

INOVAȚIA FINANCIARĂ ȘI DEZVOLTAREA PIETELOR DE CAPITAL

OVIDIU STOICA*

The Financial Innovation and the Development of Capital Markets

Abstract

In the last decades, the financial instruments developed very quickly, the world economy becoming “a paper economy”. The financial innovation transformed the financial system, offers for the financial intermediaries and investors’ new opportunities, but also brings new risks. The financial supervisory authorities passed from the regulation and deregulation process again to the re-regulation process in the intent to insure the stability in the financial markets and a development without the (hidden) dangers that sometimes transformed in financial crisis of financial intermediaries’ bankruptcy.

Key words: financial innovation, financial engineering, integrated financial supervision, regulation, deregulation, re-regulation

1 Introducere

În ultimele decenii, pe plan financiar am asistat la o proliferare a noilor instrumente financiare, ceea ce justifică o mai veche caracterizare făcută de James Tobin economiei mondiale: “o economie de hârtie”. Amploarea inovației și a transformărilor structurale în sistemul financiar al țărilor dezvoltate au fost fără precedent: au apărut noi instrumente financiare, s-au creat noi piețe de negociere și au apărut noi reglementări, succesiunea rapidă a schimbărilor găsindu-și un sprijin necesar în “big bang”; de la reglementare în plan financiar s-a ajuns la dereglementare și apoi la re-reglementare, în condițiile în care auto-reglementarea a continuat să fie prezentă.

Inovația financiară a fost definită ca un proces de creare (dezvoltare) a unor noi produse financiare; într-o accepțiune mai largă, sunt înglobate noile metode de a mobiliza sau de a plasa fonduri bănești, sau dezvoltarea și evoluția unor noi organisme financiare. În consecință, inovația financiară se manifestă nu doar în contextul pieței de capital, ci al întregii piețe financiare: conturile NOW sau derivatele de credit, alături de finanțarea unor achiziții (gen leverage buy-out), transferul electronic de fonduri și cardurile de credit, eurovalorile mobiliare, toate sunt rezultatul inovației financiare.

În literatură se face distincția, în procesul de inovație financiară, între *inovațiile de produse* – care duc la apariția de noi instrumente financiare – și *inovațiile de procese* – care au ca rezultat apariția de noi tehnici de finanțare. O clasificare a inovațiilor financiare după natura instituțiilor implicate în proces, face distincția între *inovațiile de sistem* – rezultat al

* Conferențiar doctor, Catedra de Finanțe și Monedă, Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” Iași, e-mail: ostoica@uaic.ro

activității agenților economici – și *inovațiile de politică* – aparținând autorităților statului. Dacă prin *inovațiile de sistem* apar noi produse financiare destinate evitării reglementărilor impuse de autorități în domeniul financiar, *inovațiile de politică* sunt rodul preocupărilor autorităților statului în realizarea politicii economice. William Silber consideră că inovația financiară se poate manifesta în trei *forme* diferite: 1. apariția de *noi instrumente financiar* (inovații de produs); de cele mai multe ori acestea nu sunt complet noi, ci reprezintă rezultatul modificărilor unor caracteristici ale produselor financiare deja existente, sau al combinării unor caracteristici existente într-un mod nou; 2. apariția de *noi instituții financiare* (inovații instituționale); 3. apariția de *noi piețe financiare*.

Dincolo de structurile teoretice, ceea ce interesează este că într-adevăr în ultimii ani gama valorilor mobiliare disponibile pe piața financiară a crescut foarte mult, *complexitatea acestora punând la un moment dat probleme autorităților de supraveghere a pieței și făcând mai dificilă încadrarea lor în produse ale pieței monetare sau ale pieței de capital*. Din punctul de vedere al investitorilor, piața de capital a devenit mai atractivă, întrucât a crescut numărul instrumentelor disponibile pentru investiții sau a celor pretabile la utilizări în gestiunea portofoliului, pentru acoperirea (transferul) riscului. *Gradul sporit de substituire a unor produse bursiere cu altele*, rezultat al inovației financiare, creșterea rapidă a volumului operațiunilor realizate, au determinat în timp și o reducere a costului tranzacțiilor bursiere.

