

Emisia hârtiilor de valori

Plan.

Introducere

- 1) Esenta, scopurile si formele emisiunii.
- 2) Emisiunea valorilor mobiliare.
 - emisiunea actiunilor.
 - emisiunea obligatiunilor.
 - emisiunea certificatelor de depozit si de economii.
- 3) Particularitatile emisiunii si plasarii valorilor mobiliare in Republica Moldova.

Concluzie

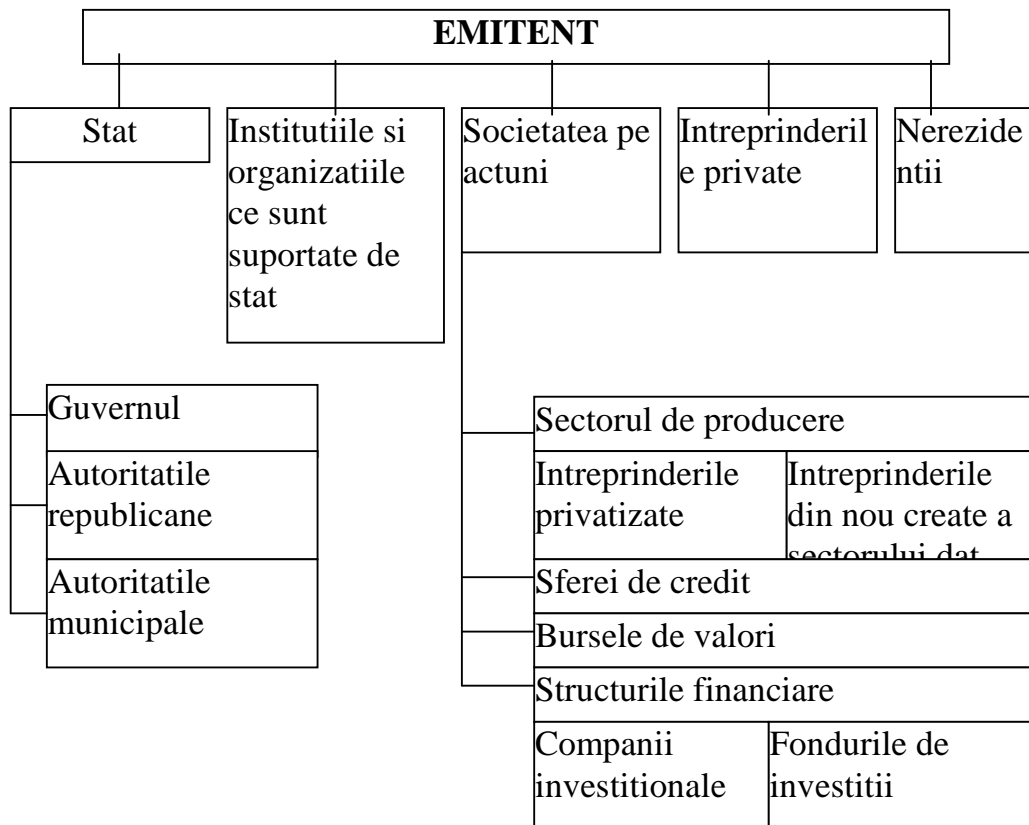
Introducere.

Piata hirtiiilor de valoare este un regulator a multor procese ce au loc in cadrul economiei de piata. Aceasta se refera in primul rind la procesul investirii capitalului. Ultimul presupune, ca migratia capitalului se efectuiaza in forma de aflux in locurile necesare si reflux din ramurile de productie unde se observa proficit de capital. Mecanismul acestei miscari este stiut: creste cererea la marfurile (serviciile) oarecare, respectiv cresc preturile lor, cresc veniturile de la productie, si in ramurile aceste se indreapta capitalurile disponibile, parasind acele ramuri de productie, la productia carora se micsoreaza cererea si care devin din punct de vedere economic mai putin eficiente. Hirtiiile de valoare sunt un mijloc, cu ajutorul carora se asigura lucrul acestui mecanism. Ele absorba capitalul temporar disponibil, si prin intermediul vanzarii - cumpararii ajuta sa-l «puna» in directia corecta. In practica economiei de piata, aceasta duce la aceea ca in general capitalul se plaseaza in productia ceea, care este intradevar necesara societatii. Ca rezultat apare structura optima a producerii sociale si se creaza economia nedeficitara. Acesta este un avantaj important al economiei de piata. Necesitatea intreprinderilor in capitalul suplimentar pot fi legate de circumstante diferite. Principalele din ele sunt - crearea noilor si modernizarea fondurilor fixe vechi, largirea mijloacelor circulante. Toate aceste necesitati sunt direct legate cu conjunctura pietei, schimbarile careia se efectuiaza in termenii de timp determinati. De aceea mijloacele necesare intreprinderile trebuie sa primeasca in decursul unei perioade anumite, adica pina cind exista conjunctura de piata favorabila pentru functionarea lor. In tarile cu economia de piata dezvoltata obtinerea capitalului suplimentar se petrece mai usor, prin intermediul hirtiiilor de valoare. Emisiunea si inregistrarea actiunilor si obligatiunilor ocupa, de obicei, aproximativ 2 saptamini, publicarea prospectului de emisiune si discutarea lui de subiectii pietei se petrece 2 - 4 saptamini, procesul lor de vanzare - cumparare si calculilor respective ocupa 2 - 3 saptamini. In final, peste 2 luni emitentul mobilizeaza capitalul necesar si primeste dreptul sa dispuna de el. Din aceasta rezulta, ca cea mai ieftina si cea mai usoara sursa de atragere a resurselor este piata hirtiiilor de valoare, de pe care se pot acumula imprumuturi prin intermediul unei din cele mai raspindite metode - emisiunii valorilor mobile.

1. Esenta, scopurile si formele emisiunii.

Cu ajutorul operatiunilor de emisiune se formeaza atat capitalul propriu cit si capitalul de imprumut. Cu acest scop se emit asa fel de hirtii de valoare ca: actiuni - la formarea capitalului propriu si obligatiuni - la formarea capitalului de imprumut. Emisiunea certificatelor de depozit si de economii i se permite doar bancilor. Cambiile se emit si conform legislatiei in vigoare nu necesita inregistrarea prospectului de emisiune. In asa mod, societatile pe actiuni pot emite doar 2 tipuri de hirtii de valoare - actiuni si obligatiuni. Operatiunile de emisiune creaza baza pietei hirtiilor de valoare, adica mediul in care in viitor se efectuiaza operatiunile, de aceea acest sector poarta denumirea de sector primar. Neatind la faptul ca scopul principal al activitatii de emisiune este atragerea capitalului, emisiunea permite rezolvarea si altor probleme - reconstruirea proprietatii, de exemplu, de stat in cea actionara prin intermediul privatizarii. Emitind hirtiile de valoare pentru vnzare se poate imbunatati planificarea financiara si dirijarea fluxurilor financiare.

Schematic componenta emitentilor se poate arata in felul urmator:



Emisiunea privata.

Serviciile bancare investitionale, de regula, ofera firmele de brockeraj si mai rar bancile comerciale. In unele cazuri citiva investitori institutionali mari exprima un interes fata de toata noua emisune, atunci lor li se vind toate actiunile noi emise. In presa financiara despre aceste tipuri de emisiuni private se comunica in post factum. Numai cum apare un numar relativ ingust de cumparatori potentiali (sa presupunem mai putin de 25), indeplinirea cererii cu privire la prezentarea informatiei detaliate referitor la pregatirea emisiunii noi poate fi aminata pe o perioada de timp nedeterminata, ce permite micșorarea cheltuielilor legate de emisiune. Dar totusi trebuie de mentionat, ca aceste forme de investitii nu au o lichiditate inalta, deoarece investorilor de obicei li se interzice vnzarea hirtiilor de valoare procurate in asa mod pe parcursul de 2 ani din data procurarii. Din aceasta cauza foarte putine emisiuni de actiuni simple au fost plasate in felul acesta. In majoritatea cazurilor emisiunile private se petrec la emisiunile obligatiunilor cu cupon fix. Cumparatorii lor sunt cei pe care ii atrage primirea procentelor de la cupon, dar nu perspectiva veniturilor de la sporirea capitalului.

Emisiunea publica.

Plasarea a noii emisiuni de obicei se petrece prin vnzarea publica. In acest caz mai multe companii pot aparea in calitatea de intermediari. Dar totusi rolul principal ii apartine bancii investitionale, care formeaza sindicatul de emisiune (sau grupul de cumparare) si grupul de vnzare. In acest sindicat intra firmele-underwriter, care rascumpara hirtiile de valoare de la societatile - emitente, prin aceasta garantind plasarea lor pe piata. Iar membrii grupului de vnzare cauta cumparatorii potentiali si vind o oarecare parte din emisiune, primind pentru aceasta comision.

Pregatirea pentru vnzarea a noilor emisiuni se incepe cu petrecerea negocierilor intre societatea-emitent si una sau mai multe banci investitionale. Unii din emitenti organizeaza concursuri de oferte pentru incheierea contractului, in urma caror se alege banca investitionala, care a propus conditii cele mai avantajoase. In legislatie este mentionata cererea obligatorie in legatura cu petrecerea acestor concursuri de cele companii care apartin ramurilor supravegheate de stat. Dar majoritatea societatilor au relatii strinse cu o banca investitionala oarecare si prefera sa negocieze conditiile vnzarilor emisiunilor noi numai cu ea. De obicei, banca investitionala participa foarte activ la pregatirea emisiunii noi, la volumul ei, etc preluind o pozitie de consultant financiar al corporatiei.

