OBLIGAŢIUNILE CORPORATISTE – INSTRUMENT DE FINANŢARE INSUFICIENT UTILIZAT PE PIAŢA ROMÂNEASCĂ

POP COSMINA MĂDĂLINA
Universitatea din Oradea, Adresa: Oradea, Str. Universităţii nr. 1, Tel. 0259-408276
E-mail: *cpop@mail.uoradea.ro*

The paperwork treats the importance of bonds as alternative for medium and long term financing for private companies and presents the beginning and the evolution of Romanian market bonds.

Piata de capital nu reprezintă doar un loc de întâlnire a cumpărătorilor şi vânzătorilor de acţiuni, prin piaţa de capital societăţile comerciale dinamice pot obţine finanţări pentru dezvoltarea afacerilor şi finanţarea unor proiecte de investiţii, având astfel la dispoziţie o alternativă mai flexibilă la finanţarea prin credite bancare. Finanţarea prin piaţa de capital se realizează prin emiterea de acţiuni şi obligaţiuni (prin oferte publice de vânzare), firma emitentă, ce are nevoie de capitaluri, obţinând bani de la cumpărătorii acestora.

Obligaţiunile corporatiste reprezintă titluri primare, active de capital de împrumut emise pe termen mediu şi lung de societăţi comerciale şi care oferă o dobândă periodică, fiind răscumpărate (până) la scadenţă. Din punct de vedere financiar, obligaţiunile sunt titluri de credit, creanţe care dau dreptul deţinătorilor lor să primească anual un venit fix sub formă de dobândă, iar la scadenţă să li se ramburseze împrumutul acordat.

În România finanţarea prin intermediul pieţei de capital este încă la început, numărul ofertelor publice de vânzare de acţiuni şi obligaţiuni fiind încă destul de redus, chiar dacă împrumutul obligatar benficiază, comparativ cu împrumutul bancar, de o serie de avantaje: costuri operaţionale şi de întreţinere mai reduse, reciclare (o nouă emisiune la scadenţă), cost financiar mai redus. Totodată, investiorii în astfel de titluri de credit se bucură de o rentabilitate superioară alternativelor oferite de instituţiile financiare.

Societãtile comerciale româneşti au apelat foarte rar, până în prezent, la emisiunea de obligaţiuni existând numai câteva emisiuni de obligaţiuni corporatiste.

Prima societate care a efectuat o emisiune de obligaţiuni în România a fost **Siderca S.A. Călăraşi**, în 1997. Atunci, societatea a emis 350.000 de obligaţiuni cu o scadenţă de 3 ani, cu o dobândă de 57%/an plătibilă semestrial, mobilizând astfel 6.300.000.000 lei (ROL). Acest împrumut a fost garantat cu acivele societăţii şi prevedea posibilitatea convertirii obligaţiunilor în acţiuni, respectiv patru acţiuni pentru fiecare obligaţiune. Pe parcursul duratei de viaţă a obligaţiunilor, situaţia financiară a emitentului s-a deteriorat ceea ce a făcut ca în anul 2000, societatea să fie în imposibilitatea de a plăti dobânda şi de a răscumpăra obligaţiunile. De asemenea, deoarece urmărea listarea la bursă a obligaţiunilor, acţiunile au fost delistate de pe RASDAQ ceea ce a facut ca facilitatea oferită investitorilor de a converti obligaţiunile în acţiuni, în fapt, să nu se materializeze. Deşi au fost admise la cota BVB obligaţiunile Siderca nu au fost tranzacţionate niciodată.

Următoarele emisiuni de obligaţiuni au fost realizate de: **Bachus Buzău** şi **International Leasing**, destinaţia fondurilor fiind obţinerea capitalului de lucru şi nu al celui pentru investiţii, în principal, **Impact Bucuresti, TBI Leasing**. **Bachus Buzău** a emis 155.000 de obligaţiuni cu o valoare nominalã de 100.000 lei (ROL) si o dobândă semestrială mai mare cu 20 de procente decât media randamentelor emisiunilor certificatelor de trezorerie de trei luni ale statului. Banii se doreau a fi utilizaţi pentru achizitia de struguri de soi, dar oferta nu s-a subscris. În luna mai 2000 **International Leasing** a emis obligaţiuni în valoare 2,2 miliarde lei (ROL) pentru o perioadă de un an şi jumătate, bani care au fost utilizaţi pentru acoperirea, în fluxurile de numerar, a golurilor obişnuite ale firmelor de leasing, inclusiv pentru achiziţia de autoturisme. În martie 2002 International Leasing a făcut a doua ofertă publică de obligaţiuni în valoare de 15 mld. lei (ROL) cu o maturitate de 2 ani, cu o dobândă de 42%, plătită semestrial. Insuccesele înregistrate în cazul emisiunilor realizate de Bachus Buzău şi Prebab Călăraşi au fost datorate mai multor aspecte, printre care putem menţiona: situaţia financiară destul de precară a emitentului (Bachus), valoarea destul de ridicată a sumei minime de care trebuie să dispună un investitor (50 milioane, Prebab), lipsa de publicitate a acestor instrumente de împrumut, necunoaşterea activităţii emitentului în mediul de afaceri local.

