pe impozitele pe proprietate și taxe locale, care au o contribuție cu mult mai importantă în mun. Chișinău și Bălți, decât pentru raioane și Găgăuzia. Chiar în ipoteza că rata de creștere a veniturilor proprii ar depăși-o semnificativ media creșterii veniturilor de la bugetul de stat, aceasta nu ar schimba semnificativ situația autonomiei financiare a APL. În aceste condiții, doar includerea altor surse de venit pentru APL este una care ar duce la creșterea autonomiei locale.²⁹ Un prim pas în acest sens a fost includerea în structura veniturilor a impozitului pe venitul persoanelor juridice din teritoriul unității administrativ-teritoriale respective. Astfel în 2019, ponderea veniturilor autorităților publice locale asupra cărora APL au întreaga putere de decizie în aceasta a crescut până la 47,5%, de la 40,2% în 2018. În același timp, această măsură nu este decât o creștere temporară, deoarece din 2021, odată cu modificarea cotei impozitului pe venit la 12%, va scădea volumul transferurilor cu destinație generală, din contul modificării bazei de calcul a Fondului de susținere financiară al unităților administrative-teritoriale.

3.3 Date statistice privind datoriile APL în 2019

La sfârșitul anului 2019, soldul datoriei sectorului public s-a diminuat cu 0,28 mil. MDL sau cu 0,5% comparativ cu sfârșitul anului 2018 și a constituit 57,60 mlrd. MDL, dintre care doar 1,1mlrd. MDL constituia datoria directă a APL. Ponderea sectorului public în PIB, a constituit 27,4%, dintre care datoria directă a APL a fost de 0,53% PIB, sau 6.5% din veniturile totale ale APL în 2019. În structura acesteia (APL) ponderea majoră a datoriei era în valută străină – 85,8%, cu 4,2 p.p. mai puțin decât în 2018 și cu 8,4 p.p. față de anul 2017. Mai mult de 73% din datoria directă a APL o reprezintă datoria cu rată flotantă a dobânzii, cu 0,4 p.p. mai puțin decât la finele anului 2018 și cu 0,5 p.p. mai mult comparativ cu finele anului 2017. Totodată, 21,3% din totalul datoriei directe a APL urmează să ajungă la scadență în 2020. Suma garanțiilor externe

28 Introducerea în sursele de venit a UAT a impozitul pe venitul persoanelor juridice din teritoriul unității administrativ-teritoriale respective, cu excepția mun. Chișinău și Bălți.

29 <https://www.expert-grup.org/ro/biblioteca/item/1835-autonomia-financiara-in-republica-moldova-evolutia-veniturilor-bugetelor-locale>

emise de APL pentru împrumuturile direct contractate, la sfârșitul anului 2019 era de 336,6 mil. MDL. Garanțiile interne emise de APL pe împrumuturile necreditate au constituit 252,2 MIL. Lei.

Deși gradul actual de îndatorare al APL este unul nesemnificativ, Ministerul Finanțelor în documentele operaționale ale acestuia menționează câteva dificultăți la gestionarea datoriilor publice aferente APL. Printre principalele riscuri enumerate în acest document, sunt incluse capacitatea scăzută a autorităților publice locale de a prognoza pe termen mediu și scurt principalii indicatori bugetar-fiscali, calitatea joasă a documentelor bugetare și de dezvoltare strategică, și lipsa disciplinei bugetare³⁰ Curtea de Conturi, la rândul său, în rapoartele sale anuale,³¹ confirmă că aceste probleme, în mare parte rămase fără rezolvare pe parcursul ultimilor 7 ani: capacitatea scăzută de prognoză bugetar-fiscală la nivel local, lipsa viziunii de dezvoltare la nivel local, inclusiv din cauza frecventelor incertitudini politice, lipsa unei strategii de dezvoltare regională și probleme ce țin de administrarea veniturilor și cheltuielilor APL. În consecință, nivelul executării mijloacelor fixe în 2019 este de 65% față de nivelul prognozat și doar 50% nivelul executării resurselor financiare destinate investițiilor capitale, tendință continuată în 2020 (la 20 octombrie 2019, 60% față de nivelul prognozat și doar 35% nivelul executării resurselor financiare destinate investițiilor capitale). În aceste condiții, APL preferă să nu se împrumute, nici una dintre acestea neatingând limita de 20% din totalul veniturilor anuale ale bugetelor respective. Chiar și în cazul mun. Chișinău, suma totală a datoriilor bugetelor corespunzătoare la împrumuturile deja contractate sau garantate (incluzând rambursarea sumei de principal și dobânda aferentă), nu depășește 12%.

