

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN MOLDOVA

Catedra „Bănci și Burse de Valori”

A. Caraganciu, A. Darovanaia, M. Minica, T. Iovv

PIEȚE DE CAPITAL

**Editura ASEM
Chișinău – 2005**

CZU 336.76(075.8)

P 64

Cursul universitar a fost examinat și recomandat spre editare la ședința **catedrei Bănci și Burse de Valori** (proces-verbal nr. 6 din 21 ianuarie 2005) și aprobat la ședința **Comisiei metodice a facultății „Finanțe”** (proces-verbal nr. 3 din 27 ianuarie 2005)

Referenți: **conf. univ. dr. Aurel Caraniculov**
conf. univ. dr. Ivan Luchian

Descrierea CIP a Camerei Naționale a Cărții
Caraganciu A.

Piețe de capital / A. Caraganciu, A. Darovanaia,
M. Minica, T. Iovv; Acad de Studii Econ. din Moldova.
Catedra „Bănci și Burse de valori” – Ch.: Dep. Ed.-Poligr. al
ASEM, 2005. – 358 p.

ISBN 9975-75-299-3

100 ex.

336.76(075.8)

Conf. univ. dr. A. Darovanaia (capitolele I, II, III, V);

Conf. univ. dr. M. Minica (capitolele I, II, III, V);

Prof. univ. dr. hab. A. Caraganciu capitolul IV;

Conf. univ. dr. T. Iovv capitolul VI.

ISBN 9975-75-299-3

© **Departamentul Editorial-Poligrafic al A.S.E.M.**

CUPRINS

INTRODUCERE

CAPITOLUL I. PIATA DE CAPITAL – PRECIZĂRI CONCEPTUALE, INSTRUMENTE DE TRANZACȚIONARE

§1.1. Economia și sistemul financiar

§1.2. Componentele pieței financiare

§1.3. Clasificarea piețelor financiare

§1.4. Funcțiile pieței financiare

§1.5. Piața monetară

§1.6. Piața de capital

1.6.1. Trăsăturile pieței de capital

1.6.2. Rolul pieței de capital

1.6.3. Intermedierea privind cererea și oferta pe piața de capital

§1.7. Segmentele pieței de capital

1.7.1. Structurarea pieței de capital

1.7.2. Piața primară

1.7.2.1. Pregătirea emisiunii

1.7.2.2. Lansarea titlurilor mobiliare

1.7.2.3. Plasarea și cotarea titlurilor emise

1.7.3. Piața secundară

1.7.4. Piața terțiară, gri, neagră

§1.8. Produsele pieței de capital

1.8.1. Clauze fundamentale – categoriile valorilor mobiliare

1.8.2. Clauze generale – tipurile valorilor mobiliare

1.8.3. Clauze particulare – clasele valorilor mobiliare

1.8.4. Clauze individuale și speciale – subclasele valorilor mobiliare

1.8.5. Metode de diversificare a valorilor mobiliare

1.8.6. Acțiunile

1.8.6.1. Tipuri de acțiuni

1.8.6.2. Valoarea acțiunilor

1.8.6.3. Caracteristicile acțiunilor

1.8.6.4. Plasamentul acțiunilor

1.8.7. Obligațiunile

1.8.7.1. Clasificarea obligațiunilor

1.8.7.2. Randamentul plasamentului în obligațiuni

1.8.7.3. Analiza pieței obligațiunilor în România

1.8.8. Valori mobiliare emise de stat

1.8.9. Titluri derivate

1.8.9.1. Tranzacțiile ce se realizează pe piața bursieră a contractelor futures pe instrumente financiare

1.8.9.2. Tranzacțiile ce se realizează pe piața bursieră de opțiuni negociabile

CAPITOLUL II. BURSA DE VALORI – SISTEM DINAMIC ȘI COMPLEX

§2.1. Premise ale apariției și dezvoltării burselor de mărfuri și valori

§2.2. Determinări conceptuale

§2.3. Caracteristicile bursei de valori

2.3.1. Principii și reguli de funcționare a burselor de valori

§2.4. Clasificarea burselor

§2.5. Funcțiile bursei de valori

2.5.1. Funcții macroeconomice

2.5.2. Funcții microeconomice

2.5.3. Funcții în plan individual

§2.6. Organizarea burselor

§2.7. Bursa de Valori București – organizare și funcționare

2.7.1. Premise istorice, tendințe actuale

2.7.1.1. Contextul internațional

2.7.1.2. Bursa din România – istoric

2.7.1.3. Redeschiderea Bursei de Valori București

2.7.1.4. Rolul pe piața de capital

2.7.2. Activitatea BVB privind emitenții și cotarea la bursă

2.7.3. Tranzacționarea în cadrul BVB

§2.8. Structura organizatorică a BVB

2.8.1. Formele organizatorice

2.8.2. Cadrul legislativ și structura instituțională a Bursei de Valori București

§2.9. Bursa de Valori București – o instituție a transparenței informaționale

§2.10. Rolul bursei în economia contemporană

CAPITOLUL III. INSTITUȚIILE DE PE PIAȚA DE CAPITAL ROMÂNEASCĂ: EVOLUȚIE ȘI PERSPECTIVE

3.1. Bursa de Valori București

3.2. Registrul Român al Acționarilor

3.3. Societatea Națională de Compensare, Decontare și Depozitare pentru Valori Mobiliare S.A.

3.4. Asociația Națională a Societăților de Valori Mobiliare

3.5. Uniunea Națională a Organismelor de Plasament Colectiv

3.6. RASDAQ

CAPITOLUL IV. METODE DE ANALIZĂ BURSIERĂ

4.1. Elementele definiției ale analizei bursiere

4.2. Indicii bursieri

4.2.1. Definiția indicelui bursier

4.2.2. Clasificarea indicilor bursieri

4.2.3. Tipologia indicilor bursieri

4.2.4. Indicii bursieri pe plan internațional

4.3. Indicii bursieri din România

4.3.1. Indicele BET

4.3.1.1. Descrierea și scopul creării indicelui

4.3.1.2. Data și valoarea de referință

4.3.1.3. Scopul creării indicelui BET

4.3.1.4. Metodologia de calcul

4.3.1.5. Regulile selecției valorilor mobiliare în portofoliul indicelui

4.3.1.6. Comitetul Indicelui, rolul și actualizarea indicelui

4.3.1.7. Diseminarea și Copyright-ul indicelui

4.3.2. Indicele compozit BET-C

4.4. Analiza indicelui bursier

4.4.1. Analiza cu ajutorul teoriei lui Dow

4.5. Analiza tehnică

4.5.1. Esența analizei tehnice

4.5.2. Analiza tradițională

4.5.3. Analiza tehnică modernă

4.5.4. Analiza tehnică filozofică (teoria lui Elliot)

4.5.5. Avantajele și limitele analizei tehnice

4.6. Analiza fundamentală

4.6.1. Avantajele analizei fundamentale

4.6.2. Dezavantajele analizei fundamentale

4.6.3. Analiza ratelor financiare

4.6.3.1. Rate de lichiditate

4.6.3.2. Rate de risc (solvabilitate)

4.6.3.3. *Rate de profitabilitate*

4.6.3.4. *Rate de piață ale valorilor mobiliare*

4.7. Impactul macrofactorilor în analiza valorilor mobiliare

4.8. Ratingul pe piața de capital

CAPITOLUL V. MANAGEMENTUL RISCULUI PE PIAȚA DE CAPITAL

5.1. Comportamentul firmelor față de riscul financiar

5.2. Riscul pe piețele de capital

5.3. Riscul managementului riscului

5.3.1. *Utilizarea instrumentelor financiare derivate de către firmele nefinanciare*

5.4. Rentabilitatea și riscul valorilor mobiliare

5.4.1. *Rentabilitatea valorilor mobiliare*

5.4.2. *Atitudinea individului față de risc*

5.4.3. *Garanții contra riscului la obligațiuni*

5.4.4. *Relația dintre rentabilitatea acțiunii și rentabilitatea pe piață*

CAPITOLUL VI. TRANZACȚII BURSIERE CU TITLURI MOBILIARE

6.1. Definirea și structura tranzacției bursiere

6.2. Tipologia tranzacțiilor bursiere

6.2.1 *Tranzacții cu instrumente financiare primare*

6.2.2. *Tranzacții cu instrumente financiare derivate*

6.2.3. *Tipuri de tranzacții în contextul motivării investitorului: hedging, arbitraj, speculație*

6.3. Organizarea comerțului bursier pe diferite piețe

6.4. Mecanismul tranzacțiilor bursiere la vedere

6.4.1. *Ordinele bursiere și tipurile lor*

6.4.2. *Cotarea bursieră și stabilirea cursului bursier*

6.4.3. *Clearingul și decontările pentru tranzacțiile bursiere*

6.5. Organizarea tranzacțiilor la termen (forward) cu titlurile financiare primare

6.6. Organizarea tranzacțiilor cu titlurile financiare derivate

CONCLUZII

BIBLIOGRAFIE

INTRODUCERE

Tratând o problemă de mare actualitate, piața de capital, prezentul volum realizează o trecere în revistă a principalelor aspecte teoretice privind structura, organizarea și funcționarea acestei componente esențiale a unei economii de piață funcționale.

Demarând printr-o prezentare a corelației dintre economie, sistemul financiar, piața monetară și piețele de capital, lucrarea insistă mai ales asupra segmentelor pieței de capital și a produselor acesteia (acțiuni, obligațiuni, titluri derivate, drepturi de subscriere, warante).

Bursa de Valori București, ca sistem dinamic și complex al pieței de capital, este prezentată în dimensiunile sale istorice și din perspectiva sa actuală, evidențiindu-se cadrul legislativ și structura instituțională a acesteia.

În primul capitol, sunt prezentate metodele de analiză bursieră pe bază de indici realizându-se atât o analiză tehnică, cât și fundamentală a impactului macrofactorilor în analiza valorilor mobiliare.

Ratingul și instituțiile pieței de capital sunt doar menționate, fără a se intra în detalii organizatorice, pentru ca, în capitolul final, să se realizeze o analiză a evoluției pieței de capital în ultimii ani și să se încerce o previzionare a demersurilor viitoare de pe piața de capital românească.

Abordând aspecte teoretice și realizând analize macroeconomice ale implicațiilor pieței de capital asupra economiei românești, lucrarea își propune să ilustreze importanța acestei structuri a pieței și necesitatea dezvoltării sale viitoare.

Lucrarea este rodul colaborării unui colectiv de cadre didactice universitare de la Academia de Studii Economice din Moldova și de la Universitatea „Eftimie Murgu” din Reșița, România, care marchează preocupările autorilor în legătură cu fundamentarea cunoștințelor privind un segment important al pieței: piața de capital. Ea se adresează studenților și specialiștilor care urmăresc tendințele și caracteristicile unei piețe specializate din cadrul pieței financiare, cea a tranzacționării titlurilor financiare pe termen lung.

Meritele pentru coordonarea suportului de curs îi revin, în totalitate, profesorului universitar dr. hab. A. Caraganciu.

Autorii

CAPITOLUL I. PIAȚA DE CAPITAL – PRECIZĂRI CONCEPTUALE, INSTRUMENTE DE TRANZACȚIONARE

§1.1. Economia și sistemul financiar

Sistemul financiar reprezintă multitudinea piețelor, indivizilor sau instituțiilor, legilor, reglementărilor și tehnicilor prin care se tranzacționează acțiunile și alte valori mobiliare.

Sistemul financiar reprezintă una dintre cele mai importante invenții ale societății moderne. Sarcina sa primordială este de a alocă fondurile bănești limitate de la cei care fac economii spre cei care vor să folosească aceste fonduri în scopul consumului sau al investiției. În constituirea acelor fonduri necesare pentru împrumut, sistemul financiar furnizează mijloacele prin care economiile moderne cresc standardul de viață al cetățenilor lor.

Cea mai mare parte a creditelor obținute prin aceste mijloace sunt destinate achiziționării de mașini și echipamente, construirii de drumuri, poduri etc. Sistemul financiar determină deopotrivă, atât costul creditului, cât și cantitatea de bani posibile de acordat pentru cumpărarea bunurilor și serviciilor pe care le utilizăm zilnic. Ambele au un impact puternic asupra economiei unei națiuni. Cu cât creditul devine mai scump și mai puțin disponibil cu atât totalitatea cheltuielilor pentru bunuri și servicii se diminuează. Ca rezultat, șomajul se mărește, iar creșterea economică începe să se reducă treptat, firmele își reduc producția și scad investițiile.

Prin contrast, când costul creditului se reduce și mai multe fonduri devin disponibile pentru împrumut, totalul cheltuielilor în economie crește, sunt create mai multe locuri de muncă și rata creșterii economice are un ritm accelerat, crescător. Toate acestea nu fac altceva, decât să arate că sistemul financiar este o parte integrantă a sistemului economic și că nu poate fi izolat de acesta. Pentru a evidenția mai pronunțat rolul jucat de sistemul financiar în existența noastră, vom începe prin a analiza poziția sa în cadrul sistemului economic al unei națiuni.

Funcția de bază a oricărei economii este alocarea resurselor limitate pentru producerea bunurilor și serviciilor necesare societății. Standardul de viață atins, la un moment dat, se datorează, în cea mai mare parte, abilității economiei unei națiuni de a produce toate bunurile esențiale existenței. Aceasta nu este o sarcină ușoară, deoarece resursele limitate trebuie procurate în cantitățile necesare pentru a furniza materialele de producție și a le combina la momentul potrivit cu forța de muncă și capitalul astfel, încât să producă bunurile și serviciile cerute de consumatori. Pe scurt, fiecare sistem economic trebuie să combine inputurile: pământul și alte resurse naturale, munca și abilitățile manageriale, echipamentul, pentru producerea outputului sub forma bunurilor și serviciilor. Economia generează un flux de producție (bunuri și servicii) în schimbul unui flux de plăți, de obicei, sub formă de bani.

Putem descrie, de asemenea, fluxul de plăți și de producție din cadrul sistemului economic ca un flux circular între unitatea de producție (în principal, sectorul firmelor și sectorul guvernamental) și unitățile de consum (în principal, sectorul gospodăriilor). În economiile moderne, gospodăriile sunt cele care aprovizionează cu forță de muncă, abilități manageriale și resurse naturale sectorul firmelor și cel guvernamental primind în schimb venituri sub forma salariilor, rentelor, dividendelor etc.

Cea mai mare parte a veniturilor obținute de gospodării sunt utilizate pentru cumpărarea bunurilor și serviciilor. Efectul întoarcerii acestor venituri la unitățile de producție rezidă în faptul că se produc mult mai multe bunuri și servicii, interdependența neîncetând niciodată.

§1.2. Componentele pieței financiare

Piața financiară este mecanismul prin care activele financiare sunt emise și introduse în circuitul economic. Circuitul activelor financiare are loc între mulțimea ofertanților de fonduri (investitorii) și mulțimea utilizatorilor acestora, în vederea realizării unui singur scop: satisfacerea nevoii economice, a cărei finalizare este profitul.

Investitorii sunt cei care efectuează investiții, prin plasarea fondurilor în scopul valorificării lor, iar utilizatorii sunt cei care mobilizează fondurile, pentru a-și finanța propria activitate economică. Se transferă, astfel, o parte din resursele financiare existente în economie, de la cei care le dețin,

prin disponibilizare, la agenții economici, care le folosesc, fie prin inițierea unei activități, fie prin întreținerea și dezvoltarea unei afaceri existente. În același timp, se naște o relație de feed-back, de la utilizatorii de fonduri către investitorii inițiali, prin distribuirea profitului obținut în urma valorificării resurselor financiare. Într-o economie de piață, distribuirea profitului poate fi însă, oricând substituită de distribuirea riscului, în cazul unei distribuiri neprofitabile a fondurilor care au făcut obiectul transferului. Astfel, cei doi parteneri devin, prin propria voință, noduri ale unui circuit financiar, a cărui finalizare poate fi profitul sau eșecul. Tranzacțiile între cele două categorii de participanți la fluxul financiar se realizează prin intermediul piețelor financiare.

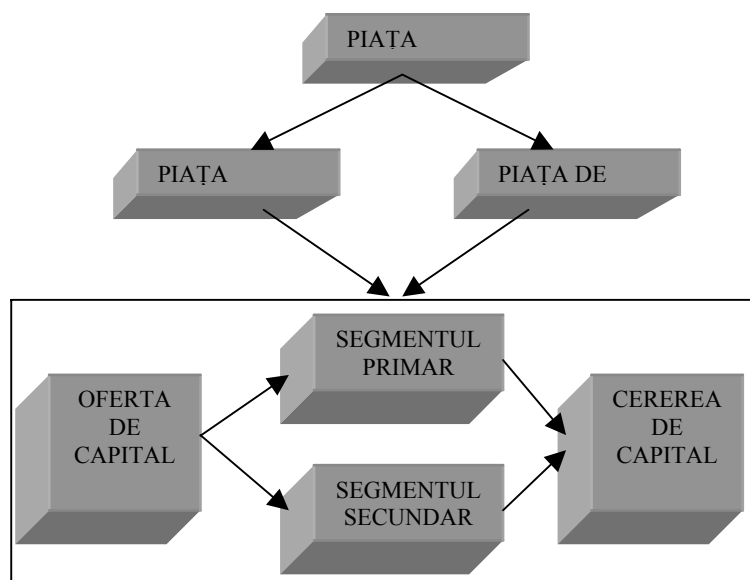


Figura 1.1. Piața financiară

§1.3. Clasificarea piețelor financiare

Pentru a analiza numeroasele piețe financiare din cadrul unei economii, este necesar să le împărțim în câteva categorii. Trebuie să recunoaștem, totuși, că orice clasificare este arbitrară și nu putem trasa cu precizie o linie care să le separe.

Un prim mod de a clasifica piețele financiare îl reprezintă împărțirea *în piețe pentru credite și piețe pentru titluri*. Un credit este, de obicei, negociat direct între cele două părți, încheierea afacerii se face față în față, spre deosebire de piața titlurilor care are un caracter impersonal, este o piață deschisă, tranzacțiile se fac prin intermediul dealerilor sau al brokerilor.

Firmele comerciale obțin credite, în principal, de la băncile comerciale, în special pentru nevoi pe termen scurt. Firmele mai mari acționează, de obicei, pe ambele piețe: atât pe cea a creditului, cât și cea a titlurilor pentru a obține fondurile necesare. Unele împrumuturi obținute de o instituție pot fi vândute altei instituții prin intermediul pieței secundare, este cazul, în special, al creditelor ipotecare. Totuși, există situații pe piața primară a titlurilor în care ambele părți se întâlnesc direct, față în față. De aceea, dacă cele două părți se întâlnesc direct sau nu, nu poate constitui un criteriu suficient pentru împărțirea în piața creditului și piața titlurilor.

Piața titlurilor poate fi și ea împărțită în câteva categorii, în funcție de tipul titlului care face obiectul negocierii: piața acțiunilor, piața obligațiunilor, piața titlurilor derivate.

În al doilea rând, sunt piețe pentru acțiunile nou emise și piețe pentru acțiunile existente deja pe piață. Piețele pentru acțiunile nou-emise poartă numele de *piețe primare* și au rolul de plasare a emisiunilor de titluri mobiliare pentru atragerea capitalurilor financiare pe termen mediu și lung atât pe piețele interne de capital, cât și pe cele internaționale. În acest caz, managerii societăților comerciale sau guvernele emit titluri noi pentru a-și majora fondurile. Aceste titluri pot fi vândute direct instituțiilor financiare sau celor care se ocupă cu investirea fondurilor. Totuși, cea mai mare parte a titlurilor pe termen lung private sau de stat sau obligațiunile locale sunt, inițial, vândute prin

bănci de investiții sau prin bănci membre ale unui consorțiu de garanție în afacerile de emisiune. După ce aceste bănci achiziționează titlurile, le revând pe piață, profitul lor fiind diferența dintre prețul inițial de achiziție și prețul de revânzare.

Piețele pentru creanțele deja existente poartă numele de *piețe secundare*. Întrucât emitenții inițiali nu sunt obligați să răscumpere titlurile până la maturizare, piețele secundare permit investitorilor să tranzacționeze aceste titluri pentru obținerea de profit înainte ca ele să devină mature.

Un al treilea mod de clasificare a pieței financiare este divizarea acesteia în *pieța monetară* și *pieța de capital*.

§1.4. Funcțiile pieței financiare

Piețele financiare au, în primul rând, o **funcție economică**. Ele facilitează transferul resurselor economice reale de la cei care doresc să-și împrumute banii la cei care au nevoie de acești bani. Primii au câștigat acești bani și doresc să-și economisească o parte a câștigurilor lor pentru utilizări viitoare. Ei pot câștiga dobânda pentru economiile lor împrumutând puterea lor de cumpărare cuiva care dorește să preia comanda asupra unor resurse reale (prin cumpărarea forței de muncă, echipament, pământ și altele).

Astfel, resursele reale trec de la creditori la investitori și invers. Creditorii își reduc consumul lor actual și, astfel, vor avea un venit mai mare (implicit și un consum mai mare) în viitor, când creditul ajunge la maturitate. Când investitorii folosesc creditele obținute productiv prin investirea lor, în mașini noi de exemplu, ei vor produce un venit mai mare, crescând astfel standardul de viață nu numai al lor, ci și al celorlalți; prin facilitarea transferurilor resurselor reale servind economiei unei națiuni și binelui cetățenilor ei.

Piețele financiare au, de asemenea, o **funcție financiară**. Ele împrumută investitorii cu fonduri de care aceștia au nevoie pentru a-și duce la îndeplinire planurile. De asemenea, ele furnizează creditorilor câștiguri, fără a fi nevoie ca aceștia să dețină anumite active pentru aceasta. De aceea, nu există o dihotomie prea mare între cele două funcții folosite doar pentru scopuri analitice.

În general, când vorbim de afectarea resurselor reale, ne referim la funcțiile economice, dar multe transferuri financiare au un efect aproape nesemnificativ asupra alocării resurselor reale și, în acest caz, economiștii se referă la funcțiile financiare.

§1.5. Piața monetară

Piețele monetare sunt specializate în efectuarea tranzacțiilor cu active monetare cu scadența relativ scurtă (până la un an) incluzând depozitele bancare la vedere (money at call) și la termen (time deposits), cambii (bill of exchange), bilete de ordin, cecuri, certificate de depozit și alte titluri mobiliare pe termen scurt. Aceste piețe servesc la absorbția activelor monetare ale celor care economisesc și care doresc să rămână într-o poziție lichidă, aceștia având, în general, posibilitatea de a retrage sau încasa fondurile aproape imediat. Activele mobilizate prin intermediul piețelor monetare sunt destinate pentru atribuirea de credite, pentru producerea de bunuri și servicii și pentru unele nevoi temporare ale băncilor și tezaurului.

Atât oferta, cât și cererea de active monetare sunt asigurate de guverne, municipalități sau autorități locale, bănci centrale sau comerciale, societăți de asigurări, alte instituții financiare, societăți industriale și comerciale, persoane particulare etc.

Instituțiile care operează pe aceste piețe sunt: băncile comerciale, intermediarii (brokerii) sau operatorii (dealers in money) și banca centrală care acționează în calitate de creditor de ultimă instanță (leader of last resort). Deci, operatorii de pe piețele monetare atrag economiile și capitalurile disponibile pe termen scurt de la diverși investitori instituționali și particulari, reinvestindu-le apoi, tot pe termen scurt, la solicitanți, în cea mai mare parte instituționali. Este cunoscut, de asemenea, faptul că „prețul” dreptului de a folosi fondurile oferite pe piețele monetare pentru diferite persoane este reprezentat, în principal, de dobândă, așa după cum „prețul” de pe piețele valutare poartă denumirea de preț de schimb, între ele existând o relație de interdependență.

Piețele monetare sunt extrem de sensibile în raport cu diferențele existente pe plan internațional, de la o țară la alta, între ratele dobânzilor la depozitele constituite pe un anumit termen. Aceste diferențe antrenează frecvente deplasări de capitaluri, de la o piață monetară la alta, în căutarea unor plasamente avantajoase. În acest moment, intervine piața valutară care asigură conversia activelor din valute cu dobânzi mai scăzute în valute cu dobânzi mai ridicate. Datorită acestor interdependențe, specialiștii consideră că piețele monetare funcționează ca și piețele valutare.

