

**Soluții pentru mobilizarea resurselor
interne pentru proiecte
infrastructurale și dezvoltarea țării:
Piața Valorilor Mobiliare de Stat**

Autori (în ordinea alfabetică):

Dumitru Pîntea
Eugen Ghilețchi
Sergiu Gaibu

Iunie 2017

Cuprins

Abrevieri.....	3
Sumar executiv	4
Conceptul și criteriile necesare pentru dezvoltarea pieței de capital naționale.....	5
Context	5
Conceptul și condițiile necesare pentru crearea unei piețe de capital moderne:	6
Mecanismele de tranzacționare ale VMS, intermediarii	8
Investitorii în VMS.....	11
Concluzii și recomandări finale	14
Anexă	16

Abrevieri

APL	Autorități Publice Locale
BNM	Banca Națională a Moldovei
CBN	Certificate ale Băncii Naționale a Moldovei
CNPF	Comisia Națională a Pieței Financiare
Ian:16	Ianuarie, 2016
MDL	Leu moldovenesc
MF	Ministerul Finanțelor
Mil.	Milion
Mld.	Miliard
T1:16	Trimestrul 1, 2016
USD	Dolar SUA
VMS	Valori Mobiliare de Stat
TAP	Titluri ale Autorităților Publice
SUA	Statele Unite ale Americii

Sumar executiv

Conceptul de dezvoltare și liberalizare a pieței valorilor mobiliare de stat derivă din necesitatea impulsivării procesului de dezvoltare a pieței de capital și a sistemului financiar național în ansamblu. În rezultatul fraudelor înregistrate în sectorul bancar, reformarea sistemului financiar devine iminentă, iar procesul de reabilitare și recuperare se anunță a fi îndelungat și urmează să cuprindă treptat toate componentele și sectoarele acestuia. Astfel, deși la moment procesul de reformă este focusat în special asupra mediului bancar, o atenție aparte și o implicare susținută a eforturilor trebuie acordată și pieței de capital, or există premise solide ca acest sector să devină un element important al mecanismului de intermediere financiară, dar și un factor de diluare a riscurilor și vulnerabilităților prezente și relevate de sectorul bancar.

Dezvoltarea pieței de capital poate fi impulsivată de liberalizarea pieței VMS – alternativă viabilă pentru asigurarea nevoilor de finanțare ale Guvernului și creării unor resurse financiare cu termen de maturitate îndelungat. La moment, mecanismul actual de plasare și tranzacționare a VMS pe piață nu asigură pe deplin necesarul de finanțare a proiectelor cu termen îndelungat de realizare, și nici un cost optim raportat la riscul redus asumat în procesul de investire. Totodată, la moment, piața de capital nu poate acoperi deficiențele generate de sectorul bancar asupra procesului de intermediere, lichiditatea acestuia fiind redusă iar accesul oarecum limitat. În pofida crizei din 2014-2015, datele statistice demonstrează că sistemul financiar național rămâne a fi în continuare monopolizat de sectorul bancar, băncile reprezentând elementul principal al mecanismului de intermediere dintre cei care economisesc și cei care investesc.

Dezvoltarea și liberalizarea pieței VMS implică o serie de acțiuni menite să faciliteze accesul investitorilor, să sporească concurența pe piața financiară și să accelereze mecanismul de circulație a capitalului. La moment, cadrul regulator contribuie la consolidarea poziției dominante a sectorului bancar în piața de capital, astfel fiind puse sub risc major atât principiile fundamentale ale unei piețe libere, cât și dezvoltarea altor intermediari financiari și investitori în economia națională. Istoric, piața VMS a fost dominată de bănci, în perioada 2013-2016 acestea deținând în medie circa 78% din soldul VMS-urilor în circulație¹, în timp ce alte categorii de investitori rămân a fi în continuare slab dezvoltați și neinițiați în investițiile în titluri de stat sau chiar în alte produse ale pieței de capital.

Obiectivul dezvoltării pieței interne a VMS și extinderea maturității acestora a fost și rămâne în continuare una din acțiunile prioritare a Ministerului Finanțelor. Acțiunea dată este integrată în cadrul *Planului anual de acțiuni*² și corespunde obiectivului de asigurare a necesităților de finanțări ale bugetului de stat la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung în condițiile limitării riscurilor implicate. Astfel, conform planului, pentru atingerea obiectivului final MF își propune orientarea efortului către consolidarea comunicării cu participanții la piața VMS, revizuirea criteriilor de selectare ale dealerilor primari, evaluarea performanței acestora și asigurarea condițiilor pentru tranzacționarea VMS cu termen de circulație mai mare de un an la bursa de valori. Totodată o serie de riscuri interne și externe sunt enunțate, cele mai importante fiind receptivitate redusă din partea participanților pe piață, volatilitatea condițiilor macroeconomice sau implicațiile politicii monetare, care blochează într-o anumită măsură procesul dat.

¹ Calculele autorilor în baza datelor BNM și MF

² Planul anual de acțiuni al Ministerului Finanțelor, <http://www.mf.gov.md/about/activit/planificate>

Conceptul dezvoltării pieței de capital

Context

Un sistem financiar național bazat pe piețe concurențiale multiple (un sistem financiar bancar și non-bancar funcțional și robust) reprezintă fundamentul dezvoltării oricărei economii. Economii care au înregistrat performanțe deosebite, au dezvoltat în același timp și în mod echilibrat atât piața bancară, cât și piața financiară nebancaară, în particular piața de capital. Astfel, o mare parte din sistemele financiare naționale care au reușit dezvoltarea complementară a ambelor piețe au reușit în crearea precondițiilor necesare pentru finanțarea creșterii sectorului real în același timp cu asigurarea unei stabilități financiare sporite. În final, în cadrul unei economii de piață moderne, anume aceste elemente asigură aportul sustenabil al mediului financiar la realizarea unei creșteri economice durabile și implicit a bunăstării unei societăți.

În Republica Moldova sistemul financiar este disproporționat. Spre exemplu, sectorul bancar a realizat în 2014 un profit de 713,3 mil. MDL³, în timp ce toți participanții la piața de capital (brokeri, dealeri, bursa de valori, regulatori) au realizat un profit de doar 3,4 mil. MDL⁴, ceea ce reprezintă de circa 200 de ori mai puțin față de sectorul bancar. În aceste condiții, sectorul bancar domină și piața titlurilor emise de către MF, deținând în medie în ultimii ani circa 78% din sold. Prin urmare, în economia națională nu există concurent comparabil cu băncile comerciale capabile să preia funcții importante necesare pentru asigurarea circulației capitalului în economie.

