
Analiza pieței de capital a Uniunii Europene

Dr. Diana Valentina DUMITRESCU (dianavalentinadumitrescu@yahoo.com)
Bianca Silvia CHISULESCU

Abstract

Comisia Europeană a lansat în anul 2017 revizuirea intermediară a inițiativei Uniunii piețelor de capital. Uniunea piețelor de capital reprezintă un plan al Comisiei Europene de a mobiliza capitalul disponibil din Europa în vederea direcționării către toate companiile, inclusiv IMM-uri, și către proiectele de infrastructură care necesită extinderea și crearea de noi locuri de muncă. Inițiativa urmărește să sprijine creșterea economică prin sporirea accesului la capital, unul dintre obiectivele sale centrale constând în îmbunătățirea accesului la finanțare pentru întreprinderile mici și întreprinderilor mijlocii (IMM-uri). Uniunea piețelor de capital poate oferi o creștere imediată și sustenabilă, necesară Europei și o reducere a nivelurilor ridicate ale șomajului, dacă factorii de decizie consideră că băncile europene sunt esențiale pentru succesul său și dacă se implementează acele reforme necesare regiunilor respective.

Cuvinte cheie: piața de capital; Uniunea Europeana, fonduri de investiții; întreprinderi mici și mijlocii; obligațiuni; startup

Clasificarea JEL: F21, G12

Introducere

Uniunea piețelor de capital reprezintă un plan al Comisiei Europene de a mobiliza capitalul disponibil din Europa în vederea direcționării către toate companiile, inclusiv IMM-uri, și către proiectele de infrastructură care necesită extinderea și crearea de noi locuri de muncă. Prin lansarea proiectului Uniunii piețelor de capital, Comisia Europeană a demonstrat că este preocupată să stimuleze creșterea economică în regiune, facilitând accesul întreprinderilor mici și mijlocii și al investitorilor instituționali la piețele de capital asigurându-se finanțarea de care au nevoie, ceea ce va îmbunătăți creșterea economică, va crea locuri de muncă și va reduce nivelul șomajului care persistă în zona euro.

Literature review

Bariviera et.al. (2014) au studiat eficiența informațională în cazul piețelor aflate în dificultate utilizând ca studiu de caz obligațiunile corporative europene. În articolul său, Govori (2014) a efectuat o analiză empirică a dezvoltarea pieței de capital și impactul acesteia asupra furnizării surselor alternative de finanțare a afacerilor. De asemenea, Waśniewski (2010) a tratat

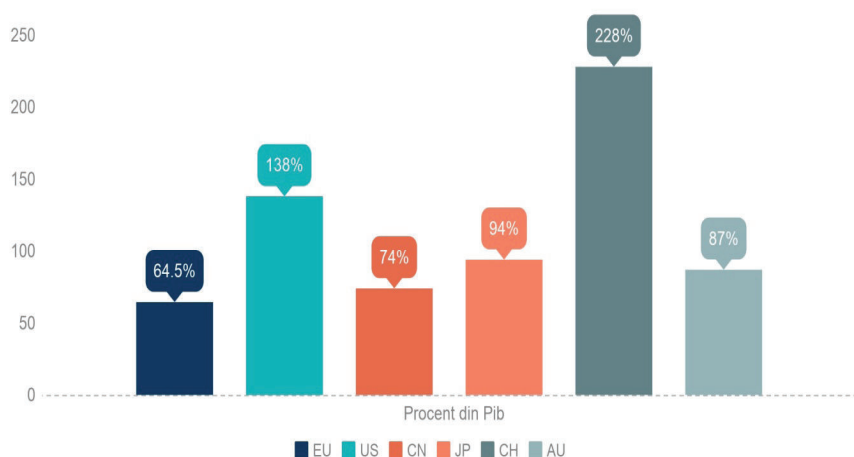
aparitia unor piețe de capital alternative, în țările în curs de dezvoltare, ca efect al schimbărilor instituționale. Într-un alt studiu, Taboga, (2005) a studiat riscul indus de obligațiunile corporative, urmat de Huber, and Kim (2015) care au abordat, în lucrarea lor, tranzacționarea centralizată a obligațiunilor corporative, iar Khudko (2015) a analizat piața obligațiunilor corporative din Rusia și influența acestora asupra evoluției economiei rusești. Totodată, aspectele privind finanțarea dezvoltării viitoare a întreprinderilor mici și mijlocii a constituit un obiect de studiu pentru Cerbusca (2015).

Metodologia cercetării, date, rezultate și discuții

O integrare mai adâncă a piețelor de capital va oferi întreprinderilor o posibilitate mai mare de finanțare la costuri mai mici, oferind noi oportunități pentru cei care creează depozite cât și pentru investitori, făcând sistemul financiar mai rezilient. Așa cum se poate observa și mai jos, capitalizarea bursieră în Uniunea Europeană este încă sub cea aferentă celorlalte regiuni ale globului. Crearea unei adevărate piețe unice de capital în UE până în 2019 reprezintă un element-cheie al planului de investiții anunțat de Comisia Juncker în noiembrie 2014.