Dupa ce s-au determinat caracteristicile principale a emisiunii noi, emitentul depune o cerere la organul de supraveghere de stat in domeniul pietei hirtiilor de valoare (in republica Moldova - Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare) si emite prospectele preliminare, ce contin toata informatia necesara pentru investitorii potentiali. Aceste prospecte nu contin datele referitor la pret, si bazindu-se pe ele investitorii potentiali nu pot procura hirtiile de valoare. In principiu, vnzarea se incepe dupa ce au fost inregistrate emisiunile noi de hirtii de valoare si se emit prospectele finale, unde sunt indicate preturile valorilor mobiliare, la care ele se vor vinde. Prospectele finale pot fi emise dupa o perioada de asteptare (de obicei 20 de zile), pe parcursul careia organul de stat superior verifica si controleaza informatia necesara. Dar ea nu efectuaiaza aprecierea calitatii investitionale a emisiunilor de hirtii de valoare propuse spre vnzare si acceptabilitatea preturilor lor.

Banca investitională și alți membrii a sindicatului de emisiune pot garanta plasarea integrală pe piață. În acest caz, societatea-emitent primește pentru valorile sale mobiliare prețul ofertei diminuată cu o diferență stabilită. După acesta underwriter-ul vinde hirtii de valoare la prețul emisiunii publice și poate însuși să cumpere o parte oarecare din emisiune. Luând obligațiunea fermă de a vinde toată emisiunea underwriter-ul asumă un risk deoarece se poate întâmpla ca o parte din emisiune să rămână neplasată.

La efectuarea operațiunilor cu hirtii de valoare pot apărea cheltuieli evidente și neevidente. La plasarea primară, cheltuielile evidente cuprind diferența prețurilor în favoarea underwriter-ului, dar cele neevidente sunt diferența între prețul probabil al ofertei publice și prețul la care se va petrece vânzarea. Diferența prețurilor în favoarea underwriter-ului este, în principiu, o recompensă pentru membrii sindicatului de emisiune pentru vânzarea emisiunii și riscul pe care îl asumă în cazul în care emisiunea nu va fi vândută și ei vor fi nevoiți să suporte o responsabilitate financiară pentru hirtii de valoare neplasate. Cu cât prețul ofertei este mai jos cu atât mai mic este riscul ca emisiunea să nu fie vândută rapid. Dacă prețul ofertei a emisiunii noi este subevaluat, atunci membrii sindicatului pot fi siguri că vor vinde hirtii de valoare fără eforturi mari și nu vor recurge la suportul inițial pe piața secundară. Deoarece majoritatea societăților pe acțiuni preferă să lucreze numai cu o singură firmă bancară investitională, și în legătură cu aceea că companiile mari ce intră în sindicatul de emisiune au relații strinse între ele, este evident că emitentul pierde foarte mult din cauza diferenței de prețuri în favoarea underwriter-ului. Cu alte cuvinte, plata pentru plasarea garantată a emisiunilor noi este prea mare în comparație cu riscul, compensat cu această garanție. Pricina este în faptul că underwriter-ul ignorează interesele emitentului, sau în existența a unui acord neformal între companiile investitoriale bancare.

Emisiunea sezonieră.

S-a evidențiat că emisiunea sezonieră duce la scăderea prețului pe acțiune aproximativ cu 2-4%. Cauza acestei scăderi poate fi următoare: între conducerea firmei-emitentului există o tendință de a emite acțiuni noi când lor li se pare că prețul lor pe piață este supraevaluat. În așa mod, emisiunea publicată servește un motiv pentru investitori de a reevalua din nou cursurile acțiunilor, ce duce la scăderea prețurilor lor de piață. Și se observă că prețurile acțiunilor companiilor industriale scad mai mult în comparație cu prețurile companiilor din sfera socială. Aceasta probabil este legat de faptul că companiile sferei sociale anunță mai des emisiuni sezoniere decât companii industriale.

Emisiunea de "rezerva"

Scimbarile ce au avut loc în ordinea înregistrării emisiunilor de hirtii de valoare au adus la creșterea concurenței între companii-underwriteri. În urma aprobării în anul 1982 în S.U.A a Regulii 415 de Comisia Valorilor Mobiliare și Burselor a fost permis companiilor-emitentilor înregistrarea hirtii de valoare până la emisiunea lor reală. După o așa emisiune de "rezerva" hirtii de valoare pot fi plasate pe parcursul unei perioade de 2 ani. Înregistrând în așa mod acțiunile sale, întreprinderea poate cere de la banca investitională ridicarea prețului, pur și simplu refuzând să vândă acțiunile sale până nu va fi propus prețul dorit. Un alt motiv pentru introducerea emisiunii de

“rezerva” a servit micșorarea cheltuielilor la emisiune. Si cum arata experienta, asa masura intradevar duce la micșorarea costului emisiunii.

Regula 144A.

Cum s-a evidentiat emisiunile private se efectuiaza cu ajutorul negocierilor intre emitent si investitori. Dar hirtiile de valoare nu se inregistreaza la Comisia Valorilor Mobiliare si Burselor si emitentul nu este obligat sa raspunda cerintelor ferme referitor la situatia financiara. Pina la anul 1990 investorilor le-au fost interzis vnzarea hirtiilor de valoare procurate la emisiunea privata in decurs de 2 ani, ceea ce le facea absolut nelichide.

In anul 1990 Comisia Valorilor Mobiliare si Burselor a aprobat Regula 144A, in conformitate cu care hirtiile de valoare procurate in urma emisiunilor private, pot fi vindute investorilor mari (capitalul carora este mai mult de 100 mln.) in orice timp dupa procurarea lor. In asa mod, schimbarea conditiei de a astepta pe parcursul de 2 ani a dus la cresterea lichiditatii emisiunilor private si a marit dorinta de a procura aceste hirtii de valoare.

Asa s-a constituit ca emisiunile private au loc de obicei la emisiunea obligatiunilor cu cupon fix. Regula 144A este valabila si pentru actiuni obisnuite. In primul rind, Regula 144A a dat posibilitatea de a emite actiuni simple companiilor straine, care nu raspund cerintelor cu privire la emitenti, aprobate de Comisia Valorilor Mobiliare si Burselor.

Emisiunea suplimentara.

Investitorii individuali si investitionali, care doresc sa vinda un pachet de actiuni mare pot realiza aceasta operatiune prin emisiunea suplimentara. Sindicatul de emisiune procura actiunile de la vnzatori si apoi le plaseaza pe piata. De obicei plasarea acestor actiuni se efectuiaza dupa terminarea zilei operationale la pretul de incheiere. Deseori, cumparatorii nu platesc comisioane, dar vnzatorul primar obtine toata suma veniturilor din vnzari diminuata cu suma, primita de underwriter din diferenta preturilor.

Comisia Valorilor Mobiliare si Burselor cere inregistrarea hirtiilor de valoare la emisiunea suplimentara, anuntarea despre emisiune si prezentarea informatiei necesare pentru investitori, si totadata trecerea perioadei de asteptare de 20 de zile in cazul in care vnzatorul primar are relatii strinse cu emitentul. In caz contrar emisiunea poate sa nu fie inregistrata.

2.

Emisiunea actiunilor.

Riscurile si scopurile.

Inainte de a lua decizie referitor la emisiunea hirtii de valoare este necesar de:

- determinat scopurile emisiunii petrecute a hirtii de valoare;
- analizat riscurile;
- calculat eficienta financiara a operatiunii petrecute;
- prelucrat tehnologia operatiunii.

Emisiunea actiunilor este necesara la infiintarea societatii pe actiuni sau la schimbarea structurii altei forme de proprietate in cea actionara prin efectuarea primei emisiuni de actiuni.

Emisiunile repetate pot fi efectuate:

- in primul rind, prin organizarea plasarii publice sau private a doua, a treia, etc emisiunilor si vnzarea actiunilor primilor lor detinatori;
- in al doilea rind, prin capitalizarea mijloacelor proprii.

Dar, luind decizia cu privire la capitalizarea mijloacilor proprii, trebuie de avut in vedere *ca cresterea capitalului statutar din contul capitalizarii mijloacelor proprii duce numai la schimbari externe in caracteristicile economice ale emitentului, dar totusi prin aceasta marimea resurselor financiare, aflate in posesia societatii pe actiuni nu se schimba*. In asa mod creste marimea capitalului platibil. Pentru asi asigura un reiting destul de inalt pe piata valorilor mobiliare, emitentul este nevoit sa plateasca dividende, tot odata ele trebuie sa fie egale cit la actiuni, realizate contra platii in timpul petrecerii subscrierii si vnzarii, atit si la actiuni gratuite, repartizate actiunilor in ordinea capitalizarii mijloacelor proprii. Banca poate efectua asa fel de operatiune cu un scop anumit: de exemplu, pentru largirea posibilitatilor bancii la efectuarea operatiunilor de creditare si de garantare.

