



## NOTĂ ANALITICĂ IPRE nr. 4/2024

### Obligațiunile municipale - o sursă neexplorată pentru dezvoltarea locală

Autor: Stanislav GHILEȚCHI  
Chișinău, 23 mai 2024

În anul 2023, venitul autorităților publice locale din taxele locale a constituit MDL 864 milioane, o sumă de 34 de ori mai mică comparativ cu cea încasată de către autoritățile centrale doar din taxa pe valoare adăugată (TVA), care a totalizat MDL 30 miliarde în același an.

Problema dependenței bugetelor locale față de transferurile de la bugetul de stat nu este o problemă nouă, fiind menționată în cadrul rapoartelor elaborate de reprezentanții Consiliului European. Mai mult, această problemă este confirmată și de Studiul privind scenariile de reformă administrativ-teritorială realizat în 2018, care confirmă că autoritățile publice locale sunt limitate în resursele financiare disponibile pentru dezvoltare.

Cea mai mare parte a cheltuielilor din bugetul local este alocată cheltuielilor de personal (circa 50%), urmate de cheltuielile pentru bunuri și servicii (20%). Totodată, ponderea mijloacelor fixe constituie circa 15-20% din cheltuielile totale, în timp ce pentru investițiile capitale rămân doar circa 5-10%.

Acest fapt are un impact negativ asupra capacității autorităților publice locale de a realiza proiecte mai mari de infrastructură care să accelereze dezvoltarea socio-economică la nivelul comunităților locale.

#### IPRE Recomandă:

**1. Promovarea obligațiunilor municipale ca și instrument de finanțare pentru autoritățile publice locale.** Autoritățile centrale ar putea intensifica campaniile de informare, astfel încât autoritățile locale să cunoască mai bine care sunt avantajele acestui instrument financiar, dar și care sunt etapele de emisie a obligațiunilor municipale. De exemplu, deși au trecut 3 ani de la primele emiteri de obligațiuni, autoritățile centrale nu au analizat impactul acestora asupra dezvoltării locale, dar și descentralizării fiscale. De asemenea, ar putea fi organizate ateliere și programe de instruire pentru reprezentanții autorităților locale.

**2. Oferirea de asistență tehnică din partea Ministerului Finanțelor pentru autoritățile care sunt la prima emisiune de obligațiuni.** Acest element ar putea ajuta autoritățile locale să gestioneze procesul complex de emisiune, fiind prezentate istoriile de succes din emisiunile altor autorități.

**3. Implementarea unui proces riguros de analiză și evaluare a potențialelor proiecte de investiții publice.** Atât la nivel central, cât și la nivel local trebuie să existe un mecanism bine pus la punct cu privire la evaluarea proiectelor. Acest tip de analiză trebuie efectuat în mod sistematic pentru a crește șansele selectării și finanțării proiectelor cu adevărat necesare pentru comunitatea locală, dar și dezvoltarea economică. Complementar cu procesul de analiză inițială a ideilor de proiecte, trebuie dezvoltate și un mecanism de monitorizare și evaluare a proiectelor finanțate cu ajutorul obligațiunilor municipale pentru a asigura un nivel înalt de transparență și eficiență.

**4. Crearea unui fond național care să sprijine emisiunile de obligațiuni municipale.** Acest fond ar putea să garanteze parțial emisiunile sau să ofere o facilitate de răscumpărare anticipată a obligațiunilor. Ambele obiective vor reduce riscurile asociate cu aceste instrumente financiare, stimulând interesul investitorilor. De exemplu, prin oferirea posibilității de răscumpărare anticipată, fondul va contribui la creșterea lichidității pe piața secundară, reducând astfel prima de risc legată de lichiditatea scăzută. Implementarea acestui mecanism va transmite un semnal puternic de încredere și susținere pentru autoritățile locale care doresc să acceseze această finanțare.





Aderarea Republicii Moldova la Uniunea Europeană, pe lângă aspectele regulatorii de aliniere la acquis, va depinde mult și de capacitatea de convergență economică cu blocul comunitar. În acest context, rolul autorităților publice locale este esențial. Dar în cazul unor bugete foarte limitate pentru investiții publice, cum ar putea autoritățile locale identifica resursele financiare necesare pentru inițierea unui program de investiții? Ar fi obligațiunile municipale o opțiune sustenabilă? Care sunt riscurile și beneficiile acestui instrument financiar?