În lipsa piețelor alternative de finanțare, accesul sectorului real la capital, dar și finanțarea datoriei publice este afectată de crizele și fluctuațiile la care este supus sectorul bancar. Costul deservirii datoriei de stat interne a crescut de la 591 mil. MDL în 2014 la 1 747 mil MDL în 2016⁵, din cauza ratelor înalte la VMS emise în vederea acoperirii deficitului bugetar. Pe lângă unii factori obiectivi, printre care inflația, reducerea asistenței externe în 2015-2016, dar și incertitudinea față de viitorul economic al țării, un element adițional care a dus la triplarea costului deservirii datoriei timp de doi ani ține de lipsa alternativelor de finanțare pentru stat. Totodată, situația este agravată de scadența relativ scurtă a VMS aflate în circulație, peste 63% din VMS aflate în circulație în luna mai:17 fiind scadente într-o perioadă de până la 6 luni⁶. Acest fapt crește riscul de refinanțare a datoriei, punând un impediment considerabil în calea implementării unor proiecte investiționale de termen lung. În același timp, piața de capital națională este de facto inexistentă și nu poate acoperi deficiențele înregistrate în sectorul bancar, tranzacții cu scop speculativ practic lipsesc, lichiditatea pieței este infimă, iar sectorul este neatractiv pentru investitorii privați.

Cadrul regulator actual din Republica Moldova contribuie la consolidarea poziției dominante a sectorului bancar în cadrul pieței financiare naționale, prin acordarea accesului monopolist și de poziții preferențiale față de alți participanți. Printre elementele ce consolidează poziția monopolistă putem menționa accesul exclusiv al băncilor pe piața primară a VMS sau poziția avantajoasă a depozitelor față de alte forme de plasare a mijloacelor bănești, și anume lipsa impozitului pe venit asupra dobânzii câștigate la depozite. Astfel, sunt puse sub risc major, atât principiile fundamentale ale unei piețe libere, cât și dezvoltarea altor intermediari financiari și investitori în economia națională. În condițiile create este imperativă dezvoltarea pieței financiare nebancaare și în particular piața de capital și a valorilor mobiliare emise de autoritățile publice, iar liberalizarea pieței valorilor mobiliare emise de autoritățile publice și în particular VMS poate fi primul pas important pentru dezvoltarea pieței de capital.

³ <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB6.xhtml?jsessionid=9c120b40984ec3b4d1c949659cc2>

⁴ <http://www.cnpf.md/md/anfin/>

⁵ <http://mf.gov.md/files/files/Datoria%20de%20Stat/raport%20dat%20publ/Raport%202016.pdf>

⁶ <http://bnm.org/bdi/pages/reports/dop/DOP12.xhtml>

Prin urmare, o condiție centrală pentru dezvoltarea pieței de capital este reformarea pieței valorilor mobiliare emise de autoritățile publice și ajustarea acestora la cele mai moderne și inovative practici. Creșterea emisiilor de asemenea valori mobiliare și extinderea accesului investitorilor la această piață, în final, ar permite crearea unui fundament pentru dezvoltarea unei piețe de capital fiabile care ar fortifica capacitățile economiei naționale de autofinanțare și ar crește accesul la resurse financiare la un cost de piață just. Pentru o prezentare cât mai clară a conceptului propus, Anexa 1 prezintă schematic conceptul dezvoltării pieței de capital, iar în continuare sunt descrise caracteristicile necesare pentru crearea unei piețe de capital libere, lichide și concurențiale.

Conceptul și condițiile necesare pentru crearea unei piețe de capital moderne:

I. Acces liber, cuprinzător și direct a investitorilor profesioniști și neprofesioniști la piața titlurilor emise de autoritățile publice. Dezvoltarea tehnologică a permis ca deja de mai bine de 10 ani să existe economii în care orice investitor, persoană fizică sau juridică poate accesa și procura titluri emise de autoritățile publice (atât centrale, cât și locale) direct pe piața primară prin intermediul unor aplicații electronice. Din 2005 Trezoreria de Stat a SUA a lansat platforma *TreasuryDirect*⁷ care permite oricărui doritor (persoană fizică sau juridică) să-și deschidă cont pe platforma dată și să procure titluri de stat pe piața primară, iar ulterior să le transfere în contul altei persoane de pe platformă sau în afara platformei, în rezultatul unei tranzacții agreeate între părți înainte de termenul scadenței. În acest sens, este necesar ca:

1. Costul de accesare a platformei de tranzacționare trebuie să fie apropiat de zero;
2. Procedura de accesare a participanților profesioniști și neprofesioniști la sistemul de tranzacționare atât pe piața primară cât și pe piața secundară trebuie să fie simplă;
3. Pentru obținerea accesului de tranzacționare în nume propriu nu este necesară nici un permis special, autorizație sau altă formă de restricționare a accesului la oricare din piețele financiare. Orice persoană fizică sau juridică care a trecut o înregistrare simplă ce asigură identificarea acestora are dreptul să efectueze tranzacții în nume propriu.

II. Piață unitară ce asigură circulația neîngrădită a valorilor mobiliare între participanții pieței. În condițiile unei economii de dimensiuni mici pentru a asigura respectarea principiilor de concurență și număr suficient de participanți, toate valorile mobiliare emise de autoritățile publice trebuie să fie tranzacționate pe aceeași platformă, astfel încât investitorul privat poate accesa orice titlu și efectua tranzacții cu acestea pe o platformă unitară sau quasi-unitară.

1. Platforma de tranzacționare a tuturor formelor de valori mobiliare emise de către autorități publice trebuie să fie unitară cu acces deschis pentru orice investitor privat;
2. Platforma de tranzacționare trebuie să permită mai multe forme de tranzacționare în dependență de necesitățile emitentului și a participanților: *single-price auction*, *multiple price auction*, tranzacții bilaterale, transfer al hârtiilor de valoare de la un cont la altul și în afara platformei etc;
3. Platforma asigură multiple metode de plată, inclusiv prin M-Pay, carduri bancare, sisteme de plăți clasice.

III. Titlurile procurate pe piața primară sunt imediat disponibile pentru tranzacționare pe piața secundară. Tehnologiile moderne permit integrarea acestor piețe pe o singură platformă astfel încât participanții la piața financiară națională efectuează operațiuni pe o singură platformă sau există posibilitatea interconectării unor platforme multiple pentru a asigura circuitul liber și simplu a titlurilor de valoare între participanți.

