ROLUL ŞI FUNCŢIILE INFRASTRUCTURII PIEŢEI VALORILOR MOBILIARE DE STAT: CAZUL REPUBLICII MOLDOVA

CZU: 336.761:338.49(478)

Olesea SPEIAN

Şcoala Doctorală Ştiinţe Economice,
Universitatea de Stat din Moldova

The financial market infrastructure plays a key role in the functionality of the economy, maintaining financial stability and improving the monetary transmission mechanism, contributing to the promotion of economic growth. The infrastructure takes over some of the risks of market participants, whence it results in the need for its proper functioning. In this context, there is a lot of controversy about the optimal infrastructure of the securities market.

This paper aims to review the most efficient financial market infrastructure. Market participants are aware that the way that the market works influences their expectations and safety. Also, there is growing anxiety about the presence of conflicts of interest in the market infrastructure, where the government must implement mechanisms to minimize such conflicts. That is why, globally, several models of the infrastructure of the securities market are implemented, which are meant to control the market activity. The same is highlights the new infrastructure that has appeared as a consequence of the development of financial technologies. The article emphasizes the role of each player in the financial infrastructure.

Changes in financial infrastructure and regulation are necessary to support welfare-improving financial innovation and government policies have to ensure proper operation of the market infrastructure.

Keywords: *market infrastructure, government securities, transparency, efficiency, safety.*

Introducere. Infrastructura pieţei valorilor mobiliare joacă un rol primordial în ceea ce priveşte siguranţa tranzacţiilor cu instrumentele financiare. Criza financiară globală, care a început în anul 2007, precum şi multe alte crize analogice din trecut, au atras atenţia asupra funcţionalităţii pieţei financiare, în particular a infrastructurii acesteia care are menirea de a asigura buna funcţionare a pieţei şi protecţia investitorilor. La sfârşitul anului 2020, după mai bine de un an de luptă cu pandemia COVID-19, s-a înregistrat un nivel record al datoriei mondiale de 281 trilioane USD [1]. Potrivit estimărilor Institutului Internaţional pentru Finanţe [2], în anul 2021 datoria guvernamentală va creşte cu încă 10 trilioane USD, datorită presiunilor politice şi sociale. Notabil este faptul că o parte din datoria suverană este acumulată prin emisiunea de titluri de stat, de aceea e necesar de atras o deosebită atenţie asupra infrastructurii şi funcţionalităţii participanţilor la piaţa financiară.

Rezultate şi discuţii. Din franceză, conform etimologiei cuvântului *infrastructură* (infra+structure), aceasta reprezintă instalaţii care stau la baza oricărei operaţiuni. Potrivit *Dicţionarului explicativ al limbii române* [3], infrastructura este definită ca ansamblul elementelor care susţin partea principală a unei construcţii, care o fixează

de teren şi care transmite acestuia forţe sau conform altei definiţii – sistem de relaţii între elementele fundamentale ale unui macrosistem (social). Acest termen este utilizat în diferite contexte. În limbaj economic, infrastructura pieţei valorilor mobiliare reprezintă burse, depozitare centrale, sisteme de tranzacţionare, clearing şi decontare, şi sisteme de plăţi.

Principalii participanţi la piaţa valorilor mobiliare sunt, în primul rând, consumatorii şi furnizorii de capital. Consumatorii de capital atrag mijloace băneşti prin emisiunea de valori mobiliare, denumiţi *emitenţi.* Furnizorii de capital investesc fondurile lor prin cumpărarea instrumentelor financiare, în scopul de a obţine profit – *investitori* [1, p.24]. În FIgura 1 este reprezentat fluxul de capital în cadrul pieţei valorilor mobiliare.