Tendinta majorarii capitalului statutar deseori duce la pierderi financiare considerabile. Din aceasta cauza, etapa urmatoare (dupa determinarea scopului emisiunii) este analiza riscurilor si luarea masurilor pentru minimizarea lor.

Pentru a intelege esenta riscului este necesar de a cunoaste formele lui. Luind in considerare ca orice operatiune cu hirtii de valoare este caramentul realizarii valorilor mobiliare. Pe piata secundara acest risc se manifesta prin micșorarea pretului asteptat al realizarii actiunilor sau modificarii marimii comisioanelor pentru realizarea lor. Cu cit mai putine sunt sansele realizarii actiunilor cu atit mai inalt este riscul lichiditatii.

mentul realizarii valorilor mobiliare. Pe piata secundara acest risc se manifesta prin micșorarea pretului asteptat al realizarii actiunilor sau modificarii marimii comisioanelor pentru realizarea lor. Cu cit mai putine sunt sansele realizarii actiunilor cu atit mai inalt este riscul lichiditatii.

mentul realizarii valorilor mobiliare. Pe piata secundara acest risc se manifesta prin micșorarea pretului asteptat al realizarii actiunilor sau modificarii marimii comisioanelor pentru realizarea lor. Cu cit mai putine sunt sansele realizarii actiunilor cu atit mai inalt este riscul lichiditatii.

Riscul de timp- riscul emiterii actiunii sau alteia hirtii de valoare in timpul neoptimal, ce presupune posibilitatea unor pierderi.

Riscul tehnic este legat de deservirea operatiunii date. Pentru emitent- riscul platii pentru actiunile vindute. Sistemul efectiv de decontari permite neplata in decursul unei perioade de timp pentru actiunile procurate.

Riscul operational in conditiile contemporane in principiu este legat de neprofesionalismul personalului, care indeplineste insarcinarile cu incalcari in tehnologia operatiunilor cu valori mobiliare, si de defecte in sistemele tehnologice.

Dar riscul principal este riscul neplasarii. Daca in rezultatul vinzarii actiunilor investitorul a realizat mai putin de 50% din actiuni emise si a fost achitat mai putin de 50% din capitalul statutar, organul registrator considera subscrierea nevalabila.

Nivelul acestei forme de risc se determina prin:

- atractivitatea investitionala a actiunii;
- existenta pe piata a cererii solvabile;
- activitatea investitionala in alte aspecte a pietei financiare.

Nestabilitatea in sfera financiara si bancara, starea critica a majoritatii ramurilor din economie micsoreaza atractivitatea investitionala a actinilor a investitorilor autohtoni. Apsenta infrastructurii pietii secundare intr-o masura oarecare limiteaza utilizarea actiunilor pentru speculatii si din aceste cauze ele se examineaza in cel mai bun caz ca o parte componenta a portofoliului investitional.

Rezolvarea problemelor micsorarii riscului actiunilor neplasate.

Experienta organizarii emisiunilor publice a actiunilor societatilor pe actiuni, care au aparut in rezultatul privatizarii si care functioneaza in ramurile de industrie, agricultura, transport etc, aproape nu exista. Intr-o alta situatie sunt bancile, care au plasat mai multe emisiuni. In cautarea variantelor mai ieftine a micsorarii riscurilor neplasarii bancile incearca sa majoreze atractivitatea investitionala a valorilor sale mobiliare cu ajutorul operatiunilor la bursa de valori. Sunt cunoscute incercarile a bancii ruse Incombanc de a majora artificial atractivitatea investitionala a hirtiilor sale de valoare prin anuntarea cotatiilor bilaterale la pachetele diferite a actiunilor sale. Cu scopul majorarii vinzarilor si cresterii cursurilor banca anunta, de exemplu, rascumpararea pachetelor, constituite dintr-un numar respectiv de actiuni simple si privilegiate. In asa mod, se poate obtine cresterea temporara a cererii la hirtiile de valoare "neajunse" in portofoliile majoritatii actionarilor. Dar totusi aceasta operatie este foarte riscanta. Un rind de banci din Rusia (Incombanc, AvtoVazbanc) au intreprins incercari de a atrage investitorii noi prin plasarea hirtiilor de valoare pe pietile occidente prin intermediul programei ADR. In principiu, schema data are un sir de avantaje. In primul rind, investitorii pe pietile ADR, de regula, nu tind la participarea in conducerea bancii. In al doilea rind, formal ca actionar apare nu un investitor concret, dar o banca imputernicita, ce deserveste recepisa pentru pachetul de actiuni rascumparat. Ca rezultat nu apar numeroase probleme legate de culegerea documentatiei necesare, de deservirea actionarilor si reinregistrarea contractelor de vinzare - cumparare. In prezent cei mai activi ofera serviciile sale la emisiunea si la deservirea ADR intreprinderilor rusesti intreprinderile Bank of New York, Citibank, Bankers Trust.

In acelasi timp programele ADR nu sunt cea mai reusita iesire. Inregistrarea lor in SUA reprezinta o procedura foarte lunga (6-8 luni). Serviciile bancilor-agentilor nu sunt gratuite. Si, cel mai principal, este ca aceste programe permit majorarea

lichiditatii hirtiiilor de valoare, dar ele nu usureaza plasarea primara. In afara de aceasta, partea inversa a cresterii lichiditatii este pierderea partiala a controlului asupra pietii secundare, din ce rezulta ca bancii - emitent este cu mult mai greu de a plasa actiunile emisiunii noi la un pret inalt. Efectuind analiza financiara, pina la organizarea emisiunii, emitentul trebuie sa tina evidenta de specificul investirii resurselor in sectorul respectiv a pietii hirtiiilor de valoare.

Din pozitia emitentului costul dobindirii capitalului nu este determinat, adica nu este determinat la emisiunea actiunilor, deoarece marimea dividendelor se stabileste si ele se platesc anual conform deciziei Consiliului de Directori, aprobata de Adunarea Generala a Actionarilor, dar in unele perioade pot in general sa nu fie platite. In orice caz cheltuielile emitentului - pretul atragerii capitalului - sunt constituite din fluxul infinit de dividende, platite detinatorilor actiunilor, si din cheltuielile la emisiune, inclusiv plata impozitelor.

Din pozitia investitorului venitul, la care el mizeaza, procurind actiunile, se constituie nu numai din dividende. Din acest motiv este necesar de asi aminti, ce este venitul investitorului, si particular de a analiza venitul din investire in actiuni. Investitiile in actiune sunt o forma de investitii financiare, adica plasarea banilor in active financiare cu scopul de a obtine venit - bani adaugatori. Profitabile se vor considera acele investitii in actiuni, care pot aduce un venit mai inalt decit cel mediu de pe piata. Obtinerea anume acestui venit si este scopul, la care tinde investitorul, efectuind investitii pe piata hirtiiilor de valoare.

Fiind detinator al hirtiei de valoare, investitorul poate miza numai la obtinerea dividendului de la actiuni (D). Factorii, ce determina marimea dividendului, sunt conditiile lui de plata, masa profitului net si proportiile repartizarii lui, ce depinde de decizia Consiliului de Directori si Adunarii Generale a Actionarilor.

Dupa realizarea actiunii detinatorul ei poate obtine a doua parte a venitului total - cresterea cursului. Aceasta cantitate poarta denumirea de venit, care este egal cu diferenta intre pretul de cumparare si pretul de vnzare. Evident, la cresterea pretului de vnzare in comparatie cu pretul de cumparare investitorul obtine venit, si vice versa. In afara de acesta trebuie de tinut cont ca modificarea venitului de la actiuni depinde de perioada investitionala.

Daca investitorul A realizeaza investitii la termen, si in perioada investitionala, in care se petrece evaluarea profitabilitatii a actiunii, nu intra vnzarea ei, atunci venitul curent se determina ca marimea dividendelor platite (D). In aceasta situatie se calculeaza profitabilitatea curenta, adica fara evidenta realizarii actiunilor, care se calculeaza in felul urmator(Pr):

$$Pr = \frac{D}{P} * 100\%$$

In afara de aceasta se poate calcula profitabilitatea curenta de piata, care va depinde de pretul existent pe piata la orice moment de timp(Pp):

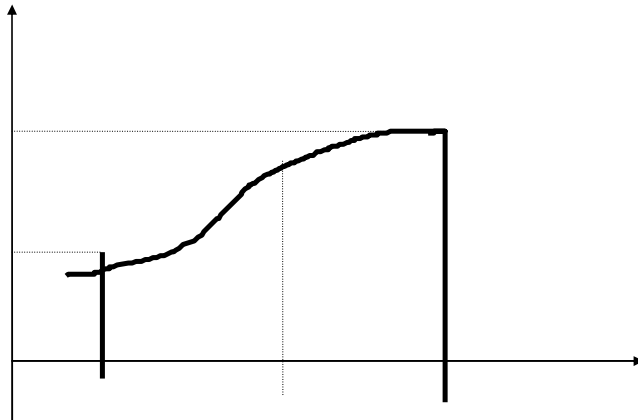
$$Pp = \frac{D}{P'} * 100\%$$

In form grafica aceasta se poate prezenta in felul urmator:



Daca perioada investitionala, la care se evaluiaza actiunile, include plata dividendelor si se termina cu realizarea lor, atunci venitul se determina ca suma dividendelor si cursul.