⁷ <https://www.treasurydirect.gov/>

1. Cadrul regulator permite comercializarea valorilor mobiliare emise de autoritățile publice imediat după achiziționare neîngrădit și prin proceduri simple direct sau prin intermediari conform opțiunii alese de investitor;
2. Platforma de tranzacționare va fi aceeași atât pentru piața primară cât și pentru piața secundară sau va asigura transferul rapid și imediat a titlurilor deținute la cererea investitorului către terță parte în cadrul platformei sau către alte platforme de tranzacționare.

IV. Povară fiscală echitabilă, care nu favorizează și nu creează avantaje concurențiale unei piețe față de alta, unor categorii de agenți economici sau intermediari față de alte categorii de agenți economici sau intermediari.

1. Povara fiscală trebuie să fie identică pentru toate tipurile de valori mobiliare indiferent de scopul, forma, tipul emitentului acestor valori mobiliare;
2. Altă povară fiscală decât impozitul pe venit nu trebuie să existe (ex. impozit pe valoarea tranzacției);
3. În condițiile în care piața de capital este slab dezvoltată, impozitul pe venit trebuie să fie minim;
4. Impozitarea și aplicarea regimului de impozitare asupra veniturilor rezultate din operațiunile pe piața de capital nu trebuie să fie mai mare decât impozitarea veniturilor obținute din dobânzi la depozite sau alte forme de plasare a mijloacelor bănești în sectorul financiar.

În final, odată cu reformarea mecanismului de tranzacționare a titlurilor emise de autoritățile statului, o serie de beneficii atât pentru cei care investesc cât și pentru cei care economisesc vor putea fi asigurate. Printre acestea, cele mai importante și directe beneficii ale **unei piețe de capital libere și cuprinzătoare** țin de faptul că:

- a. Numărul mare de participanți va asigura existența unei competiții reale și va reduce costul de accesare a fondurilor din partea autorităților publice;
- b. Piața de capital a Republicii Moldova va deveni lichidă și va deschide oportunitatea dezvoltării altor instrumente financiare;
- c. Transmisia politicilor monetare va putea deveni mult mai eficientă într-o piață financiară cu un număr larg de participanți, în special în condițiile în care concurența între bănci este limitată cum e cazul Republicii Moldova;
- d. O piață de capital dezvoltată ar contrabalansa ciclurile economice din sectorul bancar și crizele din cadrul acestui sector, asigurând o stabilitate sporită sistemului financiar național.

Mecanismele de tranzacționare ale VMS

La momentul de față VMS se plasează pe piață prin licitații (piața primară) la care au drept de participare 9 bănci comerciale din Moldova – care dețin cont curent la BNM și care au încheiat cu aceasta *Acordul cu privire la îndeplinirea funcțiilor de dealer primar pe piața valorilor mobiliare de stat*. Băncile pot depune oferte de procurare a VMS în nume propriu sau în numele altor persoane fizice și juridice. În mod clasic, VMS sunt instrumente cu un grad înalt de siguranță și implicit un risc scăzut de faliment. Această caracteristică, dar și gama relativ largă de scadențe determină cererea pentru aceste instrumente din partea investitorilor calificați. După ce VMS sunt plasate pe piață, acestea pot fi tranzacționate între deținătorii lor (piața secundară). Ținând cont că la moment nu există o piață organizată pentru tranzacționarea VMS, băncile sunt practic obligate să își asume responsabilitatea în vederea creării lichidităților prin procurarea și vânzarea VMS către clienți la solicitarea acestora (market making).

Istoric, piața VMS a fost dominată de bănci, în perioada 2013-2016 acestea în mediu deținând circa 78% din soldul VMS-urilor în circulație⁸. În acest context, o prioritate pentru dezvoltarea pe termen mediu și lung a acestei piețe trebuie să fie sporirea accesului investitorilor privați. Cererea pentru obligațiunile de stat poate fi sporită prin extinderea persoanelor care au acces la licitațiile primare ale VMS și crearea unei piețe secundare libere cu acces direct al cumpărătorilor și vânzătorilor privați. Cererea înaltă va duce la creșterea prețului VMS și implicit scăderea ratei dobânzilor, ceea ce înseamnă costuri mai mici de finanțare a deficitului bugetar.

Conform regulamentului privind plasarea și răscumpărarea VMS, dealerii primari pot fi doar băncile care au fost acceptate de BNM pentru a derula operațiuni cu VMS în cont propriu sau al clienților săi⁹. Restricționarea participării altor persoane la piața primară întărește poziția dominantă a băncilor pe piața VMS. Nivelul jos de educație financiară a populației și lipsa de cunoștință față de instrumentul respectiv, oferă posibilitate băncilor să obțină profituri substanțiale prin investiția resurselor disponibile în VMS. Or anume din cauza accesului anevoios la piața VMS, dar și a neinformării cetățenilor, în ianuarie 2016, când dobânzile la VMS atingeau 25,3%¹⁰, persoanele fizice continuau să-și plaseze economiile în depozite bancare la o rată net inferioară, de circa 14,8%¹¹. Conform regulamentului privind plasarea și răscumpărarea VMS¹², dealeri primari au câteva obiective și obligațiuni fundamentale printre care: să acționeze ca intermediari între emitent și investitori prin distribuirea VMS cumpărate, să faciliteze extinderea bazei de investitori și să asigure lichiditatea pieței prin promovarea tranzacționării VMS pe piața secundară. În ultimii ani, băncile mai curând au utilizat VMS drept sursă consistentă de venit, beneficiind de o primă considerabilă față de costul resurselor atrase de la populație (Figura 2). Prin urmare, obligațiunile definite de cadrul legal privind intermedierea și facilitarea accesului investitorilor la instrumentul respectiv rămân declarative, și irelevante.

Pentru stimularea dezvoltării pieței VMS este crucial ca la licitațiile primare să aibă acces inclusiv persoanele care sunt interesate de procesul de intermediere și furnizare de lichiditate pe piața secundară. În condițiile excesului de lichiditate din sectorul financiar, băncile în mod firesc nu sunt interesate de îndeplinirea rolului de intermediar pe piața VMS, acestea preferând investirea lichidităților în instrumente sigure generatoare de dobândă în detrimentul creditării sectorului privat și păstrarea acestora până la scadență, cu o ulterioare reinvestire a veniturilor în aceleași instrumente. Astfel tranzacționarea pe piața secundară se realizează doar atunci când un client nu dorește să păstreze VMS până la scadență și pentru că băncile sunt constrânse de îndeplinirea normei de reglementare prevăzută în actele normative privind volumul minim de tranzacții efectuat pe piața secundară¹³. Pentru contracararea fenomenului dat, este

