

NOI CRITERII ÎN TIPOLOGIA VALORILOR MOBILIARE

Olesea SPEIAN

Doctorand,

Universitatea de Stat din Moldova,

Republica Moldova

olesea.friscu@gmail.com

Abstract

Governments throughout development history have always faced with the need to finance the budget deficit or different financial projects. Each country tends to obtain financial sources at minimum costs. Several developing and emerging countries have adopted aggressive policies aimed at replacing external public debt with domestic debt by issuing government securities. Starting from the role and importance of government securities, it is necessary to issue such debt securities, in order to correspond to the needs of both the issuer and the investor, but last but not least with the purpose of using the accumulated funds. The object of research is the characteristics of government securities. The purpose of this paper is to research and analyse the complex typology of debt securities in order to revise it by omitting the inefficient and introducing those that have a major importance in the economic development of the state. The research methods used are based on deduction analysis and synthesis, as well as the comparison method. The results obtained show the importance of issuance a new type of debt securities, which correspond with the current needs, in order to achieve the intended purpose.

Key words: *debt security, deficit, loan, sovereign debt, green bonds.*

JEL Classification: *E44, E69, G18, H63.*

Introducere

În preistorie, chiar înainte apariției mijloacelor de schimb, exista creditul. Acesta a apărut încă în primele faze de dezvoltare economică, mai devreme și ca barterul propriu-zis (Einzig, 1948). Din toate timpurile s-a recurs la împrumuturi, fie pentru acoperirea cheltuielilor curente, pentru finanțarea războaielor sau a diverselor proiecte. Doar că pe parcursul anilor caracteristicile și modalitatea de contractare a unei datoricii au evoluat odată cu dezvoltarea societății. Primele instrumente financiare nici nu pot fi

comparabile cu cele actuale, dar totuși, în esență au avut aceleași funcții. Istoricii spun că obligațiunile au apărut mii și mii de ani în urmă. Acestea reprezintă unul dintre cele mai străvechi instrumente financiare. În anul 1889 în timpul unor săpături arheologice din Nippur, în Mesopotamia, în prezent Irak, a fost descoperită o tablă din piatră, care reprezenta o obligațiune străveche. Aceasta datează din anul 2400 î. Hr. din regiunea Babilonului în perioada domniei regelui Dungi (Istoria obligațiunilor, 2020). Pe parcursul anilor ele și-au modificat forma de la înscrieri pe piatră pe hârtie și de pe hârtie la înscriere în cont.

Necesitatea de finanțare a existat în toate etapele de dezvoltare economică. Astfel, țările emit valori mobiliare de stat în vederea finanțării deficitului bugetar sau diverselor proiecte financiare. Pe măsură ce piețele financiare devin din ce în ce mai integrate la nivel internațional, devine tot mai greu pentru țările în curs de dezvoltare să se confrunte cu țările ale căror piețe financiare sunt avansate. Piața valorilor mobiliare poate fi analizată în funcție de țara emitentului, tipul de emitent, termenul de circulație, condițiile de emisiune, tipul ratei dobânzii, scopul și o serie de alți factori. Toate acestea au contribuit la diversificarea valorilor mobiliare.

Un nou tip de obligațiune a fost emis pentru finanțarea proiectelor de protejare a mediului înconjurător – obligațiune verde. Piața obligațiunilor verzi este o piață relativ nouă. În 2007 Banca Europeană de Investiții a emis prima obligațiune verde, piața acestora înregistrând o creștere rapidă, culminând în 2020 la 269,5 miliarde de dolari în emisiuni globale. Odată cu apariția de noi probleme, apar și noi soluții, care urmează să se adapteze la cerințele pieței.

