REGLEMENTAREA SPAȚIULUI FINANCIAR INTERNAȚIONAL

ASIST.UNIV.DRD. APOSTOL LUIZA
ASIST.UNIV.DRD. CLIPICI EMILIA
Universitatea din Piteşti, Piteşti, str. Frasinului, bl. 6, ap.8, Tel: 0721 139 864, E-mail: mail2004_ad@yahoo.com

Complex institutions, strongly capitalized have occured within the financial tranzactions settings that manage huge funds and act on a transnational level. The process is a dynamic one, developing toward a close relation between the bank and estate values sectores, by creating a global „supermarket" that offers all kinds of financial products. This seems to be a necessary compromise determined by the increase in volume and complexity of the financial flows.

Când piețele naționale nu oferă fonduri suficiente pentru dezvoltarea afacerilor, companiile se adresează piețelor internaționale. Fluxurile de capitaluri evoluează transfrontalier, favorizate de măsurile aplicate de state independente şi de organizații ale acestora. Anii '80 au reprezentat, din punct de vedere legislativ, deschiderea unor piețe precum cea din Marea Britanie, Germania sau Japonia. Aceasta a determinat creşterea numărului investitorilor şi a fluxurilor de capital.

Deşi esențialmente pozitivă, tendința de globalizare a adus şi un aspect negativ, înregistrat cu ocazia prăbuşirii pieței financiare din Statele Unite ale Americii în 1987. O scădere cu 20% a valorii acțiunilor americane, a determinat atunci o cădere de aceeaşi mărime şi în cadrul piețelor internaționale. S-a stabilit cu acea ocazie, că piețele sunt legate prin aspecte tehnice, dar şi prin aspecte care țin de psihologia investitorului.

Globalizarea sistemului financiar face ca de multe ori, piețele să-şi piardă caracterul național, tranzacțiile efectuându-se în "centrele financiare", oraşe importante de pe mapamond, unde se concentrează capitalurile, tehnica de vârf şi cunoaşterea profesională.

Tranzacțiile internaționale cu valute (foreign exchange) reprezintă o astfel de formă a globalizării. Această piață se extinde peste granițe, 58% din numărul tranzacțiilor realizându-se prin ordine venite de la Londra, New York şi Tokio. Centre precum Singapore, Hong Kong, Zürich, Geneva, Frankfurt şi Paris însumează alte 27 procente din volumul total al tranzacțiilor cu valute. Sydney, Copenhaga, Toronto, Bruxelles şi Amsterdam reprezintă aproape tot restul. Participanții la această piață sunt băncile acestor oraşe. Acestea participă la o unică piață, folosind aceleaşi sisteme: Reuters sau EBS, aceleaşi prețuri şi acelaşi tip de contracte. Băncilor li se permite tranzacționarea reciprocă, fără a se ține cont de bariere statale. Banca Chase din New-York nu poate fi oprită a schimba valute cu Commerzbank din Frankfurt. Explicația constă în aceea că, deşi băncile în sine sunt reglementate, piața internațională a valutelor, nu. La fel se întâmplă şi în alte piețe, cum este, de exemplu cea a obligațiunilor internaționale.

În privința burselor, tendința de globalizare este frânată de activitatea numeroaselor autorități naționale de reglementare, care impun jurisdicție națională. Aceasta caracterizează autoritățile naționale europene, dar şi ale altor piețe majore precum cea a Statelor Unite ale Americii. Spre deosebire de piața internațională a valutelor, crearea unei piețe bursiere unice globale, la care participă câteva bănci din diferite zone geografice, nu este un proces ce evoluează de la sine. Autoritatea americană, The Securities and Exchange Commission (S.E.C.), nu doreşte extinderea burselor străine pe teritoriul american. Regulile sale foarte stricte vor fi aplicate oricărui operator care intenționează să-şi amplaseze ecranele de tranzacționare în S.U.A. Astfel că în prezent, puține sunt bursele străine care acționează în această țară.

Se conturează astfel unul dintre argumentele reglementării piețelor financiare. Alte argumente sunt legate de faptul că piețele financiare joacă un rol important în transferul economiilor către investitori, în vederea dezvoltării afacerilor. Intermediarii financiari devin astfel nu numai instituții de creditare sau de atragere a fondurilor pentru dezvoltare economică, dar şi instituții de încredere, care gestionează importantele sume încredințate de către cei ce dispun de economii.