In forma grafica aceasta perioada investitionala se arata utilizind exemplu cu investitorul B:



Profitabilitatea investitorului B este finala (Pr_f), deoarece el a realizat hirtia sa de valoare si profitabilitatea pentru perioada investitionala (in limitele anului) se calculeaza in felul urmator:

$$Pr_f = \frac{D + (P' - P)}{P} * 100\%$$

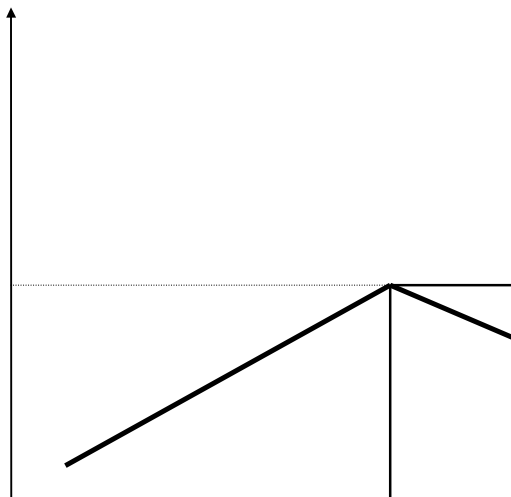
dar in cazul, daca perioada investitionala va depasi un an, formula profitabilitatii finale va fi urmatoare:

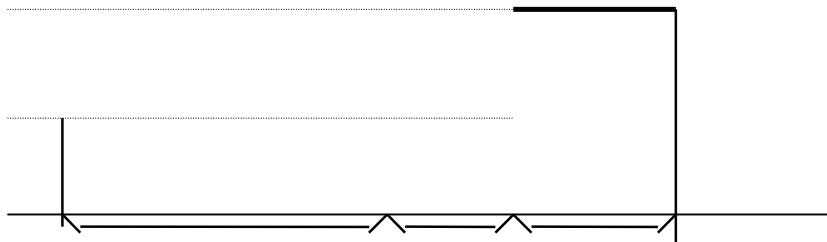
$$Pr_f = \frac{D_{1...i} + (P' - P)}{P * T_i} * 100\%$$

unde T_i - timpul aflarii actiunilor la investitor.

Daca perioada investitionala nu include plata dividendelor, atunci venitul se formeaza ca diferenta intre pretul de cumparare si de vnzare. In asa mod $Pr_f = P' - P$ si poate fi o marime oarecare: pozitiva (pentru investitorul B); negativa (pentru investitorul G); nula (pentru investitorul D).

Pentru investitor in forma grafica aceasta se poate arata in felul urmator:





Profitabilitatea actiunii (profitabilitatea finala) in cazul acesta se calculeaza ca raportul intre diferenta pretului de vnzare si de cumparare la pretul de cumparare:

$$Pr_f = \frac{(P' - P)}{P} * 100\%$$

Factori generali, ce influenteaza profitabilitatea actiunii sunt:

- marimea dividendilor;
- fluctuatiile preturilor de piata;
- nivelul inflatiei;
- cilmatul fiscal.

Economiile unor investitori se depun in fondurile cele, unde se asigura fluctuatiile maxime a diferentilor de cursuri, ce se determina de cererea si oferta, dar nici de cum de eficienta producerii. Cresterea sau descresterea profitabilitatii producerii practic nu influenteaza profitabilitatea actiunilor prin schimbarea cursului lor. In asa mod pe piata autohtona este destul de dificil de determinat profitabilitatea cu ajutorul factorilor de productie, si apoi cursul reiesind din venitul obtinut si dividendul platit.

Evaluind actiunile din punct de vedere a profitabilitatii lor, operatorul, care activeaza la bursele de valori occidentale, le divizeaza intru-un rind de categorii:

- 1) Actiunile, ce posedo o lichiditate inalta, cu care se petrec afaceri numeroase, ce permit obtinerea unui venit din fluctuatiile neesentiale a cursurilor.
- 2) Actiunile, ce sunt liderii in cresterea diferentilor de curs, ce au o marime maxima de $(P' - P)$ si care poarta denumirea - "premiiale";
- 3) Apoximativ similare la formarea profitului sunt actiunile "fermecatoare" - actiunile companiilor tinere, pretul carora se majoreaza foarte activ. Pentru obtinerea venitului maxim la actiunile aceste sunt necesare investitii considerabile si monitoringul activ.
- 4) In grupa aceasta intra actiunile, ce n-au fluctuatii considerabile a cursurilor si ca rezultat $(P' - P)$ la actunile aceste este mai mic in comparatie cu prima grupa, dar ele au un dividend stabil.

Din aceasta grupa fac parte:

"centrale"- liderii grupei actiunilor, care influenteaza toata grupa; "gulere albastre" - actiunile companiilor mari, ce au o creditabilitatea inalta si o pozitie stabila pe piata; "actiunile esalonului al doilea" - apartin companiilor tinere dar deja foarte mari, ele satisfac conditiilor "gulerilor albastre", dar au o incredere mai mica la investitori; actiunile de "aparare" - actiunile companiilor mari cu anumite conditii investitionale, ce nu permit admitirea $(P' - P) < 0$ chiar in conditiile cind piata este in scadere si permit obtinerea dividendelor stabile. Pentru grupa aceasta se actiuni sunt posibile investitii la termen mediu si lung, si monitoringul poate avea un caracter pasiv.

- 5) Este grupul actiunilor, profitabilitatea carora se schimba odata cu caracterul activ de afaceri. Acest tip de actiuni poarta denumirea de actiuni "ciclice". In acest grup intra, de exemplu, actiunile companiilor industrie grele. Cumparind actiunea, investitorul mizeaza nu numai la un venit de astazi, dar si la cresterea cursului si la dividende inalte in viitor.
- 6) Posibilitatea pierderilor de la scaderea cursurilor pot aduce actiunile supraevaluate.
- 7) Grupul actiunilor, profitabilitatea carora este greu de previzionat, o constituie actiunile speculative, ce au aparut nu de mult pe piata si care au istorie foarte scurta de cotizatie si de plata a dividendilor.
- 8) Si in final, clasificarea data se termina cu actiunile neactive, nelichide, ce nu prezinta nici un interes pentru investitor.

In asa mod, *la emisiunea actiunilor costul resurselor atrase pentru emitent (pretul atragerii capitalului) si venitul investitorului de la vanzarea capitalului la bursa de valori nu coincid - venitul depinde si de starea pietei acestor actiuni.*

Asa dar:

Plasarea actiunilor va fi succesiva numai in cazul cind emitentul sprijina cursul actiunilor sale pe piata secundara.

Conform legii cu privire la societatile pe actiuni plasarea emisiunilor suplimentare a actiunilor se petrece la pretul de piata si cu cit el este mai inalt, cu atit o diferenta de cursuri mai mare primeste emitentul deja la etapa plasarii primare a emisiunilor suplimentare.

Deasemenea foarte important este evaluarea eficientii emisiunii actiunilor din pozitia perioadei atragerii resurselor. Evident, cu cit perioada data este mai lunga cu atit mai scump este costul atragerii capitalului.

Plasind actiunile, emitentul atrage pasivele cele mai "lungi", deoarece actiunile sunt hirtii de valoare nelimitate. In asa mod, el poate plasa aceste resurse in active "lungi" fara un risc oarecare de lichiditate, iar in acelasi moment costul resurselor plasate depinde de lichiditatea actiunilor emitentului. Daca activele sunt lichide, investitorul intotdeauna isi poate face investitii in actiuni pe un termen scurt.

In asa mod,

Emitentul atrage resurse pe toata perioada existentei societatii sale pe actiuni, dar perioada investitionala pentru detinatorul actiunilor cu conditia existentei pietei lichide poate fi oarecare.

Asa dar,

Plasarea actiunilor va fi succesiva numai in cazul in care investitorul va sprijini lichiditatea lor pe piata secundara.

Dar de obicei, investitorul nu se scufunda in adincimile analizei investitionale, iar, petrecind emisiunea de actiuni, se conduce de pareri practice. De exemplu, bancile majorind partea pasiva a bilantului pot fi linistite in legatura cu normele economice a activelor, care se calculeaza direct proportional reiesind din marimea capitalului propriu. Socurile pe piata interbancara, neclaritatea situatiei politice si alti factori determina cresterea riscului operatiunilor active. Bancile inca nu utilizeaza in plina masura mecanismul hedjringului si bursele de valori nu le prezinta posibilitati depline pentru efectuarea lui. Din acest motiv, una din cele mai accesibile metode pentru

majorarea capitalului statutar si pentru apararea de socurile pe piata financiara este efectuarea emisiunii actiunilor.

Cum s-a mentionat, pentru societatile de actiuni industriale emisiunea actiunilor este o metoda foarte rara pentru mobilizarea resurselor financiare. Aceasta se explica prin urmatoare cauze:

- in primul rind, din cauza neexistentei pietei secundare, care este o conditie necesara pentru plasarea eficienta;
- in al doilea rind, din cauza impotrivirii detinatorilor pachetilor de control a actiunilor contra majorarii numarului total de actiuni si de actionari, ce probabil va slabi controlul asupra corporatiei si va impiedica vnzarea noilor emisiuni.
- in al treilea rind, din cauza micșorarii producerii si neexistentei stimulentei reali in activitatea de productie.