Una din motivațiile importante ale piețelor monetare este și aceea de a converti activele disponibile pe termene foarte scurte (de la 24 de ore la o săptămână) în active pe termene mai mari (de la 3 la 12 luni) necesare societăților industriale și comerciale, guvernelor, autorităților locale. Acest proces de convertire poate continua, de data aceasta, de la nivelul piețelor monetare, deci a activelor pe termen scurt, la nivelul piețelor de capital, adică a capitalurilor disponibile pe termen mediu și lung. Totuși, procesul de convertire la acest nivel (interpiețe) nu poate fi considerat ca fiind frecvent și general, ci unul marginal și care, nu de puține ori, antrenează fonduri speculative. De menționat și faptul că autoritățile monetare intervin pentru sprijinirea băncilor comerciale și nu numai, în acest proces riscant de convertire care, nu de puține ori, constituie cauzele importante ale falimentelor bancare. Creșterea facilităților prin refinanțarea împrumuturilor la băncile centrale în virtutea funcțiilor acestora de creditori de ultimă instanță face procesul mai sigur în măsura în care nu se abuzează.

Intermediarii pe această piață sunt:

- Băncile comerciale;
- Casele de economii și împrumuturi;
- Fondurile mutuale;
- Companiile de asigurări.

§1.6. Piața de capital

Piețele de capital, spre deosebire de cele monetare, sunt specializate în efectuarea tranzacțiilor cu active având scadențe pe termene medii și lungi. Prin intermediul lor, capitalurile disponibile sunt dirijate către agenții economici naționali sau pe piețele altor țări, unde nevoile de capital depășesc posibilitățile financiare interne de acoperire sau autoritățile monetare impun anumite restricții privind accesul la resursele financiare interne.

1.6.1. Trăsăturile pieței de capital

O descriere exhaustivă a trăsăturilor este aproape imposibilă și nu se justifică din punctul de vedere al relației efort-efect. Mai utilă este prezentarea acestor trăsături prin ceea ce este reprezentativ, principal.

1. Produsele pieței au o anumită specificitate, reprezentată prin *negociabilitate* și *transferabilitate* pe piața de capital, acțiunea de a lua bani (fonduri) și de a da bani (a investi) se realizează prin utilizarea unor instrumente specifice denumite valori mobiliare.

Negociabilitatea și transferabilitatea sunt, de fapt, caracteristicile valorilor mobiliare. Aceste caracteristici demonstrează că valorile mobiliare pot fi transferate de la un proprietar la altul, oferind investitorului posibilitatea de a vinde produsul înainte de scadență și că prețul lor poate fi negociat, în funcție de caracteristicile pieței în sfera căreia se face negocierea dintre partenerii de tranzacție.

2. Produsele pieței sunt *instrumente pe termen lung*. Această noțiune relevă durata diferită în timp a atragerii banilor și presupune o altă discuție între piața monetară și piața valorilor mobiliare. Pe piața de capital, banii sunt atrași pe o perioadă mai mare de un an, deci pe termen mediu și lung. Fondurile atrase pe piața monetară sunt utilizate, de regulă, pentru finanțări pe termen scurt (mai mic de un an).

3. Pe piața de capital, *intermediarii* joacă un rol important în privința punerii în contact a emitenților cu investitorii care doresc să cumpere. Riscul investiției este asumat de investitori, nu de emitenți.

4. Piața de capital oferă modalități diferite de investire, respectiv de atragere a capitalului prin *utilizarea fondurilor bancare*. Astfel, ca alternativă la constituirea de depozite bancare, investitorii pot achiziționa valori mobiliare, iar emitenții, pentru a nu apela la credite bancare, pot atrage capitalul prin emisiune de valori mobiliare.

1.6.2. Rolul pieței de capital

Rolul pieței financiare, în particular al pieței de capital, este de a intermedia transferul eficient, sigur și operativ al capitalurilor disponibile de la economisitori, potențiali investitori, la agenții economici. Selecția proiectelor de investiții reale, care se dovedesc rentabile din punctul de vedere al transferului de capital (funcția de evaluare), transferul eficient și operativ al capitalurilor în economie (funcția de transfer) și siguranța unui transfer organizat de capitaluri pentru investiții, care să asigure lichiditatea și rentabilitatea conform riscului asumat (funcția de protecție) reprezintă principalele obiective ale politicii financiare la realizarea echilibrului economic general.

Atât pe piața financiară, cât și pe piața de capital, operează două categorii de participanți care reflectă cererea și oferta de capital: investitorii de capital și agenții publici și privați.

Investitorii de capital sunt cei care au realizat din gestiunea financiară a propriilor venituri un excedent de capital sau care își propun să disponibilizeze capitaluri, în raport cu nevoile proprii de consum, pentru a le investi în vederea obținerii unor câștiguri viitoare. Ofertanții de capital se împart în două mari categorii, din punct de vedere al calității juridice, în *investitori individuali* (persoane fizice) și *investitori instituționali* (persoane juridice), care, împreună, formează oferta de capital național sau economiile publice în cadrul unei economii naționale. În rândul investitorilor individuali, regăsim, în primul rând, gospodăriile familiale care, pe ansamblul economiei, formează un potențial financiar apreciabil în funcție de rata medie de economisire, la rândul ei, determinată de costul vieții și de rata inflației. Economii realizate de populație și depuse la fondurile de investiții deschise au demonstrat un potențial de capital demn de luat în seamă în ansamblul economiei, fără a se mai ține cont de economisirile investite spre fructificare în sistemul bancar.

A doua categorie de investitori o reprezintă *întreprinderile publice sau private* rentabile, cu excedente permanente de trezorerie, care urmăresc un plasament strategic, rentabil și sigur, fie că vor să investească în aceeași ramură în care își desfășoară activitatea sau în alte ramuri, fie că vor să speculeze pe piața secundară variația de curs a valorilor mobiliare achiziționate. *Trezoreria publică*, locală sau centrală, poate înregistra surplusuri financiare temporare în raportul dintre încasările și plățile curente, surplusuri ce ar putea fi plasate eficient pe piața monetară sau de capital.

Emitenții de titluri financiare, valori mobiliare în cazul pieței de capital, privați sau de stat (publici), formează cererea de capital național. Aceștia se confruntă cu necesități de finanțare a proiectelor de dezvoltare a activității proprii mai mari decât capacitatea lor de autofinanțare. Pentru realizarea proiectelor de investiții, emitenții sunt nevoiți să apeleze la resurse financiare externe de pe piața de capital, care sunt mai ieftine decât finanțarea de pe piața monetară, în speță față de creditul bancar.

Întreprinderile private sau publice apelează la economisirile publice fie pentru creșterea capitalului propriu (emisiune de acțiuni noi), fie pentru creșterea capitalului împrumutat (a datoriilor pe termen mediu și lung prin emisiune de obligațiuni). Acțiunile reprezintă titluri de proprietate, care conferă cumpărătorului dreptul de asociat și coproprietar asupra patrimoniului unei societăți comerciale. Obligațiunile, ca formă de creditare, conferă deținătorului dreptul de creanță asupra capitalului investit și implicit asupra societății comerciale creditate. Dacă, în cazul acțiunilor, câștigul (dividendul) nu este garantat investitorului, acesta putând lipsi în totalitate (în cazul în care profitul este zero ori s-au înregistrat pierderi în exercițiul financiar al societății comerciale emittente), putând fi repartizat într-o anumită proporție sau total pe investiții, în ceea ce privește obligațiunile, acestea vor garanta investitorilor, prin contract, o remunerare a economiilor lor cu un

câștig numit dobândă nominală indiferent de rezultatul financiar al emitentului la o rată de rentabilitate, care va determina creșterea veniturilor viitoare.

În țările cu economie de piață dezvoltată, principalii emitenți sunt instituțiile publice locale (municipale) care atrag economiile populației și nu numai, pentru finanțarea deficitului lor bugetar pe calea împrumutului public. Titlurile emise de trezoreria de stat sunt bonurile de tezaur pe termen scurt (netranzactionate la bursa de valori) și obligațiunile de tezaur pe termen mediu și lung, cu caracteristici asemănătoare obligațiunilor emise de societățile comerciale private. În cadrul administrațiilor locale, acestea emit așa-numitele obligațiuni municipale cu ajutorul cărora se finanțează o serie de proiecte publice locale menite să dezvolte infrastructura.

În esență, motivarea investitorilor de a participa la transferul capitalurilor deținute constă atât în conferirea, în compensație, a unui drept de proprietate sau creanță, cât, mai ales, în remunerarea scontată a capitalului investit. Câștigul convenit investitorului trebuie să se facă la nivelul ratei de rentabilitate minim acceptabil pe economie și la nivelul primei de risc asumate pentru cumpărarea și deținerea respectivului titlu financiar (valoare mobilă).

1.6.3. Intermedierea privind cererea și oferta pe piața de capital

Mișcarea fondurilor în economie se poate, așadar, realiza prin două modalități:

- finanțare indirectă – prin concentrarea disponibilităților bănești la bănci și utilizarea de către acestea a resurselor astfel atrase pentru creditarea utilizatorilor de fonduri;
- finanțare directă – prin emisiunea de titluri financiare de către utilizatorii de fonduri, pe piața financiară;

În cazul *finanțării directe*, sunt puse în circulație titluri financiare și, o dată cu ele, se stabilește o rețea de relații între emitenții de titluri, care reprezintă cererea de fonduri și cumpărătorii acestora, cei ce reprezintă oferta de fonduri.

Cererea de capital aparține unor operatori, cum sunt: societățile industriale și comerciale publice și private, alte categorii de agenți economici, instituțiile financiar-bancare și de asigurări, instituțiile publice, guvernele, organismele financiar-bancare de pe piața internațională.

Cererea de capital se poate grupa în:

- a) cerere structurală de capital;
- b) cerere legată de factori conjuncturali.

a) Cererea structurală este determinată de nevoia finanțării unor acțiuni economice în diverse ramuri de activitate, achiziționarea bunurilor de investiții și finanțarea unor programe de dezvoltare, constituirea și majorarea fondurilor financiare ale instituțiilor și organismelor financiar-bancare naționale și internaționale.

b) Cererea conjuncturală este efectul insuficienței sau indisponibilității resurselor interne, restricțiilor excesive în acordarea creditelor, nevoilor financiare generate de deficitul bugetar și de cel al balanței de plăți externe. Cererea este perturbată de o serie de factori, cum sunt: fluctuația prețurilor, creșterea ratei dobânzii, nerambursarea la termen a împrumuturilor.

Exponenții cererii sunt debitori pe piața financiară. Aceștia pot fi grupați astfel:

a) după activitatea desfășurată:

- administrația centrală și locală;
- întreprinderi publice și particulare fără profil financiar;
- bănci comerciale și alte instituții bancare;
- instituții monetare centrale etc.

b) după scopul urmărit:

- finanțarea industriei și gospodăriei comunale;
- petrol și gaze naturale;
- transport și servicii publice;
- bănci și finanțe;
- organizații internaționale;
- scopuri generale.

Structura cererii a suferit importante modificări sub influența unor factori care au pus la îndoială soliditatea unor împrumuturi acordate anterior și solvabilitatea unor debitori.

Ca urmare, cererea unor țări în curs de dezvoltare, afectate în mod deosebit de majorarea prețului la resurse energetice, a fost primită cu reticență, concomitent cu aprecierea necesității împrumuturilor acordate pentru evitarea riscului de neplată.

În același timp, nerambursarea unor împrumuturi acordate anumitor firme din țări vest-europene s-a repercutat asupra pieței internaționale de capital, în care majoritatea băncilor afectate de această nerambursare erau puternic angajate.

Oferta de capital provine din economisire, adică din tot ceea ce rămâne în posesia deținătorilor de venituri, după ce își satisfac necesitățile de consum.

Oferta de capital aparține deținătorilor de capitaluri: societăți comerciale, bănci, case de economii, societăți de asigurare, case de pensii, persoane particulare. Oferta este reprezentată de disponibilități bănești temporar libere pentru care se caută un plasament cât mai avantajos. Nivelul ofertei este direct influențat de procesul de economisire. Economiiile devin ofertă pe piața de capital, numai dacă posesorii lor sunt satisfăcuți de modalitatea de fructificare, adică dacă piața asigură rentabilitatea cerută de investitori.

Investitorii se împart în două mari categorii:

- a) individuali;
- b) instituționali.

a) Investitorii individuali sunt persoane fizice sau juridice care fac tranzacții de dimensiuni modeste pe piața titlurilor financiare.

Aceștia pot fi:

➤ investitori **pasivi** pe termen lung, care cumpără și păstrează valorile mobiliare cu scopul de a-și asigura câștiguri de capital pe termen lung. Acest grup de investitori are un impact redus asupra prețului zilnic al valorilor mobiliare;

➤ negociatori **activi** care încearcă să valorifice mișcarea cursului bursier în vederea obținerii unui profit.

b) Investitorii instituționali sunt societăți sau instituții care fac tranzacții de dimensiuni mari. Aceștia cuprind: băncile, societățile de asigurare, societățile de investiții, fondurile mutuale, organizațiile care gestionează fondurile de pensii. O astfel de categorie de investitori exercită o influență semnificativă asupra volumului tranzacțiilor și a cursului bursier.

Cererea și oferta sunt două dimensiuni ale procesului „economisire-investire” supuse influenței directe și indirecte a unor riscuri multiple, printre care o importanță deosebită o au:

➤ **riscul opțional al investirii**, care apare în momentul adoptării deciziei de plasament prin orientarea către piața monetară sau către piața de capital;

➤ **riscul afacerii**, care vizează incertitudinea privind produsele pe care le poate oferi piața de capital, la un moment dat, atât deținătorilor de fonduri, cât și investitorilor ce gestionează portofolii de valori mobiliare;

➤ **riscul pieței**, care vizează evoluția prețurilor valorilor mobiliare în viitor și posibilitatea înregistrării unor pierderi ca urmare a modificării raportului „cerere-ofertă” pentru un anumit tip de valoare mobilă;

➤ **riscul lichidității**, ce intervine în cazul în care se restrâng posibilitățile de transformare rapidă și fără pierderi în numerar a valorilor mobiliare deținute;

➤ **riscul creditului**, specific pieței obligațiunilor care intervine atunci când debitorul nu-și poate respecta angajamentul de răscumpărare a obligațiunii sau/și de plată a dobânzii;

➤ **riscul schimbării cadrului legislativ**, care vizează atât piața valorilor mobiliare, cât și modificarea legislației economice și financiare, în general.

Piața de capital este o piață organizată din punct de vedere legislativ și instituțional, în care statul, băncile, organizațiile și societățile comerciale pot efectua împrumuturi sau realiza investiții în condiții de siguranță, operativitate și eficiență. Rolul pieței de capital este de a facilita transferul de capital de la cei care au surplus (investitorii) la cei care au deficit (emitenții de valori mobiliare).

Instituțiile care intermediază cererea și oferta de resurse financiare pe piața de capital, în condițiile prezentate mai sus, sunt intermediarii financiari. Acești intermediari se grupează astfel:

- instituțiile financiare (de asigurări, de investiții, de economii, fonduri mutuale, de intermediere pe piața de capital) specializate în transferul de capital.

- bursele de valori, ca piețe secundare, ce permit tranzacționarea valorilor mobiliare emise, în prealabil, pe piața primară.

Principalii intermediari pe piața de capital sunt societățile de intermediere, care realizează transferul de resurse financiare între investitori și emitenți, pe termen mediu și lung.

În România, singurul tip de societate, în concordanță cu legea care guvernează piața de capital, care este abilitată să realizeze intermedierea pe valori mobiliare este societatea de valori mobiliare. Acest tip de societate este structurat, din punct de vedere organizatoric, după următoarele criterii:

- mărimea capitalului subscris și vărsat;

- obiectul de activitate stabilit în funcție de componența pieței de capital pe care operează, piața primară sau secundară (sau ambele);

- piața de capital pe care operează din punctul de vedere al ariei geografice (națională sau internațională);

- operațiunile pe care le efectuează în funcție de tipul de societate de intermediere pe care o reprezintă: în nume propriu și pe contul clientului (broker), în nume și în cont propriu (dealer) și intermediar privind emisiunea și plasamentul valorilor mobiliare pe piață și în nume propriu sau ca agent intermediar (underwriter);

- instrumentele cu care operează (titluri de creanță, titluri de proprietate, titluri derivate) în funcție de obiectivul societății.

Necesitatea intermediării, de către instituțiile specializate a transferului de capital între investitori și emitenți, este motivată de două aspecte:

- lipsa informației despre emitent și valorile mobiliare care constituie obiectul investiției;

- structura inadecvată pentru capitalurile economisite, în raport cu necesitățile de finanțare.

Investitorii de capital, individuali sau instituționali, nu dispun de informații referitoare la emitentul de valori mobiliare, activitatea sa, mediul său economic și trendul pieței valorii mobiliare respective. Procurarea, analiza și interpretarea corectă a acestor informații necesită costuri de tranzacționare semnificative, cunoștințe economice și nu numai, de specialitate, aprofundate și, nu în ultimul rând, metode și instrumente de analiză în vederea efectuării unui plasament eficient, din punct de vedere al recuperării capitalului investit și obținerii de câștig.

Referitor la corelarea ofertei de capital, în general, în sume de valoare mică, pe termen scurt și dispersate la un număr mare de deținători (investitori individuali), cu cererea de capital, manifestate în sume mari ce se cer alocate concentrat, pe termen mediu și lung, rolul instituțiilor financiar-bancare este de a transforma structura economiilor publice în conformitate cu structura necesităților de finanțare a investițiilor. În acest sens, pentru realizarea obiectivului micilor investitori individuali, de a investi pe termen scurt în vederea recuperării capitalului și a unui câștig suficient în a-i motiva în acțiunea lor de investire, intermediarii oferă o gamă largă de instrumente competitive de economisire. Totodată, pe baza unor instrumente și politici specifice sunt satisfăcute atât administrațiile publice locale, cât și agenții economici, necesitățile de finanțare a deficitului bugetar (privind realizarea unor proiecte publice de infrastructură), respectiv a proiectelor de investiții (în ceea ce privește dezvoltarea activității curente).

Rolul societăților de intermediere pe piața de capital, de transfer al surplusului de capital către agenții economici care manifestă deficit de resurse financiare, se concretizează în următoarele operațiuni, din punct de vedere al componentei pe piața de capital pe care operează:

- transfer de capital pe piața primară,

- transfer de capital pe piața secundară.

Pe piața de capital, transferul de resurse financiare are loc între investitorii în acțiuni sau obligațiuni și emitenții acestor titluri financiare. Acest transfer se referă la vânzarea-cumpărarea de valori mobiliare prin ofertă publică sau plasament garantat, fuziuni și achiziții parțiale sau totale de societăți comerciale.

Dacă pe piața primară, față în față, se află investitorul și emitentul, pe piața secundară, de regulă, emitentul este exclus. Aceasta nu constituie însă o regulă, în practica internațională, emitenții participă direct la bursa de valori prin distribuție primară de valori mobiliare, modalitate ce poate constitui un avantaj în cazul în care prețul de piață la care s-a efectuat tranzacția este mai mare decât prețul de emisiune la care s-ar fi achiziționat pe piața primară. Principalii actori ai acestei piețe sunt investitorii, cei care doresc să intre în posesia valorilor mobiliare la un preț de piață care poate fi mai mic sau mai mare decât prețul de emisiune, și deținătorii de valori mobiliare care doresc să speculeze cursul bursier al acestor titluri financiare.

În țările cu o piață de capital dezvoltată, deși există deja un grad ridicat de specializare din punct de vedere al piețelor după tipul de valori mobiliare, al instrumentelor de investire, al operațiunilor, precum și al metodelor de analiză și interpretare a fenomenelor economice, politice și sociale care influențează piața de capital, în continuare societățile de intermediere se află într-un proces permanent de dezvoltare a tot ceea ce înseamnă fenomenul de investire pentru creșterea gradului de activitate și protecție față de potențialul investitor. Comparativ, pe piața financiară românească, în stadiul său actual de dezvoltare, societățile de valori mobiliare se află în plin proces de definire și conturare a obiectivului de activitate, instrumentelor de economisire și metodelor de analiză privind procesul de investire pe piața de capital.

În categoria intermediarilor care acționează pe piața de capital un loc aparte, datorită fondurilor care pot fi atrase și a implicațiilor asupra pieței, îl dețin fondurile de investiții.

Atragerea banilor de la mai mulți investitori (persoane fizice sau juridice) și plasarea acestora într-un mod mai avantajos decât ar putea-o realiza fiecare în parte reprezintă o investiție administrată.

Investițiile administrate se realizează de către fondurile de investiții fie ele fonduri mutuale, sau fonduri deschise de investiții, fie societăți de investiții sau fonduri închise de investiții.

În acest tip de înțelegere contractuală, investitorii contribuie cu capitalul, iar cealaltă parte, instituția financiară, cu priceperea, având sarcina de a plasa cât mai bine capitalul astfel constituit cu aceeași răspundere cu care ar investi fondurile proprii.

Investitorul, în acest caz, nu decide unde, când și cum să plaseze banii, ci angajează pentru aceasta instituția financiară, păstrându-și, însă, dreptul de a intra și ieși oricând din investiție.

Instituția financiară se ocupă de administrarea sumei investite neputând promite niciodată vreun nivel de profit.

Având în vedere aceste elemente, putem afirma că instituția financiară nu poate fi acționată în justiție în cazul pierderii cauzate de investiția în sine decât în situația în care plasamentele au fost efectuate în domenii ce nu au fost specificate în contract sau care au încălcat reglementările în vigoare.

Participarea colectivă la investiție se caracterizează prin faptul că:

- Se utilizează experiența instituției financiare;
- Se poate participa cu sume mici la realizarea de investiții mai sofisticate care, de regulă, solicită capitaluri mari și care au surse de câștig peste medie;
- Se pot efectua atât acumulări de sume în contul de investiții, cât și primi în mod sistematic profituri;
- Se economisesc cheltuielile de plasament;
- Deși nu participă la decizia de investire, riscul plasamentului de capital aparține investitorului;
- Poziția și răspunderea instituției financiare de administrare nu sunt cele de simplu agent, deoarece ea îndeplinește o funcție de custode angajându-se să obțină pentru investitor fie un profit prestabilit ca în cazul sistemului bancar, fie un profit nedeterminat, de mărime variabilă, cum este cazul fondurilor mutuale;
- Deși există situații în care profiturile obținute pot fi prestabilite, asemenea investiții nu oferă o protecție integrală împotriva riscului inflației, aceasta erodând profitul.

În ceea ce privește riscul investițiilor, instituțiile financiare și băncile care concentrează asemenea capitaluri nu au voie prin lege să investească în domenii cu caracter speculativ riscant.

Sistemele de asociere în vederea derulării investițiilor colective de capital pot avea următoarele forme:

➤ **Asociații mutuale bancare sau de economii** – care nu emit certificate de valoare; evidența depunerilor, a rambursării și plății profiturilor realizându-se prin înregistrările contabile. La aceste asociații, membrii depozitează banii împărțind între ei câștigurile nete fără a interveni în conducerea asociației. Exemplu: Casa de Economii și Consemnațiuni.

➤ **Asociații mutuale de depuneri și împrumut**, la care membrii depun banii la termen sub formă de părți sociale, au dreptul de vot în cadrul asociației, au dreptul de a împrumuta bani în cadrul asociației și de a încasa dividende. Asociațiile nu emit certificate proprii, profitul fiind împărțit prin acordarea de împrumuturi. Exemplu: Casa de Ajutor Reciproc.

➤ **Companiile de asigurări mutuale**, în care asociații dețin polițe de asigurare, au dreptul de a vota conducerea și obțin dividende sau rabat la primele de asigurare.

➤ **Instituțiile financiare care utilizează** emisiunea de certificate cu valoare nominală prestabilită ce se pot achiziționa cu plata în rate. Investitorul se obligă să efectueze plăți periodice până la achitarea valorii nominale a certificatelor, moment în care el devine proprietarul certificatului. Emitentul se obligă să plătească deținătorului profitul și valoarea nominală la data scadență stipulată pe fața certificatului.

Dacă investitorul prezintă certificatul înainte de scadență, atunci el va primi doar plăți parțiale.