### CE SUNT DE FAPT OBLIGAȚIUNILE MUNICIPALE?

Obligațiunile municipale reprezintă un instrument de datorie emis de autoritățile publice locale (de nivelul 1 și 2) pentru a colecta fonduri pentru finanțarea unor proiecte publice. Proiectele de infrastructură sunt cele mai frecvente tipuri de proiecte finanțate prin emisiuni de obligațiuni municipale. Prin emiterea obligațiunilor, autoritățile locale împrumută bani direct de la investitori (bănci, entități comerciale sau populația largă), angajându-se să returneze suma împrumutată, cu o oarecare dobândă, peste o perioadă determinată de timp.

Obligațiunile municipale ar permite autorităților locale să acceseze sume mari de capital necesare pentru proiecte sau inițiative de dezvoltare a comunității care necesită investiții semnificative, care nu sunt limitate la ciclul anual bugetar. În plus, un element care distinge obligațiunile de alte instrumente de finanțare precum ar fi creditele bancare, este plata sumei principale a împrumutului la scadența obligațiunii (la finalul perioadei de viață a obligațiunilor). Această caracteristică, în timp ce oferă o flexibilitate în plus autorităților locale, este și o sursă de risc, încât corpul împrumutului de fapt trebuie stins într-o singură plată la scadență. Prin urmare, bugetul localității trebuie să acumuleze suficiente resurse pentru a putea acoperi o astfel de plată.

Ca și oricare alt instrument financiar, obligațiunile conțin anumite riscuri. Investitorii în obligațiuni trebuie să ia în calcul riscul de credit (posibilitatea ca emitentul să nu-și poată onora obligațiunile) și riscul de piață (valoarea obligațiunii poate fluctua pe piață în funcție de schimbările ratei dobânzii și alte condiții

economice). Totuși, pentru investitori, obligațiunile oferă o oportunitate de a obține un venit previzibil, cu asumarea unor riscuri rezonabile.

În Moldova, obligațiunile municipale nu sunt un instrument utilizat pe larg. Singurele emisiuni au avut loc în anul 2021, emitenți fiind orașele Sîngera și Ceadâr-Lunga, și municipiul Chișinău. Utilizarea mai largă a obligațiunilor municipale ar îmbunătăți capacitatea autorităților locale de a planifica și implementa proiecte de amploare, fără a se baza pe transferurile de la bugetul național sau pe obținerea finanțării din resurse limitate din programe precum Satul European. Astfel, pe lângă accelerarea dezvoltării economice, obligațiunile municipale ar putea fi și un catalizator pentru o autonomie financiară locală mai pronunțată.

### CICLUL DE VIAȚĂ AL OBLIGAȚIUNILOR

Obligațiunile, ca și oricare alt instrument de datorie, au un anumit ciclu de viață, descris în continuare:

1. Un emitent (companie, guvern, autorități publice locale) decide să colecteze resurse financiare prin vânzarea de obligațiuni. Fiecare obligațiune are o valoare nominală (de exemplu aceasta poate fi 100 sau 1,000 de lei). Aceasta este suma de bani pe care emitentul promite să o returneze investitorului la data scadenței obligațiunii, pentru fiecare obligațiune pe care acesta o procură.
2. Obligațiunile vin cu o rată a dobânzii, care poate fi fixă sau flotantă. Dobânda în cazul obligațiunilor, mai este cunoscută și sub numele de cupon. Cuponul reprezintă plățile periodice pe care emitentul le va face către investitori. De exemplu, dacă o obligațiune care are valoarea nominală de 1,000 de lei, are o rată a dobânzii de 7%, atunci emitentul va achita un cupon de 70 de lei pentru obligațiune emisă.
3. Obligațiunile sunt vândute investitorilor, prin intermediul participanților pe piața de capital. Cel mai frecvent, obligațiunile sunt vândute la valoarea nominală, însă sunt situații în care acestea se vând cu scont (mai puțin de valoarea nominală) sau cu o primă (mai mult decât valoarea nominală).





4. Obligațiunile au o dată de scadență. Acesta este momentul în care emitentul trebuie să întoarcă suma principală (valoarea nominală) investitorilor. Perioada de maturitate poate varia de la câteva luni până la câțiva ani, în funcție de tipul obligațiunii și de necesitățile emitentului. Între timp, deținătorii de obligațiuni primesc cupoanele de la emitent, de regulă o dată la 6 luni sau anual.