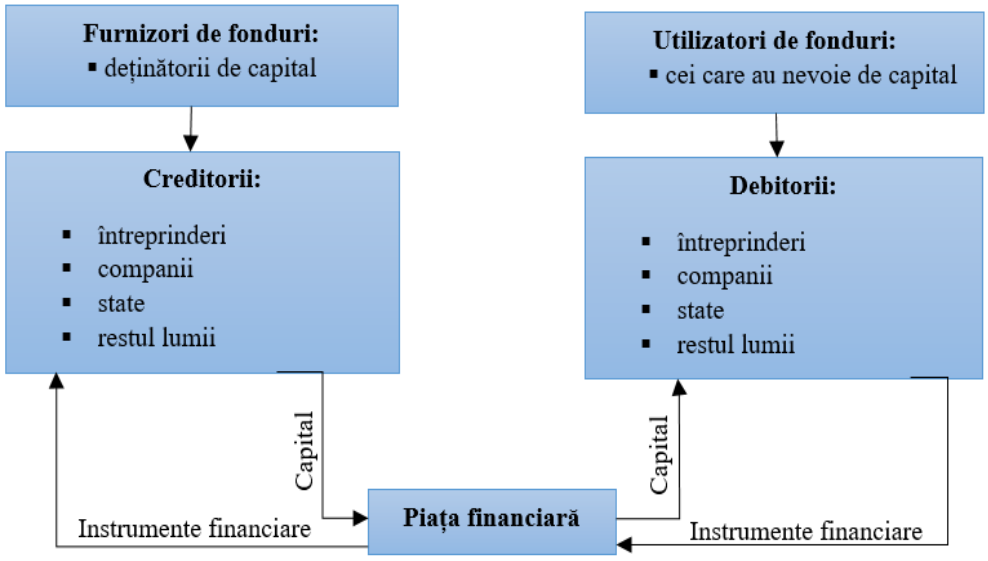


Fig.1. Fluxul de capital în cadrul pieţei valorilor mobiliare
Sursa: Elaborată de autor.

Evident că fiecare dintre participanţi îşi urmăreşte propriile obiective. Furnizorii de fonduri sunt cointeresaţi ca plasamentele acestora să asigure un nivel înalt al randamentului, suficient de lichide, iar utilizatorii de fonduri, la rândul lor, urmăresc să obţină mijloace băneşti în scurt timp cu cheltuieli minime. Desigur, ca în orice piaţă, preţul acestor valori mobiliare este influenţat de cererea şi oferta acestora.

Pentru buna funcţionare a pieţei financiare, e necesar să fie instituită o infrastructură solidă, care ar contribui la dezvoltarea pieţei valorilor mobiliare de stat. Dezvoltarea infrastructurii este în tandem cu dezvoltarea pieţei şi creşterea cifrei de afaceri. În timp ce numărul tranzacţiilor este mic şi cifra de afaceri pe piaţă este redusă, întreţinerea infrastructurii este costisitoare, fiind una slab dezvoltată. Pe măsură ce cifra de afaceri creşte, aceasta continuă să se dezvolte. Schematic, relaţiile dintre participanţii la piaţa valorilor mobiliare sunt reprezentate în Figura 2.

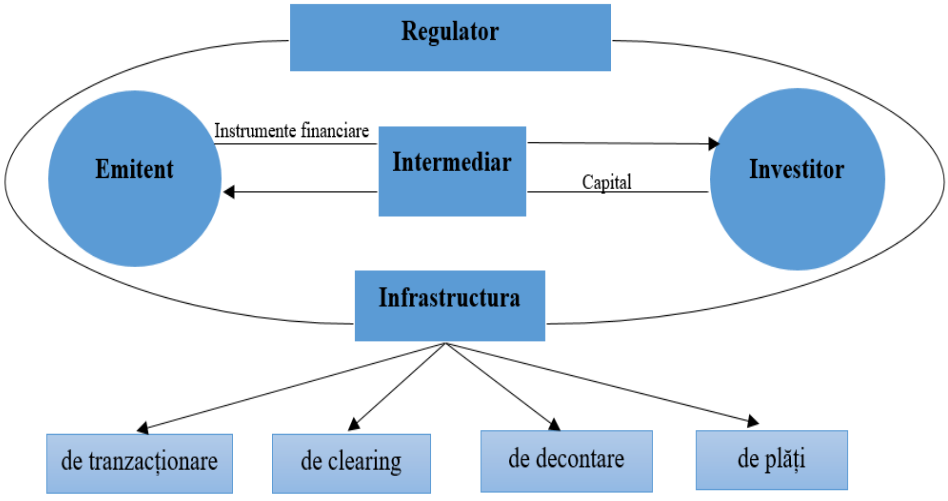


Fig. 2. Relațiile dintre participanții la piața valorilor mobiliare
Sursa: Elaborată de autor.

