

GEORGETA ILIE

INVESTIȚII INTERNAȚIONALE
EDIȚIA A II-A REVIZUITĂ ȘI ADĂUGITĂ



Copyright © 2009, **Editura Pro Universitaria**

Toate drepturile asupra prezentei ediții aparțin

Editurii Pro Universitaria

Nici o parte din acest volum nu poate fi copiată fără acordul scris al

Editurii Pro Universitaria

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

PREFAȚĂ

Într-o epocă în care fluxurile financiare internaționale reprezintă una dintre cele mai dinamice componente ale economiei mondiale, participarea agenților economici la aceste fluxuri, și în special la cele investiționale, presupune cunoașterea elementelor determinante ale acestora precum și adaptarea unui management specializat în afacerile internaționale care să fructifice eficient oportunitățile de afaceri.

Acest curs se adresează în primul rând studenților, dar și tuturor celor interesați în problematica investițiilor internaționale și urmărește să contribuie la înțelegerea fenomenului investițional internațional și la consolidarea capacității de analizare a deciziilor investiționale în străinătate din perspectiva impactului și efectelor acesteia asupra țărilor gazdă, dar și a țărilor de origine ale investiției.

Lucrarea abordează aspecte teoretice ale investițiilor internaționale dublate de numeroase exemple, studii de caz specifice fenomenului investițional contemporan. Astfel, în cele unsprezece capitole este prezentată într-o ordine logică o succesiune de teme din care se evidențiază: caracteristicile investițiilor străine directe și ale investițiilor externe de portofoliu, elementele definatorii ale investițiilor internaționale (timp, risc, eficiență), o serie de aspecte privind cuantificarea și înregistrarea fluxurilor investiționale internaționale, volatilitatea ca o caracteristică specifică fluxurilor investiționale contemporane, dezinvestirea ca revers al procesului investițional, formele de implantare a afacerilor în străinătate prin investiții străine directe (investițiile "greenfield", preluările de firme, fuziunile de firme, societățile mixte formate cu un partener local, alianțele strategice internaționale, aranjamentele contractuale și rețelele dinamice), motivațiile investitorilor străini de a-și extinde afacerile lor dincolo de granițele lor naționale, efectele investițiilor externe asupra economiilor gazdă și de origine, instrumente ale politicii de promovare și ale politicii de atragere a investițiilor străine directe la nivelul țărilor gazdă și a țărilor de origine, tendințe în evoluția fluxurilor de investiții internaționale, repartizarea geografică și sectorială a fluxurilor de investiții străine directe, performanțele investiționale ale corporațiilor transnaționale, strategiile de expansiune prin investiții străine directe specifice corporațiilor transnaționale, precum și principalele teorii privind rolul investițiilor străine directe în dezvoltarea economică.

Octombrie, 2009

Autoarea

CAPITOLUL I.

ABORDĂRI GENERALE PRIVIND INVESTIȚIILE INTERNAȚIONALE

1.1. ABORDAREA CONCEPTUALĂ A INVESTIȚIILOR EXTERNE DE PORTOFOLIU ȘI INVESTIȚIILOR STRĂINE DIRECTE

În ultimele trei decenii, componentele pieței financiare internaționale au cunoscut o intensificare fără precedent, iar dintre acestea s-au remarcat printr-o dinamică extraordinară fluxurile investiționale internaționale, reprezentate sub două forme: investiții externe de portofoliu și investiții străine directe.

1.1.1. INVESTIȚIILE EXTERNE DE PORTOFOLIU

În general, prin investiții externe de portofoliu¹ (IEP) se înțelege utilizarea unor resurse bănești pentru *achiziționarea de pe piața financiară a unor valori mobiliare (acțiuni, obligațiuni) emise de o firmă străină*. Se apreciază că IEP reprezintă *plasamente bănești în activitățile profitabile ale altor firme*. În categoria *investitorilor* de portofoliu pot intra instituții financiare sau brokeri, investitori instituționali precum societăți de asigurări sau fonduri de pensii, companii industriale sau comerciale, sau indivizi (în special din țările dezvoltate, dar și din unele țări în dezvoltare).