1. Analiza literaturii

Este important de a se face distincție dintre bunuri și valori mobiliare. Bunurile mobiliare sunt caracterizate, așa cum sugerează și termenul, prin mobilitatea lor, conferită de trecerea fizică de la un proprietar la altul. Din punct de vedere juridic, asemenea bunuri al căror caracter mobilier nu poate fi contestat și, în plus sunt purtătoare de valoare nu sunt considerate valori mobiliare (de exemplu tablourile, bijuteriile, mobilier etc.). Deci, valorile mobiliare se deosebesc de bunuri mobiliare prin dematerializarea lor, cu toate că sunt și excepții, purtând și alte denumiri precum: hârtii de valoare, titluri de valoare etc. (Grigoriță, 2005).

Pe piața valorilor mobiliare se emit și se tranzacționează valori mobiliare. Există mai multe conotații referitoare la denumirea valorii mobiliare. Conform Dicționarului bursier (Chelariu, 2005), *valoarea mobilă* reprezintă instrumentul negociabil emis în formă materială sau evidențiat în înscrieri în cont, care conferă deținătorilor lor drepturi patrimoniale asupra emitentului (drepturi de proprietate sau de creanță asupra acesteia) conform legii și în condițiile specifice de emisiune a acestora.

Potrivit Directivei 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind piețele instrumentelor financiare *valori mobiliare* înseamnă categoriile de titluri care pot fi tranzacționate pe piața capitalurilor (cu excepția instrumentelor de plată), precum:

- acțiunile la întreprinderi și alte titluri echivalente acțiunilor la întreprinderi, la întreprinderi de tip parteneriat sau la alte entități, precum și certificatele reprezentative de acțiuni;
- obligațiunile și alte titluri de creanță, inclusiv certificatele de acțiuni referitoare la astfel de titluri;
- orice altă valoare care conferă dreptul de a cumpăra sau de a vinde asemenea valori sau care conduce la o regularizare în numerar, stabilită în raport cu valori mobiliare, cu o monedă, cu o rată a dobânzii sau a rentabilității, cu materii prime sau cu alți indici sau măsuri (Directiva, 2004).

În literatura de specialitate există o tipologie complexă a valorilor mobiliare, acestea deosebindu-se după mai multe criterii de clasificare, cum ar fi:

- În funcție de *emitent*:
 - valori mobiliare de stat – emise de către și în numele unui stat;
 - valori mobiliare municipale – emise de către municipalități;
 - valori mobiliare corporative – emise de către societățile pe acțiuni, bănci, fonduri de investiții sau companii;
 - valori mobiliare private – emise de către persoanele fizice.
- În funcție de *maturitatea* valorilor mobiliare:
 - pe termen scurt (până la 1 an);
 - pe termen mediu (1 – 5 ani);
 - pe termen lung (mai mult de 5 ani – 30 ani);
 - perpetue – fără data scadenței.
- În funcție de *condițiile de circulație*:

- circulare – conform condițiilor de emisie nu există restricții la comercializarea acestora;
- non-circulare – în condițiile de emisie se stipulează că pot fi răscumpărate doar de către emitent;
 - limitate în circulație – în condițiile de emisie se stipulează anumite restricții, cum ar fi circulația doar pe piețele interne.
 - După *tipul venitului* încasat:
 - cu venituri fixe – în condițiile de emisiune sunt stipulate veniturile ce urmează a fi încasate și care nu se modifică indiferent de fluctuațiile pieței (ex. bonuri de trezorerie, obligațiuni cu rate fixe etc.);
 - cu venituri flotante – valori mobiliare cu rate variabile sau indexate.
 - În funcție de *dreptul de administrare* a companiei:
 - titluri de proprietate (acțiuni);
 - titluri de creanță (obligațiuni, bilete la ordin etc.) (Сребник, 2015).
 - După *modalitatea de răscumpărare*:
 - revocabile, oferă emitentului dreptul de a le răscumpăra înainte de scadență (ex. callable bonds), iar investitorului obligațiunea să le cedeze la cererea emitentului;
 - irevocabile – nu pot fi răscumpărate înainte de scadență.
 - După *forma de emisiune*:
 - în formă nematerializată sau de înscriere în cont, pentru care emisiunea, probațiunea și transmisiunea drepturilor încorporate se evidențiază prin înscriere în sistemul de înregistrare în cont;
 - în formă materializată sunt în formă fizică, înscris imprimat, care cuprinde mențiuni obligatorii referitoare la emitent, valoarea nominală, rata dobânzii sau a discountului, scadența, modul de transmisiune și alte elemente specifice fiecărei categorii de titluri (Ordin, 2007).
 - Conform *dreptului de proprietate*:
 - nominative au înscrise numele deținătorului și nu pot fi transmise altei persoane, decât prin transcrierea tranzacției într-un registru de evidență (Caragangiu, 2005);
 - la purtător se emit fără indicarea deținătorului și la transmiterea altei persoane nu se necesită identificarea deținătorului;
 - la ordin cuprind drepturi care pot fi exercitate numai de o persoană determinată (primul beneficiar) sau de o altă persoană căreia i-au fost transmise aceste drepturi (Administrare, 2020).