Pentru buna funcționare a pieței valorilor mobiliare, fiecare participant urmează să își îndeplinească funcțiile sale bine stabilite. Așadar, infrastructura joacă un rol important la realizarea în siguranță a unei tranzacții cu instrumente financiare. Aceasta ține de sistemele utilizate la cumpărarea și vânzarea instrumentelor financiare, îndeplinind următoarele funcții:

- *de tranzacționare* – unirea cumpărătorilor și a vânzătorilor de instrumente financiare, atunci când ordinele acestora se potrivesc. Executarea unei tranzacții poate fie manuală (se face click) sau automată (potrivire încrucișată). În orice caz, un sistem de tranzacționare necesită a fi reglementat, regulile de tranzacționare fiind clar descrise [2, p.8]. Astăzi, piețele financiare sunt extrem de integrate, iar tranzacțiile cu instrumentele financiare au devenit din ce în ce mai complexe, încheindu-se în timp real 24/24. Bursa din New York este cea mai mare bursă din lume, cu o capitalizare de peste 25,6 trilioane USD începând din februarie 2021, urmată de următoarele trei burse NASDAQ, Bursa din Hong Kong și din Shanghai [4];
- *de clearing* – calcularea obligațiilor reciproce ale părților la tranzacție, adică stabilirea cine și cui datorează. Acest lucru nu trebuie confundat cu activitatea distinctă și separată de gestionare a riscurilor prin care o contrapartidă își asumă obligațiile de a deveni cumpărător pentru fiecare vânzător și invers [3, p.23];
- *de decontare* – operațiunea prin care sunt stinse irevocabil obligaţiile legate de transferuri de mijloace şi instrumente financiare între participanţii la sistemul de clearing şi decontare la o dată prestabilită. Sistemul financiar din întreaga lume este construit pe încredere. Atunci când activele sunt tranzacționate, ambele părți trebuie să fie sigure că vor primi partea lor din tranzacție. Având în vedere complexitatea, viteza și cantitatea activelor implicate, un terț rapid, sigur și de încredere este absolut

esențial pentru decontarea tranzacțiilor, ca de exemplu Clearstream, care este un jucător important pe piața valori mobiliare. Acesta menține relații cu clienții din peste 110 țări. Rețeaua sa globală se extinde pe 58 de piețe interne. Clearstream oferă unul dintre cele mai complete servicii internaționale de valori mobiliare disponibile, decontând zilnic peste 250.000 de tranzacții [5];

- *de plăți* – schimb de valori la finalizarea decontării a unei tranzacții şi reprezintă un angajament irevocabil şi necondiționat al unei părți terțe (de obicei, o bancă sau o casă de clearing) [4, p.17].

Evaluarea infrastructurii pieței valorilor mobiliare de stat în Republica Moldova. În Republica Moldova, piața valorilor mobiliare de stat a fost înființată în anul 1995. Ministerul Finanțelor, emitent al valorilor mobiliare de stat, în colaborare cu Banca Națională a Moldovei, în calitate de agent al statului, au întreprins o serie de măsuri în vederea dezvoltării pieței financiare. În conformitate cu cadrul legal [5]. Guvernul Republicii Moldova, în persoana Ministerului Finanţelor, este autorizat să emită valori mobiliare de stat pentru plasarea lor pe piaţa internă şi externă. Valorile mobiliare de stat pentru plasare pe piaţa internă se emit în monedă naţională şi pot fi indexate. Ele se emit în formă de înscriere în cont, ca valori mobiliare pentru care emisiunea, evidenţa, confirmarea dreptului de proprietate şi plata sumei principale şi a dobânzilor (cupoanelor) aferente se efectuează prin intermediul sistemului de înscriere în cont, fiecărei emisiuni a valorilor mobiliare de stat, la solicitarea Ministerului Finanţelor, Depozitarul central unic al valorilor mobiliare de stat atribuie, conform cerinţelor standardelor naţionale şi internaţionale, numărul de înregistrare de stat. Licitaţiile de plasare a valorilor mobiliare de stat se desfăşoară în sistemul electronic al *Bloomberg Professional Service – Bloomberg Auction System*. Doar Banca Naţională şi dealerii primari au acces la Bloomberg Auction System pentru licitaţiile de valori mobiliare de stat [6].