Nu putem sa nu evidentiem micșorarea relativa a eficientiei atragerii resurselor prin emisiunea actiunilor. Aceasta este legat cu cresterea cheltuielilor directe si indirecte la efectuarea acestei operatiuni.

Deoarece activitatea de emisiune este indreptata spre atragerea resurselor financiare, este evident ca se poate vorbi despre pretul lor. Pretul resurselor financiare atrase se compara cu eficienta utilizarii lor si se examineaza intrebarea sprijinului lichiditatii lor. Mecanismele existente a asigurarii lichiditatii hirtiiilor de valoare sunt bazate pe circulatia destul de masiva a actiunilor, si de asemenea pe organizarea succesiva a tinerii reestrului actionarilor. Efectul financiar de la operatiune se determina ca marimea venitului, primit de la utilizarea actiunilor atrase cu ajutorul emisiunii, diminuat cu cheltuielile in urma efectuării emisiunii. Dar totusi trebuie de evidentiat, si fluxul nelimitat de dividende, platite pentru actiuni pe parcursul intregii perioadei a existentei societatii pe actiuni, si micșorarea posibila a indicatorului venit pe actiuni, si micșorarea cursului actiunilor.

Pentru sprijinului lui este necesar de platit un dividend constant si majorat. La majorarea dividendelor respectiv un procent mai mic revine reinvestirii venitului, si, ca urmare pentru asigurarea poteantialului economic este necesar de atras mai multe resurse sau de revenit la emisiunile noi. Din acest caz, problema vnzarii actiunilor cu cheltuieli cit mai joase si cu ajutorul lor de a atrage resursele, in conjunctura prezenta este practic insolubila.

Emisiunea obligatiunilor.

Scopurile si riscurile.

Obligatiunea este o hirtie de valoare, ce confirma dreptul detinatorului ei de a primi de la persoana, care a emis obligatiunea intr-o perioada oarecare, valoarea ei nominala sau un echivalent a acesteia. Obligatiunea totodata confirma detinatorului ei dreptul de a primi un procent fixat in ea de la valoarea nominala a obligatiunii, sau alte drepturi patrimoniale.

Statistica, ce caracterizeaza sectorul dat a pietei financiare autohtone, arata ca doar un numar putin de corporatii industriale se ocupau de repartizarea obligatiunilor sale, oferind ca garantia lor autovehiculele si alte bunuri materiale. In sectorul bancar al pietei de capital pina in ultimul timp emitentii rusi n-au utilizat asa un instrument de atragere a resurselor pe termen mediu si lung ca obligatiunile. Daca in structura pasivelor a bancilor comerciale occidentale obligatiunile emise joaca un rol foarte important, iar pe piata internationala de capital imprumaturile sub forma de

obligatiuni din anii 1970 au intrecut dupa volum creditele, bancile autohtone inca practic n-au petrecut operatiunile cu obligatiunile proprii.

Oare de ce acest instrument utilizabil n-a intrat pe piata autohtona?

Ca raspuns la intrebarea aceasta pot servi contrapunerea scopurilor operatiunii petrecute, riscurilor aparute si veniturilor de la operatiunile.

Scopul operatiunii este:

- 1) Atragerea resurselor imprumutate pe o perioada mai lunga de 1 an cu conditiile avantajoase. Atragerea resurselor investitionale sau pasivelor "lungi" -este o problema, pe care emitentul o pune pe primul plan, si in primul rind rezolvarea ei succesiva are ca scop asigurarea lichiditatii si solvabilitatii. Asa, or, chiar in situatia in care societatea pe actiuni este complet controlata de banca, nu poate aduce un venit rapid. Mai des apare situatia, cind pasivele bancii sunt "scurte" (3-6 luni) si scumpe, iar activele sunt "lungi" si putin efective din pozitia profitabilitatii de astazi. In aceste conditii atragerea pasivelor "lungi", ce asigura banca cu o stabilitate financiara relativa, se pune pe primele pozitii. In asa mod, persoanele doresc sa primeasca imprumuturi pe termen lung, iar creditorii doresc sa acorde credite pe termen scurt. Contradictia aceasta a pietei de credit se manifesta foarte puternic in perioada economiei stabile, cind dinamica dobinzilor nu poate fi previzionata. Una din variante a rezolvarii acestei probleme este emisiunea obligatiunilor "lichide", care permit emitentului atragerea resurselor pe o perioada mai lunga de un an, iar investitorului - posibilitatea primirii inapoi sumei investite, vinzind obligatiunea pe piata secundara.
- 2) Emitind obligatiunea, societatea pe actiuni nu risca sa ajunga in dependenta de banca si singura determina marimea, termenii si conditiile rascumpararii obligatiunii, iar detinatorii actiunilor nu se impart cu drepturile de conducere, deoarece obligatiunile n-au drept la vot.

Un sir de prioritati la emisiunea obligatiunilor au bancile. Emisiunea obligatiunilor le permite:

- sa evite rezervarea obligatorie;
- sa micsoreze profitul impozabil etc.

Riscul neplasarii obligatiunii este legat cu termenii circulatiei obligatiunii si cu regulile specifice a emisiunii.

In primul rind, conform legislatiei termenul circulatiei obligatiunii nu poate fi mai putin de 1 an si emisiunea acestor instrumente nu sunt foarte populare pe piata bursiera autohtona. Nici unul din emitenti nu se va incadra in emisiunea obligatiunilor, daca nu va fi sigur in atragerea cu ajutorul acestei metode unor resurse "lungi" considerabile (pe o perioada mai lunga de 6 luni). Din aceasta cauza, de exemplu, nu intimplator, pina nu de mult nici o banca rusa n-a efectuat asemenea probe. In conditiile inflatiei inalte cererea interna la hirtii de valoare cu termenul de achitare de la 6 luni a fost si ramine foarte joasa.

In al doilea rind, emisiunea obligatiunilor necesita inregistrarea de stat, si din aceasta cauza trebuie de suportat diferite cheltuieli.

In asa mod, emitentul poate sa hotarasca emisiunea obligatiunilor, daca el real poate atrage un volum considerabil de resurse "lungi" - aceasta devine probabil imposibil in legatura cu atractivitatea investitionala a altor sectoare a pietei financiare, de exemplu, hirtiilor de valoare de stat.

Evaluarea eficientei.

Eficiența atragerii resurselor de credit cu ajutorul emisiunii obligațiunilor este strict legată de lichiditatea lor. Dacă obligațiunea este lichidă și detinatorul ei are posibilitatea reală să o vândă pe piața secundară a obligațiunilor, atunci, procentul stabilit la emisiunea ei poate fi minim. La rândul său, prețul atragerii resurselor prin intermediul emisiunilor obligațiunilor determină reîntingul lor.

De obicei reîntingul este informația pentru investitorii. Dar trebuie deținut în minte, că reîntingul nu este o formulă, ci interpretarea calitativă a indicatorilor cantitativi.

Reîntingul este o opinie, o părere a expertului despre încercările obiective a pieței; părerea referitor la posibilitatea plății a sumei generale a datoriei și a procentului.

Crearea evaluărilor reîntingurilor este una din metodele de caracterizare a pieței. Reîntingul înalt, stabilit pentru hirițele de valoare emitentului respectiv, ajută la majorarea lichidității hiriței de valoare și la micșorarea prețului împrumutului. Și întrădevar, pe piața dezvoltată, unde practic toate obligațiunile au o evaluare oarecare, este foarte greu de vândut o obligațiune dacă nu există reîntingul ei.

Piața civilizată a hiriților de valoare impune emitentul să se adreseze cu comanda la agențiile vestite care formează reîntingul, să plătească o sumă oarecare, pentru ca specialiștii - analiștii să controleze calitatea hiriței de valoare și să-i atribuie categoria de reînting. În așa mod, pe piața bursieră eficiența numai obligațiunile, care au trecut procedura reîntingului au accesul la primirea resurselor împrumutate. Pe lângă aceasta prețul împrumutului se determină cu ajutorul categoriei, care atribuie agenția de reînting. Gradarea reîntingurilor a 2 cele mai vestite agenții de reîntingiri este prezentată în tabelul de mai jos:

“Standard&Poors”	“Moody’s investor service”	Caracteristica calității investiționale a hiriței de valoare, corespunzătoare categoriei de reînting.
	<i>Cu capacitatea de plată</i>	
AAA	Aaa	Reîntingul superior - posibilitatea de a rambursa împrumutul și dobânzile; categoria de siguranță - superioară.
AA	Aa	Probabilitatea foarte înaltă de rambursare a datoriei generale și a dobânzilor, siguranță- calitatea înaltă.
A	A	Probabilitatea destul de înaltă de plată, dar este sensibilă la condițiile economice neavantajoase, calitatea medie - categoria superioară.
BBB	Bbb	Existența capitalului necesar pentru rambursarea datoriei, este influențată de condițiile economice neavantajoase, calitatea medie - categoria inferioară.
	<i>Speculative</i>	

BB	Bb	Nestabile si riscante, solvabilitatea carora poate fi intrerupta in timp; posibilitatea in momentul acesta de a rambursa datoriile, insolvabilitatea temporara.
B	B	Vulnerabile, dar in momentul dat pot rambursa datoria si dobinzile.
CCC	Ccc	Asigura o protectie oarecare investitorilor, dar cu un grad de risc inalt - nesigure.
CC	Cc	Foarte speculative, dupa siguranta sa sunt dupa reitingul CCC.
C	C	Au datorii, dar mai putin asigurate ca CC si Cc.
P	p	Au datorie nerambursabila.