➤ **Clubul de investitori** este o asociație independentă de persoane particulare care pun laolaltă capitalul și cunoștințele în diferite domenii în vederea efectuării investiției. Membrii clubului măresc capitalul periodic și iau decizii în colectiv privind modul de plasare a banilor. Pe riscul propriu, fiecare membru are latitudinea de a selecta și investi în oricare din domeniile de investiții în care se angajează clubul. Clubul de investitori oferă avantajul unei participări cu sume mari la activitatea de investiții și prezintă dezavantajul unei asociații închise, candidații fiind acceptați numai cu acordul celorlalți membri pe baza îndeplinirii unor condiții, de cele mai multe ori, restrictive.

➤ **Fondul de investiții** reprezintă forma instituționalizată de concentrare a resurselor bănești disponibile ale membrilor săi, disponibilități ce formează activele financiare ale fondului, și plasarea acestui capital în valori mobiliare sau hârtii comerciale, sau efectuarea de plasamente directe în domenii ale activității economice.

Punctul de plecare în apariția și dezvoltarea fondurilor de investiții (în care fondurile mutuale ocupă un loc important) l-a constituit teoria modernă a managementului de portofoliu. Inițiate în 1952 de către Harry Markowitz și dezvoltate în următoarele decenii de numeroși teoreticieni ai domeniului financiar, aceste modele demonstrează că în condițiile unui portofoliu cu un înalt grad de diversificare, peste un anumit nivel al riscului, se va obține cel mai ridicat nivel al randamentului previzionat sau, alternativ, la orice nivel al rentabilității unui portofoliu se poate obține un risc minim.

Acest cadru teoretic s-a constituit ca fundament al dezvoltării fondurilor de investiții. Prin eliminarea aproape integrală a riscului individual al activelor (în funcție de dimensiunea diversificării fondului), singurul risc rămas în administrare îl constituie riscul de sistem (evaluat în funcție de performanțele macroeconomice ale economiei respective). Altfel spus, unicul investitor are opțiunea de a-și reduce riscul achiziționării individuale a unor active de pe piața de capital prin preluarea acestor active prin intermediul unui fond de investiții.

În categoria fondurilor de investiții se înscriu societățile de investiții și fondurile deschise de investiții ale căror caracteristici sunt următoarele:

Tabelul 1.1.

Prezentare comparativă a societăților de investiții și a fondurilor mutuale

Caracteristică	Societate de Investiții Financiare	Fond Deschis de Investiții
Valoarea capitalului social	Fixă	Variabilă
Denumirea titlurilor de valoare pe care le emite	Acțiuni. În momentul de față, în legislația Uniunii Europene s-a făcut o mai clară delimitare între valorile mobiliare emise de o societate de investiții și cele emise de o societate pe acțiuni normală, delimitare care să evite confuziile între cele două tipuri de valori mobiliare	Titluri de participare
Numărul titlurilor de valoare pe care le poate emite	Emite un număr fix de acțiuni corelat cu valoarea capitalului social. Noile emisiuni se fac la intervale mari de timp și numai dacă societatea de investiții dorește să atragă capital suplimentar pentru investiții.	La simpla cerere a unui investitor fondul deschis de investiții este obligat să emită noi titluri de participare și să le vândă acestuia la un preț egal cu cel al activului net/titlu calculat în ziua în care a fost făcută cererea de cumpărare.
Posibilitatea de a-și răscumpăra titlurile de valoare pe care le-a emis	Nu au voie să-și răscumpere acțiunile emise.	La simpla cerere a deținătorului de titluri de participare, fondul deschis de investiții este obligat să răscumpere aceste titluri la o valoare egală cu valoarea activului net/titlu anunțată în ziua în care s-a făcut cererea de răscumpărare.
Tranzacționarea titlurilor de valoare	Se tranzacționează doar la Bursa de Valori.	Titlurile emise nu sunt transmisibile. Ele pot fi răscumpărate doar de fondul care le-a emis.
Valoarea la care se tranzacționează aceste titluri de valoare	Valoarea stabilită la echilibrul între cererea și oferta pe piață, valoarea activului net anunțată având doar un rol orientativ.	Ultima valoare a activului net anunțată de către fondul mutual.
Legătura dintre modul de tranzacționare și structura portofoliului	O tranzacție la Bursă nu afectează în nici un fel activele pe care la deține societatea.	Orice vânzare și orice cumpărare de titluri reprezintă o majorare, respectiv o diminuare a valorii totale a activului net al Fondului.
Efectul unei oferte masive de vânzare, respectiv a unei cereri masive de răscumpărare	Nu există nici o legătură între tranzacțiile cu acțiuni și activitatea reală pe care o desfășoară, o supraofertă determinând doar o scădere a prețului.	Un număr mare de cereri de răscumpărare va determina o decapitalizare a fondului. De obicei, aceste valori de cereri determină panică printre investitori și duc la prăbușirea fondului.

Trebuie spus de la început că investiția în fondurile mutuale nu este sigură 100%, ea are un grad de risc mai mare decât cel al depozitelor bancare, așa cum avantajele investițiilor în fondurile mutuale sunt mai importante și sunt legate de faptul că se pot investi sume mici, de orice persoană interesată, plasarea banilor se poate face succesiv și astfel, după fiecare depunere noul sold existent beneficiază de performanța de creștere a fondului, fapt care, în cazul depozitelor la termen, nu este posibil decât după expirarea termenului pentru care a fost constituit.

§1.7. Segmentele pieței de capital

1.7.1. Structurarea pieței de capital

Diversificarea produselor tranzacționate, a procedurilor și tehnicilor de vânzare/cumpărare a valorilor mobiliare, precum și modalitățile diferite de finalizare a tranzacțiilor, au impus structurarea pieței de capital în funcție de diferite criterii:

a) Privită prin prisma producerii și comercializării valorilor mobiliare, piața de capital cuprinde două segmente:

Piața primară este piața pe care emisiunile noi de valori mobiliare sunt negociate pentru prima dată. Concret, este vorba de procesul prin care intermediarii financiari, contra unui comision, se obligă să plaseze valorile mobiliare nou-emise.

Piața secundară. Odată puse în circulație valorile mobiliare pe piața primară, acestea fac obiectul tranzacțiilor pe piața secundară. Funcționarea efectivă a pieței secundare se realizează prin intermediul piețelor de negocieri sau de licitație, adică bursa și piața extrabursieră.

Dacă avem în vedere fluxurile financiare care se creează între emitenți și investitori sau investitori – investitori, atunci putem spune că piața primară este o piață a emitenților în care fluxurile financiare sunt direcționate în relația emitent-investitor, iar piața secundară este o piață a investitorilor, fluxurile financiare fiind direcționate de la un investitor la altul.

b) Având în vedere cadrul instituțional prin care se realizează tranzacțiile de valori mobiliare se deosebesc:

Piața bursieră. Este o piață de licitație, unde negocierea valorilor mobiliare este condusă de o terță parte, fără ca vânzătorul sau cumpărătorul să intre în contact, iar prețul de tranzacționare se formează prin concentrarea cererii și ofertei într-un loc anume pentru aceeași valoare mobilă și în același moment.

Piața extrabursieră (OTC¹). Este o piață nelocalizată la nivelul căreia tranzacțiile se derulează atât pe baza ordinelor de la clienți, cât și în raport cu propriile ordine ale participanților, negocierile realizându-se prin intermediul unui sistem de tranzacționare computerizat sau folosindu-se negocierea directă.

c) După obiectul tranzacției, se deosebesc:

Piața acțiunilor – piața pentru acțiuni comune și preferențiale ale corporațiilor private. Spre deosebire de obligațiune, care promite plăți periodice ale cuponului și rambursarea sumei împrumutate la scadență și care are prioritate asupra veniturilor emitentului, o acțiune comună nu promite nici o plată periodică, ci conferă doar un drept rezidual asupra veniturilor emitentului;

Piața obligațiunilor – piața pentru instrumente de datorie de orice fel;

Piața contractelor la termen (futures) – piața pe care valorile mobiliare se tranzacționează pentru livrarea și plata viitoare. Instrumentul tranzacționat este numit *contract la termen*. Valorile mobiliare ce fac obiectul contractului pot fi, deja, în circulație sau pot fi emise înainte de scadența contractului. Dacă un contract la termen este tranzacționat la ghișeu, prin negociere, se numește contract forward (piața forward);

Piața opțiunilor (options) – piața în care se tranzacționează valori mobiliare pentru livrare condiționată. Instrumentul tranzacționat este numit **contract de opțiuni**. Contractul este executat la opțiunea deținătorului. Cele mai des întâlnite tipuri de contracte de opțiuni sunt: opțiunile caili (de cumpărare) și opțiunile put (de vânzare). O opțiune de cumpărare permite deținătorului să cumpere o anumită valoare mobilă, de la vânzătorul sau emitentul opțiunii, la un anumit preț, înainte sau la o anumită scadență. O opțiune de vânzare permite deținătorului să vândă o anumită valoare mobilă, către emitentul opțiunii, la un anumit preț, într-un moment viitor. Contractul de opțiuni nu este obligatoriu a fi executat.

d) După modul de formare a prețului valorilor mobiliare, piața de capital se structurează în:

Piața de licitație – piața în care tranzacționarea este condusă de o parte terță, în funcție de suprapunerea prețurilor la ordinele primite de a cumpăra sau de a vinde o anumită valoare mobilă. Persoana care tranzacționează este un agent de piață. Cererile și ofertele menționează atât prețul, cât și cantitatea.

Tranzacțiile se realizează la acele prețuri pentru care există atât cerere, cât și ofertă. Cumpărătorii și vânzătorii nu tranzacționează unul cu celălalt și, în general, nu cunosc identitatea celeilalte părți. Piața este impersonală și organizată, având reguli de tranzacționare fixate. Funcționează într-un sediu cu o localizare fizică centrală unde tranzacționarea se realizează, de regulă, prin licitație.

¹ OTC= Over The Counter

Piața de negocieri – piața în care cumpărătorii și vânzătorii negociază între ei prețul și volumul valorilor mobiliare, fie direct, fie prin intermediul unui broker sau dealer. Dacă tranzacția se realizează printr-un dealer sau broker, identitatea uneia dintre părți poate sau nu poate fi cunoscută celeilalte părți. Această piață este utilă în cazul valorilor mobiliare inactive și pentru tranzacții foarte mari, care pot cauza pe o piață de licitații fluctuații de scurtă durată, până în momentul în care vor exista suficiente ordine în cealaltă parte a pieței. Negocierea furnizează timp pentru identificarea cumpărătorilor și vânzătorilor și pentru revizuirea prețului sau volumului. Piața de negocieri este o piață „la ghișeu” (Over-the-Counter), localizată în birourile brokerilor, dealerilor și emitenților de valori mobiliare secundare, cum sunt băncile comerciale sau societățile de asigurări. Deoarece tranzacțiile au loc în mai multe locuri, este o piață prin telefon, telex sau computer.

e) În funcție de momentul finalizării tranzacțiilor, se deosebesc:

Piața la vedere – cea pe care valorile mobiliare sunt tranzacționate pentru livrare și plată imediată. „Imediat” este definit de respectiva piață și variază de la o zi la o săptămână, în funcție de reglementările în vigoare. Această piață mai este denumită *pieță cu plata cash*;

Piața la termen, în cadrul căreia finalizarea tranzacției, referitoare la livrarea titlurilor către noul cumpărător și efectuarea plății se realizează la o dată viitoare. Pe această piață tranzacțiile se derulează la termen ferm, când există certitudinea finalizării la o anumită scadență și la termen condiționat, când finalizarea depinde de evoluția viitoare a cursului și este lăsată la latitudinea cumpărătorului care suportă un cost pentru dreptul de a renunța la contract.

1.7.2. Piața primară

Piața primară are rolul de plasare a emisiunilor de titluri mobiliare, pentru atragerea capitalurilor financiare disponibile pe termen mediu și lung, atât pe piețele interne de capital, cât și pe piața internațională. Deținătorii de capital sunt, în general, cunoscuți, oferind astfel posibilitatea emitentului de titluri de valoare să ia direct contact cu investitorii, obținând resursele financiare de care are nevoie. Asemenea plasamente private sunt, însă, relativ rare, majoritatea emitenților făcând apel la economiile publice, prin utilizarea resurselor bancare. Procedura de emisiune a unui titlu, prin atragerea resurselor publice, este format din trei faze: pregătirea, lansarea și plasamentul titlurilor mobiliare.

1.7.2.1. Pregătirea emisiunii

Pentru a putea fi ajutat de către autoritățile din domeniu în demersurile sale, emitentul încredințează unei societăți bancare problema emisiunii de titluri mobiliare în contul său. Etapele acestei prime faze implică îndeplinirea unor condiții specifice.

Emitentul nu poate fi orice societate comercială, decât în anumite condiții ale legii bursei din țara respectivă, lege care limitează numărul acestora. În general, acestea sunt societăți pe acțiuni, societățile anonime sau societățile comanditare. O asemenea societate trebuie să aibă cel puțin un număr de ani de existență (de regulă 2-3 ani), să prezinte ultimele bilanțuri contabile, aprobate de acționari și autorități, precum și un raport privind realizările financiare și programul de dezvoltare propus. Astfel, un investitor potențial își va putea plasa fondurile bănești de care dispune, în condiții de relativă siguranță și în cunoștință de cauză. Dacă societatea emitentă beneficiază de garanția unei colectivități publice, a statului sau unei alte societăți comerciale pe acțiuni, emisiunea este posibilă și fără a prezenta bilanțurile contabile.

Ca o ultimă condiție de îndeplinit, societatea emitentă trebuie să fi liberalizat total capitalul, înainte de a putea primi fondurile bănești rezultate în urma vânzării titlurilor.

Decizia de emisiune pentru emitenții din sectorul public, a căror structură este specifică, trebuie să aibă girul Adunării Generale, prin drepturile oferite acesteia de Statutul societății și de alte reglementări legale. Adunarea generală poate da autorizația de emisiune a titlurilor mobiliare cu o valabilitate, în general, de 5 ani.

Consiliul de Administrație utilizează autorizația dată în vederea stabilirii formalităților necesare derulării operațiilor de emisiune, stabilind modalitățile detaliate. În general, reprezentantul oficial al demersurilor societății este președintele Consiliului de Administrație.

Intermediarul emisiunii de titluri are un rol deosebit de important, deoarece societatea singură nu poate acționa rapid și eficient. De aceea, de cele mai multe ori, se face apel la bănci, care, prin intermediul sistemului informațional propriu formează un flux de distribuire a titlurilor emise, în care una dintre bănci este titular de flux.

Calendarul emisiunii va fi stabilit de către societatea bancară aleasă drept intermediar principal. Pentru a evita suprasaturarea pieței și stoparea plasării titlurilor, precum și penuria de titluri la un moment dat, emisia valorilor mobiliare va fi împărțită pe loturi, cu stabilirea exactă a cantității, precum și a termenelor de lansare. În funcție de valoarea totală a emisiunii se poate stabili pentru ușurarea acțiunii, un plafon sub care fazele de emisiune pot fi comprimate, eliminând calendarul obligatoriu.

1.7.2.2. Lansarea titlurilor mobiliare

Modalitățile de lansare sunt stabilite prin lege, care precizează, pentru fiecare titlu în parte, următoarele condiții: valoarea nominală, numărul de titluri emise, alte condiții necesare. Finanțarea condițiilor finale ale împrumutului se realizează prin negocieri între societatea emitentă, pe de o parte, și intermediarii ce formează fluxul de distribuire, pe de altă parte. Sunt stabilite, astfel, condițiile optime pentru realizarea consensului de interese ale celor două părți, coerența plasării titlurilor și obținerea fondurilor bănești, tehnicile de plasare, precum și profitul ce revine intermediarilor.

Informarea publică este o etapă nu numai necesară, dar și obligatorie, stipulată de legile care reglementează existența și funcționarea pieței primare de titluri mobiliare. Indiferent de dispozițiile legale specifice fiecărei țări, informațiile minime ce trebuie asigurate de societatea emitentă vor conține: prezentarea juridică și financiară a societății, descrierea formală a titlului mobilier emis, ultimul bilanț contabil, raportul asupra activității și rezultatelor financiare din ultimele luni.

1.7.2.3. Plasarea și cotarea titlurilor emise

Societățile bancare care formează fluxul primar de distribuire a valorilor mobiliare fac legătura între societatea emitentă și investitori. Ele se angajează, prin contracte ferme, să plaseze titlurile, să verse emitentului fondurile bănești obținute, să garanteze acțiunea de plasare, prin susținerea financiară a soldului de titluri neplasate. Plasarea efectivă se derulează după o perioadă (variabilă în funcție de tipul valorii mobiliare) de la publicarea oficială a acțiunii prin ghișeele specializate ale băncilor.

Adesea, dificultățile de plasare a unui titlu sunt compensate de succesul altuia. Pentru a permite operarea de transferuri ale titlurilor în curs de plasare există posibilitatea schimburilor între bănci și alte instituții financiare, cu retrocedarea comisionului oferit. Din această cauză se creează așa-zisa „piață gri” a titlurilor în curs de plasare, pentru care există, deja, în țările dezvoltate intermediari specializați pentru astfel de transferuri.

Cotarea titlurilor pe piața primară este reglementată prin legi specifice și depinde, în general, de situația specifică a fiecărei societăți în parte: dacă este la prima emisiune sau dacă a mai fost cotată pe piață, tipul titlului (acțiune, obligațiune, derivat), valoarea nominală, numărul maxim de titluri. Costurile suportate de societatea emitentă variază, de regulă, între 1,5% și 4% din total. Cheltuielile cu publicitatea și imprimarea titlurilor reprezintă, în general, în jur de 0,3% din totalul împrumutului.

1.7.3. Piața secundară

Odată puse în circulație, titlurile mobiliare, prin emisiunea pe piața primară, fac obiectul tranzacțiilor pe piața secundară. Existența acestui tip de piață oferă posibilitatea deținătorilor de acțiuni și obligațiuni să le valorifice înainte ca acestea să aducă profit (dividende sau dobânzi). Piața secundară reprezintă în același timp modalitatea de a concentra în același loc investitori particulari și instituționali, care pot vinde sau cumpăra titluri mobiliare, având garanția că acestea au valoare și pot fi reintroduse oricând în circuit.

Piața secundară asigură, prin intermediul bursei de valori mobiliare și al piețelor extrabursiere, atât buna funcționare a pieței primare, cât și lichiditatea și mobilitatea economiilor. Investitorii au posibilitatea de a negocia, în orice moment, acțiunile și obligațiunile deținute în portofoliu sau pot cumpăra noi valori mobiliare.

Lichiditatea pieței le permite să realizeze rapid arbitraje de portofoliu, fără a aștepta scadența titlurilor deținute.

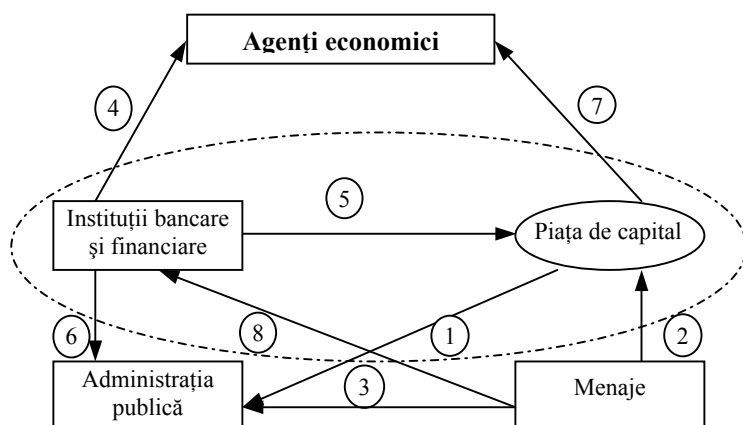
Piața secundară concentrează cererea și oferta derivată, care se manifestă după ce piața valorilor mobiliare s-a constituit.

Un rol important pe piața financiară revine societăților de intermediere a valorilor mobiliare, care:

- își asumă angajamentul de distribuire a titlurilor emise;
- efectuează comerțul cu titluri, respectiv, vânzarea-cumpărarea de valori mobiliare în nume și pe cont propriu;
- efectuează intermedierea în comerțul cu titluri, respectiv vânzarea-cumpărarea acestora în contul unor terți.

Societățile de intermediere se pot specializa în una sau mai multe activități:

- unele acționează prioritar pe piața primară, asigurând distribuirea și plasamentul noilor emisiuni;
- altele acționează numai pe piața secundară, fiind considerate firme de „broker / dealer”.



Sursa: G.Anghelache, „Bursa și piața extrabursieră”, Editura Economică, București, 2000, p.22.

Schema 1.1. Fluxuri nete de capital

Orice piață de capital poate concura la realizarea unor mutații în structura de producție a unei economii. În schema 2, sunt prezentate fluxurile nete de capital dintr-o economie la care participă și piața de capital cu cele două componente: piața primară și piața secundară. Noțiunea de *flux net* semnifică soldul tuturor mișcărilor de capital ce se derulează între investitori și emitenți. Toate fluxurile nete pornesc de la agenți ce dispun de capacitate de finanțare și se îndreaptă către agenți ce manifestă nevoie de finanțare.

Cele mai reprezentative fluxuri sunt cele care pornesc de la menaje, de la instituțiile bancare și financiare, ca și cele inițiate prin intermediul pieței de capital.

Fluxul notat cu 1 reprezintă capitalurile plasate de menaje (gospodăriile populației) la instituțiile bancare și financiare: depozite la vedere, plasamente pe termen efectuate la bănci, depozite la casele de economii.

Fluxul 2 semnifică subscrierile de valori mobiliare efectuate de menaje pe piața financiară, ca, de exemplu: cumpărări de acțiuni la bursă. Fluxul notat cu 3 reprezintă, în principal, subscrieri ale menajelor la emisiunile de stat (obligațiuni de stat și municipale, bonuri de tezaur). Fluxul 4

evidențiază creditele acordate de instituțiile bancare întreprinderilor, iar fluxul 5 reflectă subscrierile de acțiuni și obligațiuni efectuate de către instituțiile bancare și financiare pe piața de capital. Fluxul 6 reprezintă subscrierea de bonuri de tezaur efectuată de bănci și alți intermediari financiari, precum și eventualele împrumuturi acordate colectivităților locale și organismelor publice.

În schema prezentată, piața de capital nu este concepută ca un agent economic, ci ca un complex de relații prin care se asigură intersecția dintre cererea și oferta de capitaluri pe termen lung. Fluxul 7 are o importanță deosebită cu privire la emisiunea de acțiuni și obligațiuni destinate întreprinderilor din sectorul public și privat. Fluxul 8 reprezintă finanțarea administrației publice prin emisiune de obligațiuni pe piața de capital: împrumuturi de stat, împrumuturi contractate de colectivitățile locale și de organismele publice.

Fluxurile nete constituie o viziune sintetică a mișcărilor complexe de capital. Acestea, fiind solduri dintre intrări și ieșiri, nu furnizează nici o indicație asupra importanței fluxurilor brute care le-au generat. Astfel, spre exemplu, dacă considerăm fluxul 5, acesta reflectă doar subscrierea instituțiilor financiar-bancare la emisiunea de obligațiuni sau de acțiuni, fără a pune în evidență emisiunea propriilor valori mobiliare.

Piața secundară este o piață organizată care asigură operatorilor următoarele avantaje:

- oferă informațiile referitoare la produsul ce urmează a fi tranzacționat;
- informațiile despre produs și despre emitent sunt difuzate în marea masă a investitorilor;
- oferă informații privind nivelul și mișcarea prețului de piață.

Obiectivele pieței secundare sunt:

- protecția investitorilor, realizată prin transparența, reglementarea și supravegherea pieței;
- lichiditatea pieței și stabilitatea cursului.

Caracteristic este faptul că pe o piață de capital matură prețul este corelat cu rentabilitatea societății cotate.

Cele două segmente de piață se interconstruiesc. Piața secundară nu poate exista fără piața primară și, totodată, funcționarea pieței primare este influențată de capacitatea pieței secundare de a realiza transferabilitatea valorilor mobiliare și transformarea lor în lichidități.

Piața secundară este expresia aproape perfectă a reglării libere între cererea și oferta de valori, fiind un barometru, în primul rând, al ofertei de capital, dar și al stării economice, politice și sociale a unei țări. Din acest punct de vedere piața secundară de capital poate fi considerată o piață absolută, unde legea cererii și a ofertei găsește terenul propice acțiunii sale neîngrădite. Asigurând mobilitatea capitalurilor, a lichidităților pe termen lung și mediu, a negociabilității oricărui titlu trecut pe piața primară, piața secundară atrage deopotrivă investitori “de profesie”, dar și investitori “de ocazie” în speranța unui profit maxim într-un timp record.