Capitalizarea bursieră ca procent din PIB pe glob în 2013

Figura 1



Sursa: Comisia Europeană. Datele sunt prelucrate de autori

Provocările ce vor fi remediate prin prezenta inițiativă au fost identificate de către Comisia Europeană ca fiind următoarele:

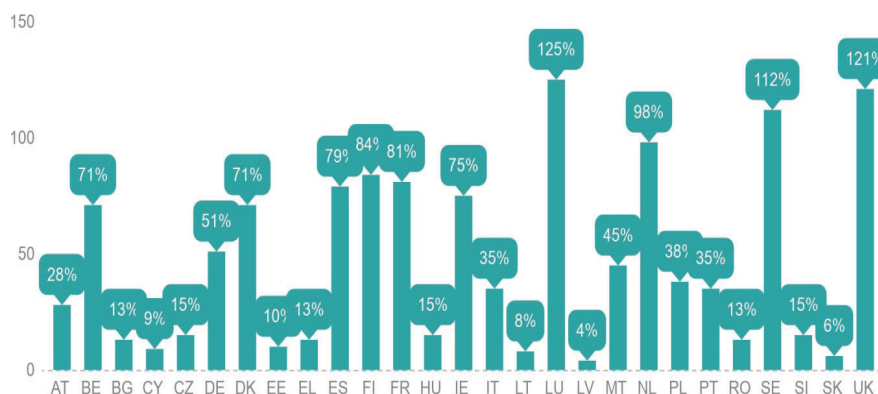
- investițiile în Europa sunt încă dependente de bănci într-o proporție covârșitoare;
- există diferențe semnificative în condițiile de finanțare între țările UE;
- există reguli și practici de piață diferite pentru produse cum ar fi instrumentele securitizate sau plasamentele private;
- acționarii și cumpărătorii de datorii corporatiste rareori depășesc granițele naționale atunci când investesc;
- multe IMM-uri au în continuare acces limitat la finanțare.

De asemenea, Uniunea piețelor de capital are următoarele obiective:

- dezvoltarea unui sistem financiar mai diversificat care să completeze finanțarea bancară cu piețe de capital mai dezvoltate;
- deblocarea capitalului disponibil din Europa, care este în prezent înghețat și punerea sa în slujba economiei, oferind deținătorilor de disponibilități bănești, mai multe opțiuni de investiții și oferind întreprinderilor o gamă mai largă de finanțări la costuri mai mici;
- crearea unei piețe de capital unice în UE în care investitorii să își investească fondurile fără obstacole de granițe, iar întreprinderile să poată atrage finanțarea necesară dintr-o gamă variată de surse, indiferent de locația lor.

Capitalizarea bursieră ca procent din PIB în UE 2013

Figura 2



Sursa: Comisia Europeană. Datele sunt prelucrate de autori

Uniunea piețelor de capital poate oferi o creștere imediată și sustenabilă, necesară Europei și o reducere a nivelurilor ridicate ale șomajului, dacă factorii de decizie consideră că băncile europene sunt esențiale pentru

succesul său și dacă se implementează acele reforme necesare regiunilor respective. În schimb, autoritățile de reglementare și factorii de decizie politică se concentrează în mod corect pe obiectivele pe termen scurt mai accesibile, precum relansarea unei securitizări sănătoase, dezvoltarea de plasamente private și extinderea pieței europene cu randamente ridicate, toate acestea fiind pași în direcția corectă de stimulare a creșterii economice. Acest lucru necesită ca băncile europene să poată ajuta întreprinderile să asigure finanțarea pe piețele secundare, însă noile reforme și reguli de capital, făcând sistemul bancar mai sigur, au avut ca efect limitarea capacității băncilor de a face acest lucru.

Reformele capitalului bancar au făcut ca sistemul financiar - bancar global să fie mai sigur și mai puțin vulnerabil la șocurile sistemice. Ca urmare a noilor reguli de capital introduse în urma crizei financiare, care obligă băncile să dețină rezerve de capital mai mari, instituțiile financiare europene utilizează mai mult abilitățile lor de consiliere și mai puțin activele bilanțiere atunci când ajută clienții să obțină finanțare de pe piețele financiare. Între 2009 și începutul anului 2015, ponderea titlurilor de creanță emise de societățile din zona euro pe piețe a crescut de la 13% la 20% din datoria lor, în timp ce, potrivit cifrelor Băncii Centrale Europene, înainte de criză, această pondere era stabilă.

Comisia Europeană a lansat în anul 2017 revizuirea intermediară a inițiativei Uniunii piețelor de capital. Inițiativa urmărește să sprijine creșterea economică prin sporirea accesului la capital, unul dintre obiectivele sale centrale constând în îmbunătățirea accesului la finanțare pentru întreprinderile mici și întreprinderilor mijlocii (IMM-uri). Având în vedere complexitatea procesului de listare inițială - IPO și costurile asociate listării, considerate a fi mari mai ales pentru emitenții mai mici, sprijinul adresat IMM-urilor este foarte necesar, în special în contextul finanțării prin acțiuni.

• **Obligațiunile corporative**

În ultimii ani se remarcă o creștere în emiterea de obligațiuni corporative, reflectând parțial un mediu de piață favorabil pe fondul unor rate ale dobânzilor mai mici. Cu toate acestea, obligațiunile au fost, în principal emise de firmele mari și s-au concentrat în piețe mai mari.

Prin „obligațiuni corporative” înțelegem un titlu de creanță emis de o societate și vândut investitorilor. „Garanția” constă de obicei în capacitatea de plată a societății, care se traduce prin veniturile generate de operațiuni viitoare. În unele cazuri, activele fizice ale companiei pot fi utilizate ca și garanții colaterale pentru obligațiuni.

În timp ce emiterea de obligațiuni corporative a crescut, în special în segmentul de mare randament, această creștere este concentrată în țările

în care a avut loc un flux mai stabil al împrumuturilor bancare. Doar câteva țări facilitează emiterea de obligațiuni pentru IMM-uri, în principal prin burse naționale sau regionale.

Obligațiunile corporative sunt considerate a avea un risc mai mare decât obligațiunile de stat. Ca urmare, ratele dobânzilor sunt aproape întotdeauna mai mari, chiar și pentru companii cu un rating financiar foarte bun. Obligațiunile corporative sunt emise în general în calupuri de 1.000 de unități monetare în valoarea nominală, și aproape toate au o structură standard de plată prin cupon.