2 Supravegherea financiară integrată, consecință a dezvoltării economiei financiare

Conștientizând pericolele globalizării și cele determinate de proliferarea inovației financiare, autoritățile naționale de supraveghere a piețelor financiare au inclus între preocupările lor majore *îmbunătățirea (actualizarea) reglementărilor naționale* în domeniu, dar și *creșterea colaborării internaționale* (cel puțin în ceea ce privește reglementările). Organizarea reglementării și supravegherii pieței de capital diferă de la o țară la alta în funcție de tradiții, dar și de gradul de dezvoltare al acesteia și de *legătura dintre piața de capital și piața bancară*.

În funcție de modul de organizare, *sistemul de supraveghere al pieței financiare* poate fi conceput cu o *structură foarte dispersată*, sau cu o *structură foarte concentrată*. În tot mai multe țări se poate remarca *tendința de a reuni toate responsabilitățile de reglementare și supraveghere a pieței financiare naționale* (în principal cel puțin) *în sarcina unei singure instituții*. *Dispersarea autorității*, dincolo de observația că nu mai este „la modă” în multe țări dezvoltate, existând preocuparea pentru comasarea sarcinilor de supraveghere, are și *dezavantajul* într-o oarecare măsură al unei *lipse de răspundere*.

Strânsa legătură dintre piața bancară și cea de capital, sau uneori rolul redus al pieței de capital în finanțarea economiei, a dus în unele țări la *inexistența unei autorități bursiere centrale*, care să reglementeze și supravegheze piața de capital. Atribuții de supraveghere și reglementare a *pieței financiare – în ansamblul său* – revin în asemenea țări în primul rând băncilor centrale sau unor organisme în a căror titulatură apare cuvântul „bancă”. *Organismele naționale răspunzătoare de reglementarea și supravegherea pieței de capital trebuie să colaboreze și cu băncile centrale naționale*. *Necesitatea cooptării băncilor centrale* într-un demers de reglementare și supraveghere a piețelor financiare naționale este perfect justificată, mai ales dacă se ține cont de prefacerile sistemului bancar din ultimii ani, în direcția unor activități nespecifice segmentului bancar și aparținând pieței de capital, sau de existența în unele țări a unui sistem bancar de tip universal, care permite băncilor accesul direct pe piața de capital; apariția unor produse financiare hibride a accentuat această necesitate.

Problema unei autorități unice de supraveghere și reglementare pentru întreaga piață financiară – sau cel puțin pentru piața bancară și piața de capital – este una de actualitate, ținând cont de tendința manifestată de a permite băncilor implicarea directă pe piața de capital. Modelul băncii universale adoptat de Uniunea Europeană, *ridicarea barierelor dintre sectorul bancar și cel al valorilor mobiliare* în Marea Britanie și Canada, modelul sistemului financiar german, care a atins un înalt grad de integrare, preocupările SUA și Japoniei de a pune capăt separației dintre băncile comerciale și cele de investiții [Dale, R., 1992, p. 109-111] susțin această idee. În unele țări ale UE s-a adoptat modelul „mega-comisiilor” de supraveghere financiar-bancară, tentate fiind de avantajele conferite de acestea. Dar, dincolo de unele economii în scară, *sistemul „one-stop shopping” este mai adecvat în cazul conglomeratelor financiare*, nefiind deosebit de util strict în cazul băncilor fără asemenea legături. În prezent, la nivelul UE întâlnim autorități unice de supraveghere-reglementare pentru întreaga piață financiară (întregul sector financiar) în Austria, Danemarca, Finlanda, Franța, Germania, Irlanda, Luxemburg, Malta, Marea Britanie, Olanda, Slovacia, Suedia, Ungaria (13 dintre statele UE), în Belgia autoritatea de supraveghere este doar pentru piața de capital și cea bancară, iar piața de capital este supravegheată distinct în: Cehia, Cipru, Grecia, Italia, Lituania, Polonia, Portugalia, Slovenia, Spania (9 state UE). În ultimii ani situația s-a schimbat în Franța, Germania, Irlanda, țări care au urmat exemplul Marii Britanii și au adoptat formula de supraveghere unică, pentru întreaga piață financiară.