Eficiența actului de tranzacționare depinde de modul în care funcționează fiecare participant în parte: emitentul, intermediarul, investitorul, depozitarul, managementul, etc., dar şi de modul cum este organizată piața şi, nu în ultimul rând, de felul în care se intervine de către stat, sau instituții de reglementare sau autoreglementare, în actul de control şi în supravegherea felului cum se operează.

Justificarea intervenției în domeniul controlului activităților şi al participanților la actul de comercializare din domeniul valorilor mobiliare poate fi obținută prin definirea obiectivelor urmărite:

- prevenirea fraudării investitorilor de către emitenți prin introducerea unor obligații ce țin de prezentarea corectă şi suficientă a informațiilor despre emitent;
- -promovarea spiritului competitiv şi de corectitudine în cadrul comercializării valorilor mobiliare;
- promovarea unui grad sporit de stabilitate a diferitelor instituții specializate ce intervin în cadrul circulației valorilor mobiliare;
- restrângerea intervenției economiilor străine pe piețele autohtone;
- controlul permanent al economiei naționale.

De multe ori statul este cel care elaborează reglementări de natură să servească atingerii fiecăruia dintre obiectivele prezentate. Statul poate interveni în implementarea reglementărilor naționale prin intermediul unor instituții publice special constituite de legiuitor, sau al unor structuri private, mandatate de stat cu supravegherea reglementărilor respective. Se află în prima categorie de state SUA şi majoritatea țărilor Europei, în timp ce Marea Britanie intra în a doua categorie, confruntată în prezent şi ea cu strategia armonizării legislative promovată de Uniunea Europeană.

Reglementarea financiară există pentru trei motive:

- ea furnizează o "plasă de siguranță" pentru prevenirea falimentului băncilor, asiguratorilor sau administratorilor de investiții, care ar putea atrage pierderi şi pentru alți participanți;
- supraveghează integritatea instituțiilor financiare şi protejează de fraudă şi greşeli pe investitorii individuali;
- acționează ca un "câine de pază" al serviciilor financiare, ca o poliție asupra eventualelor tranzacționări cu informație confidențială, malpraxis şi alte infracțiuni.

Astăzi atât piețele, cât şi cei ce le operează, sunt guvernați de un complex sistem de legi şi reguli menite, în principal, să protejeze investitorii. O dată cu creşterea numărului acestora, sarcina reglementării devine din ce în ce mai dificilă. Față de faptul că investitorii, intermediarii, chiar şi bursele caută modalități de a tranzacționa neținând cont de granițe, şi autoritățile de reglementare ar trebui să fie pregătite de acțiuni transfrontaliere. Globalizarea piețelor şi, prin intermediul tehnicii de vârf, a investitorilor, determină necesitatea găsirii sistemului de reglementare capabil să facă față noilor evoluții.

Din punctul de vedere al reglementării, serviciile bancare, de investiții şi asigurări au evoluat diferit, deşi toate au inițiat acest proces în anii '70. În domeniul bancar, au fost elaborate Regulile de la Basel privind standardele minime ale necesarului de capital (the Basel rules on minimum standards of capital adequacy). Acestea stabilesc reguli comune pentru necesarul de capital pe care băncile active internațional ar trebui să-l dețină, raportat la activele lor ponderate cu riscul. Introduse în 1988, din determinări privind riscul de piață şi de credit, ele au fost modificate de câteva ori (de exemplu în ceea ce priveşte majorarea capitalului necesar). Ultima actualizare a regulilor a intrat în vigoare în 2004. Problema acestor reguli este simplitatea calculelor, care pot denatura evaluarea (de exemplu, Coreea de Sud si Mexic-ul sunt clasificate din punctul de vedere al riscului de credit împreună cu celelalte țări OECD).

Pentru serviciile de investiții, evoluțiile sunt determinate de admiteri la burse peste granițe şi o minoră armonizare în privința listării. Directiva din 1996 privind serviciile de investiții avea menirea de a crea piața unică a valorilor mobiliare în Uniunea Europeană.
În 1999 a fost elaborat Planul de acțiune în domeniul serviciilor financiare (COM 1999/232 din 11 mai 1999, sprijinit de Consiliul European). Una dintre măsurile acestuia este Directiva asupra necesarului de capital (capital-adequacy directive). Asociația autorităților de reglementare I.O.S.C.O. nu a reuşit însă să implementeze standarde asemănătoare Regulilor Basel.