Obligațiunile corporative, fiind o finanțare prin datorie, reprezintă o sursă majoră de capital pentru multe companii, alături de finanțările de capital (Equity) și creditele bancare și liniile de credit. În general, o companie trebuie să aibă potențialul de a genera câștiguri consistente pentru a fi în măsură să ofere investitorilor titluri de creanță la o rată a cuponului favorabilă. Cu cât compania este percepută ca având un standing financiar mai bun, cu atât îi este mai ușor să emită obligațiuni la rate mai scăzute și în volum mai mare. Cele mai multe obligațiuni corporative sunt impozabile la termene de peste un an.

Prin emiterea obligațiunii, compania își asumă o obligație legală de a plăti dobândă la principal, independent de rezultatele companiei, și să înapoieze principalul când obligațiunea ajunge la maturitate. Unele clauze contractuale pot acorda dreptul companiei emitente să răscumpere obligațiune înainte de termen. Dacă compania decide să răscumpere obligațiune înainte de termen, va înapoia principalul și va plăti probabil o primă adițională în funcție de momentul la care se realizează răscumpărarea (raportat la data scadenței). Obligațiunile pot fi clasificate în funcție de mai multe criterii cum ar fi: maturitatea, tipul de dobândă, calitatea financiară, priority claim, colaterale. Contractul aferent obligațiunii corporative poate prevedea clauze diferite și variate ce combină mai multe din aceste caracteristici.

Din punct de vedere al maturității, obligațiunile pot fi clasificate astfel:

- Termen scurt: sub 3 ani;
- Termen mediu: între 4 – 10 ani;
- Termen lung: peste 10 ani.

Cu cât termenul este mai lung, cu atât riscul deținătorilor de obligațiuni crește dar proporțional și dobânda este mai mare. Plata dobânzii este denumită plata cuponului și este calculată ca rată fixă pe tot parcursul vieții obligațiunii sau ca rată variabilă calculată în funcție de anumiți indicatori (indexul obligațiunilor sau obligațiunile guvernamentale). Mai există și cazuri de obligațiuni care nu plătesc dobândă, așa numitele obligațiuni cu cupon zero care realizează în schimb o singură plată la maturitate care include și o primă față de prețul de achiziție a obligațiunii.

Prețul unei obligațiuni este invers proporțională cu dobânda de piață, deoarece investitorii caută întotdeauna cel mai convenabil plasament pentru disponibilul propriu de capital. Astfel, în cazul unei rate a cuponului dată, dacă dobânda de piață crește, obligațiunea va plăti mai puțin iar valoarea obligațiunii va scădea. Pe de altă parte, o reducere a dobânzii de piață va determina o creștere a valorii cuponului, deci o creștere a valorii obligațiunii.

Calitatea financiară a unei obligațiuni este determinată de agențiile de rating de credit care realizează rapoarte periodice ale ratingurilor obligațiunilor. În funcție de acestea, obligațiunile pot fi clasificate în grade de investiție:

- BBB sau mai mari de către Standard & Poor;
- Baa3 sau mai mari de către Moody's.
- Non-investiții.

Acestea din urmă sunt cunoscute și ca obligațiuni speculative ce plătesc investitorilor o dobândă mai mare în schimbul asumării unui risc mai mare de default.

O obligațiune poate fi garantată de active specifice, în cazul în care compania alocă anumite active ca și colaterale ale obligațiunii sau pot exista obligațiuni negarantate. În cazul obligațiunilor negarantate, în cazul în care emitentul nu reușește să plătească investitorului principalul și prima, atunci, acesta din urmă nu are decât o creanță generală negarantată împotriva activelor și cash-flowului companiei. Obligațiunea poate avea un rang mai înalt față de alte obligații ale debitorului, cum ar fi de exemplu un împrumut, și în acest caz va avea prioritate în caz de default, sau poate fi subordonat. În oricare din cazuri, în eventualitatea falimentului, investitorul în obligațiuni poate avea prioritate în fața acționarilor în ceea ce privește activele companiei.

Deținătorul de obligațiuni este expus diverselor riscuri specifice care se reflectă de cele mai multe ori în prețul obligațiunii și în rata cuponului:

- Riscul de credit sau de default: Riscul ca o companie să nu realizeze la timp plata principalului și a dobânzii. Ratingurile de credit realizate de către agențiile specializate au rolul de a estima acest risc. Pentru a diminua riscul de credit, contractul aferent obligațiunii poate include clauze obligatorii pentru emitent cum ar fi de exemplu limitări ale gradului viitor de îndatorare a companiei.
- Riscul de dobândă: Riscul ca rata de dobândă din piață să devină mai favorabilă decât rata cuponului. Cu cât maturitatea obligațiunii este mai mare, cu atât crește riscul de modificare a ratei de dobândă, deci cu atât crește mai mult dobânda cuponului.
- Riscul de inflație: Riscul ca inflația să reducă valoarea reală a investiției și a plăților aferente cuponului.

- Riscul de lichiditate: Riscul ca obligațiunea să nu poată fi tranzacționată ușor sau riscul ca investitorul să nu obțină un preț corect la vânzarea acesteia pe piața secundară.
- Riscul de răscumpărare: Riscul ca obligațiunea să fie răscumpărată de către emitent înainte de scadență, ca urmare de exemplu a scăderii ratei dobânzii, ceea ce face ca rata cuponului să devină mai oneroasă pentru companie, dar mai convenabilă pentru investitor.

Cerințele de raportare în cazul emitenților de obligațiuni au scopul de a crește transparența și de a scădea riscul investitorilor. De exemplu, în Statele Unite ale Americii, o companie ce dorește să emită obligațiuni publicului trebuie să completeze un formular al Securities and Exchange Commission. În general acest prospect de ofertare descrie condițiile financiare ale companiei, termenii de emisie a obligațiunii, riscurile asociate investiției în această ofertă, și modalitatea în care compania are de gând să evolueze după vânzarea obligațiunilor. De asemenea, companiile care au emis public obligațiuni sunt obligate să completeze rapoarte trimestriale și anuale.