#### STUDIU DE CAZ: EMISIUNEA DE OBLIGAȚIUNI SÎNGERA

În anul 2021, primăria orașului Sîngera, a fost printre primele autorități publice locale din Moldova care a decis să emită obligațiuni municipale în scopul dezvoltării unui proiect de infrastructură locală. Era vorba despre construcția unui apeduct în cartierul nou, de care ar urma să beneficieze circa 300 de gospodării.

Pentru a finanța acest proiect, primăria orașului Sîngera a emis obligațiuni municipale de două clase diferite, în funcție de termenul de circulație: obligațiuni de clasa I (cu termen de circulație de 2 ani) în valoare de 2 milioane lei și obligațiuni de clasa II (cu termen de circulație de 3 ani) în valoare de 2,5 milioane lei. Aceste obligațiuni au fost plasate concomitent, și au fost subscrise în proporție de 100% înainte de expirarea perioadei de subscriere.

Analizând evoluția bugetului primăriei Sîngera din ultimii ani, observăm o dinamică pozitivă și semnificativă, cu o creștere medie a veniturilor de 16% anual în perioadă anilor 2020-2024 (tabel 1). Veniturile proprii ale primăriei au crescut și mai rapid cu aproximativ 22% anual. Dacă raportăm volumul emisiunii de obligațiuni în anul 2021, la totalul veniturilor primăriei – obținem un raport de 13%. Către anul 2023, când a fost răscumpărată anticipat prima clasă de obligațiuni, volumul emisiunii raportat la veniturile primăriei a căzut la 8%. Aceste tendințe reflectă o disciplină impresionantă a autorității locale de a identifica posibilități de consolidare a bugetului, în timp ce se implementa cu succes proiectul de emisiune de obligațiuni.

Implementarea proiectului de infrastructură locală în Sîngera a fost bine-gândit atât din perspectivă economică cât și din perspectivă socială. În mod normal, costurile de conectare la un sistem centralizat de apeduct și canalizare pentru fiecare gospodărie pot ajunge până la 20,000 lei. Totuși, în procesul de construcție a rețelelor, primăria orașului a pregătit toate elementele necesare pentru racordare, permițând gospodăriilor să se racordeze pentru un tarif variabil între 7,000 și 12,000 lei, în funcție de momentul racordării.

Tabelul 1. Bugetul primăriei Sîngera (mii lei)

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Venituri total inclusiv:</b>	34,773	39,254	52,132	53,118	61,809
Venituri proprii	11,645	16,230	20,143	23,155	25,788
Taxe locale	1,633	2,050	2,234.5	3,133	2,457
Transferuri de stat	11,711	10,719	15,515	17,844	25,364
Transferuri capitale primite	7,500	7,150	9,456	6,100	8,000
Venituri - proiecte	1,951	1,661	3,208	1,929	
Donații voluntare	332	1,444	1,577	958	200
<b>Cheltuieli total inclusiv:</b>	35,821	35,360	63,333	50,026	62,443
Grădinițe	15,445	11,961	21,642	18,940	20,298
Amenajarea, drum, apa și canalizare, iluminat	11,049	15,580	37,571	23,489	34,341
Asistența socială, sport, cultură, tineret, aparatul primăriei	9,326	7,819	4,121	7,598	7,805

Sursa: Calculele autorului în baza bugetelor aprobate

Deci, până în prezent, primăria a colectat suma de aproximativ 800,000 lei pentru racordare, de la circa 110 gospodării, economisindu-le aproximativ 1,4 milioane lei.





Odată ce toate 300 de gospodării vor fi racordate la rețea, economiile totale pentru cetățeni se vor ridica la circa 3 milioane lei, primăria colectând în total 3 milioane lei, ceea ce va depăși considerabil suma pe care primăria a achitat-o în dobânzi pentru deservirea emisiunii de obligațiuni.

### CARE SUNT RISCURILE ACESTUI INSTRUMENT FINANCIAR?

În materie de risc al investiției, merită de menționat că achitarea obligațiunilor a fost garantată cu o parte din creanțele pe care primăria orașului urma să le încaseze – creanțe ce reprezintă veniturile proprii bugetate pe toți anii de circulație a obligațiunilor, dintre 2021-2024. Cu alte cuvinte, veniturile care constituiau garanții pentru răscumpărarea obligațiunilor emise și a dobânzilor aferente, au fost îndreptate cu prioritate către plata dobânzilor și a principalului la scadența obligațiunilor, față de orice alte revendicări ale unor terți către Primăria or. Sîngera. Acest element subliniază riscul redus pe care și l-au asumat investitorii în aceste instrumente.