Cea mai importantă emisiune de obligaţiuni, pentru o societate comercială a fost cea realizată de **Impact Bucuresti**, care a lansat în perioada 10-24 februarie 2003 obligaţiuni în valoare de 49,8 miliarde lei (ROL) cu o maturitate de 3 ani, garantate cu o scrisoare de garanţie bancară emisă de Alpha Bank. Fondurile astfel obţinute au fost destinate finanţării proiectului rezidenţial Boreal din Constanta. Deoarece fondurile atrase au fost destinate construcţiei de locuinţe, iar garantarea plasamentului s-a realizat cu ipotecă, oferta este considerată a fi prima emisiune de obligaţiuni ipotecare din România. O caracteristică importantă a acestei oferte este convertirea sumei subscrise în dolari şi aplicarea procentului de dobândă la această sumă. Rata dobânzii a fost stabilită în funcţie de dobânda LIBOR (rata dobânzii interbancare la depozitele plasate pe piaţa londoneză) la care se adaugă patru puncte procentuale.

O altă emisiune de obligaţiuni corporative a fost cea a **TBI Leasing**, care a emis în august 2003 obligaţiuni în valoare de 24,5 miliarde lei (ROL), cu o rată a dobânzii indexată în raport de euro, împrumutul fiind garantat printr-o poliţă de risc financiar emisă de Certasig S.A. Caracteristicile emisiunii de obligaţiuni au fost: valoarea nominală - 25.000 lei (ROL), valoarea minimă subscrisă 1.000.000 lei (ROL), dobândă 6,5%, maturitatea a fost de 3 ani cu posibilitatea răscumpărării după un an şi jumătate.

A urmat în ianuarie 2004 emisiunea de obligaţiuni a **BCR Leasing S.A**. în sumă de 75 mld. lei (ROL) cu o dabândă de 6% pe an şi o scadenţă de 3 ani garantată de BCR Asigurări S.A. destinată finanţării activităţii de leasing.

În anul 2004 au urmat emisiunile obligatare ale băncilor; astfel în luna aprilie **BRD – Groupe Société Générale** a emis obligaţiuni în valoare de 500 mld lei (având în schimb aprobat un plafon de împrumut de 1.500 mld. ROL), pentru o perioadă de 3 ani, cu o dobândă variabilă – BUBOR la 6 luni plătibilă semestrial. A urmat în iunie 2004 **Raiffeisen Bank** cu o emisiune de obligaţiuni în valoare de 1.380 mld. RON (majorată cu 15% datorită interesului ridicat al investitorilor) pentru o perioadă de 3 ani şi cu o dobândă (BUBID 6M+BUBOR 6M)/2+0.5% plătibilă semestrial şi **Finansbank România S.A**. în octombrie

2004 cu obligaţiuni subscrise în valoare de 410 mld. ROL (ofertă majorată cu 17%) pentru o perioadă de 3 ani şi cu o dobândă (BUBID6M + BUBOR6M)/2 + 0.75% plătibilă semestrial. Ceea ce este comun acestor trei emisiuni de obligaţiuni este faptul că au fost primele emisiuni negarantate autorizate de CNVM, beneficiind în schimb de un rating din partea unor agenţii specializate. Astfel, BRD a beneficiat de calificativul BB din partea agenţiei Fitch şi B1 din partea Moody's, în vreme ce Raiffeisen Bank a primit în decembrie 2003, din partea Moody's ratingul B1. În cazul emisiunii Finansbank Romania, Grupul turcesc FIBA şi societatea din Turcia au emis în favoarea acesteia o scrisoare de confort, prin care îşi iau angajamentul faţă de investitori sa-şi menţină până la scadenţă participaţia de cel puţin 51% la capitalul filialei din România.