Piața de obligațiuni corporative a fost dominată în mod tradițional de firmele mari cu recunoaștere publică, venituri stabile și volatilitatea stocurilor relativ scăzute. Pe de altă parte, doar o foarte mică parte din IMM-uri au accesat această piață. Obligațiunile corporative necesită de obicei ca emitentul să aibă o anumită mărime, un istoric de credit stabil și un istoric contabil al lor, și volatilitate limitată a veniturilor. Cum multe IMM-uri nu îndeplinesc aceste cerințe, pe o piață a obligațiunilor vor atrage un rating scăzut, cupoane mari și dividende limitate pentru acoperirea acestor plăți periodice. De asemenea, obligațiunile sunt instrumente relativ scumpe pentru a atrage finanțare, iar costul poate ajunge și la 10% din suma atrasă. În afară de costurile de atragere a finanțării, o altă caracteristică negativă a acestui tip de finanțare constă în rigiditatea calendarului de plăți a principalului și a dobânzii, ceea ce impune un cash-flow stabil. În cazul în care vreuna din plăți nu este efectuată la timp, compania intră în default și devine astfel vulnerabilă față de un eventual faliment. De asemenea, din punct de vedere contabil, suma împrumutului se evidențiază în bilanț ceea ce face ca pe viitor costurile de împrumut să fie influențate.

Din alt punct de vedere, obligațiunile corporative prezintă anumite avantaje pentru firmele mijlocii care pot îndeplini criteriile de mărime, stabilitate a veniturilor, cash-flow și care pot răspunde cerințelor de raportare legate de emiterea acțiunilor. Una peste alta, obligațiunile pot asigura un flux de capital necesar unor investiții sau creșterii firmei. Finanțarea prin obligațiuni corporative poate fi în mod special avantajoasă atunci când rata de dobândă din piață este scăzută, astfel încât rata cuponului în timpul vieții obligațiunii

poate fi pusă la o rată convenabilă pentru întreprindere dar și atractivă pentru investitori. De asemenea, din punct de vedere al capitalului social, acest tip de finanțare nu diluează proprietatea părților sociale sau al controlului afacerii.

În anii de după criza financiară globală, în contextul în care atragerea capitalului rămâne o problemă pentru IMM-uri, potențialul unei piețe a obligațiunilor pentru IMM-uri devine din ce în ce mai interesantă pentru antreprenori. Plasamentele private pot fi atractive pentru companiile mai mici cu vizibilitate limitată pe piața publică deoarece nu există limită inferioară și funcționează pe baza unei relații directe între creditor și debitor, ceea ce facilitează negocierea anumitor termeni. În același timp, lipsa unor documente standardizate majorează costurile de emiteră a obligațiunilor, ceea ce limitează utilizarea acestui instrument de către IMM-uri.

Emiterea de obligațiuni crește în special în zonele economice periferice ale euro, unde accesul la creditele bancare a devenit mai dificil. Astfel există o corelație invers proporțională între emiterea de obligațiuni și condițiile de creditare bancară. În Europa, unde debt securities au reprezentat în general doar o mică parte a angajamentelor întreprinderilor non-financiare, emiterea obligațiunilor a cunoscut un vârf în anul 2009, după care o scădere până în anul 2011 pe seama atmosferei negative de piață, urmând ca din 2012 să revină pe creștere.

În Marea Britanie, emiterea obligațiunilor corporative a cunoscut un vârf în anul 2012, ajungând la 40,5 miliarde de GBP. Creșterea din anii 2011 și 2012 acoperă scăderea nivelului creditului în aceeași perioadă, ceea ce demonstrează mai degrabă o schimbare în structura finanțărilor de tip datorie decât o reducere a expunerii pe piața financiară.

Trendul de mai sus este specific în general emisiunilor realizate de marile corporații care domină această piață. Cu toate acestea, în unele țări, piața de finanțare a IMM-urilor a fost afectată de metode inovatoare de finanțare ceea ce va face ca emiterea de obligațiuni să devină mai atractivă pentru IMM-uri și MIDCAPS.

În anul 2010, în Marea Britanie a fost lansată the London Stock Exchange - Electronic Order Book for Retail Bonds (ORB). Aceasta este o platformă electronică de tranzacționare a obligațiunilor guvernamentale ale Marii Britanii, supranaționale și corporative, care oferă investitorilor de retail acces eficient la piața secundară de titluri de creanță a Londrei. ORB a fost lansat în februarie 2010, ca răspuns la cererea tot mai mare provenită din partea investitorilor privați din Marea Britanie pentru un mecanism eficient din punct de vedere al costurilor și transparent pentru accesul la titluri cu venit fix. ORB oferă obligațiuni de dimensiuni de retail în mai multe valute, cu scopul de a asigura în continuare diversitate unei piețe în continuă dezvoltare.

Noul serviciu de tranzacționare are drept scop oferirea investitorilor privați din UK a unor beneficii similare pieței MOT operate de Borsa Italiana parte a grupului London Stock Exchange, piață ce este în Europa, cea mai lichidă și cu volumul cel mai mare de tranzacții a titlurilor cu venit fix. Acest model este de așteptat să favorizeze investitorii mici și să ofere mai multe oportunități IMM-urilor pentru atragerea de finanțare prin instrumente de datorie de tip debt securities.

Pentru a se asigura că investitorii profesioniști și de retail se bucură de un acces facil la piața extinsă de obligațiuni naționale și internaționale, Borsa Italiana operează două piețe pentru tranzacționarea electronică de obligațiuni, instrumente de datorie și titluri de valoare guvernamentale:

- MOT, este singura piață reglementată italiană dedicată (prin intermediul a două segmente, DomesticMOT și EuroMOT) tranzacționării titlurilor de valoare guvernamentale italienești și non-italienești, a obligațiunilor corporative și bancare naționale și internaționale, a titlurilor de valoare supranaționale și a asset-backed securities.
- ExtraMOT, noul sistem multilateral de tranzacționare reglementat prin Borsa Italiana pentru tranzacționarea obligațiunilor corporative emise de companii italiene și non-italiene deja listate pe alte piețe reglementate ale Uniunii Europene, precum și obligațiuni bancare și titluri de creanță emise de IMM-uri italienești.