Orice investitor de portofoliu evaluează *perspectiva* fiecărui instrument în care ar dori să investească și își plasează fondurile în funcție de evoluția acestor instrumente pe piețele financiare. Ei sunt interesați de *protejarea capitalului lor sau de sporirea acestuia prin veniturile pe care le poate genera respectiva investiție*.

În fiecare caz, investitorii de portofoliu caută o utilizare profitabilă pentru fondurile lor disponibile, concretizată în *efectele pozitive* ale acestor plasamente, care pot îmbrăca următoarele forme: *dividende, dobânzi, diferențe favorabile de preț* ale activelor financiare tranzacționate ca urmare a valorizării sau devalorizării acestora pe piața titlurilor de valoare într-o anumită perioadă de timp.

Investițiile externe de portofoliu efectuate pe piețele financiare pot fi împărțite în: investiții *pure* (în care investitorul este interesat de deținerea activelor o perioadă mai îndelungată în portofoliul său, de încasarea dividendelor și eventual de controlul în cadrul companiei); investiții realizate în scop *speculativ* (în care investitorul urmărește doar obținerea unor beneficii din modificarea ulterioară a prețului activului financiar achiziționat).

În prezent, pe scena financiară internațională, sume uriașe, reprezentând investiții de portofoliu, se tranzacționează între burse și alte centre financiare. Investitorii achiziționează titluri pe piețele titlurilor de valoare străine sau dețin depozite curente la bănci străine, transferând mari sume de capitaluri speculative peste frontiere ca urmare a fluctuației ratei de investire sau a ratei dobânzii.

O mare parte din responsabilitatea creșterii acestor fluxuri de capital o dețin *piețele derivate*. Derivatele (ca produse ale acestor piețe) sunt contracte ce au la bază

¹ *International Trade and Investment – Foreign Direct Investment and Collaborative Strategies in Trade and Investment Policy. The Globalization of The World Economy*, Edited by Thomas L. Brewer, 1999, pag. 250

active precum *valute, mărfuri sau titluri*. Un contract de derivate se poate baza pe: achiziționarea de valute la un preț convenit în t_0 la o dată viitoare t_n (*forward exchange contract*); achiziționarea unei mărfi la un preț convenit în t_0 la o dată viitoare t_n (*futures contract*); achiziționarea unei opțiuni de a vinde în t_n un număr de acțiuni la un preț fixat în t_0 (*share options*). Aceste contracte și numeroase alte variante ale acestora permit asigurarea împotriva fluctuațiilor de preț ale unui anumit activ.

Investițiile de portofoliu *permit participarea posesorului lor la luarea deciziilor*, însă într-o mică măsură, dar însă *nu și dreptul de control* asupra activității firmei ale cărei valori sunt deținute.

În general, se apreciază că mișcările IEP *reflectă punctele tari și slabe ale emitenților lor sau ale economiilor unde aceștia sunt localizați*. IEP sunt adesea *sensibile la fluctuațiile economice*, dezechilibrele sau vulnerabilitățile unei economii, iar când pe piața mondială se produc unele semnale, mișcările investițiilor de portofoliu *pot alimenta crize financiare* (ca de exemplu, criza financiară de la sfârșitul anilor '90 din Asia). Aceste fluxuri de investiții răspund cel mai repede atunci când încrederea este amenințată. În același timp, în timp ce activitățile investitorilor de portofoliu sunt adesea criticate ca speculații risipitoare, fondurile lor de asemenea ajută la *furnizarea de capital și la varietatea de servicii financiare care o însoțesc*, în anumite economii deficitare la acest capitol. Plecând de la faptul că activitățile investitorilor de portofoliu *transmit semnale importante de piață* (de încredere sau vulnerabilitate), putem afirma că investițiile de portofoliu pot reprezenta un important *barometru al mediului de afaceri* dintr-o țară.

1.1.2. INVESTIȚIILE STRĂINE DIRECTE

Definirea conceptului de investiții străine directe (ISD) a reprezentat una din preocupările cercetătorilor care au studiat fenomenul fluxurilor internaționale de capital, dar și a unor instituții precum OCDE, Comisia Europeană, FMI, OMC sau UNCTAD. Prin prezentarea diferitelor abordări ale conceptului de investiție străină directă în accepțiunile acestor instituții, vom evidenția și principalele caracteristici ale ISD.