Anul 2005 a debutat cu emisiunea de obligaţiuni a societăţii **Hexol Lubricants** în valoare de 15 miliarde ROL pe o perioadă de 2 ani, cu o dobândă plătibilă semestrial şi caluculată ca (BUBID6M+BUBOR6M)/2+2.5%, emisiune garantată printr-o poliţă de risc financiar emisă de Certasig S.A. Emisiunea a fost subscrisă în proporţie de 87% (13.013 titluri) titlurile fiind cotate la BVB, fondurile atrase având ca destinaţie dezvoltarea şi modernizarea capacităţilor de producţie şi desfacere existente, precum şi a nevoilor curente ale societăţii.

Aceasta a fost urmată de emisiune de obligaţiuni "cu circuit închis"a **Băncii Transilvania** în valoare de 25 milioane de dolari SUA, din care 20 milioane dolari SUA fiind rezervate pentru a fi subscrise de International Finance Corporation (valoarea nominală a unui titlu fiind de 10.000 dolari SUA) pe o perioadă de 5 ani şi cu o dobândă calculată ca LIBOR USD 6M+o marjă variabilă, cea aferentă primului cupon fiind de 3%. Spre deosebire de celelalte emisiuni obligatare ale băncilor, instrumentele cu venit fix sunt convertibile în acţiuni, conversia putându-se realiza anterior scadenţei, mai exact la data de 1 noiembrie a fiecărui an, începând cu 2006, fără ca vreun deţinător de obligaţiuni sa poată depăşi pragul de 5% din numărul de acţiuni în urma acestei operaţiuni. Emisiunea nu este garantată şi nici nu va face obiectul tranzacţionării ulterioare pe o piaţă organizată, fondurile fiind destinate lărgirii bazei de capital de rang II, finanţării operaţiunilor generale ale băncii, dezvoltării activităţilor băncii, inclusive a reţelei teritoriale.

A venit apoi insuccesul emisiunii de obligaţiuni de tip "green-field" lansate de **Herăstrău Imobiliare Investiţii** ce s-a derulat în perioada 24 octombrie 2005 – 11 noiembrie 2006 prin sistemul bursei şi în cadrul căreia au fost subscrise doar 0.77% din obligaţiunile emise. Eşecul emisiunii s-a datorat în principal riscului legat de emitent: lipsa istoricului operaţional (societate înfiinţată doar cu câteva lun în urmă) şi a informaţiilor suficiente despre planul de afaceri şi modul de implementare a acestuia, lipsa unui rating acordat de o societate specializată, dar şi riscului legat de sector, riscului de neplată, celui economic, financiar, legislative, politic, care afectează într-o măsură mai mare sau mai mică orice emitent. Astfel, investitorii locali au sancţionat lipsa de notorietate a emitentului şi insuficienta promovare a titlurilor, chiar dacă asigurătorul (BCR Asigurări), grupul de vânzare (CA IB Securities, HVB Bank) şi auditorul (KPMG) implicaţi în această operaţiune sunt nume importante pe piaţa românească.

A doua jumătate a lunii decembrie 2005 a fost dominată de două emisiuni de succes: **Internaţional Leasing şi Estima Finance**, în valoare de 4,8 mil RON, şi respectiv 15 milioane RON, cu scadenţa peste patru ani, care s-au bucurat de un interes ridicat din partea investitorilor sofiticaţi (bănci, fonduri mutuale şi societăţi de asigurare). Dobânzile oferite

de cei doi emitenţi au fost considerate atractive de către investitori BUBOR 6M +2,25% în cazul primei emisiuni şi respectiv BUBOR 6M+1,75% îin cazul celei de-a doua, astfel situându-se cu 3-4 puncte procentuale peste nivelul dobânzilor celorlalte emisiuni de obligaţiuni. Un alt aspect urmărit îl reprezintă garnatarea emisiunilor; obligaţiunile Internaţional Leasing fiind asigurate printr-o poliţă de risc financiar emisă de BCR Asigurări, în timp ce instrumentele emise de Estima Finance nu au fost garantate. Astfel se explică interesul sporit din partea investitorilor pentru titlurile International Leasing ce au fost suprasubscrise de 3 ori. În plus, acestea vor fi listate la Bursa de Valori, spre deosebire de obligaţiunile Estima Finance care nu vor avea o piaţă secundară.

În perioada 23 Noiembrie 2005 – 20 Februarie 2006, **Avicola Bucureşti SA** tranzacţionată pe piaţa Bursei Electronice RASDAQ (BER) a derulat o emisiune de obligaţiuni în valoare 7,8 milioane RON, negarantate, p o perioadă de 3 ani, cu o dobândă de (BUBID6M+BUBOR6M)/2+4%, plătibilă semestrial. Destinaţia sumelor atrase o constituie completarea fondurilor necesare modernizării capacităţii de producţie şi alinierii la standardele impuse de Uniunea Europeana. Obligaţiunile sunt convertibile la scadenţă în acţiuni, la o paritate de două acţiuni la o obligaţiune.