MOT a fost creat în 1994 pentru a oferi investitorilor privați un acces mai ușor la piața de obligațiuni, și, de asemenea, pentru a spori eficiența operațiunilor investitorilor profesioniști prin oferirea unui sistem electronic și complet automatizat de tranzacționare de la faza ordinului de intrare și până la soluționarea tranzacției executate. Datorită creșterii constante a numărului de intermediari conectați (direct sau prin intermediul sistemului de interconectare), piața MOT a prezentat o creștere constantă și acum se află în topul clasamentului în Europa în ceea ce privește numărul tranzacțiilor și cifra de afaceri de tranzacționată (230 miliarde euro în anul 2009).

ExtraMOT, facilitatea de tranzacționare multilaterală, a fost creată în a doua jumătate a anului 2009, ca răspuns la o anumită cerință venită din partea de intermediarilor și investitorilor. Aceștia aveau nevoie să poată tranzacționa euroobligațiuni în cadrul unei piețe electronice și automatizate care (în contrast cu opacitatea ce caracterizează piața de tip over-the-counter și piețele nereglementate) folosește același platforme tehnologice și de control ale MOT - și, prin urmare, ar putea garanta transparența și eficiența în mecanismul de formare al prețului. Puncte tari:

- MOT este singura piață reglementată din Italia;

-
- Mecanismul de formare a prețurilor este transparent;
 - Dezvăluirea informațiilor pre și post-tranzacționare
 - Monitorizarea în timp real a cursului de tranzacționare corect;
 - Viteza de execuție a tranzacțiilor;
 - Politica de prețuri ce atribuie o atenție constantă nevoilor diferiților actori de pe piață.

În anul 2013, Milan Stock Exchange a înființat o platformă specială de tranzacționare a mini-obligațiunilor, denumită ExtraMOT PRO, care are până în anul 2014 un portofoliu de peste 30 de IMM-uri nelistate ce au emis mini-obligațiuni. Infrastructura de reglementare a acestui nou instrument permite întreprinderilor să acceseze în mod ușor și eficient pentru prima oară, piața de capital. Ca și costuri, acest instrument presupune un cost minim de doar 2500 euro pentru un instrument financiar listat pentru prima oară și 500 de euro în cazul în care acest instrument a mai fost listat și pe alte piețe. Singurele cerințe de listare constau în publicarea financiarelor anuale pe ultimii doi ani, ultimul fiind și auditat și completarea unui document de admitere cu câteva informații esențiale. După admiterea pentru listare, IMM-ul trebuie să publice financiare anuale auditate, publicarea ratingului când este obligatoriu, orice informații cu privire la eventuale schimbări ale drepturilor deținătorilor de obligațiuni și orice informații tehnice cu privire la caracteristicile acestui instrument inovativ (datele de plată, dobânda cuponului, calendarul). Față de piața ExtraMOT, în acest caz sunt admiși doar investitori profesioniști.

În anul 2010, în Germania, Stuttgart Borse a creat o platformă specială pentru tranzacționarea obligațiunilor emise de IMM-uri (Bondm) ce oferă emisiuni de obligațiuni cu valori între 25 – 150 milioane euro. Aastă platformă permite emiterea de obligațiuni direct către investitorii privați din piața principală, în faza de subscriere, fără asistența unui intermediar/consultant underwriter, ceea ce reduce cu mult costurile de emisie și acordă investitorilor individuali un avantaj de preț față de listarea inițială. După emisiunea inițială de obligațiuni, instrumentul se tranzacționează în mod liber pe piața Bondm. Începând cu anul 2012, pe această piață au fost listate aproximativ 25 de IMM-uri cu o valoare totală a activelor de aproximativ 1,6 miliarde euro.

În Franța, au fost lansate scheme inovative de finanțare pentru a crește atractivitatea obligațiunilor de dimensiuni mici. Cu sprijinul guvernului francez, sub forma garanțiilor emise de OSEO/ BPIFrance, programul de obligațiuni GIAC permite emiterea de obligațiuni pentru IMM-uri și MIDCAPS. GIAC este un grup de creditare înființat în anul 1961 cu scopul de a oferi sprijin financiar pentru întreprinderile din Franța, managementul unui fond de securizare care investește în obligațiuni mici și mijlocii (între

0,5 și 2,5 milioane de euro) și se refinanțează de pe piața de capital prin emisiunea de obligațiuni proprii de diferite tipuri achiziționate de investitori instituționali. O particularitate a GIAC este acționariatul său compus exclusiv din întreprinderile ce participă la operațiunile sale. De asemenea, fondul este garantat de un fond mutual la care participă companiile ce au emis obligațiuni, fiecare contribuind cu o sumă în valoare de 7% din finanțarea solicitată. Aceste companii sunt selectate în baza unor criterii specifice cum ar fi un bun standing financiar, profitabilitate bună și planuri de dezvoltare. În anul 2013 această schemă inovatoare a atras peste 80 de milioane de euro pentru 27 de emisiuni de obligațiuni și 6 operațiuni de credite grupate securitizate. În anul 2013, tot în Franța, s-a lansat un nou fond de datorie pentru stimularea dezvoltării pieței de emitere obligațiuni pentru IMM-uri. Fondul NOVO este un fond în valoare de 1 miliard de euro subscriși de către Caisse des depots și mai multe companii de asigurare. Maturitatea fondului este de 10 ani și se estimează să finanțeze un număr de 30 – 40 de întreprinderi, contribuind cu 10 – 50 de milioane de euro dezvoltării lor.