➤ După *nivelul de risc*:

- fără risc – în această categorie se includ valori mobiliare de stat, certificate bancare, aur și alte metale prețioase cu termen scurt de circulație. Termenul fără risc este într-o măsură oarecare relativ, deoarece fiecare dintre activele financiare enumerate poartă un potențial risc, doar că probabilitatea de apariție a acestuia este una mică;

- cu risc scăzut – valori mobiliare emise pe piața monetară, unde îndeplinirea obligațiilor de plată sunt asigurate de reputația bună a debitorului;

- cu risc moderat – valori mobiliare a căror risc corespunde cu riscul mediu de piață;

- cu risc mare – valori mobiliare a căror risc depășește semnificativ nivelul riscului de piață;

- cu risc foarte mare (speculative) sunt utilizate pentru efectuarea celor mai riscante tranzacții speculative de pe piața financiară (Школик, 2014).

➤ După *valuta emisiunii*:

- în monedă națională;

- în valută străină.

➤ În funcție de *activul* care stă la baza acestora se deosebesc:

- valori mobiliare primare, de genul acțiunilor și obligațiunilor care conferă posesorului fie dreptul de coproprietate, fie dreptul de creanță și generează acestuia venituri viitoare;

- valori mobiliare derivate, rezultate din combinarea valorilor mobiliare primare care au o existență de sine stătătoare pe piața financiară și a căror emisiune este legată de nevoia de protecție împotriva riscurilor sau de necesitatea gestionării eficiente a portofoliului. În categoria valorilor mobiliare derivate sunt cuprinse contractele forward, futures sau options;

- Produse sintetice – produse de tip coș având drept scop dispersarea riscurilor pe un număr cât mai mare de valori mobiliare ce cuprind coșul (ex.: contracte pe indici bursieri) (Carangiu, 2005).

➤ Conform *condițiilor de emisiune*:

- la valoarea nominală – valoarea unei valori mobiliare, rambursabile la scadență;

- cu scont – emisă la un preț mai mic decât valoarea nominală;

- cu primă – emisă la un preț mai mare decât valoarea nominală.

➤ *După modalitatea de emisiune:*

- valori mobiliare emise care au un caracter general și pot constitui obiectul unui contract de împrumut. Aici se includ valori mobiliare de stat, obligațiuni, acțiuni, opțiuni și certificate de locuință;

- valori mobiliare neemise au caracteristici specifice, condițiile financiare fiind diferite de la un deținător la altul (ШКОЛИК, 2014).

Odată cu apariția de noi probleme, necesități apar și noi forme de valori mobiliare.

Pe fondul necesității decarbonizării planetei pentru a limita încălzirea globală care exacerbează fenomenele climatice extreme și generează pierderi economice și sociale uriașe, au fost emise un nou tip de obligațiuni, care joacă un rol din ce în ce mai important în finanțarea activelor necesare tranziției către o economie cu emisii reduse de carbon.

➤ *După scop:*

- obligațiuni verzi.

Banca Mondială definește obligațiunile verzi ca valori mobiliare emise pentru crearea de capital în vederea utilizării la finanțarea proiectelor ce țin de protejarea climei sau mediului (World Bank, 2015).