Transformările economiei financiare au adresat noi provocări pe linia supravegherii financiare, mutațiile instituționale în acest domeniu dorindu-se a fi soluția prin care să se asigure stabilitatea financiară atât la nivel național cât și internațional.

3 Reglementarea și dereglementarea piețelor de capital, reflex al provocărilor inovației financiare

Prin *reglementare, într-o accepțiune largă*, înțelegem *supravegherea și controlul* exercitat de către guvern asupra activității societăților private, având drept obiective eficiența, corectitudinea și siguranța. [Bannock, G.; Manser, W., 1990, p. 172] *Într-o accepțiune restrânsă*, termenul se referă la situația de pe piața de capital. În acest caz, statul poate să-și exercite *direct* puterile reglatoare prin propriile instituții specializate, sau aceste puteri pot fi *delegate* unor instituții financiare, care devin astfel *organisme cu auto-reglementare*.

Plecând de la observația că *reglementările (excesive) pot acționa ca bariere de intrare pe piața de capital și deci restrânge concurența*, a apărut și în acest domeniu curentul dereglementării, mai vizibil în primul rând în cazul burselor de valori. *Scopul principal al dereglementării pe piața de capital a fost încurajarea dezvoltării concurenței în domeniu și între intermediari, în beneficiul investitorilor*.

Dereglementare, semnifică *eliminarea controalelor* impuse de guvern operațiunilor pe piață (în general), ținând cont că unele dintre ele sunt dăunătoare economiei. [Bannock, G.; Manser, W., 1990, p.112] Termenul de *dereglementare financiară* este utilizat în literatură și pentru a desemna renunțarea de către autoritățile monetare la metodele de reglare directă a masei monetare și de control al schimburilor în favoarea metodelor indirecte [Ceresoli, M.; Guillaud, M., 1992, p. 38].

Dereglementarea este o tendință vizibilă de mai mulți ani (din anii 1980) în politica economică și financiară a țărilor dezvoltate. Ea *a fost determinată de internaționalizarea piețelor și a generat creșterea concurenței în sistemul financiar și o mai mare fluiditate pe piețele de capital*. Dereglementarea *a atins practic ansamblul domeniului finanțelor și*

atenuează distincțiile tradiționale între piețele pe termen lung și pe termen scurt, între piețele de acțiuni și cele de obligațiuni, între băncile comerciale și băncile de afaceri.

Conceptul de dereglementare nu are ca semnificație în fapt renunțarea (cel puțin nu în totalitate) la reglementări. Piețele de capital rămân în continuare reglementate, ele fiind piețe organizate; o legislație clară, completă și stabilă în domeniu reprezintă o premisă necesară pentru asigurarea dezvoltării ulterioare a piețelor de capital.

Dereglementarea de regulă a încurajat inovația financiară, însă uneori reglementările excesive au fost punctul de plecare pentru apariția unor noi produse financiare; în alte cazuri, „lupta” dintre intermediarii financiari și autoritățile de reglementare a pieței financiare s-a încheiat cu un proces de **re-reglementare**.

4 Inovația financiară și ingineria financiară

Ingineria financiară reprezintă procesul de creare de instrumente financiare inovative în scopul rezolvării unor probleme financiare. Un nou instrument financiar este cu adevărat inovativ doar dacă ajută piețele de capital să funcționeze mai eficient, adică le face “mai puțin incomplete”. Provocarea este să se determine dacă noul instrument financiar creat este cu adevărat inovativ sau este doar menit să îmbogățească băncile de investiții care le-au creat [***, *Security Innovation in Corporate Bond Markets*, f.a., p. 1].