Prețul la care se negociază titlurile mobiliare, ca expresie a cererii și ofertei, reprezintă în același timp și echilibrul a doi factori opuși: pe de o parte, maximizarea rentabilității unei acțiuni și, pe de altă parte, minimizarea riscului pe care îl incumbă orice titlu, ambele referitoare la dividendele sau dobânzile ce revin la sfârșitul anului financiar și, de cele mai multe ori, prețul de vânzare-cumpărare la un moment ulterior. Armonizarea dorinței de câștig cu cea de diminuare a riscului se poate stabili printr-o serie de metode statistice, numite generic *gestiunea profitului de valori mobiliare*.

Piața secundară se constituie din Bursele de Valori și piața extrabursieră, precum și din instituții financiare specializate, denumite bănci de investiții sau de plasament.

1.7.4. Piața terțiară, gri, neagră

Piața terțiară este specifică titlurilor financiare, administrate colectiv și revândute ca un cocteil de acțiuni și obligațiuni.

Piața gri este proprie tranzacțiilor de titluri în afara pieței oficiale.

Piața neagră este piața titlurilor vândute ilegal. Aceasta poate fi restrânsă prin dematerializarea titlurilor și prin vigilența susținută a intermediarilor financiari.

În general, la bursă există trei comportamente:

- de a investi – de a câștiga pe termen lung;

- de a specula – asumarea riscului;
- de a arbitra – a câștiga datorită variațiilor pieței.

§1.8. Produsele pieței de capital

Capitalul unei societăți comerciale poate deveni insuficient pentru a face față unor nevoi neprevăzute, sau pentru dezvoltarea societății. Căile de obținere a capitalului suplimentar sunt următoarele:

- a) majorarea capitalului social printr-o emisiune de acțiuni;
- b) contractarea unui împrumut printr-o emisiune de obligațiuni;
- c) contractarea unui credit acordat de o bancă.

În situația în care fac apel public la obținerea banilor prin emisiunea de acțiuni sau obligațiuni, societățile emitente intră în sfera pieței de capital, iar produsele oferite investitorilor (acțiuni, obligațiuni) se numesc valori mobiliare.

Valorile mobiliare se definesc ca „instrumente financiare negociabile transmise prin tradițiune sau prin înscriere în cont, care conferă drepturi egale pe categorii, dând deținătorilor dreptul la o fracțiune din capitalul social al emitentului sau un drept de creanță general asupra patrimoniului emitentului și sunt susceptibile de tranzacționare pe o piață reglementată”².

Noțiunea de valoare mobilă este relevată de trei coordonate majore:

1. Sunt instrumente specifice;
2. Pot fi emise în formă materială sau evidențiate prin înscrisurile în cont;
3. Conferă deținătorului lor drepturi patrimoniale și nepatrimoniale asupra emitentului, conform legii și în condițiile specifice de emisiune a acestora.

Valorile mobiliare includ:

- a) acțiunile;
- b) titluri de stat, obligațiuni emise de administrația publică centrală sau locală sau societățile comerciale, precum și alte titluri de împrumut cu scadența mai mare de un an;
- c) drepturi de preferință la subscrierea de acțiuni și drepturi de conversie a unor creanțe în acțiuni;
- d) alte instrumente financiare, cu excluderea instrumentelor de plată, care dau dreptul de a dobândi valori mobiliare echivalente celor menționate mai sus prin subscriere, schimb sau la o compensație bănească;
- e) orice alte instrumente financiare calificate de CNVM³ ca valori mobiliare.

La rândul lor, valorile mobiliare fac parte din categoria titlurilor comerciale de valoare care prezintă următoarele trăsături:⁴

☞ **înscrișul are caracter constitutiv** – dreptul este încorporat în titlu și, prin urmare, poate fi exercitat numai în temeiul înscrișului;

☞ **înscrișul are caracter formal** – el trebuie să îmbrace forma cerută de lege și să cuprindă elementele care îi sunt proprii;

☞ **înscrișul are caracter literal** – întinderea și natura dreptului, ca și obligația corelativă a dreptului, sunt determinate exclusiv de mențiunile cuprinse în înscriș.

☞ **înscrișul conferă un drept autonom.**

Caracterul autonom al dreptului trebuie înțeles în dublu sens:

- a) dreptul și obligația corelativă născute din titlu sunt independente de actul juridic din care decurg;
- b) în cazul transmiterii titlului, dobânditorul va deveni titularul unui drept propriu, care este un drept nou, original și nu un drept derivat din cel al transmitătorului. Prin urmare, celui care dobândește titlul nu i se pot opune excepțiile care puteau fi opuse transmitătorului.

² *** OUG nr. 28/13 martie 2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate, aprobată prin Legea 525/2002

³ CNVM = Comisia Națională a Valorilor Mobiliare

⁴ Cărpenu D. Stanciu, *Drept comercial român*, Ed. All, 1996, pag. 448

Valorile mobiliare pot fi considerate o formă de manifestare a activelor bancare. Dacă avem în vedere sensul economic al termenului de active, acestea desemnează un bun privit printr-o dublă accepțiune:

➤ în primul rând, poate fi considerat un bun care poate fi folosit oricând pentru a procura un alt bun echivalent;

➤ în al doilea rând, activul desemnează și capacitatea de obținere a veniturilor viitoare sub diferite forme, în funcție de natura investiției.

Din punct de vedere al conținutului, activele pot fi reale sau financiare⁵.

Activele financiare privite din punct de vedere al valorificării pot fi:

a) **active de investiții**, care apar atunci când plasamentele se valorifică în viitor prin profit, rentă, chirie etc.

b) **active de capital**, care permit un plasament în valori mobiliare, valorificarea în viitor realizându-se prin dobânzi și dividende.

Valorile mobiliare sunt, așadar, înscrisuri care certifică calitatea de coproprietari și de creditori și care generează efecte pentru deținătorul lor în conformitate cu caracteristicile pieței.

Valorile mobiliare au drept caracteristică un risc al plasamentului mai frecvent decât în cazul activelor monetare care desemnează, în principal, depuneri la bănci. Acest risc este determinat, pe de o parte, de situația emitentului, iar pe de altă parte, de situația generală a pieței.

Din punct de vedere al emitentului, pentru deținătorul de valori mobiliare apare riscul determinat de pierderea posibilității de fructificare (atunci când nu se distribuie dividende) sau pierderea capitalului investit (în cazul în care se înregistrează falimentul emitentului).

Dacă avem în vedere situația existentă pe piață, riscul poate fi generat de fluctuația cursului sau chiar de încetinirea procesului de transformare a activelor financiare în lichidități, dacă cererea este foarte scăzută și nu există imediat contrapartidă pentru oferta de vânzare.

O altă caracteristică a valorilor mobiliare rezidă în faptul că acestea pot fi emise atât în formă materializată, cât și dematerializată. Avantajele dematerializării sunt legate de:

➤ eliminarea costurilor generate de emisiunea propriu-zisă a înscrisurilor în formă materială;

➤ transferarea rapidă a drepturilor de proprietate prin înregistrarea magnetică fără a mai fi necesar un interval de timp pentru emiterea propriu-zisă a înscrisului;

➤ păstrarea pe suport magnetic a informațiilor privind istoricul tranzacțiilor cu valoarea mobilă respectivă;

➤ cunoașterea, în orice moment, a structurii acționariatului la nivelul unui emitent dat, înregistrarea rapidă a tuturor tranzacțiilor cu valori mobiliare și a noilor posesori ai acestora.

Ținând cont de caracteristicile valorilor mobiliare, structura acestora ar putea fi:

a) **valori mobiliare primare**, de genul acțiunilor și obligațiunilor care conferă posesorului fie dreptul de coproprietate, fie dreptul de creanță și generează acestuia venituri viitoare.

b) **valori mobiliare derivate**, rezultate din combinarea valorilor mobiliare primare care au o existență de sine stătătoare pe piața financiară și a căror emisiune este legată de nevoia de protecție împotriva riscurilor sau de necesitatea gestionării eficiente a portofoliului. În categoria valorilor mobiliare derivate sunt cuprinse contractele forward, futures sau options.

c) **produse sintetice** – produse de tip coș având drept scop dispersarea riscurilor pe un număr cât mai mare de valori mobiliare ce cuprind coșul (ex.: contracte pe indici bursieri).

1.8.1. Clauze fundamentale – categoriile valorilor mobiliare

Clauzele fundamentale ale valorilor mobiliare se bazează pe prevederile codurilor comerciale civile și ale legilor organizării economice, care, indiferent de țară, stabilesc conținutul comun al drepturilor și obligațiilor membrilor asocierilor economice în cadrul tuturor entităților naționale, sub forma clauzelor și mențiunilor. Caracterul comun al asocierii economice constă în faptul că aceste prevederi fundamentale sunt identice în orice cod comercial. Ele arată că:

➤ orice persoană are dreptul de a se asocia, de a-și angaja resursele într-o asociere economică,

⁵ Popa Ioan, *Bursa*, Ed. Adevărul, 1999, pag. 26

asumându-și un anumit risc, în scopul obținerii de avantaje din exploatarea investiției sale;

- asocierea economică în sine este denumită societate comercială;
- investitorii au posibilitatea de a constitui asocieri cu/sau fără personalitate juridică;
- persoanele care constituie asemenea asociații au calitatea și denumirea de investitori;
- asociații pot decide să-și angajeze patrimoniul personal într-o asociere, în mod nelimitat sau

limitat;

➤ investitorii au libertatea de a transmite altei persoane obligațiile, drepturile și calitățile de investitor;

- asocierea de orice tip nu poate apela la capitalul suplimentar, pentru a-și remunera asociații;

➤ funcționarea asocierii are loc pe baza principiului democratismului asociativ, care stabilește că nu există discriminare juridică între investitorii asociați de același rang, răspunderile angajate, drepturile și obligațiile fiind calitativ egale;

➤ aderarea la asociere poate să angajeze răspunderi juridice de intensitate diferită, stabilind ranguri diferite între investitori;

➤ în cadrul grupării de același rang, deosebirile vizează numai punctul de vedere economic și sunt determinate de mărimea contribuției la capital angajată în asociere.

Asocierea economică fiind o acțiune conștientă a investitorului, codurile comerciale și legile organizării economice stabilesc, în primul rând, libertatea persoanelor de a se asocia permanent, definitiv sau pe o perioadă determinată printr-o tranzacție imediată sau una care se va desfășura în viitor. Având, în esență, un izvor juridic comun, investițiile au dat naștere la entități economice similare, în care participanții au poziții juridice identice, ale căror operațiuni sunt similare, indiferent de cadrul național în care se formează și activează aceste entități.

Categoria rezidă în gruparea valorilor mobiliare în funcție de esența drepturilor și obligațiilor fundamentale stipulate în legile și codurile comerciale, a principiilor generale ce guvernează relațiile organizării economice pe baza asocierii investitorilor, precum și a participării investitorilor la procesul distribuirii și redistribuirii capitalului disponibil în societate, astfel că valorile mobiliare pot fi grupate în trei categorii:

1. Valori mobiliare ce conferă deținătorilor drepturi de proprietate. Valorile mobiliare de acest gen conferă deținătorului (investitorului) titlul (caracter) de participant, proprietar colectiv asupra investiției și patrimoniului emitentului. Contractul de investiții acoperit de aceste valori mobiliare este legat de operațiunile de creare și majorare a unui capital propriu angajat într-un proces economic, motiv pentru care suma subscrisă sau aportul constituie o parte, o diviziune a capitalului social al emitentului.

Fiind proprietar, investitorul decide asupra organizării, conducerii și utilizării profitului obținut din investiție. În această categorie intră valorile mobiliare cunoscute sub denumirea de acțiuni și, de aceea, investitorul este denumit acționar, iar caracteristica principală a investiției în asemenea titluri constă în faptul că sumele de bani sunt investite definitiv. Ele constituie sau dezvoltă un patrimoniu separat, independent și indivizibil față de cel al deținătorului acțiunilor respective. Din punct de vedere economic, sumele obținute prin emisiunea acestor categorii de valori mobiliare constituie suma capitalului proprietate, formată din capitalul social și adaosurile la acesta. Întrucât participarea sub forma capitalului-proprietate are calitatea de a fi definitivă și irevocabilă, aceasta creează sau dezvoltă un patrimoniu indivizibil, adică investitorul acționar nu poate revendica o separare sau divizare a contribuției sale investite în asociere.

Investitorii deținători de acțiuni își asumă poziția de asociați-părtași la afacere, printr-o contribuție irevocabilă la patrimoniul societății, obțin dreptul de participare la deciziile privind funcționarea asocierii, angajând definitiv întreaga lor participare la investiție și riscând obținerea unor foloase care sunt incerte, nedeterminate și reziduale, atât din exploatarea patrimoniului comun, cât și din lichidarea acestuia.

Suma investită nu poate fi restituită direct de către emitent, decât în cazuri speciale, extreme, cum ar fi lichidarea sau falimentul, dar investitorul acționar are dreptul de a ieși din investiție prin vânzarea pe piață a titlului său de proprietate către un alt investitor, care devine astfel noul proprietar, proces prin care are loc perpetuarea proprietății asupra investiției.

2. Valori mobiliare ce conferă deținătorilor drepturi de creanță. Întrucât emitentul angajează în dezvoltarea entității sale și un capital de împrumut, valorile mobiliare emise de el, în acest sens, au caracter de creanță, ele nu conduc la o creștere a proprietății, ci la îndatorarea entității economice.

Participarea la o astfel de investiție este temporară, iar prin deținerea acestor titluri, investitorul devine creditor direct al emitentului, în schimbul unui avantaj determinat care este prețul împrumutului. În acest caz, investitorul nu este interesat să devină proprietar, el se angajează doar să susțină cu capital activitatea emitentului pe o perioadă determinată, în schimbul unui preț, numit dobândă. Investitorul în valori mobiliare cu caracter de creanță este supus unui risc de pierdere limitată, egală cu prețul de achiziție al titlurilor.

Datorită faptului că, în ultima instanță, întregul patrimoniu al societății emitente aparține investitorilor acționari, finanțarea prin împrumut necesită votul de acceptare exprimat de către aceștia care, indirect, se îndatorează și garantează cu proprietatea lor comună, pentru acest împrumut riscând integritatea proprietății lor. De aceea, trebuie să existe o legătură de mărime între capitalul proprietate și cel de împrumut.

Pentru a obține împrumutul, acționarii cedează o parte din drepturile lor creditorilor, acordându-le prioritate la încasarea profitului din investiții și consultându-i înaintea contractării unor noi împrumuturi. La nivelul emitentului – societatea comercială – sumele obținute prin emisiunea de obligațiuni se înregistrează în categoria capitalului de împrumut, iar caracteristica acestei părți din capital este aceea că ea se constituie ca disponibilitate prin și în timpul emisiunii titlurilor cu caracter de creanță.

Acoperind un credit, valorile mobiliare din această categorie creează, în primul rând, obligația emitentului de a returna investitorilor împrumutul sau suma investită, la o dată prestabilită, numită *maturitatea* valorii mobiliare, iar aditional, pentru utilizarea capitalului de împrumut, plătește investitorului costul întrebuințării capitalului de împrumut denumit *dobândă*, care reprezintă profitul din investiție, obținut de investitorul posesor al acestor categorii de valori mobiliare. Și în cazul acestor instrumente, investitorul poate transmite dreptul său de creditor altei persoane, prin vânzarea titlului de creanță, proces prin care poate apărea un profit sau o pierdere de capital, ca diferență între prețul de vânzare și cel de cumpărare al titlului.

Contractul de finanțare prin împrumut bancar este și el un element al capitalului de împrumut, dar, fiind o relație individuală între agentul economic și bancă, nu poate fi liber negociabil pe o piață, nu poate fi asimilat ca emisiune de valori mobiliare. Este adevărat că, în cazul unui împrumut bancar, se pot prevedea clauze prin care împrumutul bancar poate deveni public pe baza unei emisiuni de valori mobiliare. În categoria valorilor mobiliare care exprimă relații de credit sunt incluse: obligațiunile, notele, bonurile și biletele de tezaur.

3. Valori mobiliare ce conferă deținătorului drepturi de tranzacționare cu alte valori mobiliare sau titluri de valoare. Valorile mobiliare care conferă deținătorului drepturi de tranzacții sunt acele titluri prin care deținătorul obține fie dreptul de a efectua, în condiții prestabilite, o tranzacție cu valori mobiliare emise de aceeași entitate, fie tranzacții cu alte valori mobiliare sau instrumente existente, deja, pe aceeași piață secundară de capital sau pe alte piețe special organizate.

Prin achiziționarea unor asemenea valori mobiliare, inițial, investitorul nu devine nici proprietar, nici creditor, ci posesorul unui drept de tranzacție care va avea loc în viitor, iar avantajele investiției constau în faptul că investitorul își exprimă poziția prin intermediul pieței, controlează, participă la o tranzacție viitoare, el își mărește simțitor eficiența banilor investiți, deoarece, pentru acest angajament, el achită inițial numai o parte a prețului integral al tranzacției viitoare, sub forma primei sau marjei.

Deoarece rezultatul tranzacției viitoare este numai determinabil, riscul investiției în aceste valori mobiliare poate fi nelimitat, date fiind condițiile de tranzacție prestabilite și pozițiile diferite pe care le pot ocupa investitorii în aceste tranzacții. Din punct de vedere al scopului de emitere, valorile mobiliare care conferă drepturi de tranzacții îndeplinesc una din cele două funcții – capitalizatoare sau distributivă.

Valorile mobiliare cu funcție capitalizatoare sunt acele instrumente care, prin exersarea lor, determină o capitalizare viitoare a emitentului, scopul final al emisiunii acestor valori mobiliare este asigurarea unei creșteri viitoare de capital, printr-o emisiune de acțiuni care poate avea loc imediat, în cazul drepturilor, sau în viitor, determinat, în cazul garanțiilor. Sumele obținute inițial de către emitent prin emisiunea garanțiilor constituie un capital atras în prezent pe baza unei emisiuni primare viitoare, nedefinite, de acțiuni comune.

Valorile mobiliare cu funcție distributivă asigură dreptul sau obligația de achiziții, redistribuirii de active, de instrumente și valori mobiliare existente pe o piață, sau împart riscul și profitul acestora între participanți. În cazul contractelor distributive, emitentul valorilor mobiliare este o instituție financiară care, fără a urmări capitalizarea proprie, organizează o piață specializată, în scopul stabilirii unor legături între o piață secundară curentă și una viitoare, sau care creează condițiile de redistribuire între participanți a unor fluxuri de numerar sau a proprietății asupra unor valori mobiliare, instrumente, titluri monetare și de mărfuri deja existente pe o piață, sau care vor fi produse, disponibile, într-un timp determinat. Este cazul valorilor mobiliare derivate, *futures* și *opțiuni*, precum și al unor valori mobiliare hibride.

1.8.2. Clauze generale – tipurile valorilor mobiliare

Existența răspunderii juridice în piața capitalului, precum și diversitatea categoriilor de emitenți au determinat stabilirea unor caracteristici și clauze generale de finanțare a investițiilor și de participare ale investitorilor. Ca urmare, valorile mobiliare sunt grupate pe baza tipurilor posibile de relații ce se stabilesc între emitenți și investitori. Date fiind caracteristicile constituirii lor legale, emitenții au poziții juridice diferite, ei nu pot emite orice tip de instrumente sau valori mobiliare, ci numai pe cele compatibile cu statutul lor. Astfel, statul, ca utilizator al capitalului public, nu poate emite acțiuni, după cum nici o societate comercială pe acțiuni nu poate emite bonuri de tezaur.

În cadrul categoriei instrumentelor și valorilor mobiliare ce exprimă relații de proprietate, în funcție de organizarea juridică a emitentului, concretizarea contractului de investiții a dat naștere la instrumente pentru exprimarea tipului de împărțire a proprietății, cum ar fi: tipul acțiunilor specific pentru societățile în care capitalul este divizat în unități de valoare cardinală (societăți pe acțiuni sau în comandită pe acțiuni) și tipul titlurilor de participare, sau titluri de proprietate, pentru societățile în care capitalul este divizat în raporturi relative, sau ordinare. Emitentul este cel care beneficiază de investiția publică, în virtutea căreia el se obligă permanent față de investitori de a face, de care se achită fie în mod direct, fie prin instituții financiare special create de către piața de capital. Pentru ca răspunderea lui să nu se piardă, clauzele generale stabilesc, în primul rând, condițiile minime de identificare suficientă a participanților, impunând ca documentele ce stau la baza emisiunii instrumentelor și valorilor mobiliare să definească denumirea expresă a tipului (acțiune, obligațiune, contract futures etc.);

Deși unele clauze generale atașate valorilor mobiliare sunt asemănătoare, totuși, ele le imprimă un caracter distinctiv în funcție de categoria de încadrare a acestor instrumente. Astfel, noțiunea de *valoare nominală* o dețin atât acțiunile, cât și obligațiunile: în cazul acțiunilor, valoarea nominală reprezintă mărimea sub care acțiunea este înscrisă în capitalul social; în cazul obligațiunilor, valoarea nominală este partea unitară a împrumutului public care trebuie returnat și se găsește în evidența datoriilor societății.

Tipul valorilor mobiliare reprezintă gruparea acestora în funcție de clauzele generale ale contractelor și posibilitățile legale ale emitenților de a face, în anumite condiții, apel la capitalul public prin agregarea intereselor și relațiilor speciale ale investitorilor, angajându-se să respecte drepturile acestora. O dată cu procesul de dematerializare a instrumentelor și valorilor mobiliare, se acceptă, în mod general, că numai denumirea legală a tipului este suficientă să cuprindă drepturile, obligațiile și clauzele din lege, care pot fi menționate în prospectele sau specificațiile de emisiune.

Tipul acțiunilor. Acțiunea este un instrument de capital sau o valoare mobilă care face parte din categoria valorilor mobiliare ce reprezintă relații de proprietate, specifice numai emitentului organizat juridic ca societate comercială, în care capitalul social este divizat, etalonat sub formă unitară de acțiune (societate comercială pe acțiuni sau în comandită pe acțiuni). Capitalizarea prin

emisiunea de acțiuni nu este accesibilă oricăror forme de organizare economică, deși pot fi colective. De exemplu, o societate cu răspundere limitată, în care capitalul este divizat în părți sociale sau asocieri, cu sau fără personalitate juridică, asociații familiale sau societăți al căror proprietar unic este statul. Clauzele și specificațiile generale ale tipului de valori mobiliare, denumite acțiuni, sunt următoarele:

- emisiunea acțiunilor este specifică societăților pe acțiuni și celor în comandită pe acțiuni;
- valoarea nominală a acțiunii este o mărime convențională, parte, măsură și unitate a mărimii capitalului social. În unele țări, acțiunile se înregistrează unitar în contabilitate, împreună cu prima sau rabatul de emisiune, renunțându-se la categoria de valoare nominală;
- acțiunea asigură dreptul la vot cu privire la deciziile de organizare și conducere ale societății emitente și de angajare a finanțării pe credit;
- acțiunea conferă dreptul de împărțire și încasare a profitului din investiții, rezultat din activitatea emitentului, denumit *dividend*, numai după satisfacerea obligațiilor față de toți ceilalți investitori;
- acțiunea conferă drept rezidual asupra activelor nete ale emitentului;
- diferența pozitivă sau negativă dintre prețul de emisiune al acțiunii și valoarea nominală este evidențiată ca *primă* sau *rabat* la emisiune și este operată de către emitent în contul provizioane și rezerve sau surplus de capital;
- produsul dintre valoarea nominală și numărul acțiunilor emise și distribuite acționarilor formează indicatorul capitalizarea nominală a societății emitente;
- produsul dintre un preț al pieței și numărul acțiunilor emise și distribuite acționarilor definește indicatorul *capitalizarea pieței sau bursieră* a societății emitente;
- diferența dintre acțiune, ca instrument de capital și acțiune, ca valoare mobilă, constă în faptul că cea din urmă este liber negociabilă, departajând astfel societățile emitente, care pot fi închise sau deschise.