3.5 Concluzii și recomandări

Cu excepția mun. Chișinău, condițiile actuale de finanțare nu permit autorităților locale să răspundă necesităților locale prioritare. Deși APL au posibilitatea legală de a se împrumuta, acestea nu o fac din varii motive, printre cele mai principale fiind lipsa unei viziuni strategice de dezvoltare la nivel local și lipsa de capacitate a primăriilor de a identifica cele mai potrivite instrumente financiare pentru a dezvolta în special proiecte de infrastructură. Un program de finanțare a obligațiunilor municipale ar permite pe de o parte, o mai bună ancorare a obiectivelor de dezvoltare locală în cadrul bugetar pe termen mediu, dar și inevitabil la o responsabilizare mai mare a APL, prin o mai bună planificare bugetar-fiscală, în condiții de maximă transparență bugetar-fiscală și un transfer de cunoștințe și abilități inclusiv din partea Ministerului Finanțelor și Curții de Conturi.

³⁰ <https://mf.gov.md/sites/default/files/Raport%202019%20datoria%20publica.pdf>

³¹ <http://ccrm.md/rapoarte-anuale-1-20>

4. De ce totuși obligațiuni municipale?

APL-urile sunt la început de cale privind asimilarea competențelor de bună guvernare, dar și de valorificare a pârgurilor ce derivă din reformele de creștere a autonomiei locale. Posibilitățile și opțiunile de gestionare cresc la nivel local, dar în același timp crește și responsabilitatea față de locuitori. Descentralizarea administrației publice și creșterea autonomiei autorităților publice locale implică și necesitatea de instrumente financiare pentru a asigura gestionarea coerentă atât a activității curente cât și a proiectelor investiționale la nivel local. Soluția de finanțare disponibilă la momentul actual sunt creditele bancare. În prezent APL-urile au contractat de la băncile comerciale circa 140 milioane de lei, din care circa 75% revin municipiului Chișinău. O altă soluție ar fi emiterea de obligațiuni municipale pentru necesitățile investiționale ale primăriei. Utilizarea împrumuturilor prin diferite forme este doar la început de cale în Republica Moldova. În economii mature cum ar fi SUA, autoritățile locale efectuează de 2.5 ori mai multe investiții în infrastructură decât autoritățile federale³². Aceste investiții sunt datorate utilizării pe larg a obligațiunilor municipale pentru finanțarea proiectelor de anvergură. Obligațiunile municipale reprezintă un instrument investițional de susținere a procesului decizional descentralizat pentru proiecte de infrastructură, decise și realizate în comun de liderii locali și locuitorii comunelor reprezentate. Instrumentul dat permite locuitorilor să-și diversifice opțiunile de plasare a economiilor în investiții sigure și să le ofere o oportunitate să investească în comunitățile lor. Utilizând obligațiunile municipale, atât comunitățile mici, rurale, cât și cele mari urbane finanțează proiecte esențiale de infrastructură.

4.1 Ce putem finanța cu obligațiuni municipale?

Localitățile Republicii Moldova au nevoie de surse multiple de finanțare a investițiilor de infrastructură, iar obligațiunile municipale poate fi una din aceste opțiuni. Resursele financiare disponibile sunt limitate în cadrul autorităților publice locale, iar necesitățile investiționale în creștere. Este important de conștientizat cum și în ce situații pot fi utilizate obligațiunile municipale pentru a îmbunătăți capacitatea de implementare a proiectelor la nivel local, în același timp păstrând o stare sănătoasă a finanțelor autorității publice locale și să evite situațiile de incapacitate de plată. Astfel, cele mai potrivite proiecte unde obligațiunile municipale pot fi utilizate sunt:

1. Co-finanțarea sau chiar finanțarea integrală a proiectelor investiționale care vor aduce un venit suplimentar cert. Astfel de proiecte ar fi construcția de sisteme de apeduct, sisteme de canalizare și stații de epurare, colectarea deșeurilor menajere solide, serviciile cărora sunt cuantificate și achitate de populație sub formă de taxe pentru servicii locale, servind drept sursă de achitare a obligațiunilor emise.
2. Investiții în proiecte și infrastructură care va aduce impozite suplimentare în bugetul local. De exemplu, efectuarea de investiții pentru asigurarea infrastructurii pentru o platformă industrială, unde vor fi atrași investitori privați, care vor contribui prin taxele de proprietate, de activitate și prin

³² Municipal Bonds Build America: A County Perspective on Changing the Tax-Exempt Status of Municipal Bond Interest, NACo Policy research paper, 2013

locurile de muncă create la majorarea veniturilor fiscale în bugetul local; sau investiții în parcuri pentru automobile care vor fi taxate, această sursă fiind utilizată pentru achitarea obligațiunilor emise pentru amenajarea parcurilor.