⁸ Calculele autorilor în baza datelor BNM și Ministerului Finanțelor

⁹ Punctul 7, lit.(h): <http://www.bnm.org/ro/content/regulament-cu-privire-la-plasarea-si-rascumpararea-valorilor-mobiliare-de-stat-forma-de>

¹⁰ Rata medie ponderată a VMS cu scadența de până la un an: <http://www.mf.gov.md/publicsecdebt/cgdebt/bulletins>

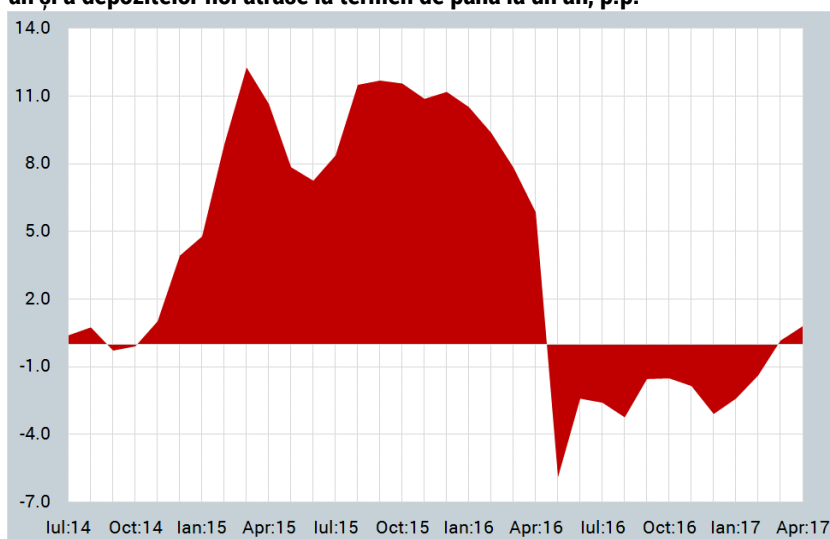
¹¹ Rata medie ponderată a depozitelor noi atrase cu scadența de până la un an: <http://bnm.org/bdi/pages/reports/dpmc/DPMC6.xhtml>

¹² Punctul 20: <http://www.bnm.org/ro/content/regulament-cu-privire-la-plasarea-si-rascumpararea-valorilor-mobiliare-de-stat-forma-de>

¹³ Conform punctului 22, (11), din regulamentul cu privire la plasarea și răscumpărarea VMS, dealerii primari trebuie să contribuie la crearea lichidității pieței secundare a valorilor mobiliare de stat, efectuând trimestrial tranzacții în volum minim de 1.5% din volumul total al tranzacțiilor de

important ca să fie extinsă lista dealerilor primari, pentru a include entități al căror scop primordial să fie intermedierea financiară. Lista entităților poate include societățile de investiții care activează pe piața bursieră, care sunt supravegheate de către Comisia Națională a Pieței Financiare și care se supun unor cerințe transpuse din directivele europene. În același context, ar putea fi deschisă posibilitatea pentru crearea unor entități specializate pentru participarea la licitațiile primare a VMS exclusiv în numele investitorilor, ca ulterior entitățile respective să contribuie la constituirea platformei prin intermediul căruia vor avea loc tranzacțiile pe piața secundară. În același timp platforma de tranzacționare pe piața primară trebuie să fie deschisă oricărui doritor care ar putea să plaseze oferta sa pentru procurarea VMS. Această opțiune ar deschide posibilitatea pentru o fortificare a competiției sănătoase cu băncile. Competiția între intermediari va duce la formarea unor prețuri corecte de intermediere, dezvoltarea soluțiilor inovative și dezvoltarea serviciilor de consultanță și informare în rândurile populației.

Figura 1: Diferența dintre rata medie ponderată a VMS cu scadență de până la un an și a depozitelor noi atrase la termen de până la un an, p.p.



Sursa: Calculele autorilor în baza datelor BNM și MF

Dezvoltarea unei piețe secundare lichide pentru VMS este o misiune imposibilă în condițiile lipsei unei platforme eficiente și accesibile de tranzacționare și un număr redus de participanți la piața VMS. Conform datelor furnizate de BNM, în anul 2016, volumul total al tranzacțiilor cu comercializarea VMS pe piața secundară a fost de circa 29 mil. MDL, ceea ce reprezintă 0,6% din valoarea medie a stocului VMS deținut de bănci pe parcursul anului¹⁴. Nivelul infim al tranzacțiilor pe piața secundară este determinat de mai mulți factori, unul de bază fiind inexistența platformei funcționale pe care să fie tranzacționate VMS în afara licitațiilor primare. Pentru comparație, odată cu listarea în 2008 a obligațiunilor de stat ale Guvernului României la Bursa de Valori București, volumul cumulativ al tranzacțiilor pe piața secundară a crescut de peste 30 de ori¹⁵. În acest context, listarea VMS la Bursa de Valori a Moldovei ar putea aduce rezultatele necesare, în condițiile în care aceasta să ofere capacitatea de a tranzacționa instrumentele financiare în timp real, de la distanță prin intermediul unei interfețe electronice direct între cumpărător și vânzător sau licitații organizate de intermediari. Acest fapt ar genera un interes sporit față de instrumentele comercializate la bursă, și ar oferi siguranță investitorilor că există posibilitate de a înstrăina activele deținute în oricare moment în caz de necesitate contra mijloace bănești. Este crucial ca eforturile de crearea a noului depozitar central unic, care va fi deținut și gestionat de către BNM să prevadă interconectarea cu Bursa de Valori, dar și Sistemul de Înscrieri în Conturi, pentru a putea permite tranzacționarea facilă a VMS între deținători, indiferent de modul de procurare a VMS.

vânzare/cumpărare efectuate cu VMS în trimestrul precedent de către toți dealerii primari: <http://www.bnm.org/ro/content/regulament-cu-privire-la-plasarea-si-rascumpararea-valorilor-mobiliare-de-stat-forma-de>

¹⁴ În baza datelor furnizate de BNM, soldul mediu deținut de bănci pe parcursul anului a constituit circa 4,7 mld. MDL.