Tipul obligațiunilor – cuprinde acele valori mobiliare care exprimă o relație de creditare publică, ce acoperă o investiție efectuată pe baza unui împrumut și care conferă deținătorului dreptul de a încasa de la emitent *dobânzile* plătibile periodic, aferente sumei date cu împrumut, precum și dreptul ca, la maturitatea împrumutului, investitorul să-și redobândească întreaga sumă investită. Emisiunea obligațiunilor este specifică societăților pe acțiuni și celor în comandită pe acțiuni, precum și statului sau unităților administrative ale statului. Clauzele lor generale sunt:

- valoarea nominală a unei obligațiuni reprezintă mărimea unitară a împrumutului obligatar ce va fi returnat la o anumită dată numită maturitate;
- pentru utilizarea capitalului de împrumut, emitentul plătește un preț de utilizare a capitalului, numit dobândă nominală, la anumite date prestabilite, numite de scadență a dobânzii;
- investitorii deținători de obligațiuni au prioritate în fața tuturor celorlalți investitori la încasarea profitului din investiții, precum și la încasarea principalului în caz de faliment sau dizolvare juridică a emitentului;
- emisiunea de obligațiuni are loc numai cu aprobarea acționarilor deținători de acțiuni comune, care, în numele emitentului, garantează astfel cu întreaga lor investiție; emitentul de obligațiuni răspunde patrimonial de îndeplinirea contractului de creditare și se obligă să plătească atât dobânzile scadente, cât și valoarea obligațiunilor la maturitate;
- investitorii deținători de obligațiuni se pot opune la emisiunea altor obligațiuni care ar putea să le afecteze prioritatea la încasarea dobânzii;
- dobânda obligațiunilor constituie cheltuielă financiară și se deduce înainte de calcularea profitului brut al emitentului;
- suma mărimii nominale a obligațiunilor este parte a capitalului de împrumut al societății emitente.

Tipul garanțiilor cuprinde acele valori mobiliare care conferă deținătorului dreptul de a achiziționa în viitor una sau mai multe acțiuni comune, emise de același emitent, la un preț prestabilit. Caracteristica generală a garanțiilor constă în faptul că, plătind prețul de emisiune,

investitorul își asigură dreptul de a achiziționa în viitor acțiuni ordinare. Clauzele și specificațiile generale ale tipului de valori mobiliare denumit garanție sunt:

- emisiunea garanțiilor este specifică societăților pe acțiuni și celor în comandită pe acțiuni;
- garanțiile nu au valoare nominală;
- prețul emisiunii de garanții este o parte a capitalului atras pe baza unei emisiuni viitoare de acțiuni ordinare;
- prețul de exersare a garanției reprezintă mărimea la care investitorul va achiziționa acțiunile în viitor;
- garanția are o valabilitate prestabilită;
- garanția are stabilit un raport sau rată de exersare sau de schimb;
- suma prețului de emisiune și de exersare a garanției formează pragul de rentabilitate sau de exersare a garanției și se regăsește la baza formării prețului de piață.

Tipul drepturilor cuprinde acele valori mobiliare prin care sunt exersate dreptul de preferință sau de preempțiune. Dreptul respectiv este o valoare mobilă emisă de către o societate comercială pe acțiuni în scopul respectării și exersării dreptului de preempțiune al acționarilor posesori de acțiuni comune sau ordinare. Dreptul de preempțiune este un drept specific acționarilor posesori de acțiuni comune sau ordinare și constă în dreptul acestora de a-și menține neschimbată ponderea de proprietate într-un capital social, la formarea sau majorarea căruia au participat. Ori de câte ori are loc o majorare a capitalului social printr-o nouă emisiune de acțiuni comune, dreptul asigură posesorului posibilitatea de a achiziționa acțiuni nou-emise la un preț prestabilit, preferențial, denumit *preț de subscripție*. Clauzele și specificațiile generale, ce stabilesc tipul valorii mobiliare cunoscute sub denumirea de drept, prevăd o serie de condiții:

- emisiunea drepturilor este specifică societăților pe acțiuni și celor în comandită pe acțiuni;
- dreptul nu are valoare nominală și nici preț de emisiune, el fiind emis și distribuit gratuit acționarilor;
- dreptul este mijlocul de exersare a dreptului de preempțiune și este inerent oricărei emisiuni de acțiuni comune;
- raportul dintre mărimea capitalului social, constituit prin emisiune de acțiuni ordinare, exprimat prin numărul de acțiuni, deja, existente și numărul de acțiuni ce urmează a fi emise, formează indicatorul *rată de subscripție*;
- datorită relațiilor dintre prețul de subscripție și rata de subscripție, comparativ cu prețul pieței și cel de emisiune, dreptul capătă o valoare intrinsecă.

Tipul contractelor futures. Contractul *futures* reprezintă acea valoare mobilă prin care părțile se obligă să efectueze, la o dată fixată în viitor, o tranzacție de vânzare-cumpărare a unui activ numit bază, la un preț convenit, numit *preț futures* și să-și preia reciproc riscurile pierderilor cauzate de evoluția prețului până la data tranzacției, printr-un transfer zilnic al unui flux de numerar compensator, calculat ca diferență între *prețul futures* stabilit prin contract și un preț numit preț de referință al pieței. Clauzele generale ale valorii mobiliare, cunoscute sub denumirea de contract *futures*, stabilesc că aceasta este o valoare mobilă cu rol distributiv al riscului privind mărimea sau prețul valorii de bază:

- emisiunea contractelor *futures* este deschisă, simultană, nelimitată și efectuată de către o instituție financiară care organizează și asigură piața acestor valori mobiliare;
- la deschiderea poziției, ambii participanți depun într-un cont de siguranță o sumă minimă, prestabilită, care are rolul de depozit de bună-credință, denumită marjă inițială, calculată în funcție de valoarea contractului;
- unitatea de măsură a obiectului de contract și volumul contractului sunt prestabilite, așa cum sunt prestabilite și fluctuația minimă și maximă a prețului zilnic al bazei;
- limita pozițiilor deținute de către oricare participant este stabilită în funcție de scopul participării la tranzacție, scop ce poate fi de protecție sau de speculație;
- durata și lunile de expirare ale contractului, inclusiv ultima zi de tranzacție, sunt specificate;
- piața de referință și metoda de stabilire a prețului de referință al bazei sunt transparente;
- procedura de livrare a activului poate fi fizică sau valorică;

- metoda de calcul al fluxului de numerar este adoptată în funcție de poziții (*long* sau *short*), pe baza diferențelor dintre prețurile de referință ale zilei precedente și ale celei curente;
- condițiile de încadrare și modificare legală a clauzelor și specificațiilor contractelor, procedura de compensare zilnică și de executare forțată a obligațiilor sunt și ele prestabilite.

Tipul contractelor cu opțiuni. Opțiunile sunt contracte intermediare de agenți specializați, prin care un investitor, numit *cumpărătorul contractului*, în schimbul unei sume – denumite *primă* - achitate unui alt investitor numit *garant (garantor)* sau *vânzător al contractului*, are dreptul, dar nu și obligația, de a executa o tranzacție în viitor, într-o perioadă determinată, sau la o dată fixă, specificată, numită *dată de expirare a contractului*. Contractul de opțiuni este calificat ca fiind o valoare mobilă derivată, numai atunci când se tranzacționează prin intermediul unei piețe, care organizează și asigură execuția lui și are ca obiect tranzacționarea de valori mobiliare, *futures*, mărfuri, valute și indicatori economici sau ai pieței de capital.

Avantajul principal oferit de contractul de opțiune constă în lichiditatea sa, asigurată prin faptul că, de la data încheierii sale și până la data expirării dreptului acoperit de contract, participanții pot acționa prin intermediul pieței pentru promovarea interesului lor, prin compensarea și retransacționarea acestor contracte pe aceeași piață. Clauzele generale, ce stabilesc tipul valorii mobiliare, cunoscute sub denumirea de opțiune, includ o serie de specificații:

- emisiunea contractelor cu opțiuni este deschisă, simultană, nelimitată, asigurată de către o instituție financiară care organizează și asigură piața acestei valori mobiliare;
- cumpărătorul contractului are dreptul, dar nu și obligația, de a încheia o tranzacție viitoare;
- vânzătorul sau garantul (garantorul) contractului își asumă obligația fermă de a încheia o tranzacție viitoare;
- obiectul de contract este prestabilit, iar cantitatea sau mărimea contractului este standardizată;
- prețurile de exersare sunt prestabilite, ca și durata de valabilitate a contractelor, care este stabilită în prealabil de către organizatorul pieței;
- data de exersare a dreptului de tranzacție poate fi stabilită la dorința cumpărătorului sau fixată de către organizatorul pieței.

Tipul valorilor mobiliare hibride. Valorile mobiliare hibride sunt create pe baza altor instrumente, contracte sau valori mobiliare existente, prin consolidarea sau modificarea unor drepturi sau clauze și specificații, modificare care determină schimbarea raportului privind riscurile deținute de unele instrumente de bază. Clauzele valorilor mobiliare hibride sunt stabilite în funcție de modificările și combinările drepturilor și obligațiilor existente ale contractului de bază și se referă la:

- stingerea unor obligații ale emitentului rezultate din emisiuni anterioare ajunse la maturitate;
- refinanțări de emisiuni de valori mobiliare, prin emisiune de valori mobiliare, altele decât cele clasice;
- dezmembrarea riscului și a profitului produse de unele valori mobiliare;
- multiplicator financiar de utilizare a unei valori mobiliare drept bază sau garanție pentru o nouă emisiune de alte valori mobiliare;
- captarea interesului unui segment de piață al investitorilor printr-un hibrid care să îi determine pe aceștia să investească.

Valorile mobiliare hibride intră în domeniul ingineriei financiare, de care se poate folosi legal un emitent care combină drepturi și obligații existente, într-unul sau mai multe produse financiare. Cea mai cunoscută valoare mobilă hibridă este acțiunea preferențială. Ea rezultă din combinarea clauzelor unei acțiuni ordinare, dezmembrată de dreptul său de vot, cu clauzele obligațiunii care încasează un profit prestabilit din investiții. Deoarece baza valorilor mobiliare hibride este asemănătoare cu cea a derivatelor, prin cuprinderea aceluiași active financiare reale ce sunt tranzacționate pe o piață, unii specialiști din domeniul financiar susțin că nu există o delimitare precisă între valorile mobiliare derivate și cele hibride. Totuși, menționăm că o primă diferență între cele două tipuri de instrumente constă în chiar scopul emisiunii lor și anume că valorile mobiliare hibride cuprind relația de capitalizare emitent-investitor sau distribuie diferențiată a profitului din

investiții. În cazul derivatelor, emitentul nu se finanțează prin emisiunea acestor titluri, ci facilitează doar o relație între investitori.

Riscurile investitorilor se întind pe o întreagă scară: de la cele limitate – cazul refinanțării titlurilor de tezaur cu dobânda zero, dezmembrarea drepturilor unui titlu de tip *prime* și *score*, sau cel al valorilor mobiliare emise pe bază de ipotecă (*cats*, *tigers*) – și până la cele nelimitate – cazul contractelor *futures* sau garantarea de opțiuni. Faptul că baza valorilor mobiliare hibride poate fi formată dintr-un portofoliu obișnuit de valori mobiliare, deja, existente pe piață ne îndreptățește să considerăm titlurile de participare emise de fondurile deschise, precum și acțiunile fondurilor închise, ca fiind o clasă de tipul celor hibride.

1.8.3. Clauze particulare – clasele valorilor mobiliare

Clauzele particulare privesc varietatea de exprimare a relațiilor dintre emitenți și investitori sau numai dintre investitori, stabilind caracterul procedurilor, metodelor și condițiile de aplicare a relațiilor juridice dintre participanți. Esența clauzelor particulare constituie atributul principal în denumirea valorilor mobiliare și privesc acele relații de:

- conjugare a mai multor clauze, aplicare combinată, diversificată sau condiționată a relațiilor dintre investitori și emitenți;
- dezmembrare a unor drepturi și obligații, precum și de stipulare expresă a garanțiilor, privind executarea contractului de investiție.

Clasa valorilor mobiliare reprezintă gruparea valorilor mobiliare de același tip, după clauzele lor particulare.

În cadrul valorilor mobiliare de tipul acțiunilor, prin dezmembrarea unor drepturi atașate acțiunii comune, rezultă variante de acțiuni preferențiale în care acționarii obțin în schimb facilități, numite priorități, acordate de către ceilalți acționari posesori de acțiuni comune. Expresie a relațiilor proprietarului deplin, acțiunea, ca instrument al investiției, stabilește prin clauze juridice toate drepturile acestuia, dintre care, dreptul la decizie, vot în adunarea generală a acționarilor și dreptul privind încasarea profitului din investiții. Prin dezmembrarea și combinarea acestor două drepturi, s-a instituit o altă relație de proprietate care separă tipul acțiunilor în – clasele acțiunilor comune și preferențiale. Cele din urmă dau acționarului dreptul la încasarea cu prioritate a unui dividend prestabilit, fără a avea, însă, dreptul de vot și fără a putea influența deciziile adunării generale a proprietarilor acționari.

Acțiunile preferențiale sunt considerate investiții cu venit fix, iar în cazul dizolvării sau falimentului societății emitente, plata contravalorii acțiunilor preferențiale se efectuează înainte de plata celor comune. Emisiunea de acțiuni preferențiale are loc numai cu aprobarea acționarilor cu drept de vot (a proprietarilor deplini), adică a celor deținători de acțiuni comune, deoarece aceștia sunt cei care trebuie să cedeze din drepturile lor privind încasarea profitului din investiții, pentru a obține capital suplimentar de la alți investitori. Prin vot, acționarii creează facilități noilor venituri, privind încasarea de dividende sau în caz de lichidare etc. Deși se numesc tot acționari, investitorii posesori de acțiuni preferențiale nu se pot considera proprietari deplini, întrucât nu au dreptul la exprimare în adunarea acționarilor proprietari. Partea de contribuție la capitalul social al societății aferente acțiunilor preferențiale se evidențiază separat. În multe țări, cantitatea emisiunii acțiunilor preferențiale este limitată de lege la un anumit procent din cele ordinare.

Clasele obligațiunilor apar, în primul rând, prin specificarea colateralului, a activului, cu care se garantează emisiunea. Astfel, există clasele de obligațiuni garantate și negarantate, cele din urmă fiind emise pe baza bonității emitentului. În clasa obligațiunilor garantate, acestea se diversifică prin calitatea garanției care dă și denumirea, atributul emisiunii respective:

- obligațiuni garantate de un bun material;
- obligațiuni garantate de capital fix și material rulant;
- obligațiuni garantate de instrumente, titluri sau alte valori mobiliare.

Obligațiunile garantate de un bun material, demimitcolateral, au drept titlu denumirea colateralului. Din punct de vedere juridic, colateralul trebuie să fie "un bun curat", adică

proprietatea asupra sa să fie sigură și verificabilă și să nu fie gajat, grevat de alte împrumuturi, ipotece sau datorii.

Obligațiunile imobiliare au drept colateral un imobil aflat în posesia emitentului. Obligațiunile imobiliare închise implică angajamentul ferm al emitentului de a utiliza bunurile imobiliare colaterale exclusiv pentru acoperirea debitului pe care îl garantează. Obligațiunile imobiliare sunt deschise, dacă lasă emitentului libertatea de a garanta mai multe emisiuni prin același colateral, sau închise, dacă interzic această garantare multiplă. Obligațiunile imobiliare închise oferă investitorului mai multă siguranță decât cele deschise.

Obligațiunile garantate de capital fix sau material rulant sunt frecvent utilizate de societăți pentru finanțare inițială sau pentru redotare / modernizare. Procesul emiterii lor se desfășoară astfel: societatea avansează 10-15% din valoarea capitalului fix sau a materialului rulant necesar, restul sumei este finanțat printr-o emisiune de obligațiuni garantate chiar de mijloacele achiziționate, care devin astfel și colateral. Până la data scadenței, titlul de proprietate asupra bunului achiziționat în acest mod este deținut de administrator, care îl „dă în folosință” emitentului. În caz de neplată, emitentul pierde totul, adică: avansul, dobânzile plătite, ca și bunurile-colateral.

Obligațiunile garantate prin alte titluri – formează o grupă aparte și sunt emise pe baza titlurilor de stat sau a celor ipotecare, iar garantarea se poate efectua și de alte persoane, fie prin bunurile lor, fie prin alte titluri financiare.

Obligațiunile emise pe baza onoarei și încrederii emitentului sunt cunoscute și sub numele de obligațiuni negarantate, pentru a căror emisie sunt suficiente integritatea și bunul renume de care se bucură emitentul în domeniul financiar-bancar. Plata dobânzii și a împrumutului născut din emisiunea de obligațiuni nu poate fi amânată sau renegociată, ca în cazul împrumuturilor bancare. În majoritatea țărilor, dacă obligațiunile au fost emise pe baza onoarei și a încrederii, neplata la timp pune emitentul, în mod expres, în situația de faliment și administratorul emisiunii confiscă și valorifică proprietatea emitentului fără a mai fi nevoie de o hotărâre în acest sens a organelor juridice.

Referitor la clasele drepturilor, prin clauze stabilindu-se relațiile de achiziție la preț preferențial al acțiunilor comune, drepturile pot fi *de preferință*, când se referă la o majorare prin aporturi noi din partea acționarilor, sau *de atribuire*, când se referă la împărțirea unor avantaje (surplusuri de capital) obținute din exploatarea activelor emitentului. Deoarece nici un emitent nu poate efectua simultan două emisiuni de acțiuni comune, precum și faptul că orice emisiune de drepturi este legată de o singură emisiune de acțiuni, în mod practic, în orice moment există în vigoare numai o singură clasă de drepturi de preferință.

În cazul drepturilor de atribuire, acestea se pot găsi concomitent în mai multe variante, în funcție de adresanți:

- acționarii existenți, pentru capitalizare socială a surplusurilor, a adaosurilor de capital sau al altor elemente ale averii acționarilor;
- bonificație, ca mijloc de stimulare a managerului, sau a anumitor categorii de salariați;
- mijloc de realizare a fuziunii sau diviziunii societății comerciale.

Drepturile de atribuire adresate salariaților și conducerii societății au valabilitatea întinsă pe mai mulți ani, ele fiind oferite ca bonificație, au valoare intrinsecă, dar nu sunt negociabile. O particularitate a drepturilor de atribuire este faptul că, în unele cazuri, ele pot avea valori negative. În cazul reducerii capitalului social, ele devin mijloace de remisiune, de reducere a acțiunilor aflate pe piață. Datorită faptului că au o durată de viață mai mare, clasele de garanții în vigoare pot exista simultan, deoarece ele se pot deosebi prin particularitățile lor.

Clasa contractelor *futures* este determinată de esența particularităților activului de bază (măsurile, calități fizice, evoluții caracteristice, valute străine, indice, dobândă, opțiuni pe *futures* pe grâu și petrol). Clasa contractelor de opțiune cuprinde contractele de același fel (*put* sau *call*) care au același obiect de contract.

1.8.4. Clauze individuale și speciale – subclasele valorilor mobiliare

Aceste clauze privesc relații și specificații care detaliază legăturile contractuale dintre emitent și investitor, sau care privesc derularea unor activități și diferențiază instrumentele sau valorile mobiliare cu clauze generale și particulare identice, care au același emitent. Clauzele individuale referitoare la un instrument sau valoare mobilă determină încadrarea acestora în subclase și privesc următoarele aspecte:

- stabilirea sistemului de priorități între valorile mobiliare din aceeași clasă;
- mărimea, modul de calcul și plata profitului din investiții (clauzele participative, cumulative);
- metode și proceduri de acțiune în vederea stingerii premature a obligațiilor dintr-o emisiune sau de schimbare a caracterului obligațiilor (clauze de conversie, răscumpărare, returnare, revocare și protecție);
- date exprimate și sub formă de calcule sau mărimi matematice, cum ar fi: mărimea dividendului prestabilit, de participare, dobânda nominală în cazul obligațiilor sau al altor titluri de credit, datele de maturitate ale împrumutului obligatar, date de scadență ale plății dobânzilor etc.

Clauza de prioritate se aplică atunci când emitentul se capitalizează prin emisiuni de acțiuni preferențiale sau obligațiuni, în situația în care au loc emisiuni ulterioare. Clauza constă în favorizarea celor din urmă titluri de a încasa profitul din investiții sau eventualele rezultate din lichidare, înaintea celorlalți investitori. Aplicarea unei astfel de clauze trebuie foarte bine justificată, deoarece poate da naștere la opoziții din partea investitorilor existenți, în cazul în care profitul produs este insuficient.

Clauza de participare este atașată acțiunilor preferențiale și constă în faptul că, pe lângă dividendul prestabilit, acțiunea respectivă dă dreptul deținătorului de a participa într-un anumit procent la împărțirea dividendului afectat acțiunilor comune. Acțiunile preferențial-participante au două categorii de profit din investiție: dividend prestabilit în virtutea încadrării sale în clasa acțiunilor preferențiale și un dividend de participare atribuit de această clauză.

Clauza cumulativă – constă în obligația emitentului de a plăti profitul din investiții (dividend sau dobândă) pentru perioadele în care, datorită rezultatelor insuficiente, nu s-a repartizat profit. Această clauză reprezintă un mijloc de presiune exercitată de acționarii posesori de acțiuni comune asupra performanței managementului.

Clauza de răscumpărare/revocare stabilește dreptul emitentului de a retrage de pe piață anumite categorii de valori mobiliare printr-o ofertă de răscumpărare a lor de la deținători, stingând, astfel, obligațiile contractuale ale acelei emisiuni. Pot fi revocabile acțiunile preferențiale și obligațiunile, titlurile de stat și cele emise de unități administrativ-teritoriale ale statului. În această clauză, se stabilesc condițiile de răscumpărare care includ mărimea prețului de răscumpărare, precum și metoda de calcul al premiului de răscumpărare, în cazul în care valoarea mobilă respectivă este apreciată pe piață.

Clauza de protecție a investitorului stabilește perioada de timp în care emitentul nu are voie să-și exercite dreptul de răscumpărare, perioada în care investitorul se poate bucura nestingherit de drepturile din contract. Pentru a nu crea un abuz din partea emitentului, clauza de protecție trebuie menționată în mod obligatoriu, dacă în contract există o clauză de răscumpărare (*call clause*).

Clauza de returnare stabilește dreptul investitorului de a solicita emitentului returnarea sumei investite în cazul în care nu se obțin performanțele investiționale menționate în prospectul de emisiune (*put clause*). Ca funcție, este o clauză opusă celei de răscumpărare.

Clauza de convertibilitate sau conversie este clauza care permite investitorului să schimbe o valoare mobilă pe care o deține, cu o altă valoare mobilă, emisă de același emitent. În unele țări, această clauză acordă același drept și emitentului. În cazul societății pe acțiuni, unitatea de convertibilitate este acțiunea comună. În acest mod, investitorilor li se dă posibilitatea de a deveni proprietari deplin ai societății, cu drept la vot, control și organizare. În general, atât acțiunile preferențiale, cât și obligațiunile, pot fi convertibile. Clauza fixează prețul de conversie și rata de conversie în cazul în care emitentul ar face uz de acest drept, stabilind metoda de calcul al primei de conversie, care va fi un câștig adițional al investitorului.

Aplicarea acestei clauze trebuie să aibă în vedere faptul că aprobarea emisiunii unui titlu convertibil presupune și aprobarea pentru emitere a unității de conversie, în speță acțiunea comună. Deci, printr-un singur prospect de emisiune, se obține autorizarea de emisiune a două valori mobiliare. Exersarea procesului de conversie nu are o limită-timp și duce la diluarea continuă a ponderii de deținere a proprietății acționarilor, deoarece, prin conversie, se emit acțiuni comune noi în favoarea altor investitori. Aprobând emisiunea unui titlu convertibil, acționarii renunță la dreptul de preempțiune pentru cantitatea de acțiuni ce va acoperi conversia.

Există o legătură directă între prețul de evoluție al celor două valori mobiliare raportate la un preț de paritate: dacă prețul valorii mobiliare convertibile se va găsi sub prețul de paritate, investitorii vor solicita conversia ei, pentru a-și însuși profitul de capital. Dacă valoarea mobilă convertibilă este de același tip cu cea de conversie (acțiuni preferențiale contra acțiuni comune), capitalul social al emitentului nu suportă efecte majore. Dacă valoarea mobilă convertibilă este de tipuri diferite (obligațiuni contra acțiuni comune), atunci au loc transformări majore, pozitive, în capitalul social al emitentului, cu efecte pozitive de transformare a datoriei în proprietate. Deoarece fiecare investitor își exersează dreptul individual de conversie în timpuri diferite, pe măsură ce procesul de convertibilitate se desfășoară, capitalul social al emitentului suferă o creștere continuă.