Înregistrarea, evidența şi decontarea valorilor mobiliare de stat este realizată de către Depozitarul Central Unic al Valorilor Mobiliare. În temeiul permisiunii Băncii Naționale, acesta poate efectua conexiunea cu un alt depozitar [7].

Tranzacțiile dintre participanții la piața secundară (dealerii primari şi băncile care nu au calitatea de dealer primar), efectuate atât în cont propriu, cât şi în contul clienților se încheie prin sistemul electronic al *Bloomberg Professional Service - E-Bond system*, iar tranzacțiile încheiate între bancă şi clienții săi, precum şi cele încheiate între clienții săi se încheie prin sistemul Depozitarului Central Unic.

Valorile mobiliare de stat sunt unul dintre cele mai preferate instrumente de investiții. De aceea, crearea unui canal specific pentru investitorii retail care doresc să investească în astfel de instrumente financiare, extinde opțiunile de investiții. În acest sens, se intenționează crearea unei platforme retail în Republica Moldova: un ghişeu electronic unic, prin intermediul căruia pot fi efectuate operațiuni cu instrumente financiare într-un mod sigur, securizat şi eficient. Procesul de plasare a valorilor mobiliare de stat prin intermediul acestei platforme este reprezentat în Figura 3.

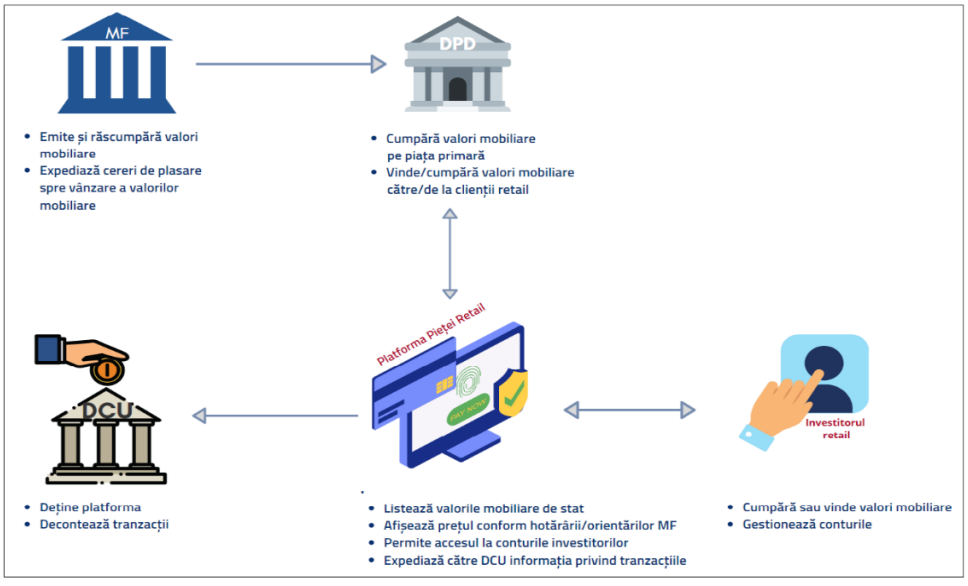


Fig. 3. Procesul de plasare a valorilor mobiliare retail
Sursa: www.dcu.md

Conform Figurii 3, observăm mail mulți actori la procesul de plasare a valorilor mobiliare:

- Depozitarul Central Unic – responsabil de înregistrarea, evidența și decontarea valorilor mobiliare. Acesta reprezintă deținătorul și administratorul general care operează platforma;
- Ministerul Finanțelor – principalul emitent al valorilor mobiliare de stat; este responsabil de stabilirea condițiilor legate de preț;
- Banca Națională a Moldovei – deține autoritatea de reglementare și supraveghere asupra Depozitarului Central Unic;
- Sistemul automatizat de plăți interbancare – un sistem de plăți de importanță sistemică, deținut și operat de Banca Națională;
- Investitori retail – persoane fizice care încheie tranzacții cu valori mobiliare.