În general, reieșind din modul în care se garantează obligațiunile municipale, riscul de faliment al acestor instrumente este foarte scăzut, ceea ce inevitabil crește atractivitatea lor. Riscul de faliment se referă la probabilitatea ca autoritatea locală să nu fie capabilă să își îndeplinească obligațiile financiare, inclusiv plata dobânzilor și rambursarea principalului la scadență. Acest risc influențează rata dobânzii pe care emitentul trebuie să o ofere pentru a atrage investitori. Cu cât riscul de faliment este mai mare, cu atât rata dobânzii pe care o autoritate locală trebuie să o plătească va fi mai mare, pentru a compensa investitorii pentru riscul asumat.

În comparație cu valorile mobiliare de stat, care sunt considerate instrumente fără risc, obligațiunile municipale poartă o „primă de risc”. Prima de risc este diferența de randament între obligațiunile municipale și valorile mobiliare de stat. Cu alte cuvinte, investitorii sunt recompensați pentru riscurile suplimentare pe care le presupune investiția

în obligațiunile municipale. Prima de risc este în principal cauzată de capacitatea mai mică a autorităților locale de a genera venituri pentru serviciul datoriei, în contrast cu guvernul sau autoritățile centrale, care au acces la o bază fiscală mai largă.

Primăria orașului Sîngera a obținut o primă de risc de doar 0,85 puncte procentuale față de valorile mobiliare de stat emise în august 2021 (pe ambele clase de obligațiuni). Dacă ar fi să extrapolăm aceeași primă de risc, la ziua de astăzi primăria orașului Sîngera ar putea să emită obligațiuni la o rată de aproximativ 5,6 - 5,85% (vezi tabelul 2).

**Tabelul 2. Prognozele privind emiterea obligațiunilor municipale**

	August 2021	Aprilie 2024
VMS 2 ani	5,65 %	4,75 %
Obligațiuni Sîngera 2 ani	6,50 %	5,60 % *
Prima de risc**	0,85 p.p	0,85 p.p.
VMS 3 ani	5,85 %	5,00 %
Obligațiuni Sîngera 3 ani	6,70 %	5,85 % *
Prima de risc	0,85 p.p.	0,85 p.p.

\* rata pentru primăria orașului Sîngera este o prognoză în cazul în care se păstrează aceeași primă de risc față de valorile mobiliare de stat.

\*\* prima de risc se calculează prin diferența dintre dobânzi (% VMS - % obligațiuni)

Sursa: calculele autorului în baza informației publicată de Ministerul Finanțelor

Pentru comparație, în luna martie 2024, rata medie ponderată pentru creditele noi acordate persoanelor juridice, cu durata de 2 până la 5 ani, a fost de 8,76% — semnificativ mai mare decât rata la care Primăria Sîngera ar fi putut emite obligațiuni municipale.

O ipoteză cheie în această analiză este menținerea constantă a primei de risc. Având în vedere succesul primei emisiuni și creșterea substanțială a bugetului autorității locale în acest interval, există toate argumentele necesare pentru a presupune că această ipoteză se va confirma.





**Institutul pentru Politici și Reforme Europene (IPRE)** a fost înființat în martie 2015 în calitate de centru de analiză și cercetare (eng.: think-tank) independent, non-profit și apolitic. Misiunea IPRE este de a accelera integrarea europeană a Republicii Moldova prin promovarea reformelor sistemice, sporirea democrației participative și consolidarea rolului cetățenilor în procesele decizionale la nivel național și local.

IPRE este membru al Platformei Naționale a Forumului Societății Civile a Parteneriatului Estic ([www.eap-csf.eu](http://www.eap-csf.eu)), co-inițiator al Forumului Think-Tank al Parteneriatului Estic lansat în 2017 la Chișinău, membru al Rețelei de Think Tanks privind Parteneriatul Estic lansat în 2020 (EaP Think Tank Network), membru al Rețelei OSCE de Think Tanks și Instituții Academice (<https://osce-network.net/>) și membru asociat al SELDI - [www.seldi.net](http://www.seldi.net)).

Adresa: Str. București 90, of. 20  
Chișinău, MD-2001, Republica Moldova  
Tel.: + 373 22 788 989  
E-mail: [info@ipre.md](mailto:info@ipre.md)  
Web: [www.ipre.md](http://www.ipre.md)