Valorile mobiliare convertibile sunt foarte solicitate pe piață de către acționarii care se găsesc la limitele legale de deținere, pentru care ar trebui să efectueze oferte de cumpărare, deoarece prin achiziționarea unui titlu convertibil și exersarea acestui drept își mărește ponderea de deținere, economisind cheltuielile de ofertă.

Subclasele valorilor mobiliare. Subclasa reprezintă gruparea valorilor mobiliare aparținând unei clase în funcție de diversitatea clauzelor particulare atașate acestora, care privesc măsura și intensitatea elementelor specifice care alcătuiesc instrumentul respectiv. Varietatea elementelor din clauze este rezultatul emisiunii valorilor mobiliare în condiții economico-juridice diferite și emitenți diferiți, dând naștere unui număr mare de subclase, care exprimă această diversitate de relații. Astfel, mărimea valorii nominale, a prețului de emisiune al garanțiilor, a dobânzii nominale, rate și termene de maturitate etc., pot constitui posibilități de a diversifica relațiile dintre emitent și investitor și, respectiv, pot mări numărul subclaselor valorilor mobiliare.

Diversitatea clauzelor individuale a determinat împărțirea oricărei clase a valorilor mobiliare în zeci de subclase. Pentru exemplificare, descriem mai jos cele mai cunoscute clauze care determină subclasele acțiunilor preferențiale, care sunt aplicabile și obligațiunilor emise de către societățile comerciale:

- Acțiunile preferențiale sau obligațiunile prioritare, sau senioare sunt cele ale căror obligații sunt satisfăcute înaintea oricăror altor acțiuni preferențiale, cunoscute sub denumirea de junioare;
- Acțiunile preferențiale sau obligațiunile cumulative sunt cele ale căror dividende sau dobânzi neplătite din cauza ineficienței societății se cumulează, ca obligație de plată;
- Acțiunile preferențiale nonparticipante primesc numai un dividend fix, prestabilit la emisiune, iar acțiunile preferențiale-participante sunt cele care, pe lângă dividendul prestabilit la emisiune, mai primesc un anumit procent din dividendul destinat acțiunilor comune. Acest tip de acțiuni cuprinde două categorii de dividende: un dividend prestabilit printr-o clauză ca oricare altă acțiune și un dividend de participare a cărei mărime reală se stabilește o dată cu calcularea dividendului acțiunilor comune, prin luarea în calcul a ponderii de participare;
- Acțiunile preferențiale cu dividend variabil sunt cele ale căror dividende sunt exprimate sub formă procentuală, sau se ajustează în funcție de variațiile dobânzii la zi sau ale inflației;
- Acțiunile preferențiale convertibile sunt acele acțiuni care, la cererea deținătorului, se pot transforma în acțiuni comune. Convertirea acțiunilor preferențiale este un drept suplimentar acordat investitorului și se prezintă sub forma unei clauze prin care se stabilește un raport de conversie și, eventual, un preț de conversie. Operațiunea de convertire produce schimbări în repartitia proprietății colective a acționarilor deținători de acțiuni comune, mai precis, diluarea ei și diluarea dreptului de vot. De aceea, în cazul emiterii acestui tip de acțiuni, este obligatoriu să se obțină aprobarea acționarilor posesori de acțiuni comune;
- Acțiunile preferențiale răscumpărabile sunt acțiunile pentru care emitentul își rezervă

dreptul de a le răscumpăra de pe piață la un preț prestabilit, stingând obligația emitentului față de investitor (*call clause*);

➤ Acțiunile preferențiale revocabile sunt acțiunile care oferă investitorului dreptul să obțină de la emitent suma investită, dacă acțiunea respectivă se dovedește a fi neperformantă, adică nu plătește dividendul pentru o perioadă de timp stabilită în clauză (*put clause*). Exersarea clauzei de răscumpărare sau de revocare reduce capitalul social al emitentului.

1.8.5. Metode de diversificare a valorilor mobiliare

Nevoia dezvoltării și diversificării valorilor mobiliare este legată de dezvoltarea producției și a investițiilor, de necesitatea găsirii de metode noi de finanțare a acestor activități.

Indiferent dacă emisiunea valorilor mobiliare constituie un angajament individual, bilateral sau multilateral, nevoile diverse ale utilizatorilor de fonduri sunt determinate de utilizarea avantajelor datorate evoluțiilor inegale în timp și loc ale cererii și ofertei de bani. Exersarea drepturilor și obligațiilor stabilite de valorile mobiliare, precum și a posibilității de asigurare împotriva riscului de piață și de credit pe care îl comportă tranzacțiile cu aceste titluri sunt cauzele care motivează inovarea de noi instrumente financiare.

Metodele de realizare a diversificării valorilor mobiliare sunt multiple și țin de sofisticarea agenților economici, precum și de dezvoltarea pieței financiare.

Titrarea sau titlurizarea este procesul prin care un instrument economico-financiar negociabil bilateral, pe o piață închisă, limitată, este transformat într-un titlu financiar liber negociabil pe un segment specializat din piața capitalului.

Prin titrare se măresc accesibilitatea, lichiditatea, deschizând posibilitatea de participare a unui număr nelimitat de investitori, facilitând activităților acoperite de acțiunea instrumentului respectiv calea unei dezvoltări nerestricționate din punct de vedere al resurselor financiare.

Cel mai important proces de titrare are loc pe baza instrumentului de finanțare a construcțiilor de locuințe, prin care mai multe instrumente individuale, dar omogene, ale creditului ipotecar, sunt consolidate de către un administrator și transformate într-un produs financiar nou, având calitatea de valoare mobilă liber negociabilă, denumită obligațiune ipotecară și care a dezvoltat un segment de piață financiară care poartă numele de „piață ipotecară”.

Deoarece această valoare mobilă nouă are ca sursă a profitului din investiții suma plăților efectuate de către beneficiarii individuali ai creditului ipotecar, plăți care sunt transferate de către administrator posesorilor de titluri, ea poartă și denumirea de *valoare mobilă conductoare*, care dirijează aceste venituri de la sursa de plată către investitori. În SUA, prin sistemul de titrare s-au rezolvat problemele finanțării unor activități importante, cum ar fi cea a pregătirii profesionale prin împrumuturi acordate studenților și cea a cumpărării de automobile în rate.

Consolidarea este operațiunea prin care clauzele ce aparțin unor instrumente diferite, dar din aceeași clasă, sunt grupate pentru a constitui o unitate nouă, în vederea satisfacerii cerințelor unui segment de piață, sau pentru a le face mai atractive pentru investitori. Exemplu ar fi combinarea clauzelor prioritare cu cea participantă sau cumulativă la emisiunea unei obligațiuni sau acțiuni.

Dezmembrarea este procesul de emisiune a instrumentelor financiare noi pe baza eliminării sau divizării unuia sau a mai multor drepturi care, de regulă, aparțin unui titlu aflat, deja, pe piață, în scopul diversificării gradului de risc și profit al investitorilor. De exemplu, divizarea dreptului asupra profitului din investiții al acțiunii ordinare în două alocări de *timeprime* și *score*, sau emiterea de acțiuni așa-zise ordinare, fără drept de vot.

Hibridarea este procesul de emisiune a unor instrumente financiare noi care întrunesc clauzele specifice a două sau mai multe instrumente aflate, deja, pe piața financiară. Un exemplu de hibrid îl constituie acțiunea preferențială: ea combină contribuția la capitalul social specific acțiunii ordinare cu profitul din investiții, fix sau determinat, al obligațiunii.

Ameliorarea creditului prin tranzitare de drepturi este operațiunea prin care un emitent își îmbunătățește clasa sa de credit prin utilizarea girului oferit de o altă entitate. Obținerea finanțărilor bancare este anevoioasă și supune societatea unui control excedentar care poate afecta bunul mers al

activității. Exigența creditului bancar discriminează societățile noi, care nu pot utiliza oportunitățile capitalului de împrumut pentru dezvoltare, dat fiind creditul redus al acestora.

Procesul de ameliorare al creditului este procedura prin care societățile comerciale ce doresc să utilizeze capital de împrumut pentru finanțare pot apela la alte societăți cu credit mai bun, care să garanteze pentru ele plata principalului și a dobânzilor în fața investitorilor. Deoarece nivelul dobânzii este stabilit în funcție de credit, prin metoda întăririi creditului, emitenții cu grad de credit mai slab pot utiliza avantajele oferite de societățile garantare de credit, achitând acestora suma cu care au fost creditați.

O altă procedură de asigurare a creditului este emisiunea internă sau internațională de instrumente, utilizându-se drept colateral titlurile de stat, iar în cazul în care emitentul nu-și poate onora plățile, investitorii pot revendica drepturile noi asupra garantului.

Ingeriile financiare sunt procese prin care sunt combinate clauzele specifice mai multor instrumente, sau prin care sunt detașate sau dezmembrate anumite clauze ale unui instrument, rezultând un nou instrument în scopul întrunirii cerințelor unei categorii de investitori.

Eficiența și siguranța ingineriilor financiare depind de poziția și credibilitatea societății financiare care efectuează acest proces. Dar, în cazul în care aceasta nu prezintă suficientă bonitate, ele conduc la majorarea riscului de credit și piață ale noului produs.

Ingeriile financiare cuprind și procesele de hibridare și titlurizare prin care s-au creat segmente importante ale pieței de capital. Tot prin ingeriile financiare se produc instrumente și valori mobiliare derivate noi, numite exotice, în unele cazuri datorită obiectului de contract, cu extindere mai mică, uneori unitară în piață.

Globalizarea este procesul prin care agenții economici emitenți dintr-o țară pot apela la finanțarea internațională de capital prin listarea indirectă a acțiunilor lor comune pe o piață externă.

Prin globalizare, societatea emitentă alocă un număr de acțiuni unei instituții financiare străine care le depozitează în țara emitentului, în schimbul lor, instituția financiară străină emite titluri în valută care sunt listate și tranzacționate pe o piață de capital consacrată. Cele mai importante piețe prin care se tranzacționează aceste titluri sunt NASDAQ, bursele din New York și Londra, unde sunt tranzacționate peste 1.500 de firme străine, sub forma titlurilor ADR (*American Depository Receipts*) și GDR (*General Depository Receipts*).

Tranzacționarea acțiunilor în afara granițelor naționale prezintă avantajul mobilizării capitalului străin pentru dezvoltare, al recunoașterii seriozității afacerilor, dar impune emitentului un comportament disciplinar strict în ceea ce privește transparența și raportarea în timp a rezultatelor.

1.8.6. Acțiunile

Acțiunile sunt valori mobiliare negociabile care conferă deținătorului dreptul de proprietate asupra unei cote-părți a societății emitente.

Drepturile deținătorului sunt următoarele:

- de a participa cu vot deliberativ la adunările generale ale acționarilor;
- de a lua parte la administrarea și controlul societății;
- de a primi o parte din venitul net cu ocazia lichidării societății.

1.8.6.1. Tipuri de acțiuni

Tipurile de acțiuni se pot grupa după mai multe criterii, cele mai importante fiind următoarele:

A. Gruparea acțiunilor după forma de prezentare

1. Acțiuni nominative. Inițial, aveau înscrise numele deținătorului și nu puteau fi transmise altei persoane, decât prin transcrierea tranzacției într-un registru aflat la emitent. Următoarele acțiuni nominative sunt obligatorii:

- acțiunile care nu sunt în întregime libere de obligații;
- acțiunile cu drept de vot dublu;
- acțiunile cumpărate de o societate în vederea atribuirii lor salariaților;
- acțiunile care reprezintă garanția cerută administratorilor sau membrilor Consiliului de Administrație.

2. Acțiuni la purtător. Tradițional, acestea nu aveau înscrise numele acționarului, deținătorul fiind recunoscut ca purtător prin dematerializare. Aceste acțiuni sunt înscrise într-un cont, transmiterea proprietății asupra lor nemairealizându-se din mână în mână.

B. Gruparea acțiunilor după drepturile generate titularului

1. Acțiuni ordinare. Aceasta conferă dreptul deținătorului la dividende, proporțional cu cota-parte din capitalul social deținut.

2. Acțiuni privilegiate. Au dreptul prioritar la un dividend fix, predeterminat și indiferent de mărimea profitului obținut într-un exercițiu financiar. Plata acestora se face cu prioritate înaintea celei ordinare. Dacă profitul este insuficient pentru plata dividendelor acestora, se reportează. Aceste acțiuni nu dau dreptul la vot.

3. Acțiuni gratuite. Rezervele acumulate în anii anteriori se transformă în acțiuni noi, în capital. Fiecare acționar are dreptul de a primi un număr de acțiuni proporțional cu partea sa de capital.

4. Acțiuni noi. Când se mărește capitalul, acționarii vechi au dreptul prin lege să subscrie acțiunile noi.

5. Acțiuni certificate de investiție. Acestea se emit când societatea nu vrea să-și asume riscul diminuării capitalului.

Acțiunea se fracționează în două părți:

- dreptul direct ce aparține emitentului;
- drepturi pecuniare ce aparțin deținătorului (împărțirea profitului etc.).

C. Gruparea acțiunilor după natura capitalului

1. Acțiuni în numerar. Sunt acțiunile eliberate în schimbul banilor-gheață sau în compensarea unei creanțe;

2. Acțiuni de aport. Sunt alte acțiuni decât cele în numerar. Aporturile în natură sunt: terenuri, mărci etc.

D. În funcție de treapta atinsă în îndeplinirea rolului de mijloc de autofinanțare, tipul acțiunilor grupate pe serii și clase cunosc următoarea clasificare:

1. Acțiuni autorizate. Ele reprezintă numărul maxim de acțiuni, pe care o societate pe acțiuni îl poate emite. Numărul acțiunilor autorizate este specificat în statutul societății, el este numai relativ limitat, deoarece atunci când societatea dovedește necesitatea economică a dezvoltării sale, ea poate să obțină autorizația de a emite un număr suplimentar de acțiuni. În țara noastră, la înființarea societăților pe acțiuni, acționarii au posibilitatea de a subscrie o anumită cantitate de capital, pe baza acestuia se emite un număr de acțiuni, urmând ca achitarea acțiunilor emise și vărsarea integrală a capitalului să se execute ulterior, într-o perioadă nedeterminată.

2. Acțiuni neemise. Sunt acea parte a acțiunilor autorizate care încă nu au fost emise în vederea comercializării și care constituie un potențial de autofinanțare al societății la un moment dat. Aceste acțiuni pot apărea ca urmare a unei acțiuni exonerate de la înregistrare, cum ar fi emisiunea de acțiuni pentru plata dividendului, emisiunea pentru un plan de achiziționare a acțiunilor de către salariați, desfășurat pe baza unui contract de participare, sau emisiunea necesară acoperirii garanțiilor aflate în mâna investitorilor ori pentru a acoperi alte valori mobiliare, care sunt convertibile.

3. Acțiuni emise. Reprezintă acel quantum de acțiuni autorizate care au fost emise și comercializate sau care se află în procesul distribuției primare emitent-investitor.

$$\text{Numărul de acțiuni emise} = \text{Numărul de acțiuni autorizate} - \text{Numărul de acțiuni neemise}$$

4. Acțiuni puse în vânzare. Sunt acțiunile emise și aflate în procesul distribuției primare, a căror contravaloare urmează a fi încasată.

5. Acțiuni aflate pe piață. Sunt acea parte din acțiunile emise și vândute care se află în posesia acționarilor și pentru care societatea a încasat contravaloarea lor și trebuie să respecte toate drepturile investitorilor deținători: vot, plată de dividende etc.

6. Acțiuni teaurizate - sunt acțiunile proprii pe care societatea emitentă le cumpără de pe piață ca oricare alt investitor, pentru a le revinde când prețul lor va crește, sau pentru a-și proteja anumite

interese pe piața de capital, cum ar fi fuziunea sau preluarea ostilă. Pentru acțiunile tezurizate nu se plătesc dividende și nu se votează în adunarea acționarilor. Tezurizarea creează posibilitatea creșterii dividendului repartizat care se concentrează pe un număr mai mic de acțiuni, aflat în mâna acționarilor și creează o sursă de a plăti dividendul în acțiuni.

$$\text{Numărul de acțiuni pe piață} = \text{Numărul de acțiuni emise} - \text{Numărul de acțiuni tezurizate}$$

Mărimea capitalului proprietate a unei societăți constă în suma valorilor de înregistrare nominală a tuturor claselor și seriilor de acțiuni.

E. Din punct de vedere al modului de plată a dividendelor, există o altă clasificare a acțiunilor:

1. Acțiuni comune sau ordinare sunt acțiunile care dau deținătorului dreptul la vot în adunarea acționarilor. Acțiunile comune încasează dividende variabile în funcție de realizările economice ale societății emittente, dar numai după achitarea tuturor dividendelor acordate deținătorilor de acțiuni preferențiale.

2. Acțiuni preferențiale sunt acele acțiuni care dau acționarului dreptul de vot în Adunarea Generală, dar care au prioritate la încasarea unor dividende prestabilite fie în valoare absolută, fie în valoare relativă. În cazul dizolvării sau falimentului societății emittente, plata contravalorii acțiunilor preferențiale se efectuează înaintea celor comune. Emisiunea de acțiuni preferențiale are loc numai cu aprobarea acționarilor cu drept de vot, adică a celor deținători de acțiuni comune, deoarece aceștia, pentru a obține capital suplimentar de la alți investitori, cedează voluntar anumite priorități, creează niște facilități noilor veniți privind încasarea de dividende în caz de lichidare. Acțiunile preferențiale dețin anumite atribute care le individualizează, după cum urmează:

a) acțiuni preferențiale cumulative – ale căror dividende neplătite din cauza ineficienței societății se cumulează. Ele se plătesc înaintea oricăror dividende destinate acțiunilor comune în momentul distribuirii profitului.

b) acțiuni preferențiale noncumulative – ale căror dividende neplătite din cauza rezultatelor economice ineficiente nu se pot acumula în favoarea acționarului.

c) acțiuni preferențiale participante – care, pe lângă încasarea dividendului prestabilit la emisiune, mai primesc un anumit procent de participare din dividendul destinat acțiunilor comune. Acest tip de acțiune cuprinde două categorii de dividende: un dividend prestabilit printr-o clauză și un dividend de participare a cărui mărime reală se stabilește o dată cu calcularea dividendului acțiunilor emise.

d) acțiuni preferențiale nonparticipante – care primesc un dividend fix prestabilit la emisiune.

e) acțiuni preferențiale – cu dividend variabil sunt cele ale căror dividende exprimate sub formă procentuală se ajustează în funcție de variațiile dobânzii la zi.

f) acțiuni preferențiale – prioritare sunt acelea a căror plată efectivă se efectuează înaintea tuturor acțiunilor preferențiale și se mai numesc acțiuni senioare.

g) acțiuni preferențiale – convertibile sunt acele acțiuni care, la cererea deținătorului, se pot transforma în acțiuni comune. Convertirea acțiunilor preferențiale este un drept al investitorului posesor și produce schimbări în repartitia proprietății colective a acționarilor, mai precis diluarea ei. De aceea, în cazul emiterii de acțiuni este obligatoriu să se obțină aprobarea acționarilor posesori de acțiuni comune.

h) acțiuni preferențiale revocabile – sunt acțiuni pentru care emittentii își rezervă dreptul de a le răscumpăra de la piață la un preț prestabilit. Revocarea acțiunilor reduce capitalul societății.

F. Acțiuni mixte și dezmembrate.

1. Titluri participative – nu pot fi emise decât de societățile din sectorul public și de cooperatie. Nu implică dreptul de vot și gestionarea societății, oferă numai dreptul de participare la rezultate. Au caracteristicile atât ale acțiunilor, cât și ale obligațiunilor:

➤ valoare nominală;

➤ durată nelimitată, dar însoțită de o clauză de rambursare anticipată conform voinței emittentului, dar nu înainte de 7 ani de la emisiune.

Recompensa cuprinde două părți:

➤ parte fixă, calculată prin referință la rata dobânzii de pe piața monetară sau obligatară;

➤ parte variabilă (maxim 40% din valoarea nominală) în funcție de activitatea și rezultatele societății.

2. Certificatele de investiții privilegiate – sunt titluri prin care se disociază dreptul de vot de alte prerogative (de profit și rezerve, de informare). Nu pot depăși un sfert din capitalul social. Oferă posibilitatea creșterii fondurilor proprii fără modificarea structurii capitalului.

1.8.6.2. Valoarea acțiunilor

Emisiunea acțiunilor are ca scop procurarea capitalului necesar pentru înființarea unei societăți sau extinderea capitalului, extinderea societății. În funcție de semnificația pe care o are în diferite momente o acțiune, ea poate îmbrăca sau exprima valori diferite:

1. *Valoarea nominală a unei acțiuni* – este egală cu suma totală a capitalului social împărțit la numărul total de acțiuni emise. Această valoare este o valoare convențională și are la bază împărțirea capitalului între acționari, între asociați. Valoarea acțiunii nominale este folosită la repartizarea profitului statutar adică a primului dividend pentru a se preveni tranzacții bursiere cu valori derizorii, valoarea nominală a unei acțiuni, are un nivel minim obligatoriu care se stabilește prin lege.

2. *Valoarea contabilă* – reprezintă activul net ce revine pe o acțiune. Activul net – reprezintă partea din activele societății neafectate de datoriile contractate de aceasta, adică:

activul net = activul total – datoriile totale

$$\text{valoarea contabilă} = \frac{\text{activul net}}{\text{numărul total de acțiuni}}$$

3. *Valoarea intrinsecă a acțiunii* – aceasta este impusă de împărțirea beneficiului la lichidare, dacă are loc o evaluare bilanțieră sau se procedează la corecții prin evaluări. Valoarea intrinsecă exprimă activul net corectat cu plusurile sau minusurile de active latente (provizioane pentru riscuri, cheltuieli care nu au apărut în exercițiul financiar încheiat și care nu s-au soldat în conturile de venituri, care revin pe acțiune).

$$\text{valoarea intrinsecă} = \frac{\text{activul net corectat}}{\text{numărul total de acțiuni}}$$

4. *Valoarea financiară a unei acțiuni* – exprimă capitalul financiar care s-ar obține prin dividendul din contul de rezultate la o rată medie a dobânzii pe piață.

$$\text{valoarea financiară} = \frac{\text{dividendul}}{\text{rata medie a dobânzii pe piață}}$$

5. *Valoarea de randament* – exprimă valoarea financiară a unei acțiuni și rezultă din raportarea profitului net nerepartizat care revine pe o acțiune la rata medie a dobânzii pe piață.

$$\text{valoarea de randament} = \frac{\text{profitul net nerepartizat pe o acțiune}}{\text{rata medie a dobânzii pe piață}}$$

6. *Valoarea negociată și prețul de vânzare al unei acțiuni* – schimbarea acțiunilor pe piață se face pe baza unui preț care poate fi diferit de valoarea nominală sau valoarea intrinsecă contabilă. Valoarea pe piață depinde de oportunitatea operațiunii pe care părțile participante la tranzacții le anticipează în perioada următoare.

Prețurile de vânzare se numesc:

➤ *prețuri de emisiune* atunci când acțiunile apar ca urmare a înființării unei societăți, altfel spus prețul pentru acțiunile noi;

➤ *valoare venală sau valoare bursieră* și reprezintă prețul plătit de cumpărător pentru acțiunile negociate la bursă.

1.8.6.3. Caracteristicile acțiunilor

➤ acțiunea reprezintă o fracțiune din capitalul unei societăți;

- acțiunea dă dreptul deținătorului de a-și exprima votul atât în adunările ordinare, cât și în cele extraordinare;
- de a primi o parte din profitul distribuit;
- dă dreptul de a primi o parte din drepturile asupra activului net stabilit cu ocazia dizolvării sau lichidării societății; de precizat că atât dreptul de vot în adunările ordinare și extraordinare, cât și partea din profit și din activul net sunt proporționale cu ponderea pachetului de acțiuni deținute de titular sau acționar. Trebuie, de asemenea, precizat că deținătorul de acțiuni nu are nici o responsabilitate față de societatea în cauză, decât dacă este implicat și participă la gestiunea activității economico-financiare a societății;
- dreptul de proprietate conferit de acțiune nu poate fi disociat de capitalul societății;
- acțiunea implică riscul unui venit incert determinat de evoluția activității, ceea ce nu se regăsește în cazul obligațiilor;
- acțiunile sunt titluri financiare cedabile în urma unei operațiuni de vânzare-cumpărare, posibilitate ce conferă mobilitatea capitalului deținut.