• Securitizarea și obligațiunile plafonate

Securitizarea este un instrument de refinanțare utilizat de către bănci și care îmbunătățește managementul portofoliului de risc, foarte utilizat în anii trecuți mai ales în America pentru creditele ipotecare și pentru creditele de tip corporate. Prin securitizare, mai multe tipuri de instrumente de împrumut pot fi grupate și vândute investitorilor. Aceștia din urmă dobândesc dreptul de a primi orice sume încasate de pe urma instrumentelor financiare ce sunt atașate portofoliului securitizat.

În cazul securitizării unui portofoliu de credite bancare, instituția de credit (Inițiatorul) acordă mai multe credite clienților săi IMM-uri (piața primară), le grupează (portofoliu) și vinde portofoliul unor investitori pe piața de capital prin emiterea unor note de către un SPV (Special Purpose Vehicle) garantate cu portofoliul de credite (Asset Backed Securities) ABS. Aceste note, evaluate de către agenții de rating, sunt plasate investitorilor de pe piețele de capital sau pot fi reținute, în parte de banca inițitoare.

După ce creanțele au fost transferate de către inițiator SPV-ului, în mod normal, nu mai există recurs față de inițiator. Prin procesul de securitizare, activele sunt scoase din bilanțul contabil al inițiatorului. Astfel, în acest model de business, banca inițitoare acordă creditele și apoi le transferă, finanțându-le de fapt de către terți. Astfel, relația de creditare dintre bancă și IMM se transformă într-o tranzacție prin care câștigurile majore ale băncilor provin din comisioanele de acordare și vânzarea ulterioară de portofolii de credite.

Un model alternativ de securitizare (securitizarea sintetica) combină

mecanismul de mai sus cu cu derivatele de credite, unde creditele rămân în bilanțul băncii inițitoare dar riscul de credit asociat portofoliului de credite este transferat către un SPV care plasează pe piața de capital note legate de credite clasificate pe categorii de risc.

Securitzarea portofoliilor de credite oferă anumite avantaje directe băncilor și indirect creditării IMM-urilor. În primul rând, securitzarea reduce expunerea băncilor la riscul de credit, care este astfel transferat către piața de capital. Acest demers este important și din perspectiva Basel III care impune ca activele riscante ale băncilor să fie scoase din bilanțul băncilor astfel încât indicatorii de capital să fie îmbunătățiți. În alte cuvinte, securitzarea poate reprezenta un instrument de reducere al riscurilor și de îmbunătățire al capitalului. În ultimul rând prin eficientizarea capitalului, securitzarea reduce costurile bancare de finanțare.

Securitzarea ajută băncile să transforme creditele IMM evidențiate în bilanț în active lichide care pot fi utilizate pentru creșterea volumului de creditare. Din studiile de specialitate rezultă că nevoia de lichiditate a reprezentat un factor determinant al securizării, utilizat mai ales în cazul băncilor cu creștere rapidă, ce se finanțează mai puțin de pe piața interbancară și care au un raport credite / depozite supraunitar, dezechilibrat. Securitzarea poate fi un atu pentru băncile de dimensiuni mai mici care întâmpină restricții de acordare a creditelor din cauza mărimii. Transferarea riscului către piața de capital are ca și rol creșterea capacității de creditare. De asemenea, securitzarea poate constitui un avantaj pentru băncile mai mici deoarece acestea au o relație mai apropiată cu IMM-urile și capacitate de monitorizare mai bună, ceea ce le oferă un avantaj competitiv în creditarea IMM-urilor.

Obligațiunile garantate funcționează similar datoriei securizate deoarece sunt obligațiuni corporative garantate de cashflowul generat de ipoteci și credite. În cadrul Uniunii Europene, CRD (Capital Requirement Directive) limitează garanțiile colaterale la împrumuturi pentru entități publice bine cotate, rezidențial, comercial ship mortgage loans cu o valoare Loan-to-value de 80% pentru rezidențial sau 60% pentru comercial, împrumuturi bancare sau creanțe garantate cu ipoteci.

Un aspect important de diferențiere față de securizare constă în faptul că obligațiunile corporative garantate rămân în bilanțul consolidat al inițiatorului cu anumite excepții de variațiuni. Din acest motiv, ele nu pot îmbunătăți indicatorii de capital ai instituției de credit. Cum investitorul nu este proprietarul activelor, dobânda este plătită către el din cashflowul inițiatorului, ca și în cazul obligațiunilor corporative tradiționale. Chiar dacă activul implicat intră pe default, inițiatorul este obligat să plătească în continuare dobânda investitorului. Totuși, în cazul în care emitentul obligațiunilor intră

în default, independent de soarta activelor, investitorul poate intra în posesia lor. Deoarece obligațiunile de acest tip sunt garantate, ele sunt considerate a fi mai puțin riscante decât obligațiunile bancare negarantate, ceea ce implică costuri de finanțare mai mici pentru emitent. Ele sunt considerate de cele mai multe ori complementare și nu substituite pentru securitizare.

De partea cererii, datoriile securitizate prezintă caracteristici de risc interesante pentru investitori. În principal, dat fiind că sunt active garantate, aceste opțiuni de investiții prezintă un nivel de risc diminuat față de alte oferte din piață. Mai mult, deoarece sunt diferite față de multe clase de active de pe piața financiară, ele pot îmbunătăți profilul de risc al întregului portofoliu de investiții. În cazul obligațiunilor garantate, faptul că activele rămân în bilanțul inițiatorului face ca acesta să ofere mai multă credibilitate inițiatorului cu privire la calitatea activelor și a analizei de risc realizate. În cazul unui default, investitorul are două căi de atac, față de emitent și față de portofoliul garantat. Din acest punct de vedere, obligațiunile garantate beneficiază de un tratament mai bun, din punct de vedere al reglementărilor, față de datoria securitizată și lichiditate mai mare pe piață. Trebuie de asemenea observat că această piață a obligațiunilor IMM garantate este relativ nouă. Într-adevăr, utilizarea creditelor IMM ca și grupă de active în domeniul obligațiunilor garantate nu este încă permisă de legislația multor țări ce prezintă piețe de obligațiuni garantate dezvoltate.