Ingineria financiară [<http://www.rubinian.com>] este un proces de combinare, divizare și creare de instrumente financiare cu scopul îndeplinirii unor obiective financiare licite, cu grad sporit de profit, în cadrul unor constrângeri legale cu deosebire de natură financiară. Ingineria financiară este opusă manipulărilor și combinațiilor financiare cu scopul de evaziune fiscală sau de frustrare a unei persoane de drepturile bănești cuvenite, adică este opusul pseudo-ingenieriei financiare. Într-o abordare mai largă, *ingineria financiară* este procesul de utilizare a matematicii financiare și a modelelor asistate de calculator pentru decizii privind evaluarea produselor financiare, acoperire, tranzacționare și managementul portofoliului. Utilizând diferite valori mobiliare derivate și teoria financiară, ingineria financiară are ca obiectiv *controlul precis al riscului financiar asumat de o entitate*. Metodele pot fi folosite pentru asumarea unui risc extrem în anumite cazuri, sau pentru eliminarea totală a riscului în alte cazuri, prin utilizarea unei combinații de derivate și alte valori mobiliare [<http://en.wikipedia.org>].

Mai tranșant, *ingineria financiară* reprezintă mijlocul (instrumentul) de implementare a inovației financiare; această abordare se distinge de altele în care ingineria financiară ar fi sinonimă cu inovația financiară. În definiția lui Jack Marshall, co-fondator al International Association of Financial Engineers, co-autor la prima carte care abordează ingineria financiară, aceasta reprezintă dezvoltarea și aplicarea creativă a teoriei financiare și a instrumentelor financiare pentru a oferi soluții unor probleme financiare complexe și a valorifica oportunitățile financiare. „Ingineria financiară nu este un instrument; este o profesiune care utilizează instrumente, printre care derivatele”.

Ingineria financiară a găsit un teren prielnic în domeniul managementului riscului financiar, al riscului de investiții, al riscului de faliment, al riscului de rată a dobânzii. Specialiștii în domeniu oferă *produse financiare adecvate nevoilor clienților*, de exemplu, care răspund mai bine preferințelor investitorilor din punct de vedere al riscului. Ingineria financiară înseamnă practic crearea unor produse financiare “pe măsură”, care să aducă un anumit randament la finalul unei perioade de timp determinate. Ingineria financiară semnifică nu doar crearea „de la zero” a unor noi produse financiare, ci și „ajustarea”, adaptarea unor produse financiare existente, pentru a le îmbunătăți caracteristicile, ca reacție la schimbarea realităților pieței financiare sau ale mediului economic (inclusiv modificări în domeniul fiscal, legislativ etc.).

Ingineria financiară a apărut ca o necesitate, în contextul transformărilor profunde suferite de piețele financiare după anii 1960 [Eales, B., 2000, p. 1], determinate de renunțarea la cursurile de schimb fixe, instabilitatea politică, mediul inflaționist, instabilitatea prețurilor pe piețele financiare. Incertitudinea sporită a determinat o mare parte a actorilor financiari să caute protecția prin intermediul unor noi produse financiare. Termenul de inginerie financiară a început să fie folosit după descoperirea modelului Black-Scholes de evaluare a prețului opțiunilor, la începutul anilor 1970. *Manifestarea inovației financiare* se poate regăsi în principal în domeniul ratelor de dobândă (în special pe termen scurt), în domeniul valutar și al acțiunilor și obligațiunilor: de la clasicele derivate (opțiuni, futures), la opțiunile exotice, futures rate agreements (FRA) swap de dobândă, valutar sau de acțiuni, la produse hibride sau sintetice, însă și procesul de „securitizare” („titrizare”) intră în această categorie, la fel ca și fondurile de investiții în active monetare.

În procesul inovației financiare, *investitorii instituționali* au un rol foarte important; ei sunt printre *promotorii unor noi produse financiare*, de care au nevoie pentru a-și acoperi unele riscuri, sau pentru a obține rezultatele dorite, ei fiind și primii utilizatori. *Intermedierea* pe scară largă a *deținerii de active financiare* este binevenită în prezent, când sofisticarea produselor financiare este tot mai mare, când informațiile sunt atât de importante, când urmărirea evoluției unui portofoliu de valori mobiliare cere tot mai mult timp și gestiunea riscurilor folosind metode moderne presupune tot mai mult cunoștințe proprii avansate sau intervenția specialiștilor; *organismele de plasament colectiv în valori mobiliare sunt tot rezultatul inovației financiare*.