Comisia Europeană definește ISD ca "*înfiiințarea sau achiziționarea unui activ generator de venit într-o țară străină asupra căreia firma investitoare deține controlul*"². În spiritul acestei definiții, ISD poate include construirea unei fabrici pe loc gol (greenfield), achiziționarea sau concesionarea de către o companie a unor facilități de producție existente în vederea lansării unei noi activități de producție (brownfield), precum și o preluare sau o fuziune, iar *controlul se poate manifesta atât asupra activităților desfășurate în cadrul unei companii, cât și asupra managementului*. Aceasta poate include și crearea de societăți mixte (joint-venture), în special când compania investitoare deține majoritatea capitalului (de exemplu, în cazul Volkswagen în societatea mixtă cu Skoda, Volkswagen deține 70% din acțiuni și controlul managementului asupra Skoda).

Acest tip de investiție permite investitorului să dețină *controlul* asupra operațiunilor sale în străinătate, ceea ce presupune transferarea către agentul emitent al fluxului investițional de capital a posibilității de *decizie* asupra activității agentului receptor.

În definirea ISD, *Fondul Monetar Internațional* utilizează termenul "*grad semnificativ de influență*" care implică *deținerea a cel puțin 10% din totalul acțiunilor ordinare emise de firmă sau din numărul voturilor*³. În acest caz, ISD implică o *decizie*

² *Panorama of European Industry*, European Commission (1991).

³ *International Monetary Fund Balance of Payments Manual* (Washington, IMF 1993), 5th edition.

strategică din partea companiei investitoare. Uneori, investițiile directe reprezintă *unica modalitate pentru firmele investitoare de a-și asigura accesul pe piețe* considerate strategice, acces dificil sau imposibil prin alte modalități de internaționalizare. *ISD reprezintă mai degrabă o strategie de expansiune sau o nouă direcție strategică* decât un simplu plasament în scopul obținerii unor venituri suplimentare.

De regulă, o ISD este privită ca un *angajament pe termen lung* din partea firmei investitoare. ISD presupune existența unei relații pe termen lung între investitor și investiția directă, precum și participarea în mod semnificativ a investitorului direct la conducerea companiei respective. Relația de investiție directă include atât tranzacția *inițială* între cele două entități, precum și toate tranzacțiile *ulterioare* ce au loc între acestea și filiale. Principalul criteriu utilizat în identificarea unei investiții directe este influența semnificativă pe care o are investitorul în administrarea ISD. Beneficiile pe care le așteaptă un investitor direct, conferite de deținerea puterii de vot, sunt diferite de acelea anticipate de un investitor de portofoliu ce nu are influență în administrarea companiei.

Organizația Mondială a Comerțului definește ISD ca o *achiziție a unui activ* de către un investitor originar dintr-o țară (țara de origine) *într-o țară străină* (țara gazdă sau receptoare) *cu intenția de "a conduce" acel activ*. În accepțiunea acestei organizații, *dimensiunea managerială* este cea care distinge ISD de investițiile de portofoliu (în active străine, obligațiuni și alte instrumente financiare).

Conferința Națiunilor Unite pentru Comerț și Dezvoltare (UNCTAD) definește ISD drept: investiții realizate pentru a câștiga un *profit pe termen lung* într-o întreprindere operând *într-un mediu economic altul decât cel al investitorului*, scopul investitorului fiind *participarea la managementul* întreprinderii respective⁴.

De asemenea, o altă particularitate a ISD este legată de faptul că pe lângă transferul internațional de capital se au în vedere și *alte transferuri de tehnologii, de expertiză managerială și organizațională*, ceea ce face ca aceste fluxuri să fie caracterizate printr-un grad semnificativ de *complexitate*.

Scopul fundamental al unei ISD este de a genera *beneficii financiare*, ca și în cazul investițiilor de portofoliu, dar mijloacele pentru a le obține și implicațiile pentru companie sunt foarte diferite. De exemplu, o companie care construiește o nouă și mare fabrică în străinătate nu poate vinde fabrica la un preț acceptabil dacă investiția se dovedește sau se transformă într-un eșec (sau faliment). Investitorul va întâmpina dificultăți în ceea ce privește recuperarea investiției sale în pregătirea forței de muncă locale, în managementul acesteia etc. De aceea, ISD este considerată cea mai completă formă a strategiei de intrare pe o piață, dar care implică și cele mai ridicate riscuri.