¹⁵ http://store.ectap.ro/articole/808_ro.pdf

Un alt impediment care stă în calea dezvoltării pieței secundare, ține de maturitatea redusă a VMS. Peste 63% din VMS aflate în circulație în luna mai 2017, sunt scadente într-o perioadă de până la 6 luni¹⁶. Acest fapt inhibă activizarea pieței secundare, încât deținătorii de VMS preferă mai curând să păstreze investiția până la maturitate. În acest context, autoritățile trebuie să pună accent pe emiterea VMS cu scadență de 3 ani, iar ulterior să introducă VMS cu scadență între 5 și 10 ani, în dependență de cererea existentă pe piață și proiectele investiționale pe care le planifică guvernul. Conform rezultatelor licitației din 17 mai 2017¹⁷, cererea pentru obligațiunile de stat cu scadența de 3 ani a acoperit oferta doar în proporție de 6,16%. Cererea joasă pentru aceste instrumente ține de incertitudinea investitorilor, dar și a sectorului bancar față de evoluțiile inflației și ratele politicii monetare pe termen mediu. Creșterea bruscă a inflației, sau majorarea ratei politicii monetare ar reduce considerabil randamentul acestor instrumente. O soluție temporară în acest sens ar putea fi emiterea obligațiunilor cu rată flotantă, care ar atrage investitorii cu resurse pe termen lung oferindu-le protecție în cazul anumitor volatilități ale ratelor de bază în economie. Este cazul ca unele finanțări externe în valută să fie treptat substituite cu VMS valutare pentru păstrarea valorii adăugate în țară și dinamizarea pieței de capital. Totodată, emiterea acestor instrumente ar responsabiliza autoritățile în vederea asigurării unei situații macroeconomice stabile și o creștere redusă a prețurilor, încât costul deservirii datoriei ar fi direct legat cu rata inflației. Această acțiune trebuie implementată în conformitate cu angajamentele autorităților asumate în cadrul bugetar pe termen mediu, dar și în combinație cu acțiuni determinate de a menține stabilitatea macroeconomică a țării pe termen lung.

Pe lângă plasarea VMS prin intermediul licitațiilor primare, Ministerul Finanțelor are posibilitatea să vândă VMS prin subscriere¹⁸. Aceasta ar însemna crearea emisiunilor de VMS cu destinație specială. Astfel de emisiuni pot fi utilizate pentru identificarea resurselor direcționate către proiectele investiționale de termen lung, proiecte de infrastructură sau alte destinații bugetare. În același timp, prin intermediul acestui mecanism pot fi accesate resurse care de altfel nu se află în circuitul financiar clasic – în depozitele bancare.

Unele țări utilizează tehnologiile moderne pentru finanțarea proiectelor investiționale de durată medie și lungă, prin accesarea resurselor populației, contribuind totodată la creșterea nivelului de educație financiară a țării. Spre exemplu, în Kenya, în martie anul curent, a avut loc prima plasare a VMS direct pentru populație prin intermediul telefoanelor mobile. Astfel, au fost create condiții optime ca fiecare cetățean al țării, profesor, polițist, angajat al guvernului sau comerciant, să poată procura VMS, fără ca să fie necesară deținerea măcar a unui cont bancar. Pe lângă faptul că inițiativa respectivă stimulează semnificativ cultura de economisire și investiție în rândul populației, aceasta oferă guvernului posibilitatea de a identifica resurse financiare pentru diverse proiecte. După prima emisiune de succes din luna martie, guvernul Kenyan planifică o nouă emisiune de VMS prin intermediul telefoanelor mobile în valoare de circa 1,5 mil. USD care va avea loc în luna iunie anul curent. Un alt exemplu excepțional demn de urmat este platforma TreasuryDirect implementată de Trezoreria SUA, care permite prin platforme web tranzacționarea VMS atât pe piața primară cât și pe piața secundară între oricare din participanții la această piață. Inspirându-se din astfel de exemple, autoritățile naționale ar trebui să identifice mecanisme inovative, bazate pe tehnologii moderne care prin care să fie organizate emisiuni de VMS prin subscriere direcționate către populație. Utilizarea plăților mobile, internet banking-ului, terminalelor de plată, sau a infrastructurii existente a Poștei Moldovei pot fi opțiuni viabile pentru crearea unor emisiuni speciale a VMS, cu scopul atragerii resurselor de la populație în vederea unor proiecte investiționale.

Oricare eforturi ale autorităților de a spori numărul participanților la piața primară, crea mecanisme eficiente pentru sporirea tranzacțiilor pe piața secundară trebuie combinate cu un amplu program de educație financiară. Sistemul financiar autohton este deseori privit cu scepticism din partea populației, și este asociat mai curând cu interese obscure decât cu o utilitate publică. În necesitatea de a identifica resurse pentru acoperirea deficitelor, autoritățile au nevoie să acceseze economisirile populației, care la rândul său nu ar trebui să fie interesată să păstreze economisirile

¹⁶ <http://bnm.org/bdi/pages/reports/dop/DOP12.xhtml>

¹⁷ http://mf.gov.md/files/files/Datoria%20de%20Stat/17_12_2013/Rezultatele%20licitatie%2017-05-2017%20-%20rom.pdf

¹⁸ Punctul 12: <http://www.bnm.org/ro/content/regulament-cu-privire-la-plasarea-si-rascumpararea-valorilor-mobiliare-de-stat-forma-de>

sale sub saltea. Aceste elemente trebuie să fie explicate într-o manieră cât mai simplă, în cadrul unei campanii masive permanente de informare și educare a publicului.

Investitorii în VMS

Investitorii, prin prisma faptului că asigură alocarea unor resurse financiare, sunt partea cea mai importantă a mecanismului de tranzacționare a VMS. Investitori instituționali sau persoanele fizice și entități economice individuale, sunt cei care în final creează cererea pentru VMS și oferă resursele necesare finanțării statului. Totodată, capacitățile investitorilor sunt caracterizate de nivelul și calitatea resurselor pe care le dețin. Astfel, cei cu un volum mare de resurse disponibile, cum ar fi băncile comerciale, își pot permite o diversificare mult mai mare a portofoliului de VMS deținute. Pe de altă parte, faptul că cea mai mare parte din resursele disponibile au un termen de maturitate relativ scăzut, reduce semnificativ capacitatea acestora de a achiziționa titluri pe termen lung, cererea cea mai mare înregistrându-se pentru VMS de până la un an. În aceste condiții, lipsa fondurilor de pensii private obligatorii și slaba dezvoltare a asigurărilor de viață, inhibă într-o anumită măsură expansiunea cererii pentru VMS pe termen lung și în același timp lipsește populația de instrumente alternative depozitelor bancare. Interesul pentru VMS va spori semnificativ în cazul creșterii numărului de participanți la piață și a lichidității pieței. Atunci când un titlu pe termen lung poate ușor să fie convertit în mijloace bănești fără a suferi o penalitate, afară de costul de piață a resurselor respective la momentul tranzacționării, interesul față de VMS pe termen lung va crește semnificativ.