Deși securitizarea a fost blamată ca fiind o cauză importantă a crizei financiare globale din 2008, trebuie totuși făcută o diferențiere între tipurile de active, astfel chiar dacă crențele ipotecare au fost supraevaluate, ceea ce a dus la criza subprime, segmentul securitizării de credite IMM a avut de suferit după 2008 de efectul de contagiune, atât pe piețele financiare cât și în percepția publică.

Deoarece prezintă o lichiditate mai scăzută față de securitizarea portofoliilor de credite ipotecare, securitizarea portofoliului de credite IMM este mai puțin atractiv pentru investitorii privați, ceea ce justifică intervenția publică în sprijinul creșterii finanțării IMM, mai ales în Uniunea Europeană. În acest sens, grupul Băncii Europene de Investiții a înființat în 2013 un instrument unic de sprijin a IMM-urilor în valoare de 10,4 miliarde de euro care să fie utilizat ca și instrumente de garantare a creditelor și ca instrument de securitizare cu un efect de levier de maximum 1:10.

• SME Growth Markets – Piețele de capital de creștere a IMM

Extinderea accesului întreprinderilor europene la diferitele surse de finanțare în orice etapă a dezvoltării acestora se află la baza Uniunii piețelor de capital. Listarea pe bursele de valori poate da un impuls semnificativ

întreprinderilor mici și mijlocii. Beneficiile listării includ o dependență redusă față de finanțarea bancară, un grad mai ridicat de diversificare a investitorilor, un acces mai ușor la capitalul disponibil, la împrumuturi, un profil public mai pronunțat precum și notorietatea mărcii proprii.

În ciuda beneficiilor listărilor bursiere, piețele de capital ale UE se luptă în prezent pentru a atrage noi emitenți din rândul IMM-urilor. În momentul de față, Europa generează doar jumătate din ofertele publice inițiale ale IMM-urilor pe care le-a generat înainte de criza financiar- bancară din anul 2008. În ceea ce privește oferta, emitenții se confruntă cu costuri ridicate de conformitate pentru listarea pe piețele de capital iar în ceea ce privește cererea, lichiditatea insuficientă poate afecta emitenții (din cauza costurilor mai mari ale capitalului), investitorii (care pot fi reticenți în a investi în IMM-uri, în primul rând datorită nivelului redus de lichiditate precum și a riscurilor de volatilitate aferente).

În mai 2018, Comisia Europeană a propus adoptarea unor norme mai echitabile pentru a susține listarea IMM-urilor, protejând în același timp investitorii și integritatea pieței de capital. Inițiativa se limitează la "piețele de creștere a IMM-urilor", o nouă categorie de facilități de tranzacționare multilaterală creată prin Directiva privind piețele instrumentelor financiare (MiFID II) începând cu ianuarie 2018 pentru a facilita accesul la capital pentru IMM-uri. Noile norme propuse de Comisie vizează:

- să reducă povara administrativă și costurile ridicate de listare cu care se confruntă emitenții pe piețele pentru creșterea IMM-urilor, asigurând totodată un nivel ridicat de integritate a pieței și protecția investitorilor;
- să stimuleze lichiditatea acțiunilor listate pentru a face aceste piețe mai atractive pentru investitori, emitenți și intermediari;
- să faciliteze înregistrarea facilităților de tranzacționare multilaterală ca piețe de creștere a IMM-urilor.

La 3 ianuarie 2018, piața alternativă de investiții din Londra - AIM, a fost înregistrată ca piață de creștere a IMM-urilor conform Directivei privind piețele instrumentelor financiare II (MiFID II) ca parte a planului Uniunii Europene privind piețele de capital, pentru a crea un cadru de reglementare aferent piețelor europene în creștere. În prezent, AIM este cea mai mare piață pentru întreprinderile mici și mijlocii din Uniunea Europeană.

Înființată în 1995 ca piață alternativă de investiții, AIM are rolul de a satisface nevoile companiilor mai mici, oferind un mediu de reglementare mai flexibil. În special, aceasta oferă acces la finanțarea bursieră pentru companiile care nu ar îndeplini criteriile de admitere pe piața principală a London Stock Exchange, deoarece acestea se află într-o etapă incipientă de dezvoltare. AIM

este reglementată separat de piața principală, iar companiile admise la AIM nu sunt supuse regulilor de înscriere, ci regulilor mai simple ale AIM. Este posibil să se obțină accesul la AIM fără înregistrare de tranzacționare, cu o echipă de conducere stabilită sau cu o capitalizare minimă. O caracteristică-cheie a regimului AIM este numirea de către fiecare companie AIM a unui consilier desemnat. Nomadul (așa cum este cunoscut) este responsabil pentru evaluarea cererii companiei la AIM și pentru consilierea societății, odată admisă, asupra obligațiilor sale continue în conformitate cu regulile AIM.

AIM a înregistrat o creștere semnificativă în ultimul an. 49 de companii au fost listate la AIM în 2017, reușind atragerea unui total de 2,1 miliarde de lire sterline, în creștere cu 97% față de 1,1 miliarde lire sterline atrase în 2016. Suma medie atrasă de companii a crescut cu 52%, de la 28 milioane lire în 2016 la 43 milioane

La 25 Februarie 2015 și în România s-a lansat o nouă piață alternativă a Bursei de Valori București, denumită AeRO și care este adresată IMM-urilor și startup-urilor cu potențial de dezvoltare din România. Acest pas reprezintă o revoluție a modului în care BVB oferă servicii întreprinderilor din România, putându-se acum apleca și spre companii mai mici dar care prezintă un potențial puternic de creștere. AeRO a înlocuit segmentul ATS al Bursei de Valori București și a putut lua naștere în urma unor schimbări de regulamente la nivelul Autorității de Supraveghere Financiară. AeRO va putea primi și întreprinderile listate pe RASDAQ (care urmează să fie desființată) și care doresc să rămână pe piața de capital dar nu pe cea principală. Prin lansarea acestei piețe, BVB a realizat un mecanism care va permite atingerea a două obiective importante: o campanie de marketing și promovare mai eficientă și o dezvoltare pe termen lung a acesteia. De asemenea, apariția AeRO a avut ca efect revitalizarea pieței de capital din România prin atragerea acelor investitori mici (de retail) și a companiilor care deși au produs interesante și potențial de dezvoltare nu sunt interesante pentru bănci sau sunt încă prea mici pentru o listare pe piața principală.