În condițiile economiei integrate, piețele interne din cadrul țărilor în curs de dezvoltare se află în relații de concurență cu piețele financiare avansate, de aceea există o tipologie largă de valori mobiliare, diversificarea acestora fiind influențată de condițiile concurențiale de piață.

2. Experiența țărilor privind piața valorilor mobiliare de stat

Orice țară din lume, care este lipsită de resurse financiare pentru acoperirea deficitului bugetului de stat sau pentru finanțarea de proiecte recurge la împrumuturi nu doar pe piețe externe, dar și interne.

Luând în calcul riscul valutar, se observă o tendință de dezvoltare a pieței financiare locale, prin emisiunea de valori mobiliare de stat. În practica internațională se deosebesc mai multe tipuri de valori mobiliare, unele din acestea fiind reprezentate în figura 1.

Reieșind din multiple necesități de finanțare, guvernele emit valori mobiliare de stat.

În anul 2020 existau peste 95 mii de valori mobiliare în circulație. Potrivit figurii 2 la nivel global Asia-Regiunea Pacifică și America au cele mai multe linii de valori mobiliare în circulație, urmată de Europa.

Creșterea nivelului de îndatorare al unei țări nu înseamnă mereu că țara este în dificultate.

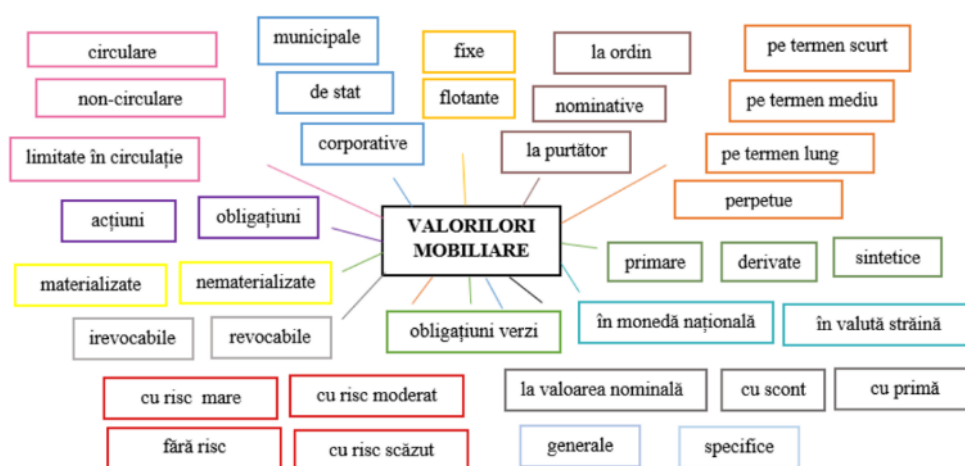


Figura 1. Tipologia valorilor mobiliare

Sursa. Elaborat de autor.

Țările dezvoltate au, de obicei, posibilitatea de a se împrumuta la o rată relativ scăzută, deoarece riscul ca acestea să nu ramburseze datoria este minim. Deci, dacă cheltuielile de deservire a datoriei sunt mai mici decât potențialele venituri, atunci de ce să nu profite de ele?

Conform figurii 3, notabil este faptul că pentru o țară dezvoltată nu este obligatoriu să aibă un nivel înalt al datoriei. Dacă comparăm nivelul datoriei în PIB al Germaniei față de Brazilia, acesta este mult mai mic, ceea ce nu putem concluziona că Brazilia este mai dezvoltată decât Germania.

Ca o nișă, pe piața valorilor mobiliare a apărut piața obligațiunilor verzi. Primele „obligațiuni de conștientizare a schimbărilor climatice” au fost emise în 2007, de către Banca Europeană de Investiții, ca răspuns la solicitarea unui investitor instituțional de a finanța proiecte ecologice, urmată apoi la scurt timp de prima emisiune de „obligațiuni verzi” a Băncii Mondiale, în 2018 (Goldring, 2020).