Conform datelor tabelii se vede cum reitingul asigura diferentierea emitentilor, relevind pe cei mai slabi din ei, care nu garanteaza stingerea datoriei, creind baza obiectiva pentru evaluarea riscului de credit, standardele transparentei si sinceritatii pe piata bursiera.

In tabelul dat este oglindita aranjarea obligatiunilor in dependenta de nivelul creditabilitatii emitentilor lor. "AAA" (Asociatia Americana de Arbitraj) - inseamna un nivel de creditabilitate foarte inalt. "P" - inseamna refuzul de stingere a datoriei. De exemplu, obligatiunile care se refera la clasa "BB" si mai jos poarta denumirea de Junk Bonds. Sumind toate spuse, se poate face o concluzie, ca reitingul asigura emitentului accesul pe piata obligatiunilor, iar cresterea lui - conditiile de pret mai avantajoase. Impreuna cu aceasta, microrarea reitingului duce la scumpirea imprumutului. Cu toate aceste emitentul suporta un risc, deoarece orice discretere a calitatii hirtiilor lui de valoare inseamna cheltuieli suplimentare.

Deci, observam ca reitingul pentru emitent determina pretul imprumutului, face piata obligatiunii lui emise lichida si in sfirsit determina locul ei pe piata.

Exista anumite dificultati in legatura cu organizarea emisiunii si plasarii obligatiunilor:

- la inceputul timpului stingerii hirtiilor de valoare realizate pe piata externa, banca trebuie sa prezinte adeverinte referitor la plata impozitelor de investitorii in tara inregistrarii;
- la emisiunea obligatiunilor cu perioada de rambursare mai lunga de 180 de zile banca trebuie sa primeasca permisiunea speciala de la Banca Centrala , etc

Practica certifica, ca pina la emisiunea instrumentelor neasigurate pe termen mediu si lung emitentii trec minim 2 etape - plasarea hirtiilor de valoare asigurate si trecerea la emisiunea hirtiilor de valoare pe termen lung asigurate partial.

Totodata se pastreaza niste factori ce interzic iesirea masiva a emitentilor din Rusia si tarile C.S.I. pe piata internationala de capital. In primul rind, aceasta posibilitate va ramine prerogativa unor banci mari, deoarece numai ele pot opta la primirea sumei considerabile, iar emisiunea in volumul de citeva milioane de dolari nu este profitabila (cheltuielile includ plata due diligence, comesiei underwriter, taxa pentru inregistrare etc). In al doilea rind, statul cu deshiderea pietei bonurilor de tezaur pentru nerezidenti creaza un canal nou concurent pentru atragerea capitalului de venture. In al treilea

rind, eliberind datoriile sale pe pietele internationale, bancile vor fi nevoiti sa se socoata cu schimbarile permanente a evaluarii reitingului sau, pe care il va influenta nu numai eficienta activarii insasi bancii, dar si situatia caracterizata de fluctuatiile permanente pe pietele obligatiunilor a emitentilor “suverani” si “corporativi” din tarile slab dezvoltate.

Practica demonstreaza ca obligatiunile emise se vind mai rapid daca se recurge la emisiunea obligatiunilor “convertibile”. Obligatiunile “convertibile” pot fi scimbate pe actiuni simple. Privilegia “conversionala” reprezinta dreptul detinatorului obligatiunii la schimbarea ei pe actiuni intr-o proportie anumita in orice moment intr-o perioada determinata. Trasatura principala a obligatiunii “convertibile” este cursul conversiei, adica pretul actiunii, la care emitentul este obligat sa schimbe obligatiunile pe actiuni. De obicei acest curs este cu 15-20% mai inalt decit cel existent in momentul emisiunii.

Exemplu.

Actiunile se vind la bursa la cursul 40\$. Corporatia emite obligatiunile convertibile si garanteaza investitorului dreptul de a prelua obligatiunile in schimb la actiuni la cursul 50\$, adica 20 de actiuni pentru o obligatiune cu nominalul standard 1000\$.

Evident, ca in prima perioada dupa emisiune investitorul normal nu se va folosi de acest drept. Dar daca obligatiunea este emisa pe o perioada mai indelungata, suficienta pentru cresterea cursului, de exemplu pina la 60\$, atunci ele pot sa nu fie convertite, dar sa fie propuse spre vinzare.

Eficienta emisiunii obligatiunilor “convertibile” consta in urmatoare: banca majoreaza capitalul, ne avind pierderea controlului asupra proprietatii; banca emite hirtia de valoare, atractivitatea investitionala a careia permite sa uneasca trasaturile cele mai favorabile a actiunii (posibilitatea cresterii pretului de piata) si obligatiunii; permite obtinerea unui venit stabil si garantat. In afara de aceasta, banca creaza un fundament, baza pentru emisiunile urmatoare, ce este foarte important in legatura cu cererea majorarii capitalului statutar al bancii. Practica occidentala demonstreaza, ca privilegia conversionala permite vnzarea emisiunii mai rapida, micsoreaza pretul imprumutului si asigura atragerea capitalului in conditiile mai avantajoase pentru banca decit vnzarea actiunilor la emisiunea lor.

Emisiunea certificatelor de depozit si de economii.

Emisiunea certificatelor de depozit si de economii pot efectua numai institutiile bancare, urmarind urmatoarele scopuri:

1) Atragerea resurselor depozitare pentru operatiunile active a bancii cu conditiile favorabile prin asigurarea lichiditatii si profitabilitatii a depunerilor clientului.

Aceasta se poate obtine prin:

a) facilitatile la impozitare. Deoarece impozitarea persoanelor juridice depinde de modul de plasare a mijloacelor banesti, la depunerea lor la depozit dobinzile calculate la ele se refera la veniturile extraoperationale si se supun impozitarii cu cota de 35% (in Rusia), iar la procurarea certificatului de depozit acelasi venit se considera ca primit de la depuneri in hirtii de valoare si se impoziteaza la cota 15%. Dar trebuie de avut in vedere, ca daca venitul de la certificatul de depozitare e calculat in procente, atunci el se impoziteaza la sursa de plata. Cota impozitului este de 15%. Daca venitul este obtinut sub forma de discount, atunci el se include la toate persoanele juridice in capitolul veniturile extraoperationale. Daca banca sau intreprinderea au procurat un certificat de depozit, iar apoi l-au revindut pe piata secundara, si daca pretul vinzarii este mai sus decit pretul de cumparare, atunci diferenta se include in structura veniturilor impozabile cu cota generala. Daca pretul vinzarii este mai jos decit valoarea de bilant, atunci diferenta in comparatie cu valoarea de bilant micsoreaza baza impozabila.

b) asigurarea lichiditatii depunerilor. Bancile ruse stabilesc termenii flexibili la certificatele de depozit - de la o zi pina la 1 an. Aceasta este legat cu aceea, ca in deosebire de cambiile certificatele de depozit pot fi numai la vedere: perioada maxima de circulatie a certificatelor de depozit este 1 an, iar celor de economii - 3 ani.

Sa presupunem ca clientul a efectuat o depunere la vedere in banca, depozitind banii pe o perioada de 1 an, fara dreptul de a le retrage. In cazul dat el este posesorul unui activ cu o lichiditate joasa. Daca in decursul anului el va avea niste probleme financiare, el nu va putea sa mobilizeze banii sau o sa le retraga cu pierderi. Dar avind in miini certificatul de deozit clientul poate:

- sa vinda certificatul de depozit pe piata secundara;
- sa prezinte certificatul de depozit in calitatea de gaj la primirea imprumutului in limitele sumei investite in certificat;
- sa plateasca pentru bunurile si serviciile, necatind la faptul ca aceasta operatiune intra in contradictie cu conditiile emisiunii, dar totusi se intilneste in practica. In asa mod certificatele de depozit indeplinesc nu numai functia de economii, dar mijlocului de plata;

c) de minimizat la maxim riscul de depuneri. Efectuind aceasta operatiune in bancile diferite, clientul poate sa minimizeze si asa riscul scazut a procurarii certificatelor de depozit;

d) de stabilit lichiditatea. Investitorul poate procura o cantitate oarecare de certificate de depozit pe termenii diferiti si sume diferite conform fluxului previzionat de numerar in casa. In asa mod, soldurile mijloacelor banesti la contul de decontare a intreprinderii se utilizeaza eficient.

2) Perfectionarea creditelor interbancare.

Afacerile pe piata interbancara cu procurarea resurselor creditare, asa numiti "bani scurti" pot fi perfectionate prin cumpararea de la banca ce da imprumut a certificatelor de depozit. In acest caz in favoare este creditorul. Intoarcerea resurselor se petrece prin impozitarea venitului obtinut la cota de 15%, cind cota impozitului la creditarea interbancara este de 43%.

- 3) Largirea clientelei bancii prin intermediul diversificarii serviciilor, prestate clientului.
- 4) Construirea financiara pe baza aplicarii certificatelor de depozit. Ea se efectuaza in sfera decontarilor intre intreprinderile si organizatiile si permite achitari reciproce, rapiditatea decontarilor, optimizarea impozitarii etc.
- 5) Minimzarea riscului lichiditatii.