Piața AeRO oferă față de piața principală o procedură mai simplificată, condiții de acces mai flexibile și costuri de listare mai scăzute, de ordinul sutelor de lei față de categoria I unde comisionul de admitere ajunge la 20.000 de lei. Fiind un sistem alternativ de tranzacționare al Bursei de Valori București, AeRO are valoarea minimă de tranzacționare de minimum 250.000 de Euro comparativ cu 1.000.000 de Euro pe piața principală, listarea se poate realiza prin plasamente private și nu obligatoriu printr-o ofertă publică inițială. Această piață atrage atât investitori privați (de retail) cât și fonduri de investiții de nivel redus, de nișă. De asemenea piața poate atrage și noi investitori care doresc să treacă de la statutul de deponenți bancari la cea de investitori activi.

Dacă prin economisire se urmărește păstrarea în condiții de risc cât mai scăzute a unor sume de bani, investiția pe AeRO poate genera câștiguri mai mari dar cu riscuri asociate corelate.

Piața AeRO a urmărit cu precădere IMM-uri noi sau startupuri ce au epuizat posibilitățile de finanțare tradiționale dar care prezintă soluții, servicii sau produse inovative, sau întreprinderi ce au o valoare cuprinsă între 1 și 5 milioane de euro dar care doresc să atragă de pe bursă sume cuprinse între 100.000 de Euro și 1.000.000 de Euro pentru continuarea planurilor de dezvoltare. AeRO nu a restricționat accesul companiilor doar la anumite sectoare de activitate ci a primit IMM-uri din domenii din cele mai diverse de la TIC, la servicii, producție sau agricultură. Această gamă variată va permite diversificarea portofoliului de investiții a finanțatorilor cu active mai riscante dar cu câștiguri potențiale mai mari. Deja la sfârșitul anului 2015, AeRO a listat deja câteva companii de pe piața autohtonă, cum ar fi producătorul de software Life is Hard, firma de curierat Sameday și Chronos Curier, compania de TIC Bittnet Systems, precum și câteva vehicule de investiții specializate, cum ar fi Opportunity Capital, Agribusiness Capital, Real Estate Asset, sau fondul de investiții polonez Carpathia Capital. Aceste listări dovedesc că și în România antreprenorii și startup-urile pot accesa finanțare alternativă pentru dezvoltarea propriilor proiecte.

Companiile listate pe piața AeRO sunt consiliate de către companii de consultanță ce au fost autorizate de către BVB și care se vor ocupa de promovarea companiilor potențialilor investitori. Pe lângă atragerea de investitori, consultanții se vor ocupa și de documentația pentru admitere pe piață și, timp de 1 an de zile de la listare le vor asista pentru realizarea rapoartelor financiare și de altă natură.

Concluzii

Extinderea accesului întreprinderilor europene la diferitele surse de finanțare în orice etapă a dezvoltării acestora se află la baza Uniunii piețelor de capital. Listarea pe bursele de valori poate da un impuls semnificativ întreprinderilor mici și mijlocii. Beneficiile listării includ o dependență redusă față de finanțarea bancară, un grad mai ridicat de diversificare a investitorilor, un acces mai ușor la capitalul disponibil, la împrumuturi, un profil public mai pronunțat precum și notorietatea mărcii proprii.

În ciuda beneficiilor listărilor bursiere, piețele de capital ale UE se luptă în prezent pentru a atrage noi emitenți din rândul IMM-urilor. În momentul de față, Europa generează doar jumătate din ofertele publice inițiale ale IMM-urilor pe care le-a generat înainte de criza financiar-bancară din anul 2008. În ceea ce privește oferta, emitenții se confruntă cu costuri ridicate

de conformitate pentru listarea pe piețele de capital iar în ceea ce privește cererea, lichiditatea insuficientă poate afecta emitenții (din cauza costurilor mai mari ale capitalului), investitorii (care pot fi reticenți în a investi în IMM-uri, în primul rând datorită nivelului redus de lichiditate precum și a riscurilor de volatilitate aferente).

Referințe bibliografice

1. Bariviera, A.F. et.al. (2014). Informational Efficiency in Distressed Markets: The Case of European Corporate Bonds. *Economic and Social Review*, 45 (3), 349-369
2. Cerbusca, V. (2015). Financing Sme Future Development. *Economy and Sociology. Theoretical and Scientific Journal*, 1,139-142
3. Govori, F. (2014). *The development of capital market and its impact on providing alternative sources of business financing: Empirical analysis*, University Library of Munich, Germany in its series MPRA Paper with number 58189
4. Huber, S., Kim, J. (2015). *Centralized trading of corporate bonds*, Department of Economics - University of Zurich in its series ECON - Working Papers with number 211
5. Khudko, E. (2015). The Corporate Bond Market. *Russian Economic Developments*, 4 , 9-11
6. Taboga, M. (2005). *The riskiness of corporate bonds*, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area in its series Temi di discussione (Economic working papers) with number 730
7. Waśniewski, K. (2010). *Emergence of alternative capital markets in developing countries as a process of institutional change*, University Library of Munich, Germany in its series MPRA Paper with number 26681