Obligațiunile ecologice vin cu stimulente fiscale, cum ar fi scutirea de impozite, ceea ce le face mai atractive comparativ cu o obligațiune impozabilă. Acest lucru oferă un stimulent monetar pentru abordarea socială

proeminentă probleme precum schimbările climatice și trecerea la surse regenerabile de energie.

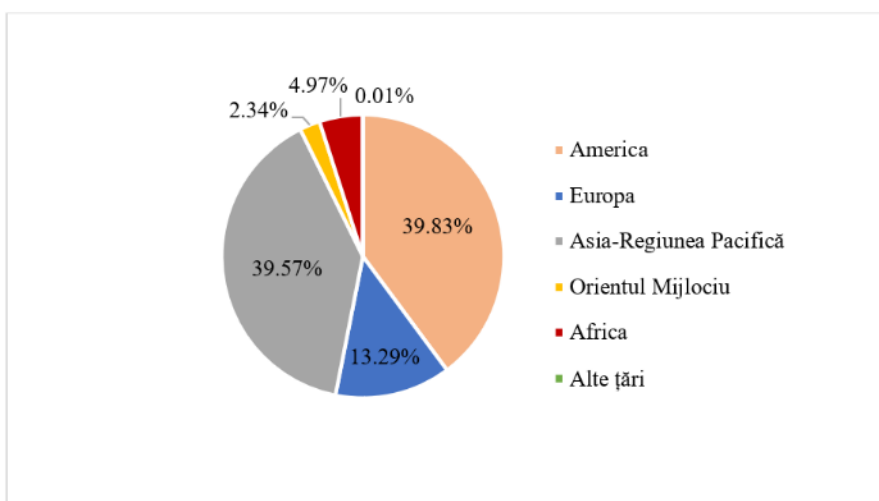


Figura 2. Valori mobiliare suverane în circulație, 2020
 Sursa. Elaborat de autor în baza datelor Bloomberg.