Investitorii actuali în VMS

La momentul actual în ceea ce privește unii investitori existenți dar și în cazul apariției unora potențiali, există o serie de constrângeri și bariere, care reduc atât apetitul cât și capacitatea de investire în titlurile emise de autoritățile publice. Astfel, pe lângă prezentarea fiecărei categorii de participanți, ne propunem să identificăm și lacunele mecanismului actual de tranzacționare prin prisma implicațiilor asupra fiecărui tip de investitor. De asemenea, în eventualitatea extinderii numărului de participanți la piața VMS și modificării mecanismului actual sau dezvoltării unor noi platforme de tranzacționare este important de luat în calcul și potențialele beneficii asupra economiei naționale.

Băncile comerciale. Băncile licențiate autohtone reprezintă cel mai mare investitor în VMS și totodată, și cel mai mare achizitor de CBN. Prin prisma misiunii de atragere a resurselor disponibile de la cei ce economisesc, sectorul bancar înglobează cea mai mare parte a resurselor lichide din sistemul financiar național. În linii generale aceste resurse ulterior sunt canalizate în două direcții, spre finanțarea cererii sectorului privat (credite comerciale) și spre finanțarea activității Guvernului (prin intermediul VMS). Totodată, ținând cont că băncile reprezintă și elementul de bază al mecanismului de transmisie a politicii monetare, resursele excedentare din sector pot fi absorbite de BNM prin intermediul CBN. Deși în mod teoretic este asigurat mecanismul canalizării resurselor bancare către achiziția de titluri de stat, în mod practic o serie de deficiențe structurale frânează expansiunea și dezvoltarea acestui proces. În primul rând, circa 74% din sursele de finanțare ale activelor bancare sunt reprezentate de depozite atrase a căror perioadă de maturitate este preponderent pe termen scurt. Respectiv, resursele care ar putea fi investite în VMS cu termen de maturitate îndelungat sunt limitate ceea ce determină în mare parte un interes scăzut față de obligațiunile de stat cu termen mai mare de 2 ani. Pe de altă parte, în calitate de dealeri primari, băncile nu sânt neapărat interesate de a promova VMS către piața secundară, în condițiile în care acestea apar ca instrument de investiție direct concurent depozitelor bancare. Astfel, deși mereu sectorul bancar național a fost caracterizat de un exces de lichiditate, acesta este caracteristic doar pe termen scurt și reprezintă rezultatul impreviziunii macroeconomice, atât firmele cât și populația fiind reticente față de perspectivele economiei naționale.

Fondul de garantare a depozitelor din sectorul bancar (FGDSB), ca element de siguranță a depunerilor populației în băncile comerciale, reprezintă un participant activ la piața VMS. Scopul principal al activității Fondului constă în

garantarea depozitelor persoanelor fizice din băncile licențiate ceea ce implică nevoia unor investiții cât mai sigure a resurselor acumulate. Astfel, Fondul promovează o politică investițională cât mai puțin riscantă orientându-se preponderent către titlurile de stat și având totodată asigurat și accesul la CBN emise de BNM. Cu toate că resursele Fondului nu sunt nici pe departe comparabile cu cele deținute de bănci, în perspectiva dezvoltării sistemului de garantare a depozitelor și completării acestuia cu alte fonduri stabilite de lege¹⁹, o nouă sursă importantă de mijloace financiare ce ar putea fi canalizate către VMS cu termen de maturitate îndelungat ar putea să suplimenteze cererea actuală. Doar în anul 2016 resurselor financiare disponibile ale Fondului în mărime de **340 mil MDL** au fost orientate către achiziționarea atât a bonurilor de trezorerie cu scadențe de până la câteva luni, cât și a obligațiunilor de stat de până la trei ani. O piață de capital lichidă va facilita tranzacționarea obligațiunilor de stat cu termen lung.

Alte scheme de garantare a instrumentelor financiare. Elementul de siguranță a investițiilor în depozite bancare a fost sau este în proces de a fi extins către alte sectoare ale pieței financiare. Astfel, în anul 2012 a fost aprobată constituirea *Fondul național de garanție*²⁰ ce urmează să compenseze eventualele pierderi ale asiguraților, beneficiarilor asigurărilor și terțelor persoane păgubite. Pe lângă acesta, în anul 2014 a fost creat și *Fondul de compensare a investitorilor*²¹ cu scopul de a compensa, clienții persoane fizice în cazul incapacității societăților de investiții de a returna mijloacele bănești și/sau instrumentele financiare în contextul prestării serviciilor de investiții și altor serviciilor conexe. De asemenea, și proiectul de lege privind modificarea legii asociațiilor de economii și împrumut prevede crearea unui *fond de garantarea depunerilor populației*. În linii generale toate aceste fonduri încă nu sunt pe deplin funcționale, fiind elaborat doar cadrul primar și principiile de activitate, în timp ce constituirea lor efectivă încă nu a fost realizată. Astfel, acestea urmează a fi constituite în baza contribuțiilor anuale depuse de participanții fiecărui sector în parte, iar investițiile ulterioare urmează a fi plasate în instrumente sigure ale pieței financiare și monetare, fapt ce va completa cererea de VMS.

Companiile de asigurări reprezintă o altă componentă a pieței financiare naționale care înregistrează un ritm constant de creștere de la an la an. De asemenea, orice societate de asigurare are obligația să constituie și să mențină *rezerve tehnice*, resurse necesare pentru a susține achitarea eventualelor despăgubiri rezultate în activitatea de asigurare. În special datorită complexității operațiunilor de asigurare activele admise să acopere rezervele tehnice sunt prevăzute strict de actele normative ale CNPF. Astfel, Regulamentului privind marjele de solvabilitate și coeficientul de lichiditate ale asiguraților²² prevede că activele admise să acopere rezervele tehnice pot fi investite și în VMS, ceea ce presupune un nou participant la piața titlurilor de stat. La sfârșitul anului 2016, valoarea soldului rezervelor tehnice agregat pentru întreg sectorul de asigurări a constituit **1,5 mlrd. MDL**, care în mare parte erau constituite sub forma de depuneri bancare, fapt ce ridică o serie de întrebări asupra accesului companiilor de asigurări la piața VMS. O piață lichidă a VMS ar asigura un instrument investițional perfect pentru companiile de asigurări, care în caz de necesitate ar putea converti VMS din portofoliu în mijloace bănești pentru soluționarea necesităților operaționale aferentă activității profesionale.