În prezent, pentru firmele care operează în domeniul valorilor mobiliare nu există standarde privind limite minime de capital acceptate internațional iar clauza "interesului public" blochează serviciile transfrontaliere şi costurile tranzacțiilor transfrontaliere cu titluri financiare sunt excesive.

Un aspect important al procesului Basel este acela că se permite un continuu schimb de informații între organismele de reglementare a băncilor. În domeniul piețelor de capital au loc schimburi de Memorandumuri tip "M.O.U." (memoranda of understanding) sistem considerat neperformant .

În 2001, fostul Şef al Institutului Monetar European (European Monetary Institute) Baronul Alexandre Lamfalussy, a condus o echipă de specialişti care au emis un raport privind reglementarea pieţei europene a valorilor mobiliare. Acesta a fost numit "Raportul Lamfalussy" şi a atras atenţia asupra ineficienţei directivei din 1996 privind serviciile de investiţii.

Raportul sugerează un nou proces legislativ focalizat care va determina crearea unui Comitet al instituţiilor de reglementare europene şi un Comitet al valorilor mobiliare europene, care va cuprinde oficiali înalţi ai ministerelor de finanţe din ţările membre. Raportul a fost susţinut de majoritatea participanţilor la Summit-ul Uniunii Europene de la Stockholm din Martie 2001. În cadrul Raportului, nu s-a căzut de acord asupra formei pe care o va lua controlul în Uniunea Europeană. Unele state membre doresc unificarea instituţiilor de reglementare, în timp ce alţii doresc menţinerea unor organisme diferite pentru pieţele pe care acţionează corporaţiile şi cele ale persoanelor fizice (wholesale vs. retail). Au susţinut acest proiect bancherii europeni "continentali" (exceptând Marea Britanie). Şi aici Franţa susţine unificarea, iar Marea Britanie se opune cu îndârjire. Germania susţine ideea unei reglementări singulare, dar într-un ritm mai lent.

Grupul Lamfalussy se apropie de propunerea unei singure instituţii de reglementare. Raportul Lamfalussy consideră că acesta poate fi un proces "continuu", iar comitetul său propune doar măsuri care ar putea fi implementate în următorii câţiva ani. Grupul său nu a fost chemat să emită noi propuneri faţă de planul F.S.A.P. elaborat de Comisia Europeană. El a trebuit doar să specifice care sunt cele mai urgente măsuri necesare pentru a defini reglementarea pieţelor valorilor mobiliare în cadrul Uniunii Europene. Raportul final focalizează modernizarea regulilor aplicabile investiţiilor şi fondurilor de pensii, adoptarea standardelor internaţionale de contabilitate şi "paşaportul unic" al pieţelor de acţiuni. Aceste reforme trebuiau implementate până în 2003, deşi se ştia că procesul de implementare nu va fi unul facil. Alte aspecte abordate de Raportul Grupului, mai puţin controversate, au fost: principiul recunoaşterii reciproce a pieţelor "wholesale", precum şi modernizarea cerinţelor de listare la bursă. Multe recomandări facute de Grup erau în discuţia Uniunii Europene, altele fac deja parte din Directive.

Numeroase propuneri nu au luat încă o formă definitivă. De exemplu Directiva esenţială privind serviciile de investiţii, care stabileşte condiţiile pentru obţinerea unei licenţe unice, valabilă în întreaga Uniune Europeană, pentru firmele de investiţii, şi care permite burselor de valori să opereze peste graniţe, nu este foarte severă şi a fost implementată cu întârziere. Criticile aspre care i-au fost aduse s-au referit la aspecte importante, cum ar fi de exemplu definiţia investitorului profesional, care este considerată neclară.

Majoritatea statelor susţin încă reguli protecţioniste privind investiţiile şi fondurile de pensii. Italia susţine investiţiile în obligaţiunile guvernamentale italiene, obligând în acest sens fondurile de pensii naţionale. Pe de altă parte, companiile multinaţionale sunt obligate să efectueze planuri de pensii ale angajaţilor în conformitate cu legislaţiile naţionale, foarte diferite. Rezultatul este că fondurile de investiţii americane sunt de şase ori mai mari decât cele europene, iar între 1984 si 1998 profitul mediu real al fondurilor a fost de 10,5% în S.U.A., respectiv 6,3% în statele membre ale Uniunii Europene care fac astfel de impuneri stricte.