Country	Debt (\$B)	5 Yr Time	Chg S&P	Moody's	Fitch	Currency	IR	Rate	Debt/GRDP
1 Asia									
1 India	237,436	47.53	13-07	BBB+	A-	INR	6.4284	13.08	4.60
2 China	4,970,402	39.63	13-07	A+	A-	CNY	4.1281	13.08	16.29
3 South Korea	727,643	19.18	13-06	BBB+	A+	KRW	1.1317	13.07	7.71
4 Japan	1,245,963	—	—	BBB-	A-	JPY	7.5000	13.08	2.24
5 Taiwan	269,956	—	—	Au	—	USD	28.8120	11.90	16.23
6 Southern Europe									
6 Turkey	229,618	405.93	13-07	BB-	BB-	TRY	6.3359	13.08	19.44
8 Russia	274,171	94.52	13-07	BB-	BB-	RUB	73.6668	13.08	11.53
10 Saudi Arabia	125,728	—	—	A+	A+	SAR	20.8230	13.08	12.80
11 Hungary	132,709	—	—	BBB	BBB	HUF	282.76	13.08	6.78
12 Poland	343,257	—	—	A-	A-	PLN	3.7060	13.08	16.23
13 Latin America									
14 Argentina	319,884	973.88	23-23	CCC+	C+	ARS	94.2969	13.07	166.24
15 Brazil	975,847	183.20	13-07	BB-	BB-	BRL	6.2099	13.08	6.73
16 Colombia	141,898	126.83	13-07	BB+	BB+	COP	3698.50	13.07	13.10
17 Mexico	652,147	67.13	13-07	BBB	BBB	MXN	19.8922	13.08	14.20
18 Chile	165,087	67.20	13-07	A-	A-	CLP	715.13	13.07	18.87
19 Middle East/Africa									
19 South Africa	169,702	205.14	13-07	BB-	BB-	ZAR	14.6979	13.08	11.30
20 Saudi Arabia	254,565	65.82	13-07	A+	A+	SAR	3.7560	13.07	17.79
21 U.A.E. - Dubai	10,369	—	—	—	—	AED	3.6730	13.08	1.35
22 Europe									
22 France	2,823,641	24.12	13-06	BBB	BBB	EUR	1.2189	13.09	11.07
23 Spain	11,000,763	16.95	13-01	BBB	A-	EUR	1.0897	13-09	11.26
23 Ireland	230,470	15.93	13-08	BBB	A-	EUR	1.2189	13-09	11.07
24 Australia	524,776	14.68	13-09	BBB	A+	AUD	0.7785	13-09	12.80
25 Germany	1,989,605	15.65	13-08	BBB	BBB	EUR	1.2189	13-09	11.07
26 Austria	263,036	—	—	BBB	A+	EUR	1.2189	13-09	11.07
26 Belgium	588,878	—	—	BBB	A+	EUR	1.2189	13-09	11.07
26 Canada	1,172,333	—	—	BBB	A+	USD	1.2125	13-09	13.79
28 Denmark	121,439	—	—	BBB	A+	DKK	6.3053	13-09	10.16
28 Finland	165,205	—	—	BBB	A+	EUR	1.2189	13-09	11.07
29 Greece	479,748	—	—	BBB	BB-	EUR	1.2189	13-09	11.07
29 Hong Kong	184,570	—	—	BBB	A+	HKD	7.7823	13-09	16.10
29 Iceland	18,250	—	—	BBB	A+	ISK	122.4625	13-09	18.01
29 Israel	286,708	—	—	BBB	A+	ILS	3.2011	13-09	1.88
29 Italy	2,727,177	—	—	BBB	BBB	EUR	1.2189	13-09	11.07
29 Netherlands	654,111	—	—	BBB	A+	EUR	1.2189	13-09	11.07
29 New Zealand	101,607	—	—	BBB	A+	NZD	2.1719	13-09	10.26
29 Norway	60,420	—	—	BBB	A+	NOK	8.3400	13-09	15.83
29 Singapore	286,447	—	—	BBB	BBB	SGD	1.2189	13-09	11.07
29 Switzerland	111,148	—	—	BBB	BBB	CHF	1.2189	13-09	11.07
29 Sweden	1,423,434	—	—	BBB	A+	SEK	1.2189	13-09	11.07
29 United Kingdom	1,311,691	—	—	BBB	A+	GBP	6.2522	13-09	10.79
29 United States	95,120	—	—	BBB	A+	USD	90.018	13-09	6.20
29 United States	2,252,245	—	—	BBB	BBB	USD	1.4127	13-09	15.24

Figura 3. Nivelul de îndatorare al țărilor, 2020
 Sursa. Bloomberg.

Guvernurile care emit de titluri de stat trebuie să înțeleagă factorii care motivează cererea pentru aceste instrumente, să identifice segmentele de investitori de pe piață, să dezvolte instrumente cu caracteristici care să corespundă cu preferințele investitorilor. Stimularea cererii de titluri de stat este la fel de importantă ca și dezvoltarea infrastructurii pieței.

Concluzii

Guvernele joacă un rol cheie în dezvoltarea pieței valorilor mobiliare. Acestea de obicei emit cel mai mare volum de instrumente financiare, caracteristicile acestora fiind strâns legate de necesitățile atât emitentului, cât și investitorului.

Există o gamă largă de tipuri de valori mobiliare de stat. Acestea fiind influențate de necesitățile de finanțare, precum și de preferințele investitorilor. Nu este necesar ca o țară să utilizeze toate tipurile de valori mobiliare, dar necesar este să identifice necesitățile acestora și modalitățile de finanțare. Succesul unei valori mobiliare emisă într-o țară nu poate fi garantat pentru o altă țară. Este bine să diversificăm instrumentele financiare, să le împrumutăm de la țările unde au avut succes, doar că ele urmează să fie adaptate la necesitățile fiecărei țări aparte.