5 Provocările inovației financiare (pericole)

Inovația financiară a permis investitorilor să-și gestioneze mai bine portofoliile într-un mediu mai volatil. Pe de altă parte, dincolo de avantajele certe, noile produse financiare, noile piețe (subpiețe) financiare au adus și noi riscuri pentru utilizatori și noi provocări pentru autoritățile de reglementare și supraveghere a pieței.

Derivatele, în general, au apărut ca o reacție la existența riscului, însă și folosirea lor poate fi în anumite cazuri riscantă, iar derivatele reprezintă unul din cele mai des invocate exemple oglindind ceea ce înseamnă inovație financiară, ca răspuns la nevoile pieței. Istoria relativ recentă a acestei piețe ne arată și riscurile utilizării lor „necontrolate”; este vorba în primul rând de cazul a trei bănci, Barings, Sumitomo și AIB, care în anii 1990-2000 au înregistrat pierderi enorme, de sute de milioane de dolari SUA fiecare, în urma asumării unor poziții excesive pe piețele derivate.

În cel mai recent exemplu, în anul 2002, cea mai mare bancă irlandeză, Allied Irish Banks a suferit pierderi de 866 milioane EUR, cauzate de un singur trader, John Rusnak. Cu câțiva ani în urmă, în 1995, Nick Leeson reușea să ducă la faliment cea mai veche bancă engleză, cu o istorie de peste 200 de ani, după ce îi provocase pierderi de peste 1,2 miliarde GBP (în urma unor operațiuni speculative care ar fi putut aduce băncii câștiguri de 27 de miliarde GBP), iar în altă parte a lumii, la scurtă vreme (în 1996), un alt trader, Yasuo Hamanaka, aducea băncii sale, Sumitomo Bank, pierderi de 1,8 miliarde USD, în urma unor operațiuni neautorizate de 20 de miliarde USD.

6 Concluzii

Riscurile, la un moment dat nebănuite, ale inovației financiare și ingineriei financiare au determinat din partea autorităților naționale de supraveghere și reglementare reacții „de apărare”, însemnând noi reglementări, pentru a preîntâmpina apariția unor crize financiare. Piețele financiare contemporane se află într-o continuă transformare, efervescența fiind

determinată pe de o parte de existența unei concurențe tot mai dure pe piață, și pe de altă parte de reglementările, în fața cărora reacția „de apărare” a pieței ține și de inovația financiară: apar noi instrumente financiare, noi segmente de piață sau noi organisme financiare, mai adecvate noului context, sau care răspund mai bine nevoilor investitorilor sau ale intermediarilor financiari. Astfel, piața de capital este continuu dinamică, mereu nouă; însă, noile produse financiare aduc cu ele și noi riscuri și noi provocări pentru autoritățile de supraveghere.

Bibliografie

- Bannock, G.; Manser, W., *The Penguin International Dictionary of Finance*, Penguin Books, London, 1990.
- Beaumont, P., *Financial Engineering Principles: A Unified Theory for Financial Product Analysis and Valuation*, Wiley, New York, 2005.
- Ceresoli, M.; Guillaud, M., *Titrisation. Gestion financière de la banque*, ESKA, Paris, 1992.
- Dale, R., *Regulating Banks Securities Activities: A Global Assessment*, în Fingleton, J., Schoenmaker, D. (editors), *The Internationalisation of Capital Markets and the Regulatory Response*, Graham & Trotman, London, 1992.
- Eales, B., *Financial engineering*, Macmillan Press, Houndmills, 2000.
- Gurley, J.; Shaw, E., *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Cujas, Paris, 1973.
- Hangen, R., *Modern Investment Theory*, 4th ed., Prentice Hall, New Jersey, 1997.
- Marshall, J., Bansal, V., *Financial Engineering: A Complete Guide to Financial Innovation*, New York Institute of Finance, New York, 2004.
- ***, *Security Innovation in Corporate Bond Markets*, University of Toronto, Joseph L. Rothman School of Management, f.a..
- ***, *A Concise Dictionary of Business*, Oxford University Press, Oxford, 1992.
- http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_engineering.
- <http://www.rubinian.com/dictionar>.