Emitind certificatele de depozit, banca obtine pasive cu termenul determinat, ce-i permite micșorarea riscului lichiditatii.

Ca si in cazurile precedente o sa ne retinem la examenarea celor forme de riscuri, ce petrec aceasta operatiune.

Riscul neplasarii.

Procedura emisiunii certificatelor de depozit si de economii a bancilor comerciale este mai putin formalizata in comparatie cu emisiunea actiunilor si obligatiunilor.

Exista citeva restrictii referitor la emitentii certificatelor de depozit:

- efectuarea activitatii bancare in decursul perioadei mai mult de 1 an;
- publicarea darilor de seama anuale (bilantul si darea de seama referitor la venituri si cheltuieli), confirmate de firma de audit;
- respectarea legislatiei bancare;
- existenta fondurilor de rezerva;
- existenta rezervelor pentru pierderi posibile de la imprumuturi.

Daca nu se respecta aceste cerinte emisiunea certificatelor de depozit si de economii este imposibila.

In afara de aceasta lipseste cerinta referitor la volumul minim de emisiune si la procentul obligatoriu de plasament. Toti acesti factori permit sa facem o concluzie, ca riscul neplasarii certificatelor de depozit si de economii este foarte jos.

Riscul procentual la efectuarea operatiunilor este legat cu posibilitatea micșorarii ratei dobinzii pe piata bursiera. Pe linga aceasta, profitabilitatea joasa, stabilita la certificate, va depasi cea de pe piata, si ca urmare cheltuielile la atragerea resurselor vor fi mai inalte decit cele medii de pe piata, ce va cere operatiuni adecvate active cu o rentabilitate inalta. Riscul procentual inalt apare in legatura cu termenul fixat si procentul fixat, care nu poate fi scimbat conform conditiilor emisiunii. Daca la emisiunea obligatiunilor el poate fi micșorat prin emisiunea obligatiunilor revocabile si in prospectul de emisiune se poate mentiona dreptul emitentului de rechemare inainte de termen, la emisiunea certificatelor de depozit si de economii dobinda ramine constanta pe toata perioada existentii lor.

Eficienta operatiunii efectuate depinde in primul rind de examenarea de catre banca a conjuncturii pietei bursiere in sectorul certificatelor de depozite si de economii. Este foarte important de ales conditiile si timpul emisiunii lor, si de asemenea de oferit investitorului un venit adecvat starii pietei. Suma veniturilor la certificat va diferi in dependenta de aceea ce fel de dobinda se aplica (fixa sau simpla). Formula este urmatoare:

$$S = N * \left(1 + \frac{t}{T * 100\%} * D \right)$$

unde: S - suma, primita de investitor;
 N - valoarea nominala a certificatului;
 t - perioada de posesie a certificatului.
 D - rata dobinzii;
 T - numarul de zile intr-un an.

Daca T=360, dobinda se considera simpla; daca T=365 sau 366, dobinda se considera fixa.

La plasarea primara a certificatelor de depozit foarte eficienta este metoda de licitatie. La efectuarea ei banca ofera investitorilor limitele dobinzilor, la care se ofera certificatele de depozit spre plasare. In primul rind, se satisfac cererile la procurarea certificatelor, unde se indica conditiile mai favorabile din pozitia bancii - procentul minim de plasament.

Eficienta operatiunii date se ridica cind exista piata secundara, ce permite atragerea celor resurse ce "plec" pe piata bonurilor de tezaur. Piata secundara poate fi sprijinita de emitent. In cazul acesta el trebuie sa efectueze dilingul certificatelor, oferind cotationi bilaterale.

Pe linga aceasta este foarte rationala reiesirea din conjunctura curenta si oferirea pretului de rascumparare dupa formula:

$$S = N * \left(1 + \frac{t_i}{T * 100\%} * D \right)$$

unde: t_i - timpul de posesie a certificatului a primului investitor.

In cazul, cind ratele dobinzii pe piata se majoreaza, procurarea certificatului de la investitor pe piata secundara la rata dobinzii, stabilita in conditiile emisiunii, nu este profitabila, si D se stabileste la nivelul marimei de piata D_p . Rascumpararea la scaderea dobinzilor este o operatiune eficienta pentru banca, dar nu pentru investitor. Anume din aceasta cauza certificatele se vind foarte bine in perioada combaterii cu inflatia, care se petrece cu scaderea dobinzilor pe piata.

Pretul, care stabileste banca la vnzarea certificatelor rascumparate, se determina reiesind din perioada stingerii si din dobinzile cele, ce permit bancii vnzarea certificatului. Ele trebuie sa fie maximal orientat spre cele de piata si corectate in dependenta de starea bazei de resurse a bancii.

$$S = N * \left(1 + \frac{t_n}{T * 100\%} * D_p \right)$$

unde: t_n - timpul stingerii certificatului;

D_p - marimea corectata a dobinzii pe piata.

Apare intrebarea, oare va influenta eficienta operatiunii faptul, ca certificatele sunt nominative sau la purtator. Rezolvarea acestei intrebari depinde de modul de utilizare a acestor certificate (se vor utiliza in decontarile reciproce intre intreprinderi?).

Daca o sa examenam intrebarea din punctul de vedere a bazei normative, trebuie de mentionat, ca interzicerea utilizarii certificatelor in calitate de mijloc de plata duce la aceea, ca si pentru investitor diferenta intre hirtia nominativa si la purtator in cazul dat nu este principiala. Practica demonstreaza comoditatea utilizarii certificatelor la purtator in cazurile descrise mai sus.

3.Particularitatile plasarii si emisiunii valorilor mobiliare in Republica Moldova.

Pe data de 2 iulie anul 1999 Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare a aprobat hotarirea cu privire la modul de emisiune si inregistrare de stat a hirtiiilor de valoare, care include 3 instructiuni:

- Instructiunea cu privire la modul de emisiune si inregistrare de stat a valorilor mobiliare;
- Standardele de dezvaluire a informatiei de catre emitentii care efectuiaza oferta publica de valori mobiliare;
- Indicatiile metodice privind intocmirea prospectului emisiunii al emitentului, care efectuiaza oferta publica a valorilor mobiliare.

Instructiunea privind modul de emisiune si inregistrare de a valorilor mobiliare a fost elaborata in temeiul Legii cu privire la piata valorilor mobiliare, Legii privind societatile pe actiuni, Codului civil si altor acte legislative ale Republicii Moldova. Instructiunea data stabileste modul si procedura de emisiune a valorilor mobiliare de catre societatile pe actiuni si de inregistrare de stat a acestora la Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare. Actiunea acestei instructiuni se extinde asupra urmatoarelor tipuri de valori mobiliare:

- a) actiunile societatilor pe actiuni;
- b) alte valori mobiliare determinate de Comisie.

Modul de emisiune si inregistrare de stat a obligatiunilor emise de catre societati este stipulat de Instructiunea privind modul de emisiune si inregistrare a obligatiunilor corporative.

Instructiunea elaborata aborda citeva notiuni impotante utilizate in practica, cum sunt: *emisia valorilor mobiliare* - totalitatea valorilor mobiliare ale unui emitent, care apartin unei clase si au acelasi termen initial si final de plasare;

emisiunea valorilor mobiliare - totalitatea actiunilor ce urmeaza a fi intreprinse de emitent in vederea plasarii valorilor mobiliare;

oferta publica de valori mobiliare - oferta de valori mobiliare de o anumita clasa, efectuata cel putin in una din urmatoarele modalitati:

- a) prin publicarea in mass media a anuntului adresat unui cerc nelimitat de persoane;
- b) prin intermediul unei propuneri adresata la cel putin 100 persoane de a transmite dreptul de proprietate asupra valorilor mobiliare din clasa respectiva;
- c) prin transmiterea dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare ale clasei respective la mai mult de 50 persoane, cu exceptia cazurilor emisiunii constitutive sau in rezultatul modificarii caracteristicilor distinctive ale clasei integrate a valorilor mobiliare plasate.

Plasare individuala - plasarea valorilor mobiliare in cadrul unui cerc limitat de persoane, a caror lista se aproba in modul prevazut de statutul emitentului.

Emisiunea valorilor mobiliare ale societatii poate fi efectuata prin intermediul:

- a) plasarii publice cu utilizarea ofertei publice (subscriere deschisa);
- b) plasarii individuale fara utilizarea ofertei publice (subscriere inchisa).

Independent de tipul societatii care se infiinteaza - deschisa sau inchisa - actiunile emise la infiintarea acesteia se plaseaza numai printre fondatori prin subscriere inchisa in conformitate cu contractul de societate. In cazul constituirii societatii de catre un singur emitent, toate actiunile vor fi achizitionate de catre acesta.