Persoanele fizice și cele juridice (companii) Pe lângă participanții profesioniști ai pieței financiare, atât persoanele fizice cât și alte persoane juridice au posibilitatea de a achiziționa VMS prin intermediul băncilor comerciale dealeri primari. Totuși, lipsa unor platforme simple de tranzacționare, imposibilitatea tranzacționării directe între participanți, lipsa educației și cunoștințelor financiare sau insuficiența motivației inhibă accesul acestora la piața VMS. Astfel, deși datele statistice privind depunerile în băncile comerciale demonstrează faptul că există o sursă importantă de resurse care ar putea fi investite în VMS, totuși acest fapt nu se realizează chiar dacă prin caracteristicile lor VMS sunt la fel

¹⁹ Legea nr. 232 din 03.10.2016 privind redresarea și rezoluția băncilor presupune constituirea începând cu anul 2020 a fondului de redresare bancară, resursele căruia urmează a fi investite de FGDSB de asemenea în active cu grad scăzut de risc.

²⁰ Articolul 46 din Legea nr. 407 din 21.12.2006 cu privire la asigurări

²¹ Regulamentul privind Fondul de compensare a investitorilor, aprobat prin Hotărârea CNPF nr. 32/2 din 16.06.2014

²² Hotărârea CNPF nr. 2/1 din 21.01.2011 cu privire la aprobarea Regulamentului privind marjele de solvabilitate și coeficientul de lichiditate ale asiguraților (reasiguraților)

de lichide și în plus au un grad de siguranță mai mare. Conform *ghidului investitorului în VMS*²³ orice persoană poate achiziționa titluri emise de stat, mai ales în condițiile în care valoarea nominală a unei valori mobiliare de stat este 100 lei.

Participanți potențiali la piața VMS

Extinderea listei investitorilor în VMS trebuie să ia în considerare și dezvoltarea altor tipuri de investitori ai pieței financiare, în special fondurile private de pensii, asigurările de viață sau fondurile mutuale de investiții. Caracteristica comună a acestor tipuri de actori financiari rezultă din resursele financiare cu maturitate îndelungată care sunt create în cadrul unei piețe financiare. Totodată, ținând cont de aspectul social pe care îl comportă spre exemplu pensiile private, nevoia plasării resurselor acumulate în instrumente cu risc scăzut devine primordială, cel mai elocvent exemplu în acest caz fiind evident valorile mobiliare emise de MF cu termen de maturitate îndelungat.

Fonduri private de pensii. Conform abordării internaționale, din punct de vedere al pieței financiare, pensia privată reprezintă un produs de economisire destinat asigurării persoanelor în perioada de viață post-activă, complementar pensiei de stat, care poate fi obligatoriu (pilonul II) și facultativ (pilonul III). Având în vedere perioada îndelungată de maturitate ce caracterizează acest mecanism (circa 30-40 de ani), dezvoltarea pilonului II și III de pensii ar genera apariția în sistemul financiar a unor resurse pe termen îndelungat ce vor putea susține finanțarea unor proiecte investiționale atât publice cât și private, având în același timp o perioadă de maturitate de cel puțin 5 ani. Stocul mare de depozite atrase de bănci și imposibilitatea transformării acestora în credite sustenabile economiei anume din motivul maturității, creează anumite dezechilibre în piața financiară, ceea ce se transpune în exces de lichiditate, dobânzi mici sub nivelul inflației sau chiar presiuni inflaționiste prin intermediul cursului de schimb sau cererii agregate. Totodată, pe lângă lacunele legislative ce blochează dezvoltarea sectorului dat, piața subdezvoltată a VMS pe termen lung subminează conceptul de capitalizare caracteristic fondurilor private de pensii. Prin urmare, insuficiența de instrumente financiare care ar servi drept obiecte a investițiilor pentru activele fondurilor, ar duce la diminuarea rentabilității activității investiționale a fondurilor în rezultatul demarării activității pilonilor II și III.

Fonduri de investiții. Mare parte din acest tip de entități își desfășoară activitatea în baza resurselor financiare atrase de la populație care ulterior sunt investite cu scopul de multiplicare a acestora și obținerii profitului. Spre deosebire de bănci, acestea au la bază principiul asocierii dintre mai multe persoane fizice/juridice care își pun la comun resursele financiare spre a fi investite pe piețele financiare. Totodată, politica de investire și managementul efectiv a fondului revine unei echipe administrative cu cunoștințe specifice în sectorul financiar. Procesul de privatizare de la începutul anilor 90 în baza bonurilor patrimoniale a impulsionat înființarea unor astfel de fonduri și în cadrul pieței financiare naționale. Totuși cadru legal defectuos la etapa inițială, dar și lipsa oricărui program adecvat de informare a populației a dus la administrarea defectuoasă a majorității fondurilor, care s-a soldat cu restructurarea celor mai multe dintre ele cu vinderea activelor și lichidarea ulterioară, astfel încât la moment nu există nici un fond de investiții autohton funcțional.

²³ [http://www.mf.gov.md/files/files/Datoria%20de%20Stat/Datori%20Iternu/Ghidul%20investitorului%20in%20valori%20mobiliare%20de%20stat\(1\).pdf](http://www.mf.gov.md/files/files/Datoria%20de%20Stat/Datori%20Iternu/Ghidul%20investitorului%20in%20valori%20mobiliare%20de%20stat(1).pdf)

Concluzii și recomandări finale

Dezvoltarea economică a oricărei țări depinde în mod direct de existența unui sistem financiar bine organizat care permite o alocare eficientă a resurselor între participanții unei economii. Sistemul financiar național poate fi separat în două categorii principale, piața bancară cu rol determinant în circuitul fluxurilor financiare și care oferă cea mai sigură formă de plasare a mijloacelor bănești – depozitele, și piața financiară nebancaară, în particular piața de capital care completează sectorul bancar, dar care trebuie să asigure o concurență sănătoasă și alternative de plasare a mijloacelor bănești pentru investitori. Ținând cont de dimensiunea relativ mică a economiei Moldovei, pentru a asigura funcționarea mecanismelor de piață este imperativ crearea unor platforme de tranzacționare cu acces direct al investitorilor interesați indiferent de statutul juridic și profesional atât la piața primară cât și la piața secundară. Un exemplu demn de urmat reprezintă platforma TreasuryDirect implementat în SUA și în plină funcțiune din 2005. Este crucial ca un plan de acțiuni realizabil să reiasă anume din specificul și structura economiei locale, acesta urmând a fi integrat și în cadrul Strategiei naționale în domeniu în conformitate cu conceptul indicat în primul capitol.