Progresul tehnologiilor informaționale influențează pozitiv accesul la piața valorilor mobiliare, acesta fiind accesibil investitorilor fără mari eforturi. Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare guvernamentale trebuie să fie una multidimensională, care să contribuie la dezvoltarea sistemului financiar a fiecărei țări. Pentru multe țări, aceasta implică provocări imense, problemele economice fiind unele majore. De exemplu, unele guverne se bazează pe câteva bănci interne pentru finanțare, ceea ce face ca concurența să fie redusă și costurile de tranzacționare ridicate. O lipsă de investitori instituționali, de interes din partea investitorilor internaționali pot influența eficiența pieței. Mai mult, instabilitatea economică, deseori alimentată de politici fiscale, devalorizarea monedei naționale și instabilitatea politică contribuie la diminuarea încrederii investitorilor, ca rezultat dezvoltarea pieței titlurilor de stat stagnează [8, p. 2].

Cea mai importantă componentă a pieței instrumentelor financiare reprezintă piața valorilor mobiliare de stat sau se mai numește piața titlurilor de stat, deoarece la nivel global riscul acesteia se estimează la zero.

Concluzii. Piața titlurilor de stat constituie principalul segment al pieței datoriilor. Dezvoltarea oricărei piețe necesită consolidarea infrastructurii pieței cu un număr mare de actori care au cunoștințe despre piață și care ar oferi continuu lichidități. De aceea, pentru buna funcționare a pieței valorilor mobiliare de stat, infrastructura acesteia trebuie să se axeze pe următoarele:

- transparența – analiza literaturii atestă faptul că atunci când se examinează arhitectura optimă a pieței se pune accent, în primul rând, pe gradul de transparență al tranzacțiilor;
- utilizarea sistemelor electronice performante – acestea oferă un spectru mai larg de informații despre prețuri de pe piață și permit executarea rapidă a tranzacțiilor. Mai mult, platformele electronice joacă un rol major la furnizarea de informații post-tranzacționare, care contribuie, de asemenea, la transparența pieței;
- siguranța – gestionarea eficientă a riscurilor parvenite în procesul de tranzacționare;
- eficiența – avansarea tehnologiilor informaționale și integrarea burselor, precum și a diverșilor depozitari asigură satisfacerea preferințelor investitorilor.

Datoria publică sau suverană este o modalitate importantă de finanțare a cheltuielilor. De aceea este esențial ca guvernele să contribuie la crearea unei infrastructuri moderne și eficiente a pieței financiare.

Referințe:

1. ЛЯЛИН, В.А., ВОРОБЬЕВ, П.В. *Рынок ценных бумаг.* Москва: Проспект, 2015.
2. The World Bank. *Electronic Trading Platforms in Government Securities Markets,* 2013.
3. Committee on Economic and Monetary Affairs. *Report on Clearing and settlement in the European Union,* 2005
4. Bank for International Settlements. *A glossary of terms used in payments and settlement systems,* 2003.
5. Legea cu privire la datoria sectorului public, garanțiile de stat și recreditarea de stat nr. 419 din 22 decembrie 2006. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova,* 2007, nr. 32-35.
6. Regulamentul cu privire la plasarea, tranzacționarea și răscumpărarea valorilor mobiliare de stat în formă de înscrie în cont, aprobat la 19 iulie 2018 prin Hotărârea Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei nr.170 și Ordinul ministrului Finanțelor nr.129. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova,* 2018, nr. 277-284.
7. Regulile Depozitarului Central Unic al Valorilor Mobiliare.
8. The World Bank. International Monetary Fund. *Developing Government Bond Markets.* Washington, 2001.

Resurse Web:

1. Bloomberg [citat 25.05.2021]. https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-17/global-debt-hits-all-time-high-as-pandemic-boosts-spending-need

2. Institute of International Finance [citat 25.05.2021]. https://www.iif.com/
3. *Dicționar explicativ al limbii române* [citat 26.05.2021]. https://dexonline.ro/definitie/infrastructur%C4%83
4. Statista [citat 23.05.2021]. https://www.statista.com/statistics/270126/largest-stock-exchange-operators-by-market-capitalization-of-listed-companies/
5. Clearstream [citat 20.05.2021]. https://www.clearstream.com/clearstream-en/about-clearstream/who-we-are