Procedura de emisiune si inregistrare a actiunilor societatii, la infiintarea acesteia, include urmatoarele etape:

- a) adoptarea de catre fondatori a deciziei, care contine informatii privind clasele si numarul de actiuni autorizate spre plasare si actiunilor plasate intre fondatori ;
- b) inregistrarea claselor si numarului de actiuni autorizate spre plasare;
- c) deschiderea contului bancar provizoriu pentru pastrarea mijloacelor banesti;
- d) intocmirea listelor primilor subscriitori la actiuni, acumularea mijloacelor banesti pe contul provizoriu, reglementarea chestiunilor de achitare a actiunilor prin aporturi nebanesti;
- e) inregistrarea de stat a societatii la organul de inregistrare;
- f) inregistrarea de stat a actiunilor la Comisie;
- g) transferarea mijloacelor banesti de la contul provizoriu la contul de decontare al societatii;
- h) executarea formularelor certificatelor de actiuni - pentru societatile care emit actiuni materializate;
- i) introducerea informatiei pentru proprietarii valorilor mobiliare in registrul detinatorilor hirtiiilor de valoare si eliberarea acestora certificatelor de actiuni.

Actiunile emisiunii de constituire se achita complet pina la inregistrarea de stat la Comisie.

Emisiunea suplimentara de actiuni este considerata orice emisiune efectuata de societate dupa inregistrarea de stat a actiunilor emisiunii de constituire. Societatile de tip inchis si deschis au dreptul sa efectueze plasarea individuala a actiunilor emisiunii suplimentare in limitele unui cerc de persoane, a caror lista este aprobata de majoritatea actionarilor, in modul stabilit de statutul societatii. La efectuare emisiunilor suplimentare, societatea de tip deschis este in drept sa utilizeze si plasarea publica a actiunilor.

Inregistrarea de stat a actiunilor autorizate spre plasare se efectuiaza din momentul inregistrarii actiunilor plasate la infiintarea societatii, in modul stabilit de instructiune. La inregistrare, comisia introduce informatia despre clasele si numarul de actiuni autorizate spre plasare in registrul de stat al valorilor mobiliare si aplica pe statutul societatii mentiunea privind inregistrarea actiunilor autorizate spre plasare. Plata pentru plasarea valorilor mobiliare autorizate spre plasare constituie 10 salarii minime, stabilite de legislatie la momentul prezentarii cererii la comisie (anexa 1). Daca societatea intentioneaza sa modifice volumul inregistrat sau caracteristicile valorilor mobiliare autorizate spre plasare, ea va introduce si va inregistra modificarile respective la statut si va prezenta in modul stabilit

modificarile inregistrate si copiile decizie adoptate de catre Adunarea Generala a actionarilor pentru inregistrare la comisie. Comisia examineaza documentele prezentate si inregistreaza modificarile in registrul de stat al valorilor mobiliare in termen de 15 zile de la data prezentarii acestora. Inregistrarea de stat a valorilor mobiliare, autorizate spre plasare, consta in atribuirea fiecarei clase de valori mobiliare a numarului unic de inregistrare de stat, introducerea in Registrul de stat al valorilor mobiliare a tuturor caracteristicilor clasei, precum, si a numarului de valori mobiliare, in limitele caruia societatea este in drept sa efectueze emisiunea suplimentara.

Dar emisiunea poate fi refuzata de Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare. Drept temei de refuz de a inregistra oferta publica privind emisiunea valorilor mobiliare pot servi:

- a) necorespunderea documentelor, informatiei cuprinse in acestea sau modul de luare a deciziilor prezentate cerintelor legislatiei;
- b) prezenta in documentele prezentate a informatiei care permite de a face concluzii despre necorespunderea clauzelor emisiunii si circulatiei valorilor mobiliare legislatiei;
- c) introducerea in prospectul ofertei publice, in decizia privind emisiunea valorilor mobiliare sau in alte documente, care constituie temei pentru inregistrarea emisiei valorilor mobiliare, a informatiei eronate sau a informatiei care nu corespunde realitatii.
- d) achitarea incompleta a taxei pentru operatiunile cu valori mobiliare in cazurile prevazute de legislatie;
- e) refuzul emitentului de a introduce in documentele prezentate la Comisie modificarile si completariile necesare in termenul stabilit de Comisie sau de a prezenta documentele suplimentare.

In anul 1999 a crescut numarul de societati pe actiuni ce au autorizat spre plasare valori mobiliare de diferite clase in limita carora, ulterior, se efectueaza emisiuni suplimentare. Daca in anul 1998 din 3.323 de societati pe actiuni inregistrate in Registrul de Stat al valorilor mobiliare au inregistrat actiuni autorizate spre plasare - 27, in anul 1999 numarul lor este de 109.

In comparatie cu anul precedent s-a redus numarul societatilor pe actiuni ce au inregistrat emisiunile de constituire si emisiuni suplimentare, suma totala a emisiunilor fiind de 2.911.096.748 lei. Din 234 societati pe actiuni examinate in cadrul sedintelor Comisiei: 121 - au inregistrat emisiunile de constituire si 113 - emisiuni suplimentare.

Factorul important in restructurarea intreprinderilor ramine sa fie atragerea investitiilor straine. La acest compartiment anul 1999 a inregistrat o crestere relativa a investitiilor straine atrase prin intermediul plasarilor de valori mobiliare in societatile pe actiuni supuse privatizarii si in cele cu capital privat. Din 33 de societati pe actiuni la 12 privatizate au fost atrase investitii in suma 752.308.270 lei. Cea mai considerabila emisiune in anul 1999 a efectuat SA moldo - rusa "Moldovagaz" in suma de 1.332.908.100 lei in numar de 13.329.081 actiuni ordinare nominative cu valoarea nominala de 100 lei. O alta companie cu capital strain "Asito" SA a efectuat o emisiune suplimentara de 30.000.000 lei in numar de 3.000.000 actiuni ordinare nominative cu o valoare nominala de 10 lei.

In rezultatul inregistrarii emisiunilor valorilor mobiliare ale societatilor in anul 1999 a fost varsat in bugetul de stat impozitul pe emisie in suma de 1.684.417 lei.

In 1999 au fost introduse in Registrul de stat al valorilor mobiliare peste 100 modificari generate de procesele de reorganizare a societatilor pe actiuni, denominalizare, consolidare a valorilor mobiliare emise anterior, schimbarii codului ISIN, denumirii emitentului, etc.

Concluzie.

Pentru ca intr-o tara sa existe o piata a valorilor mobiliare dezvoltata, sunt necesare asa componente, ca cererea, oferta, intremediarii, participantii, infrastructura de piata (bancile comerciale, bursele de valori, institutiile investitionale etc) si de asemenea sistemele de reglare si autoreglare a ei. Toate aceste componente au fost practic create pina in anul 1996. Un rol decisiv in crearea pietei valorilor mobiliare au jucat privatizarea si actionarea intreprinderilor de stat - societatile pe actiuni au devenit subiecti principali a acestei pietei.

In Republica Moldova emisiunea hirtiiilor de valoare si vnzarea lor la primii proprietari (investitori) - persoanelor fizice si juridice, se petrece:

- la infiintarea societatii pe actiuni si repartizarea actiunilor intre fondatorii ei;
- la majorarea capitalului statutar a societatii pe actiuni prin emisiunea actiunilor;
- la atragerea capitalului de imprumut de catre persoanele juridice, statul, organelor de stat si organelor de administratie publica locala prin emisiunea obligatiunilor, etc.

Emitentii si garantii emisiunii (daca exista), si de asemenea institutiile investitionale, care petrec in baza acordului cu emitentul vnzarea hirtiiilor de valoare la primii investitori, sunt obligati sa asigure fiecarui cumparator posibilitatea de a face cunostinta cu conditiile vnzarii si cu prospectul emisiunii pina la momentul procurarii acestor actiuni. De aceea publicarea prospectului de emisiune este obligatorie. Totodata ei sunt obligati sa asigure la toti cumparatori conditiile de pret egale.

Emisiunea hirtiiilor de valoare se petrece sub un control sever din partea organelor de stat. Ele toate trebuie sa treaca inregistrarea de stat si sa primeasca un numar de inregistrare.

Emisiunea hirtiiilor de valoare este legata cu un risc oarecare. Astazi riscurile pot aparea sub mai multe forme: riscul sistematic, nesistematic (adica imbinarea tuturor forme de riscuri legate cu o hirtie de valoare concreta), selectiv, de timp, de scimbari legislative, de lichiditate, de inflatie.

In prezent piata hirtiiilor de valori in Republica Moldova se caracterizeaza prin volumuri mici, nelichiditate, neasigurare cu baza materiala, tehnologie de vnzari ne perfecte, absenta unei politice fiscale gindite etc. Nivelul inalt de inflatie si dobinzile mari fac investitiile in hirtii de valoare autohtone neeficiente. Dar totusi ne catind la aceasta piata hirtiiilor de valoare permanent se dezvolta, sa creaza baza legislativa (de exemplu, referitor la emisiune au fost elaborate de catre Comisia Nationala a Hirtiiilor de Valoare instructiunile privind emisiunea actiunilor, obligatiunilor, euroobligatiunilor), se perfectioneaza sistemul de tranzactionare, etc.

Bibliografia.

- 1) В.С. Таркановский “ Рынок ценных бумаг и его финансовые институты.”
- 2) Шарп “ Инвестиции.”
- 3) Е.В. Семенкова “ Операции с ценными бумагами.”
- 4) G. Anghelache “ Piata de capital si bursele de valori.”
- 5) www.logos.press.md
- 6) www.moldse.md
- 7) www.nyse.com
- 8) www.moldse.md/comisia
- 9) Anualul statistic elaborat de Ministerul Economie si Reformelor.