1.8.6.4. Plasamentul acțiunilor

În ceea ce privește plasamentul acțiunilor emise de o societate, trebuie să avem în vedere distincția ce trebuie să se facă între două situații, și anume:

- prima emisiune de acțiuni, în momentul constituirii societății;
- emisiunea de noi acțiuni în vederea majorării capitalului unei societăți ce funcționează deja.

Constituirea capitalului unei societăți, în momentul înființării societății, are la bază subscrierea de către fondatorii societății a acțiunilor. Fondatorii pot participa la constituirea capitalurilor societății în proporție de 100% sau pot subscrie pentru pachetul majoritar care să le permită menținerea controlului asupra activității societății și, deci, controlul asupra procesului decizional al firmei. În acest din urmă caz, restul acțiunilor pot fi vândute pe baza ofertei publice, caz în care trebuie să se stabilească perioada de subscriere și perioada de vărsare integrală a capitalului subscris. Toate acestea sunt specifice pieței primare, prin intermediul căreia sunt puse în circulație pentru prima dată titlurile financiare. Oferta publică, ca modalitate de lansare pe piață a acțiunilor, își are originile în practicile bursiere ale Statelor Unite ale Americii și ale Marii Britanii.

Ceea ce este specific ultimilor ani este largă utilizare a emisiunii pe baza apelului la economiile disponibile din economie, altfel spus pe baza ofertei publice. Toate aceste operațiuni de punere în circulație a acțiunilor au la bază un intermediar important al economiei actuale, piața bursieră.

Din punct de vedere al posibilității de participare la subscrierea capitalului, oferta publică se prezintă sub două forme:

- *ofertă publică clasică;*
- *ofertă publică nominativă.*

Presupune punerea în circulație a titlurilor, emisiunea adresându-se întregului public ce are posibilitatea de a investi. Chiar din start, se poate observa că, prin intermediul acestui tip de emisie a acțiunilor, capitalul va fi foarte divizat din punct de vedere al acționariatului. În ceea ce privește nivelul prețului la care se face emisiunea, acesta este prestabilit (înaintea introducerii titlurilor pe piața primară); ceea ce este specific acestui tip de emisiune este faptul că prețul de emisiune poate fi modificat ca un coeficient de reducere în cazul în care cererea este mult mai mare decât oferta.

Introduce o restricție în ceea ce privește posibilității participanților la subscrierea titlurilor emise în vederea constituirii capitalului, deoarece titlurile sunt nominative și, în același timp, oferta este limitată cantitativ pentru a nu favoriza o difuziune prea largă și, astfel, o fărâmițare accentuată a acționariatului. Prin această metodă se realizează o limitare a cererii.

În condițiile tranzacționării obișnuite a acțiunilor, după emisiunea acestora, importante sunt și metodele prin intermediul cărora se urmărește:

- *preluarea controlului asupra unei societăți cotate la bursă ;*
- *negocierea unei părți substanțiale din capitalul societății vizate.*

Aceste metode sunt reprezentate de:

- oferta publică de cumpărare;

- oferta publică de vânzare;
- cedarea pachetului de control.

Aceste metode sunt, de foarte multe ori, preferate cumpărărilor sistematice, în urma cărora să se achiziționeze pachetul majoritar. Cea din urmă metodă, specifică micilor investitori care nu dispun de resurse importante menite să le permită realizarea de investiții masive, pentru investiții însemnate cantitativ, prezintă mai multe limite legate de:

- inexistența, în cadrul societății vizate a unui grup de control puternic, capitalul fiind puternic divizat;
- necesitatea existenței unei perioade destul de lungi pentru preluarea unui număr suficient de mare de acțiuni care să permită preluarea controlului.

Cele două aspecte coroborate pot conduce la obținerea unor rezultate nesatisfăcătoare din punct de vedere al investitorului, în sensul că, după preluarea societății, aceasta poate să nu mai realizeze rezultatele care l-au determinat pe investitor să facă această achiziție.

1. Oferta publică de cumpărare sau de schimb se bazează pe preluarea controlului unei societăți, cu *acordul acesteia* (dacă avem în vedere o *ofertă publică amiabilă*) sau *fără* un astfel de *acord* (cum este cazul așa-numitei *oferte publice ostile*), prin lansarea propunerii de către investitor:

- de a răscumpăra titlurile acționarilor existenți, situație întâlnită în cazul ofertei publice de cumpărare;
- de a realiza un schimb contra acțiunii existente sau în curs de emisiune – cum este cazul ofertei publice de schimb.

Specificul acestei metode constă în faptul că, până în momentul achiziției, trebuie să existe un acționar care să dețină mai mult de o treime din drepturile de vot ale societății. Pe de altă parte, investitorul care lansează oferta de cumpărare sau de schimb:

- trebuie să obțină acordul autorităților bursiere;
- în același timp, investitorul fiind obligat să precizeze și numărul de acțiuni pe care urmărește să le achiziționeze și care-i permit să dețină, la finele operațiunii, cel puțin două treimi din drepturile de vot;
- trebuie să precizeze prețul la care răscumpără, de la vechii acționari, titlurile sau paritatea de schimb (număr de acțiuni din pachetul majoritar contra acțiuni, deja, existente pe piață sau în curs de emisiune);
- trebuie să precizeze perioada de valabilitate a ofertei (în mod uzual, se folosește un termen de 20 de zile bursiere);

Se poate observa faptul că emitentul ofertei își rezervă dreptul de a se retrage în cazul în care numărul acțiunilor prezentate spre tranzacționare este insuficient pentru a se ajunge la preluarea controlului societății vizate.

2. Oferta publică de vânzare presupune posibilitatea, pentru posesorul unei părți semnificative din capitalul unei societăți, de a propune în mod public vânzarea titlurilor sale, la un preț determinat, dar, bineînțeles, cu acordul autorităților bursiere. Aceasta reprezintă în același timp și una dintre metodele de introducere a societății vizate în cadrul Cotei oficiale de cotare și tranzacționare pe piața secundară.

Cotarea la bursă. Indiferent, însă, de modalitatea de emisiune a titlurilor și de punerea lor în vânzare, precum și indiferent de natura lor, se pune problema tranzacționării lor ulterioare.

Astfel, odată emise titlurile unei societăți, conducerea firmei poate solicita listarea la bursă a titlurilor emise și, astfel, tranzacționarea titlurilor pe piața secundară. În ceea ce privește introducerea la bursă a acțiunilor, aceasta reprezintă o operațiune ce necesită un efort destul de mare atât din punct de vedere fizic, cât și financiar, dar toate aceste eforturi pot fi anihilate de rezultatele cotării acțiunilor, în sensul creșterii valorii acestora. Bineînțeles că nu trebuie uitate și efectele de la polul opus, caz în care acțiunile societății listate pot să înregistreze o scădere drastică. Toate aceste efecte sunt generate atât de riscul indus de piața respectivă, cât și de riscul aferent societății respective, risc generat de puterea ei financiară, de perspectivele de dezvoltare.

Din punct de vedere al emitentului, cotarea la bursă permite fie imediat, dacă emisiunea este rezultatul unei majorări a capitalului inițial, fie la termen, în condițiile în care titlurile, deja, emise sunt doar tranzacționate în baza resurselor disponibile existente în economie.

În cazul unei societăți performante și care urmărește să înregistreze un anumit nivel al creșterii, de exemplu, dar care se confruntă cu refuzul acționarilor fondatori de a realiza majorarea capitalului sau de a accepta un partener extern în schimbul *pierderii autonomiei*, cotarea la bursă poate constitui modalitatea de obținere a unei finanțări durabile necesare. Pentru toate acestea, însă, trebuie respectate unele condiții atât de formă, cât și de fond, condițiile vizând:

- nivelul minim al capitalizării bursiere;
- gradul de dispersare a titlurilor la public;
- rezultatele economico-financiare ale societății;
- nivelul dividendelor anterior distribuite.

Toate aceste elemente reprezintă tot atâtea informații ce stau la baza analizei operatorilor pieței, cei ce prezintă un *adevărat studiu de fezabilitate* pentru posibii investitori.

Dacă analizăm cotarea la bursă a acțiunii unei societăți din punct de vedere al unui posibil investitor, aceasta reprezintă un adevărat barometru care evidențiază situația financiară și economică a societății vizate, precum și perspectivele acesteia din punct de vedere al creșterii economice, deoarece, prin intermediul bursei se creează o altă *piață de desfacere pentru societatea respectivă*, în sensul că toate disfuncționalitățile înregistrate în plan intern se manifestă cu foarte mare rapiditate în plan bursier, toate acestea fiind însoțite și de manifestările pieței respective. În momentul în care se vorbește de plasarea titlurilor, fie că este vorba de plasamentul primar generat de constituirea capitalului inițial al societății, fie că este vorba de majorarea capitalului societății, trebuie să se pună un accent deosebit pe modalitățile de evaluare a acțiunilor.

Drepturile de subscriere și warantele

Nu sunt calificate ca valori mobiliare de către CNVM și, prin urmare, nu sunt tranzacționate pe piețele secundare românești (BVB și RASDAQ). În viitorul nu prea îndepărtat, ele vor căpăta și pe piața românească statutul de valori mobiliare și vor putea fi folosite de societățile emitente, pentru a face emisiunile lor mai atractive.

Pe piețele de capital dezvoltate, aceste produse sunt foarte atractive pentru investitori, deoarece ele intermediază, în principiu, emisiunile speculative.

1.8.7. Obligațiunile

Obligațiunile sunt titluri financiare reprezentând creanța deținătorului acesteia asupra emitentului ei, rezultată în urma unui împrumut pentru care acesta din urmă – o companie, agenție publică sau statul – plătește periodic o dobândă, de regulă, fixă, urmând să răscumpere obligațiunea peste un anumit termen⁶.

Pentru a prezenta caracteristicile obligațiunii putem face o comparație cu acțiunile. Astfel, dacă avem în vedere poziția investitorului, obligațiunea apare ca un titlu de creanță, în timp ce acțiunea este un titlu de proprietate. De asemenea, obligațiunea este valabilă numai până la scadență, în timp ce acțiunea nu are durată de viață.

Din punct de vedere al fructificării investiției, obligațiunea generează certitudinea fructificării prin faptul că emitentul își asumă obligația de a plăti dobânzile indiferent de rezultatul obținut, în timp ce dividendul nu poate fi încasat, dacă rezultatele obținute sunt necorespunzătoare sau dacă se decide de către Adunarea Generală a Acționarilor să nu se distribuie dividende.

Dacă avem în vedere riscul plasamentului, atunci putem spune că riscul asumat de investitorul în obligațiuni este mai mic decât riscul pe care îl implică investiția în acțiuni. În sfârșit, deținătorii de obligațiuni sunt creditori și, ca urmare, trebuie achitați înaintea acționarilor preferențiali sau comuni, dacă apare situația de intrare în faliment.

Sintetizând, diferențele esențiale dintre acțiuni și obligațiuni pot fi prezentate astfel:

⁶ Puiu Alexandru, Marin George (coordonatori), *Dicționar de relații economice internaționale*, Editura Enciclopedică, București, 1993, pag. 373.

Deosebirile dintre acțiuni și obligațiuni

ACȚIUNI	OBLIGAȚIUNI
<ul style="list-style-type: none"> ▪ acțiunea reprezintă un drept de proprietate ▪ dividendele pot sau nu să fie distribuite acționarilor 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ obligațiunea reprezintă o datorie a emitentului ▪ dobânda este o obligație legală care trebuie plătită deținătorului în mod regulat
<ul style="list-style-type: none"> ▪ acțiunile pot să rămână independente o perioadă de timp indefinită 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ obligațiunile trebuie răscumpărate de emitent
<ul style="list-style-type: none"> ▪ dividendele se distribuie din profitul net 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ dobânda este o cheltuială
<ul style="list-style-type: none"> ▪ acțiunile se vând cu număr de unități 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ obligațiunile se vând cu valoarea minus discountul sau plus prima, după caz

În ceea ce privește jucătorii implicați pe piața de obligațiuni, aceștia sunt:

- emitenți;
- investitori;
- intermediari.

Emitenții sunt reprezentați de organizații care oferă suficientă siguranță și bonitate pentru a atrage investitorii.

Principalii emitenți de obligațiuni sunt:

- băncile și alte instituții financiare;
- corporațiile;
- organismele guvernamentale și cvasiguvernamentale;
- organizațiile supranaționale (Banca Europeană de Investiții, Banca Mondială).

În categoria investitorilor, se înscriu cei care acordă împrumuturi de capital în cadrul emisiunilor de obligațiuni. Ca o recompensă pentru utilizarea banilor lor, investitorii se așteaptă să obțină dobândă, în mod regulat, de-a lungul perioadei împrumutului și să li-se ramburseze împrumutul la o dată viitoare.⁷

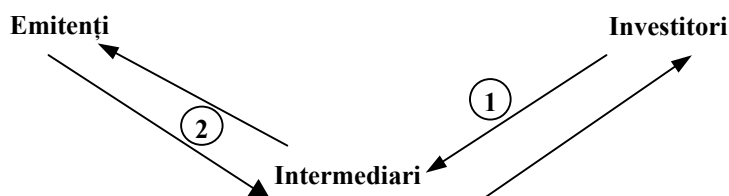
Principalele categorii de investitori sunt:

- persoanele fizice;
- instituțiile.

Cei care influențează, însă, în mod hotărâtor, modul de derulare a emisiunii de obligațiuni, prin ponderea pe care o dețin pe piață (80%), sunt instituțiile, în categoria acestora incluzându-se: fondurile mutuale și de pensii, companiile de asigurări, instituțiile de economii etc.

În ceea ce privește intermediarii, rolul acestora este să plaseze fondurile de la investitori către emitenți asigurând astfel realizarea unei tranzacții benefice pentru ambele părți.

Schematic, legătura dintre cei trei participanți pe piața de obligațiuni poate fi prezentată astfel (figura 1.2):



1. emitenții împrumută capital de la investitori
2. emitenții rambursează împrumutul la scadență

Figura 1.2. Relația emitenți-investitori

1.8.7.1. Clasificarea obligațiunilor

Există mai multe tipuri de obligațiuni, care se pot clasifica după următoarele criterii:

I. După modul de identificare a proprietarului, obligațiunile pot fi:

⁷ *** Introducere în studiul piețelor de obligațiuni, Editura Reuters, 2002, pag. 30

➤ *Nominative*, care poartă numele deținătorului și sunt prevăzute cu un spațiu de andosare în cazul vânzării. Noul proprietar se prezintă cu obligațiunea andosată la agentul depozitar pentru a-i emite o altă obligațiune purtând propriul său nume;

➤ *la purtător*, care nu indică numele proprietarului și, de aceea, prezintă incertitudine pentru deținător, deoarece în cazul pierderii sau furtului obligațiunii dreptul de proprietate asupra ei nu poate fi dovedit.

II. După modul de emisiune:

➤ *obligațiuni materializate* – sunt obligațiuni emise în formă materială, pe suport de hârtie;

➤ *obligațiuni dematerializate* – sunt obligațiuni evidențiate prin înscriere în cont, pe suport magnetic.

III. După tipul de venit pe care îl generează, obligațiunile emise pot fi:

➤ *obligațiuni cu dobândă* – sunt emise la valoarea nominală, valoare care se returnează, de regulă, la scadență, plus o dobândă care se distribuie conform programului de distribuire;

➤ *obligațiuni cu coupon zero* (cu reducere sau cu discount) – sunt emise la un preț de emisiune mai mic decât valoarea nominală care este plătită la scadență, iar câștigul este dat de diferența dintre prețul de cumpărare și prețul de răscumpărare la scadență. Cei care emit obligațiuni cu coupon zero sunt cei care doresc să amâne plata în numerar către investitori. Acești emitenți trebuie să prezinte cel mai ridicat rating de credit, pentru a satisface certitudinea investitorilor în sensul că respectivul emitent va continua să existe pentru a rambursa datoria la scadența obligațiunii.

Așadar, caracteristicile unor obligațiuni de coupon zero pot fi evidențiate astfel:

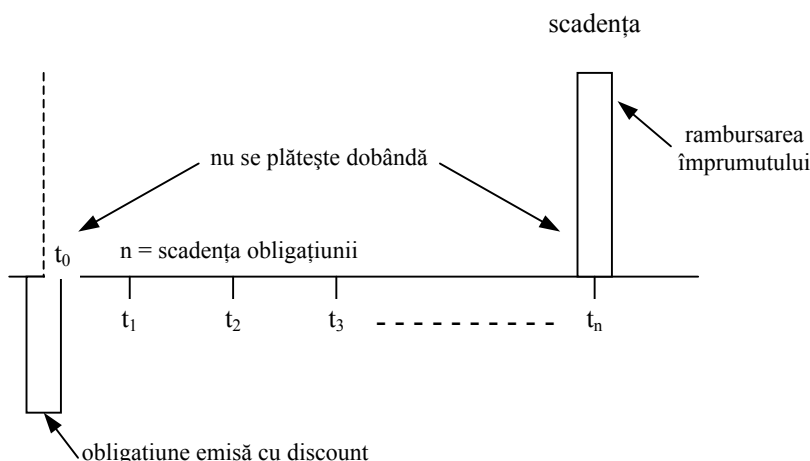


Figura 1.3.

IV. După modul de garantare, există:

1. obligațiuni garantate de un bun material

În această situație, bunul material poartă numele de „colateral”, iar pentru ca acesta să producă efecte din punct de vedere juridic, trebuie să fie „curat”, adică proprietatea asupra sa să fie sigură și să nu fie grefată de alte împrumuturi, ipoteci sau datorii.

Obligațiunile garantate de un bun material se pot clasifica, la rândul lor, în:

a) *obligațiuni imobiliare* – în acest caz, imobilul ce garantează emisiunea de obligațiuni se află în posesia emitentului. În situația în care colateralul garantează mai multe emisiuni de obligațiuni, este vorba despre obligațiuni imobiliare deschise, în caz contrar obligațiunile sunt obligațiuni imobiliare închise.

b) *obligațiuni garantate de capitalul fix* – acest tip de obligațiuni este utilizat, în general, pentru finanțare inițială sau pentru redotare-modernizare.

2. obligațiuni emise pe baza onoarei și încrederii emitentului

Aceste obligațiuni sunt emise fără să fie necesară existența colateralului, garanția constituind-o, în acest caz, chiar integritatea și bunul renume de care se bucură emitentul. Neplata la timp a dobânzii și a împrumutului generat de emisiunea de obligațiuni pune emitentul în stare de faliment,

iar administratorul emisiunii confiscă și valorifică proprietatea emitentului fără a mai fi necesară intervenția organelor juridice.

În practica internațională, se mai întâlnesc următoarele tipuri de obligațiuni:

➤ **obligațiuni cu bonuri de subscriere**, care combină obligațiunea clasică cu un titlu negociabil ce-i dă dreptul deținătorului să achiziționeze, la o dată viitoare, la un preț predeterminat, acțiuni ale aceluiași emitent.

➤ **obligațiuni de participație** care leagă rentabilitatea plasamentului în obligațiuni de rezultatul financiar al emitentului, adică emitentul precizează, în momentul emisiunii, un nivel minim al ratei dobânzii, precum și un nivel minim al rambursării. Dacă rezultatul financiar al emitentului este favorabil, se vor majora atât dobânzile, cât și sumele plătite cu titlu de rambursare.

➤ **obligațiuni convertibile în acțiuni** – permit posesorului ca, într-o perioadă de timp dinainte stabilită de către emitent, să-și exercite dreptul de a preschimba obligațiunile deținute în acțiuni ale aceluiași emitent.

➤ **obligațiuni indexate** – se utilizează într-o economie inflaționistă. Astfel, pentru a face împrumutul atractiv, emitentului poate preciza, ca o condiție expresă în contractul de împrumut, faptul că vor fi indexate dobânda, rata de împrumut sau ambele elemente;

➤ **obligațiuni cu cupon de dobândă ce poate fi reinvestit** – dau dreptul posesorului de a alege între încasarea dobânzii și a împrumutului în numerar sau participarea la o nouă emisiune de obligațiuni ale aceluiași emitent.

➤ **obligațiuni cu rată de dobândă variabilă**

Fluctuarea dobânzii pe piața monetară poate genera transferarea capitalului disponibil dinspre piața obligațiunilor către piața monetară. În această situație, se observă tendința pe piața internațională de renunțare la emisiunea de obligațiuni cu rată fixă de dobândă în favoarea obligațiunilor cu rată de dobândă variabilă.

1.8.7.2. Randamentul plasamentului în obligațiuni

Orice investitor își va însoți decizia de investire în obligațiuni, numai după calcule prealabile care să evidențieze eficiența plasamentului prin analiza comparativă cu diferite alte oportunități de investire. În acest caz, el va analiza randamentul plasamentului.

Este bine de știut că randamentul plasamentului în obligațiuni este apreciat sub diferite aspecte:

A. Din punct de vedere al investitorului, în funcție de condițiile de împrumut, se pot calcula următorii indicatori:

a) *venitul nominal* (randamentul cuponului) este determinat ca raport procentual între venitul anual de dobândă (V) și valoarea nominală a împrumutului (VN).

$$V_n = \frac{V}{VN} \times 100$$

b) *venitul curent* (V_c) este calculat ca raport procentual între venitul anual de dobândă și prețul de emisiune al obligațiunii (P_e). Venitul curent se determină, așadar, ținând cont de prețul plătit la achiziționarea obligațiunii.

c) *venitul efectiv* (V_e) – reprezentat de valoarea actualizată a obligațiunii.

Calculul indicatorului “venitul efectiv” trebuie să țină cont de rata de rambursare stabilită de emitent. Astfel, în situația rambursării împrumutului la scadență, venitul efectiv se calculează ca:

$$V_e = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n + R}{(1+r)^n}, \text{ unde:}$$

D_1, D_2, \dots, D_n reprezintă dobânda anuală;

R – rambursarea împrumutului;

r – rata de actualizare, care poate fi egală cu rata dobânzii la termen.

n – scadența împrumutului.

Dacă, însă, rambursarea se face prin anuități constante, atunci:

$$V_e = \frac{A_1}{1+r} + \frac{A_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+r)^n}, \text{ unde: } A_1, A_2, \dots, A_n \text{ reprezintă anuitățile anuale.}$$

B. Pe piața obligațiunilor, investitorul poate lua decizia vânzării obligațiunii înainte de scadență, dacă piața oferă un preț care să-l satisfacă.

În acest caz, indicatorii de apreciere a randamentului sunt:

d) *randamentul curent* (R_c) exprimat procentual și calculat ca raport între venitul anual din dobândă și prețul de revânzare al obligațiunii (PR);

$$R_c = \frac{V}{PR} \times 100$$

e) *randamentul de plasament* (R_p) ia în calcul venitul obținut de investitor prin revânzarea obligațiunii, dar și pierderea pe care o înregistrează acesta la data respectivă prin renunțarea la venitul din dobândă pe perioada dintre momentul vânzării și maturitatea (scadența) obligațiunii.

$$R_p = \frac{v \pm \frac{d}{n}}{\left(\frac{C+100}{2}\right) \times VN} \times 100, \text{ unde:}$$

V indică venitul anual din dobândă;

C – cursul din momentul vânzării exprimat procentual;

VN – valoarea nominală a obligațiunii;

d/n – agio/disagio;

n – perioada de timp rămasă până la scadență;

d = valoarea de achiziție a obligațiunii – valoarea nominală a obligațiunii;

dacă d/n < 0, rezultă un disagio, care se adună la calculul randamentului;

dacă d/n > 0, rezultă agio, care se scade la calculul randamentului.

Există și alți indicatori de apreciere a randamentului plasamentului în obligațiuni, care țin cont de numărul de ani în care se recuperează investiția prin fluxurile de rambursare (maturitatea obligațiunii) sau de raportul invers proporțional dintre rata dobânzii pe piața monetară și cursul obligațiunii (sensibilitatea obligațiunii).