3. Co-finanțarea aplicațiilor de grant, unde lipsesc resurse suficiente la etapa inițială, respectiv APL se poate finanța prin obligațiuni pentru a asigura cota de contribuție necesară cu stingerea obligațiunilor din veniturile ulterioare, localitatea beneficiind de proiecte cu un levier financiar sporit asigurat de componenta de grant accesat.
4. Refinanțarea unor datorii sau credite mai scumpe, astfel îmbunătățind situația financiară și capacitatea de operare a APL.

Criteriile cheie pentru efectuarea unei emisii de obligațiuni și implementării unui proiect investițional local de succes:

1. Proiectele finanțate trebuie să fie bine definite, cu un plan financiar robust și surse de achitare a obligațiunilor emise și dobânzii aferente foarte clare și realiste. Astfel de proiecte trebuie să conțină planul investițional în detalii, veniturile directe sau indirecte cuantificate și un cash flow bine definit.
2. Proiectele investiționale sunt pe larg consultate cu cetățenii și sunt necesare dezvoltării comunității. În unele practici internaționale, proiectele majore sunt votate de către locuitori. Mecanismele de votare pot fi simplificate, la discreția Consiliului APL, dar aceasta ar garanta implicarea cetățenilor în mod direct în procesul decizional și ar asigura o acceptare mai largă a proiectului de către locuitori.
3. Potențialii investitori sunt identificați în prealabil, aceștia pot fi și cetățenii, afacerile locale, dar și investitori de portofoliu care sunt gata să susțină proiectele investiționale coordonate de APL: bănci, societăți de asigurări, companii excedentare în lichidități, alți investitori de portofoliu.
4. Se asigură transparență deplină atât față de locuitori, cât și față de investitori privind mersul implementării proiectului de investiții, realizarea planurilor de venituri, evaluarea riscurilor și măsurile de tratare ale acestora.

4.2 Proceduri simple de emiterie și deservire a obligațiunilor – condiție obligatorie pentru succesul obligațiunilor municipale în calitate de instrument financiar

Procedura de emiterie a obligațiunilor trebuie să fie cât mai simplă și autoritățile centrale și regulatorul pieței de capital trebuie să depună efort maxim și să opereze perfecționări ale cadrului normativ în timp util imediat ce sunt identificate lacune și bariere în procesul de emise și comercializare pe piața primară și secundară. Afară de obligațiunile de stat, emise de guvernul Republicii Moldova, în istoria pieței de capital a Republicii Moldova au fost doar câteva tentative de emisiune de obligațiuni. CNPF a depus efort și a descris procedura de emiterie a obligațiunilor municipale prin intermediul Instrucțiunii privind modul de înregistrare a obligațiunilor emise de autoritățile administrației publice locale, Hotărârea CNPF Nr. 18/1/2018, indicată în capitolele de mai sus. În același timp, pentru ca acest instrument să devină atractiv și confortabil de utilizat, procedura de operare atât la emiterie cât și operațiunile ulterioare emiterii trebuie să întrunească o serie de criterii:

1. Procedurile sunt maximal simple, strict necesare procesului. Orice document, etapă, operațiune necesară să fie eliminate din proces.