În concluzie, investițiile străine directe reprezintă fluxuri internaționale complexe care implică resurse financiare, tehnologice, de expertiză managerială și organizațională într-un orizont de timp mai larg, precum și controlul antreprenorial al firmei sau persoanei fizice investitoare cu scopul desfășurării unor activități productive într-o altă economie decât cea în care respectiva firmă sau persoană este rezidentă.

⁴ UNCTAD, *World Investment Report 1992*.

Tabelul 1.1. Analiza comparativă a principalelor caracteristici ale investițiilor externe de portofoliu și ale investițiilor străine directe

Criterii	Investiții Externe de Portofoliu	Investiții Străine Directe
<i>Categoriile de investitori</i>	Persoane fizice, investitori instituționali (fonduri de pensii, companii de asigurări sau fonduri de investiții) care achiziționează, de obicei, titlurile unor societăți cotate pe piața de capital.	Persoane juridice (companii de mari dimensiuni angajate în producția de bunuri și servicii)
<i>Conținutul transferurilor</i>	IEP se bazează pe un transfer doar de active financiare.	ISD se realizează sub forma unui pachet de transferuri cu o compoziție complexă: active financiare, active non-financiare (tehnologice, cunoștințe, expertiză managerială și de marketing).
<i>Diversificarea</i>	IEP pot fi privite ca o diversificare internațională realizată prin intermediul pieței financiare.	ISD pot fi considerate o diversificare internațională în cadrul firmei.
<i>Efectul de antrenare</i>	Redus.	Amplu.
<i>Factorii determinanți în decizia de a investi</i>	Rata creșterii economice, potențialul de creștere, stabilitatea politică, volatilitatea cursului de schimb a monedei locale, politica fiscală. IEP sunt influențate preponderent de rata dobânzii și de cursul de schimb. Investitorii au în vedere mai ales factori cum ar fi capitalizarea bursieră și potențialul de creștere al acesteia, ușurința repatrierii capitalurilor și reglementările legale privind societățile listate pe piața de capital.	Rata creșterii economice, potențialul de creștere, stabilitatea politică, volatilitatea cursului de schimb a monedei locale, politica fiscală. ISD sunt influențate de rata dobânzii și de cursul de schimb însă prevalează perspectivele de rentabilitate oferite de țara gazdă. ⁵ Investitorii analizează și aspecte ca mărimea pieței locale, costul forței de muncă, starea infrastructurii, existența unui acord de liber schimb. La toate acestea se poate adăuga și obținerea unei performanțe superioare comparativ cu cele ale firmelor concurente.
<i>Implicarea în administrarea</i>	Investitorii achiziționează titlurile unei societăți fără a lua parte la conducerea	ISD sunt considerate investiții „active”.

⁵ Astfel, în SUA, în anii '80 existența unei rate ridicate a dobânzii a determinat companiile americane să se orienteze mai mult spre acordarea de împrumuturi în detrimentul IED. Influența cursului de schimb asupra finanțării producției este exemplificată pe cazul Japoniei, când, în a doua jumătate a anilor '80, pe fondul aprecierii yenului, s-a manifestat o tendință de orientare spre finanțarea producției prin ISD.