Pentru început ar fi important ca accentul să fie pus pe fluidizarea accesului direct pentru toate tipurilor de investitori. La moment piața VMS-urilor este dominată de bănci, care în martie 2017 dețineau peste 70% din soldul VMS-urilor în circulație. În acest context, o prioritate pentru dezvoltarea de termen lung a acestei piețe trebuie să fie sporirea accesului investitorilor privați la piața VMS-urilor. O bază diversificată a investitorilor poate susține cererea înaltă și stabilă a obligațiunilor de stat. Totodată, creșterea lichidității, transparenței și competitivității pe o piață este direct proporțională cu numărul de participanți la o piață și posibilitatea de efectuarea a tranzacțiilor direct între participanți, cu costuri financiare și timp minime și un mecanism transparent al cererii și ofertei. Conceptul se va referi cum îmbunătățim acești parametri pentru a asigura o piață cât mai apropiată de aceste condiții.

De asemenea, identificarea principalelor constrângeri în calea accesului la VMS ar trebui să fie pe agenda principalelor instituții implicate, în special BNM, Ministerul Finanțelor și CNPF. În acest sens propunem următoarele recomandări:

- 1. Stabilirea obiectivului de a dezvolta piața VMS drept prioritate de bază în cadrul Strategiei naționale de dezvoltare a pieței financiare.** Fiind principalii actori ce reglementează piața financiară nebancaară Ministerului Finanțelor în comun cu CNPF trebuie să-și canalizeze eforturile spre crearea grupurilor de lucru sectoriale pentru elaborarea strategiilor de dezvoltare a componentelor pieței financiare nebancaare. Totodată, subiectul pieței VMS ar trebui abordat și în cadrul platformei de menținere a stabilității financiare, aceasta fiind o soluție importantă pentru creșterea stabilității financiare a țării pe termen lung.
- 2. Extinderea categoriilor de investitori ar intensifica concurența pe piața VMS.** Acest fapt ar reduce costul de finanțare a VMS și implicit ar contribui și la sporirea interesului băncilor față de VMS pe termen mai lung. Există câteva metode care ar putea ajuta autoritățile în atragerea investitorilor pe piața respectivă. Cererea poate fi susținută prin extinderea persoanelor care au acces la licitațiile primare ale VMS-urilor și crearea unei piețe secundare libere cu acces direct al cumpărătorilor și vânzătorilor privați. Astfel, persoanele fizice vor avea o nouă alternativă privind produsele de economisire. În condițiile în care garantarea depozitelor este la un nivel mic, aceste instrumente vor oferi posibilitate de distribuire a riscurilor. De asemenea, persoanele juridice vor avea un instrument suplimentar pentru gestionarea și investirea lichidităților temporar disponibile, care, datorită dimensiunii pieței va fi ușor de transformat în mijloace bănești. În virtutea numărului mare de participanți, VMS vor deveni într-adevăr lichide și oricare entitate va putea să transforme

ușor titlurile de valoare în mijloace bănești la anumite cotații din piață. Pentru aceasta este crucial ca tranzacțiile cu VMS să fie la fel de simple ca și transferurile bănești.

3. **Revizuirea cadrului normativ fiscal și eliminarea oricăror prevederi preferențiale între diferite forme de plasare investițională a mijloacelor bănești este o condiție importantă pentru dezvoltarea piețelor financiare.** Orice situație preferențială duce la distorsionarea principiilor de piață liberă. În condițiile Moldovei unde piața este extrem de mică, astfel de preferințe duc imediat la situații de monopol și pot afecta masiv piețele și instrumentele dezavantajate. Orice prevedere preferențială trebuie să aibă motive extrem de bine fundamentate, o analiză de impact robustă pentru a justifica prevederile preferențiale. Acestea trebuie să aibă un rol temporar și nici într-un caz acordate instrumentelor, piețelor sau participanților dominanți.
4. **Soluțiile tehnologice moderne de tranzacționare**, precum platformele de tranzacționare web integrate cu sistemele de plăți mobile, sistemul național M-Pay, dar și cu interfețe de conectare pentru soluțiile de internet banking pot servi drept vehicule pentru sporirea accesului investitorilor la piața respectivă, fapt care în rezultat va diminua costul deservirii datoriei de stat. Or anume din cauza accesului anevoios la piața VMS-urilor, dar și a neinformării cetățenilor, în perioada 2015-2016 pe când dobânzile la VMS-uri depășeau 26%, ratele medii ponderate la depozitele noi atrase în sistemul bancar erau în jur de 17%, lăsând o marjă considerabilă intermediarilor – instituții bancare. Evidența demonstrează, că instrumentele respective sunt de regulă primele instrumente de investiție care se dezvoltă, încât riscul emitentului de datorie este practic inexistent.
5. **Calibrarea instrumentului Certificate ale Băncii Naționale** – în condițiile în care rata de remunerare pentru CBN-uri este de 9%, adică cu câteva puncte procentuale peste rata de remunerare a VMS, acest instrument creează o concurență asimetrică și un interes sporit din partea băncilor anume pentru plasamentele în CBN. Respectiv, pentru a readuce apetitul băncilor în plasarea excesului de lichiditate în VMS este importantă revizuirea condițiilor de emisie a CBN-urilor, atât volumul, cât și rata de remunerare. În ceea ce privește excesul de lichiditate din sector, BNM ar putea pentru moment să vândă pe piața primară VMS deținute în portofoliul în rezultatul convertirii împrumuturilor de stat contractate anterior de la BNM. Această datorie este în volum de circa 2 mlrd. MDL și este reperfectată periodic la dobânda pieței în baza unui acord încheiat între BNM și MF.
6. **Sporirea nivelului de educație financiară a populației** – la moment se atestă un nivel redus de cunoaștere de către potențialii investitori a posibilităților și avantajelor investițiilor în VMS. Totodată, putem constata și nivelul redus de motivare al băncilor în promovarea VMS, deoarece acestea apar ca instrumente de investiții concurente cu cele ale băncilor, respectiv depozitele. În vederea sporirii nivelului de educație financiară este importantă realizarea unor campanii de cunoaștere a beneficiilor investiției în VMS precum și caracteristica produsului dat.
7. **Dezvoltarea pieței VMS va duce la dezvoltarea intermedierei și a altor tipuri de instrumente.** Odată asigurat un mecanism eficient și fluid de tranzacționare a VMS va duce la crearea infrastructurii necesare tranzacționării și altor tipuri de valori mobiliare, cum ar fi valorile mobiliare municipale sau chiar cele corporative. Astfel, accesul și educarea publicului larg în ceea ce privește mecanismul de tranzacționare a VMS va constitui baza necesară de aptitudini și informare ce va permite orientarea investitorilor către alte instrumente de economisire și investire.

Figura 2: Mecanismul pieței Titlurilor Autorităților Publice