2. Costurile logistice trebuie să fie minime. operațiunile cu obligațiunile municipale trebuie să aibă opțiunea de perfectare și executare electronică și la distanță.
3. Toate costurile de emitere ale obligațiunilor municipale trebuie să fie cel mult 1%-1.5% din valoarea emisiunii și să nu depășească costurile de accesare a unui credit bancar, în caz contrar interesul față de acest instrument va scădea semnificativ.
4. Opțiunea tranzacționării electronice trebuie să fie un obiectiv cheie în elaborarea politicilor pe acest domeniu. Oricare barieră în atingerea acestui obiectiv trebuie eliminat.
5. Este necesar de facilitat crearea unui sistem simplu, electronic de tranzacționare a obligațiunilor pe piața secundară, astfel încât obligațiunea municipală să devină mai lichidă și cu interes sporit pentru investitori.
6. Ar fi bine să existe mecanisme de răscumpărare a obligațiunilor, fapt care ar reduce percepția de risc a investiției în obligațiuni și ar majora interesul investitorilor față de obligațiunile municipale.
7. Pentru a atrage investitori de portofoliu dobânzile oferite la obligațiunile municipale trebuie să fie ușor peste rata dobânzile bancare oferite pentru perioada respectivă.
8. În cazul în care locuitorii și agenții economici ai comunității manifestă interes deosebit față de un proiect înaintat de primărie și au exprimat acceptul de a investi în obligațiunile municipale cu dobânzi diminuate, APL ar putea emite obligațiuni cu dobânzi reduse față de ratele de dobândă comerciale.

Pilotarea proiectelor în acest domeniu va scoate la iveală carențele, procesele incomode, documentele inutile sau etapele prea costisitoare care necesită revizuire și optimizare.

4.3 Program național de achiziție a obligațiunilor municipale

Implementarea unui instrument nou financiar nu se va încadra ușor în paradigma financiară existentă, în special că un astfel de proces se va suprapune cu criza generată de Covid-19, astfel este binevenit un program al autorităților centrale de susținere a finanțării proiectelor investiționale ale APL. Investitorii sunt reticenți în a accepta un instrument nou, riscurile aferente ale căruia nu sunt testate de piață, iar procedurile de comercializare ulterioară nu sunt clare. Această reticență și respectiv neexecutarea obiectivelor de subscriere pot descuraja și primăriile să utilizeze noul instrument pentru finanțare.

O soluție la acest capitol ar fi lansarea unui program național de achiziție a obligațiunilor municipale. Chiar și economiile mature utilizează astfel de programe pentru susținerea inițiativelor și investițiilor la nivel local. În pofida faptului că SUA are unul din cele mai dezvoltate piețe de capital, totuși guvernul federal lansează periodic programe de achiziție a obligațiunilor municipale. În aprilie 2020 au lansat un program de achiziție a obligațiunilor municipale în valoare de 500 miliarde de dolari, având drept scop stimularea investițiilor la nivel local și finanțare acestora la prețuri rezonabile.

Criteriile cheie ale unui potențial Program național de achiziție a obligațiunilor municipale:

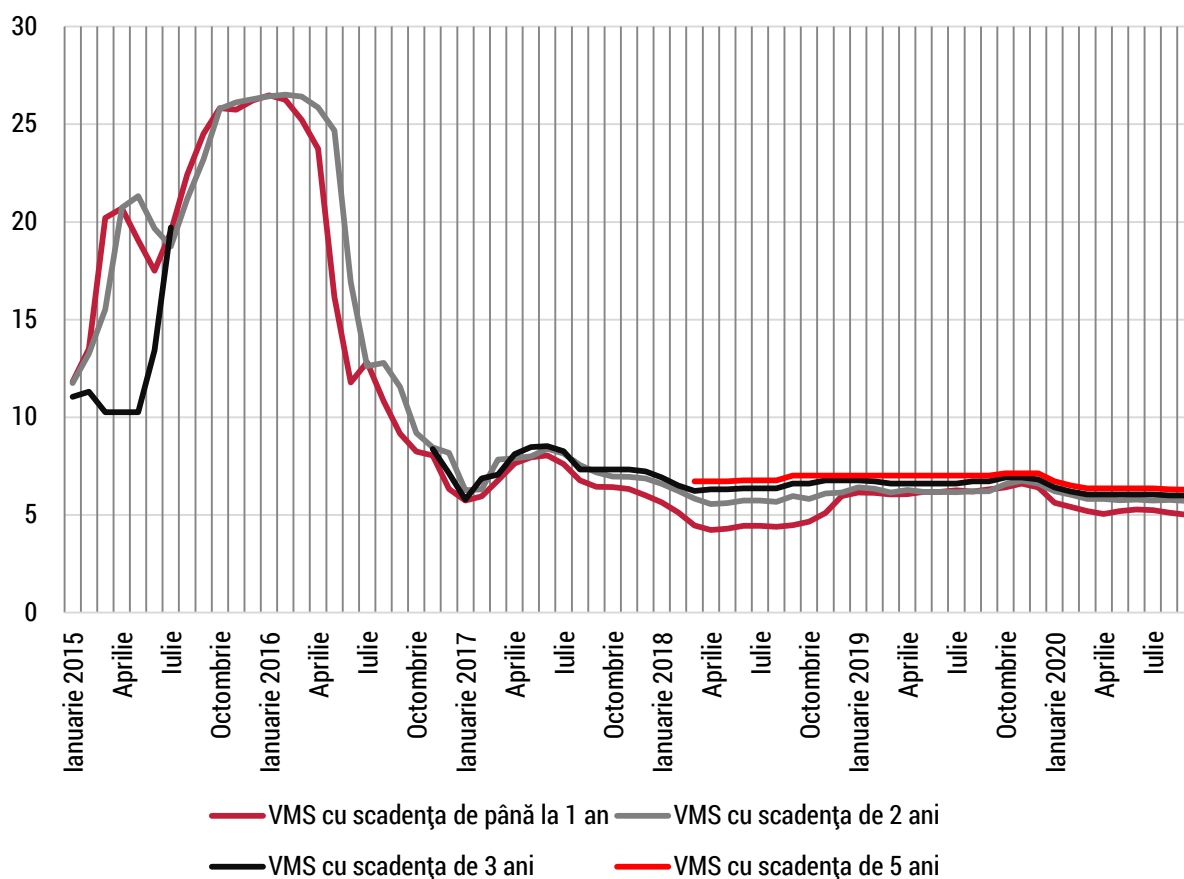
1. Guvernul (Ministerul Finanțelor) se subscrie la obligațiunile municipale ne-subscrise, dacă Primăria reușește să subscrie din sectorul privat 10% / 15% / 25% din pachetul de obligațiuni planificat spre emitere. Cotele ar putea fi diferențiate în dependență de domeniul de investiții.
2. Subscrierea Ministerului Finanțelor ar putea fi efectuată în mod standard la o dobândă fixă echivalentă cu dobânda de plasare a Valorilor Mobiliare de Stat (VMS).

3. În scopuri stimulatorii și de susținere a inițiativelor locale importante, pentru anumite categorii de investiții, Guvernul ar putea accepta cote ale dobânzilor mai mici, care ar echivala cu dobânda medie a subscrierilor private. Astfel, proiectele unde cetățenii și sectorul privat este gata să accepte o dobândă mai joasă decât cea comercială, Guvernul de asemenea este gata să contribuie cu împrumuturi la dobânzi reduse. Guvernul va suporta anumite costuri minore, dar levierul financiar va fi de zeci de ori mai mare în ceea ce privește investițiile efectuate în infrastructura locală.

Implementarea unui Program național de achiziție a obligațiunilor municipale ar genera un șir de avantaje economico-sociale cu costuri apropiate de zero pentru bugetul național:

1. Creșterea semnificativă a succesului introducerii obligațiunilor municipale în calitate de instrument de finanțare a autorităților locale.
2. Creșterea certitudinii primărilor că prin instrumentul dat vor colecta finanțarea necesară pentru proiectele investiționale țintite.
3. Scăderea costurilor obligațiunilor municipale în proximitatea costurilor HVS și o certitudine pentru liderii locali de obținere a unor finanțări la costuri adecvate. Vedeți evoluția costurilor pentru Hârțile de valoare de stat în figura de mai jos.
4. Certitudine pentru investitorii privați că proiectele vor fi finanțate și vor genera veniturile planificate pentru achitarea dobânzilor și rambursarea la scadență a valorii obligațiunilor. Creșterea participării investitorilor de portofoliu profesioniști (companii de asigurări, excedentari de lichidități, bănci)
5. Participanții la piață vor avea o referință certă privind costul obligațiunilor.
6. Va fi stimulată dinamizarea pieței obligațiunilor municipale care ar putea deveni o bază pentru formarea unei piețe de capital naționale.

Figura 2. Evoluția dobânzii efective a Valorilor Mobiliare de Stat, 2015-2020, %.



Sursa: BNM

Pe cât de simplu, pe atât de eficient ar fi un program de finanțare a obligațiunilor municipale, care ar amplifică semnificativ investițiile în infrastructură la nivel local cu un levier financiar nemaivăzut pentru autoritățile centrale, care în același timp va stimula inițiativa locală și participarea locuitorilor la gestionarea dezvoltării propriilor localități. Un astfel de program ar fi un instrument complementar excelent al autorităților centrale pentru dezvoltarea regională a Moldovei.