Criterii	Investiții Externe de Portofoliu	Investiții Străine Directe
<i>și controlul activității firmei țintă</i>	acesteia; intenția investitorului de portofoliu este de a face o investiție „pasivă”.	
<i>Lichiditatea investiției în funcție de procedura și perioada de realizare</i>	Lichiditatea investiției se va face pe baza ordinului de vânzare dat de firma de brokeraj.	Vânzarea pachetului de acțiuni se va face, în general, prin oferta publică de vânzare, plasament privat secundar sau răspuns la oferta publică de cumpărare (proceduri mai complexe decât executarea unui ordin bursier).
<i>Motivația investiției în funcție de strategia urmată</i>	Obținerea unor venituri superioare financiare. IEP se circumscriu strategiei financiare a CTN și a investitorilor instituționali.	Complexă (de exemplu, cucerirea de noi piețe). ISD sunt realizate de CTN ca parte integrantă a unei strategii operaționale (de afaceri).
<i>Orizontul de timp</i>	Scurt. În general, de ordinul săptămânilor sau lunilor, existând și situații când acest orizont poate fi de 10 ani sau mai mult. ⁶	Angajament pe termen lung
<i>Relația cu piața de capital</i>	IEP sunt asociate activelor financiare, motiv pentru care piața de capital este principalul loc de realizare a acestora. De aici și influența sporită asupra pieței de capital. Deși fluxurile de IEP sunt direct legate de dezvoltarea pieței locale de capital ⁷ , ele contribuie și la creșterea lichidității pieței financiare, la îmbunătățirea infrastructurii financiare, ceea ce poate conduce la atragerea de ISD.	Piața de capital deține un rol auxiliar în cazul ISD. În cazul ISD, firmele trebuie să dețină, pe lângă importante disponibilități bănești, și anumite avantaje competitive pe care să le poată transfera în străinătate.
<i>Stabilitate</i>	Redusă. Investitorii de portofoliu sunt interesați de câștiguri financiare pe termen scurt datorate unor conjuncturi favorabile.	Accentuată. Cauze acestei situații sunt legate de faptul că: CTN-urile sunt interesate de profitul pe termen lung, obținut ca urmare a realizării unei producții; CTN-urile investesc în străinătate din considerente legate de piață, potențialul de creștere și caracteristicile structurale ale țării gazdă și

⁶ În literatura de specialitate se afirmă faptul că participațiile minoritare ale unor CTN-uri sunt considerate ISD, chiar dacă sunt realizate în scopuri de informare, fără intenția de a prelua conducerea activității și de a schimba echipa managerială. Exemplul cel mai elocvent îl constituie cazul CTN-urilor care dețin pachete minoritare de acțiuni la firmele furnizoare, pentru a cunoaște mai bine situația acestora.

⁷ Capitalizarea bursiera și potențialul de creștere sunt factori importanți care determină amploarea IEP.

Criteria	Investiții Externe de Portofoliu	Investiții Străine Directe
		nu iau în considerare momentele de criză care se manifestă pe termen scurt; CTN-urile se implică în realizarea unei ISD ca parte integrantă a unui sistem de producție internațional, iar lichidarea afacerii respective nu numai ca este dificilă, dar trebuie analizată în contextul strategiei companiei respective; etc.
<i>Sursele beneficiilor ulterioare</i>	Obținerea de profituri doar pe seama contribuțiilor financiare investite. Sunt vizate diferențele favorabile rezultate din fluctuația ratelor dobânzii, cursurilor valutare, cotațiilor bursiere; dividendele.	Investitorul urmărește să obțină un profit nu numai pe baza contribuției sale financiare, dar și a transferului activelor intangibile. Beneficiile trebuie să se materializeze în principal în avantaje financiare.
<i>Volatilitatea fluxurilor investiționale în perioadele de criză cu care se confruntă economia țării gazdă.⁸</i>	Ridicată. Diferitele componente ale IEP au grade de volatilitate diferite. Astfel, investițiile realizate prin fondurile închise sunt mai puțin volatile decât cele realizate prin intermediul fondurilor deschise. Cel mai mare coeficient de volatilitate se înregistrează în cazul IEP realizate prin achiziționarea de titluri de pe piața locală de capital, mai ales în cazul investitorilor individuali, care nu au acces la cele mai sofisticate metode investiționale și nu dispun de informații și resurse accesibile marilor investitori instituționali.	Redusă. Cu toate acestea, există și situații în care volatilitatea ISD se dovedește destul de ridicată. ⁹

De-a lungul timpului, se poate observa totuși o schimbare a caracteristicilor ISD și IEP, specialiștii subliniind *complementaritatea* în creștere și dificultățile de delimitare strictă între cele două tipuri de investiții.

În literatura de specialitate și practica internațională, pot fi întâlnite mai multe categorii sau tipuri de investiții, grupate în funcție de o multitudine de criterii de clasificare. Astfel, luând drept criteriu *natura* lor, investițiile pot fi: investiții în active

⁸ În perioada 1992-1997, coeficientul de variație pentru diferite componente ale fluxurilor private se prezenta astfel: împrumuturi bancare comerciale - 0,71; IEP - 0,42; IED - 0,35.