Problemele climaterice globale au contribuit la emisiunea a unui nou tip de obligațiuni cu sunt obligațiunile verzi. Acestea sunt destinate pentru protecția mediului înconjurător. Mai precis, obligațiunile verzi finanțează proiectele care vizează eficiența energetică, prevenirea poluării mediului, agricultura durabilă, pescuitul și silvicultura, protecția ecosistemului acvatic și terestru, transportul curate, gestionarea durabilă a apei, cultivarea de produse ecologice etc.

Investitorii vor să cunoască mersul proiectului în care sunt investite economiile lor și, prin urmare, pot să judece calitatea emitentului prin diferitele evaluări ale riscului de mediu al obligațiunilor verzi și ale emitentului în general. Calea spre o economie verde nu depinde doar în emiterea de obligațiuni verzi. Acesta include și investigații în active și proiecte care generează eficiente pentru finanțarea tranziției către o economie verde.

Așadar, utilizarea împrumuturilor conform destinației și gestionarea eficientă a acestora contribuie la dezvoltarea emitentului. Guvernele se împrumută și sub forma de emisiuni de obligații guvernamentale (valori mobiliare de stat: obligațiuni care au termenul de circulație de la un an și mai mare și bonuri de trezorerie – până la un an). Utilizarea acestor valori mobiliare de stat oferă guvernului unul dintre cele mai flexibile instrumente pentru reglementarea economiei:

- cu ajutorul împrumuturilor statului, este posibil să se slăbească contradicțiile constante între amploarea nevoilor necesare ale societății și capacitățile statului de a le satisface în detrimentul fondurilor bugetare;

- ca sursă de mobilizare a resurselor suplimentare și de creștere a oportunităților financiare, împrumuturile de stat pot fi un factor important în accelerarea ritmului dezvoltării socio-economice a țării;

- finanțarea cheltuielilor guvernamentale suplimentare prin împrumuturi de piață este de obicei asociată cu consecințe mai puțin negative asupra funcționării economiei, în comparație cu practica utilizării surselor de emisii.

Conform celor menționate, probleme noi generează noi instrumente financiare: problema mediului înconjurător a dus la apariția obligațiunilor verzi. Țările urmează să conștientizeze consecințele poluării mediului și să intervină cât mai urgent posibil, cum ar fi emisiunea de obligațiuni verzi, în vederea salvării ceea ce se mai poate de salvat.

Referințe

- [1]. Carangiu, A., Darovanaia A., Minica, M., Iovv, T., 2005. Piețe de capital. Chișinău: ASEM, 35 p.
- [2]. Chelariu, I., 2000. Dicționar bursier. București: Expansion Armonia, 381 p.
- [3]. Directiva 2004/39/CE a parlamentului european și a consiliului din 21 aprilie 2004 privind piețele instrumentelor financiare [online] [citată 10.04.2021]. Disponibil: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104&from=EN>
- [4]. Einzig, P., 1948. Primitive Money. London: Eyre & Spottiswoode, 372 p.
- [5]. Grigoriță, C., 2005. Activitate bancară. Chișinău: Cartier, ed. a III-a. 277 p.
- [6]. Istoria obligațiunilor. [online] [citată 10.04.2021]. Disponibil: <https://www.ermunro.com/bonds/history/>
- [7]. Ordinul nr. 2461/2007 privind aprobarea caracteristicilor titlurilor de stat și procedurilor privind contractarea datoriei publice guvernamentale prin emiterea de titluri de stat de tip benchmark, Monitorul Oficial al României, 2007, nr. 898.

- [8]. SSIF Goldring SA. [online] [citat 10.04.2021]. Disponibil: <https://www.goldring.ro/green-bonds-sau-obligatiunile-verzi-noul-instrument-de-finantare-a-viitorului/>
- [9]. The World Bank. 2015. What are green bonds? [online] [citat 10.04.2021]. Disponibil: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>
- [10]. Сребник, Б.В., 2015. Рынок ценных бумаг: учебное пособие. Москва: Кнорус, 13-14.
- [11]. Школик, О. А., Казак, А. Ю., 2014. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие. Екатеринбург: Издательство Уральского университета, 37-38.
- [12]. <https://administrare.info/drept/10556-titulurile-comerciale-de-valoare>