Un alt aspect abordat de Grupul Lamfalussy este cel privind lipsa de transparență, respectiv inexistența regulilor de informare corespunzătoare standardelor americane. Se consideră că astfel investitorul nu este protejat. Este adus astfel exemplul scandalului firmei belgiene Lernout & Hauspie, care dezvolta tehnologie performantă. Beneficiile directorilor din această firmă au putut fi investigate de catre autoritatea belgiană doar cu ajutorul S.E.C. şi a unor programe specializate din Statele Unite în analiza veniturilor corporațiilor.

Un alt aspect din Raportul Lamfalussy este cel privind accelerarea procesului de luare a deciziilor în cadrul UE, precum şi de control mai strâns a implementarii directivelor în statele membre. Comisia a făcut o propunere legislativă Consiliului de Miniştri şi Parlamentului European. Procesul decizional urmează apoi o procedură care poate dura mai mult de doi ani. Directiva privind preluările a fost analizată 12 ani şi încă nu a fost adoptată. Corespunzător, statutul companiilor europene este discutat de mai mult de 30 ani. Pentru simplificarea procedurilor birocratice actuale de "co-decizie de tip Kafka", raportul propune o abordare în 4 niveluri atât a deciziei, cât şi a implementării propunerilor privind piața financiară. La primul nivel, Consiliul Miniştrilor, Comisia Europeană şi Parlamentul European acceptă "cadrul" legislativ şi selectează măsurile de promovat în nivelul superior.

În nivelul doi, se creează un "comitet al valorilor mobiliare" format din reprezentanți ai Comisiei şi ai statelor membre, care iau decizii privind aspecte tehnice ale noilor reglementări în maximum trei luni. Comitetul va consulta participanții la piață şi investitorii şi va fi format din reprezentanți ministeriali. Parlamentul European nu este favorabil însă creării acestui Comitet, întrucât în acest mod poate fi ignorat procesul democratic de luare a deciziilor.

Nivelurile trei şi patru al abordării Lamfalussy privind accelerarea procesului de luarea deciziilor în cadrul Uniunii Europene privind piața valorilor mobiliare prevede cooperarea instituțiilor de reglementare naționale prin intermediul unui comitet specializat al acestora. Scopul său va fi acela de a îmbunătăți implementarea legislației Uniunii Europene prin îmbunatățirea transpunerii în practică a regulilor U.E.

Planul Lamfalussy rămâne unul complicat, mai ales că una dintre măsuri este introducerea sistemului de contabilitate I.A.S. (International Accounting Standards). Propunerile Raportului Lamfalussy sunt considerate fie timide, fie sunt privite ca un nou val de impuneri legislative, peste cele naționale. Raportul Lamfalussy susține modelul britanic pentru întreaga Europă. El porneşte de la ideea că o autoritate unică în fiecare stat membru ar permite realizarea economiei de agregare, un management mai performant, o transparență mai ridicată şi o contabilitate clară. Majoritatea statelor din Uniunea Europeană se îndreaptă spre acelaşi țel, dar până în prezent doar Suedia şi Danemarca au introdus sistemul britanic. Belgia, Luxemburg şi Finlanda au unificat autoritățile de supraveghere a valorilor mobiliare cu cele bancare, dar şapte state din Uniunea Europeana au încă o instituție separată pentru reglementarea piețelor valorilor mobiliare. Şi în Germania se doreşte, la nivel federal, o singură instituție de supraveghere într-o singură Agenție de specialitate. Situația de fapt este că atâta timp cât statele îşi au propriile guverne şi parlamente, structura de reglementare a piețelor de capital va rămâne şi ea în primul rând națională. De aceea, se susține de către unele state crearea pieței unice a valorilor mobiliare în Europa fără a apela la instituțiile europene.

Bibliografie

1. Geisst, Charles R., „Investment Banking in the Financial System”, Prentice Hall, 1995;
2. Livingstone, M., „Money and Capital Markets”, Blackwell Publisher, 1996;
3. Stoica, C. I., Subscripția publică de acțiuni şi de obligațiuni, Ed. All Beck, Bucureşti, 2000;
4. Walter, I., Smith, R., „High Finance in the Euro-zone”, Prentice Hall, 2000.