⁹ De exemplu, în anii 1994-1995, în Brazilia, Coreea de Sud și Chile, controlul impus asupra fluxurilor de capital pe termen scurt (Chile), impunerea unor reglementări limitative privind participarea capitalului străin în companiile cotate la bursă (din Coreea de Sud, până în 1997) și creșterea fluxului de ISD în cadrul procesului de privatizare (în Brazilia) au reprezentat situații care au demonstrat că IED pot fi mult mai volatile decât se cunoștea.

corporale (sunt constituite din activul fizic al firmei, respectiv mijloace fixe); investiții în active *necorporale* (cuprind active necorporale sub formă de fond de comerț, brevete și cheltuieli cu formarea personalului, cheltuieli de publicitate, cheltuieli cu studii de piață etc.); investiții *financiare* (sub formă de titluri de participare, împrumuturi de termen lung).

După *obiectivul* urmărit prin realizarea proiectelor de investiții, investițiile pot fi: investiții de *expansiune* (vizează crearea de noi capacități de producție); investiții de *menținere* (se referă la înlocuirea sau reutilizarea capacităților de producție existente); investiții de *inovare* (au ca scop diversificarea activității); investiții *strategice* (se fac în sfera cercetării-dezvoltării și pot avea caracter ofensiv sau defensiv).

În funcție de *rolul funcțional* pe care îl joacă în cadrul proiectului, investițiile pot fi: investiții *directe* (sunt acele cheltuieli investiționale legate funcțional și teritorial de obiectul de bază al proiectului: secții de producție, spații de depozitare, ateliere etc.); investiții *colaterale* (sunt acele cheltuieli de resurse investiționale legate funcțional și teritorial de investiția directă care asigură crearea de condiții pentru funcționarea în condiții normale a obiectivului: infrastructura, utilități necesare); investiții *conexe* (sunt acele cheltuieli ce se fac în ramuri sau domenii conexe celui ce realizează proiectul; sunt consecința fenomenului de antrenare a investițiilor, fiind generate de nevoia de asigurare cu materii prime; aceste investiții generează integrarea verticală).

După *motivația de investire*, investițiile pot fi: investiții străine directe aflate în căutarea de *resurse* (naturale, de forță de muncă); investiții străine directe aflate în căutarea de *piețe*; investiții străine directe aflate în căutarea de *eficiență*; investiții străine directe aflate în căutarea de *active strategice*; alte investiții (de evadare, de sprijin, pasive).

1.2. ELEMENTELE DEFINITORII ALE INVESTIȚIILOR INTERNAȚIONALE

Plecând de la idea potrivită căreia investiția presupune *sacrificiul* unui consum prezent și sigur făcut în speranța unor câștiguri viitoare superioare, elementele definitorii ale unei investiții sunt considerate a fi următoarele: *conținutul efortului investițional* (investiția se constituie dintr-un ansamblu de resurse diferite, ca natură și volum, ce sunt angrenate în realizarea unui proiect); *eficiența* (conform căreia investitorul acceptă sacrificarea unor disponibilități prezente de resurse în speranța obținerii unor efecte viitoare, care în sumă totală să fie superioare cheltuielilor inițiale); *timpul* (considerat elementul definitoriu al caracterului dinamic al procesului investițional, fiind reprezentat de decalajul în timp între momentul investirii și cel al obținerii rezultatelor; acesta relevă și faptul că orice proiect de investiții are o perioadă de viață proprie caracterizată prin etape și momente bine definite și pe parcursul căreia parametrii economici ai proiectului au o evoluție proprie evidențiată, de regulă, în tabloul de flux de numerar (cash-flow)); *riscul* (atribut dominant al procesului investițional, care decurge din eşalonarea în timp a efectelor așteptate (aceste efecte viitoare sunt însă speranțe și nu certitudini); altfel spus, recompensa pentru sacrificiul prezent vine mai târziu, iar mărimea ei este incertă).

Cu alte cuvinte, investiția reprezintă o cheltuială certă pentru un viitor ce conține elemente de incertitudine, o cheltuială cu caracter ireversibil, și care odată făcută, ea nu mai poate fi reconstituită decât pe baza altor cheltuieli, a altor eforturi investiționale.

1.2.1. TIMPUL

În practica afacerilor internaționale, *timpul* reprezintă o coordonată esențială a desfășurării acestora. Implementarea unui proiect de investiții este precedată de o etapă