În luna martie a anului curent, **ProCredit Bank a** desfăşurat o emisiune de obligaţiuni în valoare de 35 milioane lei cu maturitatea de 3 ani şi cu o dobândă fixă de 8,5% pe an, titluri ce urmează să fie listate la Bursa de Valori. Obligaţiunile s-au bucurat de un success neaşteptat, emisiunea fiind mult suprasubscrisă, emisiunea fiind majorată cu 15%. Oficialii băncii promit însă o nouă ofertă în viitorul apropiat.

Astfel, pe piaţă sunt acum disponibile obligaţiunile emise de cinci bănci, iar o a şasea se pregăteşte să li se alăture. Pentru anul acesta şi Banca Carpatica are planificată o emisiune de obligaţiuni, în valoare de 70 de milioane de lei (aproximativ 20 mil. euro), detaliile privind emiterea titlurilor nefiind încă stabilite.

Tabel nr. 1. Emisiunile de obligaţiuni corporatiste autorizate de CNVM după 1997

Emitent	**Data lansare oferta publică**	**Data închidere oferta publică**	**Valoarea emisiunii**	**Valoarea nominală**	**Durata de viaţă**	**Rezultat subscriere**
Siderca Călăraşi	10-10-1997	10-10-1997	6,3 mld. ROL	20.000	3 ani	succes 71%
International Leasing	02-05-2000	21-05 2000	2,2 mld. ROL	25.000	1 ½ ani	Success total
Bachus Buzău	04-09-2000	10-10-2000	15,5 mld. ROL	10.000	2 ani	nu s-a subscris
International Leasing II	11-03-2000	30-03-2000	15 mld. ROL	25.000	2 ani	Success total
Impact Bucuresti	10-02-2003	24-02-2003	49,8 mld. ROL	1.000.000	2 ani	Success total
Prebab Călăraşi	18-06-2000	26-08-2003	16,5 mld. ROL	1.000.000	2 ani	nu s-a subscris
TBI Leasing	25-08-2003	07-09-2000	24,5 mld. ROL	25.000	3 ani	succes

BCR Leasing	01-04-2004	01-04-2007	75 mld. ROL	1.000.000	3 ani	în derulare
BRD-GSG	08-04-2004	20-04-2004	500 mld. ROL	25.000.000	3 ani	în derulare
Raiffeisen Bank	17-05-2004	04-06-2004	1.380 mld. ROL	5.000.000	3 ani	în derulare
Finansbank Romania	08-10-2004	18-10-2004	410 mld. ROL	10.000.000	3 ani	în derulare
Hexol Lubricants	29-04-2005	13-05-2005	13 mld. ROL	1.000.000	2 ani	în derulare
Banca Transilvania	02-09-2005	15-09-2005	25.000.000 USD	10.000 USD	5 ani	în derulare
Herastrau Imobiliare Invest	24-10-2005	11-11-2005	8 mil RON	100 RON	2 ani	nu s-a subscris
International Leasing III	12-12-2005	23-12-2005	4,8 mil .RON	100 RON	4 ani	în derulare
Estima Finance	15-12-2005	23-12-2005	15 mil RON	100 RON	4 ani	în derulare
Avicola Bucuresti	23-11-2005	20-02-2006	7,8 mil RON	2,5 RON	3 ani	în derulare
ProCredit	09-03-2006	22-03-2006	40,25 mil RON	500 RON	3 ani	în derulare

Sursa: Date prelucrate de autoare după site-ul CNVM în martie 2006

Până în prezent, am putut observa că interesul cel mai ridicat pentru acest tip de finanțare a venit din partea instituțiilor de credit, care se confruntă cu problema asigurării de resurse în lei pe termen lung pentru a balansa scadențele tot mai mari ale creditelor în condițiile în care clienții au o înclinație evidentă pentru termenele scurte de economisire.

Bibliografie:

1. Nițu, Adrian, "Burse de mărfuri şi de valori", Ed. Tribuna Economică, Bucureşti, 2002
2. Revista "Piața financiara" nr. 8-9/2003. 9,11/2004, 2, 3, 5, 7-8,9, 10, 11/2005, 1/2006
3. Colecția Ziarul Financiar
4. www.cnvmr.ro
5. www.kmarket.ro
6. www.capital.ro