Fiecare instrument are avantajele și dezavantajele sale și sunt potrivite mai bine pentru anumite necesități de finanțare și în anumite circumstanțe. Indiscutabil fiecare instrument financiar are rolul și locul său în mixul de finanțare al fiecărei organizații. Deoarece efectiv unica formă de împrumut a APL sunt creditele accesate de la băncile comerciale sau de la instituțiile financiare internaționale, mai jos vom examina avantajele obligațiunilor municipale față de credite:

1. Avantajul major și indiscutabil al obligațiunilor emise constă în faptul că este eliminat intermediarul în relațiile de finanțare între APL și investitor. Investitorul acordă direct mijloacele financiare APL, beneficiind în schimb pe deplin de remunerarea capitalului împrumutat.
2. APL are libertatea de a cuantifica și stabili baze proprii de calcul a dobânzii la obligațiuni, termenilor de achitare, astfel încât să coreleze parametrii de finanțare cât mai aproape de specificul proiectelor finanțate și a riscurilor asociate. Indiscutabil acestea trebuie să fie ancorate în piața financiară națională și să asigure și un confort de risc și beneficiu viitorilor investitori.

3. Conform practicii internațională, dar și reieșind din alternativele de investire pentru investitori, APL vor putea obține un cost mai avantajos al resurselor financiare accesate, comparativ cu creditele comerciale. În condițiile Moldovei acestea ar putea să fie situate între dobânzile la depozite și DAE la credite, mai curând în proximitatea ratelor asigurate de VMS pentru termenele de finanțare corespunzătoare.
4. Prin relația directă cu investitorii, APL, pentru anumite proiecte de interes major pentru public, poate sensibiliza opinia investitorilor și obține finanțare la costuri semnificativ mai reduse. În cazul relațiilor cu operatorii profesioniști din piața financiară, marja de sensibilizare este semnificativ mai redusă.

4.5 Concluzii și recomandări

Obligațiunile municipale au rolul său în mixul de instrumente financiare și cel mai potrivit este pentru finanțarea proiectelor investiționale cu venituri directe sau indirecte sau pentru cofinanțarea proiectelor de grant și obținerea unui levier financiar pozitiv. În pofida unor flexibilități pe care le comportă obligațiunile, APL trebuie să trateze obligațiunile sale la fel ca și pe cele față de o bancă comercială. Este important ca proiectele investiționale să fie bine cuantificate și pe lângă planul investițional să aibă la dispoziție și un plan de venituri și rambursare bine formulat. Obligațiunile municipale comportă anumite avantaje față de creditele bancare, dar pentru a beneficia la maxim de aceste avantaje, APL trebuie să selecteze proiecte în interesul comunității, bine gândite și să fie activ în relațiile cu investitorii.

Procedurile simple de emiteră și de comercializare a obligațiunilor municipale și costuri rezonabile sunt un criteriu fundamental pentru succesul instrumentului dat. Autoritățile centrale trebuie să fie receptive la propunerile ce vin ca rezultat al testărilor și pilotărilor în privința procesului de emiteră pentru a asigura simplificările și eliminarea barierelor pentru a transforma acest instrument în unul confortabil atât pentru APL cât și pentru investitori.

Chiar și țările cu piețe financiare mature elaborează și pun în practică Programe de procurare a obligațiunilor municipale. În mod particular în condițiile efectului de criză, crește necesitatea de finanțare a APL-urilor, dar face dificilă implementarea unui instrument financiar nou. Având în vedere că bunele practici internaționale sugerează crearea unui suport din partea autorităților centrale prin instituirea unor Programe de suport naționale, este mai mult ca binevenită conceptualizarea și punerea în aplicare a unui program național de achiziției a obligațiunilor municipale în anumite proporții și condiții pentru a creșterea certitudinii APL în obținerea finanțării pentru proiectele investiționale planificate, "normalizarea" ratelor aferente obligațiunilor municipale. Elaborarea unui astfel de Program național ar comporta costuri minime pentru bugetul național cu un levier financiar excelent pentru autoritățile centrale, punând efectiv la dispoziția APL resurse financiare la costuri pe care le poate accesa Guvernul Moldovei.