În ceea ce privește existența pe piața românească a obligațiunilor, putem afirma că acestea au fost utilizate mult mai târziu, după 1989, respectiv, prima emisiune de obligațiuni derulată și încheiată cu succes s-a materializat în 1997. Elementele legate de emisiunile de obligațiuni în România vor fi abordate într-un capitol viitor.

1.8.7.3. Analiza pieței obligațiunilor în România

Sectorul obligațiunilor a fost suficient de interesant în 2004, pentru a-i rezerva, în exclusivitate, un capitol în acest material. Chiar dacă volumul tranzacțiilor se menține redus atât pe piața primară, cât și pe piața secundară, au existat o serie de proiecte interesante derulate în acest an, iar progresul este vizibil față de 2003.

În luna martie, International Leasing a lansat a doua emisiune publică de obligațiuni. Au fost emise 600.000 obligațiuni la un preț de 25.000 lei/obligațiune (valoare totală a împrumutului: 15 miliarde lei). Emisiunea se derulează pe o perioadă de doi ani de zile. Emitentul a adus încă o dată satisfacții investitorilor, oferind o dobândă anuală fixă de 42%. La acest nivel, obligațiunile International Leasing se înscriu printre cele mai rentabile (dacă nu cele mai rentabile) plasamente cu venit fix din România. În aceste condiții, toate cele 600.000 obligațiuni oferite au fost subscribe în primele zile ale ofertei. Din păcate, nici de această dată International Leasing nu a reușit listarea obligațiunilor la Bursa de Valori. Deși experiența emisiunii anterioare (mai 2000-noiembrie 2003, dobânda fixă de 60%/an, toate plățile efectuate la timp fără probleme) reprezintă un argument puternic pentru acest emitent, oficialii Bursei de Valori au ales să nu listeze aceste instrumente. În plus, piața Rasdaq încă mai așteaptă implementarea unor regulamente de listare și tranzacționare a obligațiunilor. Astfel, în mod regretabil, singura emisiune publică de obligațiuni corporatiste aflată în derulare, în acest moment, în România nu poate fi listată, lucru care ar trebui să dea de gândit oficialilor pieței.

Emisiunea International Leasing a fost singura emisiune publică de obligațiuni corporatiste derulată în 2004. Un semnal încurajator a venit din partea societății Impact București care a aprobat,

într-o adunare generală, o emisiune publică de obligațiuni în vederea extinderii activității. Derularea și încheierea cu succes a unei asemenea emisiuni, venite din partea Impact, ar reprezenta încă un semn încurajator pentru sectorul obligațiunilor, atât pentru emitenți, cât și pentru investitori. Anul 2004 a trezit însă un interes ridicat pentru obligațiunile municipale. Un număr din ce în ce mai mare de municipalități s-au arătat interesate de această modalitate de finanțare, ceea ce reprezintă un pas important spre intrarea în normalitate a pieței de capital românești. În 2004, s-au derulat șapte emisiuni de obligațiuni municipale.

Tabelul 1.3.

Emisiunile noi de obligațiuni derulate în 2004

Perioada	Emitent	Clasa	Valoare	Listate la 31 dec.
11-30 mar.	International Leasing SA	Corporatiste	15.000.000.000	NU
30 mai – 12 iun.	Orașul Zalău	Municipale	10000.000.000	BVB - ZAL04
18-31 iul.	Orașul Alba Iulia	Municipale	16.000.000.000	BVB – ALB04
15-21 aug.	Orașul Cluj-Napoca	Municipale	25.000.000.000	NU
21 oct – 1 nov.	Orașul Predeal	Municipale	7.500.000.000	NU
27 nov – 10 dec.	Orașul Bacău	Municipale	35.000.000.000	NU
2-13 dec.	Orașul Sebeș	Municipale	10.000.000.000	NU
10-23 dec.	Orașul Tg. Mureș	Municipale	20.000.000.000	NU

Valoarea totală a acestor emisiuni se ridică la 138,5 miliarde lei, sumă nu foarte mare, dar semnificativ de superioară valorii înregistrate în 2003, de 15 miliarde lei pentru două emisiuni (creșterea valorii este de 823%). Dintre aceste emisiuni, numai două au ajuns la cota bursei de valori, deocamdată: emisiunea Zalău, listată cu simbolul ZAL04, și emisiunea Alba listată cu ALB04. Acestea se adaugă celor două emisiuni listate anul trecut: Predeal (PRD03) și Mangalia (MNG03). Pe piața Rasdaq nu se tranzacționează nici o emisiune de obligațiuni.

Emisiunea International Leasing este singura care acordă investitorilor o dobândă fixă. Pentru restul emisiunilor, dobânda este recalculată trimestrial sau semestrial. Ținând cont de acest element și de faptul că unele emisiuni au returnat o parte din principal investitorilor, randamentele anuale ale emisiunilor aflate în derulare sunt: 31,58% pentru MNG03, 31,97% pentru PRD03, 28,54% pentru ALB04, 27,68% pentru ZAL04, apr.31% pentru emisiunea Cluj-Napoca, 25% pentru a doua emisiune Predeal și 23% pentru fiecare din emisiunile Sebeș, Bacău și Tg.Mureș. Emisiunile MNG03 și PRD03 sunt singurele care au calculat dobânzi pe întreg anul 2004. Restul calculează dobânzi numai din momentul încheierii ofertei publice, conform prospectului de emisiune (toate randamentele de mai sus sunt anuale, însă).

Din păcate, tranzacțiile cu obligațiuni la bursă au înregistrat valori simbolice.

Tabelul 1.4

Totalitatea tranzacțiilor înregistrate în 2004

Data	Simbol	număr	tranzacții	preț	Valoare
5/9/2004	ALB04	2000	1	100	2,082,410,960
5/9/2004	ZAL04	25000	1	100	2,577,671,225
8/10/2004	ZAL04	25000	1	100	2,635,000,000
8/11/2004	MNG03	600	1	100	30,264,658
8/11/2004	ZAL04	300	1	100	30,264,658
11/11/2004	ALB04	50	1	100	50,472,603
12/11/2004	MNG03	3900	2	100	196,966,027
21/11/2004	ZAL04	2200	2	100	223,743,014

Valoarea totală a acestor tranzacții a fost de numai 7,83 miliarde lei, toate tranzacțiile s-au realizat la valoarea nominală (în tabelul de mai sus, prețul este exprimat ca procent din valoarea

nominală). Motivele pentru valoarea și frecvența redusă ale tranzacțiilor sunt diverse (în principal, lipsa de informare cu privire la aceste instrumente). Totuși, este clar că sectorul obligațiunilor este în creștere.

Sperăm ca anul 2005 să aducă cel puțin o nouă emisiune corporatistă și o menținere a interesului pentru emisiunile municipale corelate și cu o intensificare a tranzacțiilor la bursă. Asemenea operațiuni ar putea reprezenta un pas înainte pentru piața de capital în 2005. Este clar că interesul investitorilor pentru obligațiuni este ridicat, iar avantajele emitenților sunt mari, deci asemenea emisiuni (atât municipale, cât și corporatiste) ar trebui încurajate și promovate.

1.8.8. Valori mobiliare emise de stat

Statul utilizează sistemul de credite fie pentru a-și acoperi necesitățile temporare de bani, fie pentru a acoperi deficitul bugetar.

Principalele tipuri de valori mobiliare, care pot fi emise de stat la nivelul organelor centrale, sunt:

☞ **Biletele de tezaur** sunt înscrisuri cu scadență de până la un an, emise săptămânal de către trezoreria statului.

Biletele de tezaur se emit sub nivelul valorii nominale (cu rabat), nu sunt purtătoare de dobânzi și pot fi cumpărate numai de către instituțiile financiare care participă la licitațiile organizate de trezoreria statului și care investesc pe termen scurt disponibilitățile provenite din conturile curente ale depunătorilor și cele provenite din cumpărarea de certificate de depozit. La vânzarea biletelor de trezorerie se folosește procedeul licitației olandeze, prin care vânzătorul reduce treptat prețul de vânzare până la închiderea tranzacției.

☞ **Bonurile de tezaur** sunt titluri financiare emise pentru obținerea de împrumuturi direct de la trezorerie pe perioade de la 1 an la 10 ani.

☞ **Obligațiunile de stat** sunt înscrisuri pe termen lung de până la 30 de ani emise tot de trezorerie. Ele sunt revocabile și purtătoare de dobânzi.

Accesul la cumpărarea obligațiunilor de stat și a bonurilor de tezaur este deschis tuturor categoriilor de investitori: instituții financiare și persoane fizice.

Ceea ce deosebește bonurile de tezaur de obligațiunile de stat este cunoașterea sau nu a direcției de utilizare a banilor. Astfel, dacă în cazul bonurilor de tezaur împrumutul obținut este destinat acoperirii cheltuielilor generale sau de funcționare ale statului, fără a se specifica în mod expres direcția de utilizare a banilor, în cazul obligațiunilor, împrumutul are o destinație cunoscută, concretă, singulară.

☞ **Certificatele de depozit cu dobândă ale statului** (cunoscute sub numele de certificate de trezorerie) sunt instrumente de credit specifice pieței românești emise pentru prima dată în ianuarie 1998. Aceste instrumente se adresează numai persoanelor fizice rezidente în România și sunt emise pentru o perioadă de cel puțin trei luni.

Este de remarcat faptul că aceste instrumente au oferit deținătorului o rată a dobânzii mai mare decât cea oferită de bancă, element nemaiîntâlnit în practica internațională unde rata dobânzii este mai mică, deoarece aceste instrumente fac parte din categoria celor cu risc investițional zero.

Pe piața internațională, pe lângă înscrisurile emise de autoritățile publice centrale, se regăsesc și înscrisurile emise la nivelul organelor locale ale administrației de stat cunoscute sub numele de obligațiuni municipale.

După modul de rambursare, se disting următoarele tipuri de obligațiuni municipale:

➤ *obligațiuni răscumpărabile din veniturile generale*, care se pun în circulație în situația de deficit al bugetului local, iar costul împrumutului și rambursarea vor afecta veniturile viitoare.

Emisiunea unor astfel de obligațiuni se face numai cu acordul comunității din raza unității administrativ-teritoriale respective, aceasta asumându-și răspunderea colectivă a plății, și, implicit, acordul cu o eventuală creștere a impozitelor locale.

➤ *obligațiunile municipale a căror sursă de plată sunt impozite speciale* – la emisiunea lor se specifică faptul că un anumit venit al bugetului local va fi afectat, în mod distinct, pentru rambursarea împrumutului.

➤ *obligățiunile municipale rambursabile din veniturile preluate de la întreprinderi cu caracter public*, ce au sediul pe raza unității administrativ-teritoriale respective.

Obligațiuni municipale rambursabile din veniturile din chirii. Unitățile administrativ-teritoriale își pot dezvolta spațiul locativ prin contractarea de împrumuturi obligatate a căror rambursare se face din chiriile încasate de la persoanele fizice sau chiar de la cele juridice care pot folosi spațiile respective ca sedii.

1.8.9. Titluri derivate

Instrumentele și valorile mobiliare derivate sunt acele contracte a căror valoare se determină prin prețul, intensitatea sau performanța altui activ sau grup de active denumite bază. Prin valorile mobiliare derivate, participanții hotărăsc fie să-și transfere, în anumite condiții, proprietatea asupra bazei, fie să participe la formarea unui preț pe o piață sau să-și împartă, după regulile marcării la piață, riscurile evoluției prețului și performanțele activului de bază, transferându-și, în unele cazuri, reciproc, un flux de numerar, pe durata unei perioade determinate de timp.

Derivatele pot fi instrumente închise, bilaterale, ce circulă între partenerii pieței prin tranzacții OTC, cum sunt contractele report *forward* și swaps sau deschise, valori mobiliare liber negociabile tranzacționate pe piețele de capital, cum este cazul contractelor *futures* și opțiuni. Valorile mobiliare derivate sunt instrumente ale contractelor financiare care, prin standardizare, tipizare, și calificare sau listare, au devenit liber negociabile pe o piață de capital special organizată.

Contractele sub forma valorilor mobiliare derivate nu produc profit din investiție, dar fiind liber negociabile, investitorii pot obține profit sau pot avea pierderi de capital. Dacă exersarea drepturilor de tranzacție prevede livrarea fizică, noile valori mobiliare sau active de bază intrate în posesia investitorului pot produce și profit din investiție. Valorile mobiliare derivate soluționează unul sau mai multe din următoarele aspecte:

➤ posibilitatea de exersare a unor drepturi de tranzacții cu activul de bază, derulate între participanți;

➤ circulația și distribuția unui flux de numerar între participanți;

➤ preluarea reciprocă a riscului de posesie, preț și plată după regulile marcării la piață.

Avantajul oferit de valorile mobiliare derivate este acela de a crea noi alternative de investiții financiare, utilizând ca bază de emisiune orice altă categorie de active monetare sau materiale și economice, fie prin combinarea unor clauze sau caracteristici ale valorilor mobiliare clasice, a instrumentelor și titlurilor existente în piața monetară și de mărfuri sau a unor rezultate economice măsurabile și exprimate în mărimi cardinale.

Prin emisiune și exersare, valorile mobiliare derivate nu creează active noi, ca în cazul celor clasice, ci facilitează circulația acestora legând interesele curente de cele viitoare ale participanților care își asumă riscul legat de evoluția prețurilor, interesele curente și cele viitoare ale participanților care, în astfel de condiții, pot lua o atitudine prin intermediul pieței. Putem spune că valorile mobiliare derivate sunt acele contracte prin care participanții se angajează să împartă între ei, după anumite reguli, riscurile de preț sau mărime, precum și profiturile viitoare ale unor tranzacții cu active fizice, financiare sau elemente de măsură sintetice existente într-o economie.

Valorile mobiliare derivate se prezintă sub forma unor înțelegeri sau contracte ale căror obiecte de contract și clauze privind evidența, termenele de livrare și plata, procedurile de angajare a tranzacției etc. sunt și ele, în cea mai mare parte, standardizate. Ele exercită o acțiune de reglare și control al prețului pieței și al valorii unor produse existente în economie, oferind șansa persoanelor interesate asupra mărimii și evoluției viitoare a acestor prețuri, de a-și manifesta voința prin utilizarea metodelor generale ale pieței. Pentru a-și manifesta voința, interesul privind prețul sau mărimea unui obiect de contract, o instituție financiară își atribuie funcția de emitent al unor contracte și organizează o piață specială pe care se tranzacționează acest tip de contracte. Instrumentele derivate se negociază pe o piață diferită de cea unde, de regulă, are loc tranzacționarea fizică a acelui obiect de contract.

Obiectul de contract al valorilor mobiliare derivate (sursa contractului) este dat de produse economice fizice, active monetare, financiare, valori mobiliare sau produse și rezultate economice

de conjunctură, măsurabile cantitativ, ce se pot exprima sau transforma în bani. Vorbind de riscul pe care îl comportă tranzacțiile cu valori mobiliare derivate, trebuie menționat că, în anumite cazuri, din punct de vedere teoretic, ele prezintă un risc nelimitat. Practic, pierderea este măsurabilă și nu poate depăși mărimea întregului patrimoniu deținut de cel implicat într-o atare operațiune. De aceea, pentru a elimina posibilitățile de distorsionare a pieței în cazul operațiunilor cu acest tip de valori mobiliare, participarea investitorilor la tranzacții este cantitativ limitată până la incidența valorii activelor de colateral, adică a tot ce poate un investitor să angajeze drept garanție. Pentru a putea fi calificat drept valoare mobilă derivată, un produs trebuie să îndeplinească anumite condiții economice, juridice și organizatorice:

1. Existența obiectivă a bazei – baza sau sursa contractului să existe de sine stătătoare, în activitatea economico-financiară, obiectul de contract trebuie să aibă o existență proprie, independentă, să corespundă unor necesități ale participanților la activitatea economico-financiară, să nu fie inovat în scopul promovării derivatei, întrucât poate declanșa o acțiune piramidală sau fără conținut economic;

2. Lichiditatea și libera negociabilitate a bazei – dacă baza sau sursa derivatei este un activ material, monetar sau al pieței de capital, să se tranzacționeze pe o piață liberă, unde prețul pieței să se formeze în mod natural, ca urmare a cererii și ofertei și nu dirijat de vreo autoritate sau de existența vreunui monopol. Diversitatea interesului asupra prețului presupune existența unor interese opuse ale operatorilor pieței privind mărimea și evoluția prețului bazei, respectiv a volumului acesteia;

3. Menținerea esenței contractului – standardizarea și tipizarea să se poată realiza fără să altereze conținutul clauzelor contractelor, al bazei și al noului produs derivat și al raportării rezultatelor către public, către investitorul anonim.

Ca și tranzacțiile efectuate pe baza contractelor **forward**, tranzacțiile cu contracte **futures** sunt de două feluri:

- a) tranzacții ferme, care includ tranzacțiile cu contracte **futures** de instrumente financiare;
- b) tranzacții condiționate cu prima, care cuprind operațiunile cu opțiuni negociabile. Le vom analiza pe rând.

1.8.9.1. Tranzacțiile ce se realizează pe piața bursieră a contractelor futures pe instrumente financiare

Dacă achiziționarea contractului futures și achitarea depozitului de garanție, care se efectuează într-un cont special, reprezintă operațiuni care se realizează pe piața primară a acestor produse financiare, pe piața secundară, în cazul contractelor futures, se efectuează, de asemenea, pe două categorii de operațiuni:

- regularizarea zilnică a pozițiilor futures;
- lichidarea contractelor futures.

1) Regularizarea pozițiilor futures se realizează de către camera de compensație care „marchează” zilnic, adică actualizează poziția de pierdere sau de câștig, pe de o parte, și predă și primește titlurile, pe de altă parte.

Zilnic, Camera de compensație solicită brokerilor, iar aceștia solicită celor care au dat ordine de vânzare-cumpărare de contracte futures (clienților) „marjele de regularizare”. Aceste marje sunt, de fapt, garanții zilnice care se înregistrează în conturile speciale prin care se achită pierderile și se încasează câștigurile determinate de evoluția zilnică a cursurilor contractelor futures.

Când disponibilul dintr-un cont special scade sub nivelul depozitului de garanție (sau sub un nivel minim al acesteia) stabilit de bursă (numit „marjă de menținere”), casa de compensație solicită brokerului, iar acesta clientului, un „apel la marjă”, adică imediat a doua zi, dimineața, îi cere să achite diferența.

Când disponibilul din contul special depășește marja, clientul poate retrage diferența pozitivă.

Deci regularizarea zilnică a pozițiilor **futures** semnifică faptul că poziția unui client față de broker și a brokerului față de camera de compensație se restabilește a doua zi dimineața, la cursul de încheiere din ziua precedentă.

Nivelul marjei de regularizare este foarte scăzut, comparativ cu nivelul depozitului de acoperire solicitat pe piețele tranzacțiilor forward cu produse financiare primare. În principiu, marja trebuie să acopere o pierdere maximală zilnică determinată de variația cursului.

Datorită nivelului lor foarte scăzut, marjele de regularizare permit efecte de levier considerabile. Dacă evoluția cursului contractului futures este inversă decât a preconizat operatorul și, deci, el pierde, dar nu răspunde „apelului la marjă”, adică nu achită pierderea a doua zi dimineața, casa de compensație îi lichidează automat poziția, căci fiind contra-parte într-un contract futures, după ce își încasează câștigul, ea anulează contractul, iar eventualul sold disponibil îl virează clientului operator, prin intermediul brokerului.

2) După cum am mai afirmat, spre deosebire de contractele forward, care se lichidează numai la scadență, sau la o dată de lichidare prevăzută în bursă, contractele futures pot fi executate în două moduri: a) prin lichidare la scadență finală și b) prin executare anticipată.

1.8.9.2. Tranzacțiile ce se realizează pe piața bursieră de opțiuni negociabile

Tranzacțiile cu opțiuni negociabile se realizează, ca și tranzacțiile cu contractele futures de instrumente financiare, într-un spațiu distinct al bursei unde acționează brokeri și dealeri, creatori de piață pentru aceste produse financiare derivate.

Dealerul stabilește pentru fiecare opțiune un preț maxim și un preț minim al opțiunii, diferența dintre ele fiind stabilită de conducerea bursei.

În ceea ce privește brokerul, el îndeplinește și pe piața de opțiuni negociabile rolul tradițional de a executa ordinele primite de la clienți. Mecanismul tranzacțiilor pe piețele secundare de opțiuni, privit schematic, se desfășoară în următoarea ordine:

Mai întâi, clienții care doresc să dea ordine de vânzare sau de cumpărare de opțiuni negociabile deschid conturi la firma de brokeraj de care aparține brokerul. Apoi remit ordinul de vânzare sau de cumpărare de opțiuni brokerului care le execută în sala de negocieri. În urma executării ordinului său, clientul dobândește o "poziție de opțiune" (o poziție de cumpărare sau o poziție de vânzare de opțiune de cumpărare sau de vânzare).

Pentru cumpărarea de opțiuni negociabile, clientul-cumpărător trebuie să plătească integral prețul opțiunii, adică prima, a doua zi de dimineață, după ce a căpătat poziție de opțiune. Prima este depusă în contul deschis de el la Casa de compensație cu care lucrează brokerii care execută contractul.

Pentru vânzarea de opțiuni negociabile, vânzătorul investitor depune în contul deschis de el la Casa de compensație un depozit egal cu mărimea primei, care servește la garantarea bunei finalizări a operațiunii.

Pentru ca un investitor sau un grup de investitori să nu poată căpăta o influență semnificativă asupra pieței, bursa stabilește numărul maxim de opțiuni ce se poate deține pentru același activ de bază, precum și numărul maxim de opțiuni care pot fi exercitate, într-un număr consecutiv de zile de bursă, de către un investitor sau un grup de investitori, care acționează împreună.

Executarea contactului de opțiune negociabilă se poate realiza în trei moduri:

- prin lichidarea opțiunii;
- prin exercitarea opțiunii;
- prin expirarea opțiunii.

CAPITOLUL II. BURSA DE VALORI – SISTEM DINAMIC ȘI COMPLEX

Bursele în general, cu atât mai mult bursele de valori, joacă, în lumea contemporană, atât pe termen lung dar mai ales pe termen scurt, un rol cu totul special: influențele – puternice, de multe ori chiar decisive – pe care le produc sunt argumentul cel mai important pentru a afirma că bursele au devenit unul din stâlpii de cea mai mare importanță pe care se sprijină lumea contemporană.

§2.1. Premise ale apariției și dezvoltării bursei de mărfuri și valori

Bursele de mărfuri și valori au apărut cu multe secole în urmă și reprezintă, în prezent, cele mai importante instituții ale unei economii de piață moderne. Ele reunesc principalii agenți economici, ca producători, comercianți, finanțatori, armatori, asiguratorii etc. în scopul negocierii mărfurilor sau a valorilor mobiliare.

Formarea și afirmarea bursei exprimă însăși devenirea relațiilor de schimb, a pieței, ca structură definitorie a economiei moderne. Cunoscutul cercetător francez Fernand Braudel spune că „bursa este ultimul etaj al unei piețe, dar al unei piețe care nu se mai închide” (Fernand Braudel, *Jocurile schimbului*, Ed. Meridiane, Buc., 1979, vol. 1, p. 104), care cuprinde și domină întreaga relație economică. O dată cu consacrarea bursei, relațiile de schimb ajung la deplina extindere și maturizare, „forțele pieței” capătă rolul central în reglarea mecanismului economic, iar economia devine o economie de piață.

Pentru a ajunge aici, s-a parcurs un îndelungat proces evolutiv, în care au fost create, treptat, premisele materiale și instituționale ale bursei.

Dezvoltarea istorică a relațiilor de vânzare-cumpărare a impus concentrarea schimburilor într-un spațiu determinat. Aceasta înseamnă reunirea în același loc a negustorilor, bancherilor, industriașilor, intermediarilor, a tuturor celor interesați de afaceri. Dacă la început târgurile periodice îndeplineau această funcție, treptat locul lor este luat de instituția bursei.

Prima bursă, în înțelesul actual, este considerată a fi cea de la Anvers, fondată în 1531. O dezvoltare timpurie cunosc piețele bursiere în orașele italiene (Veneția, Genova, Florența), promoate ale spiritului negustoresc pe plan internațional. Adevărata afirmare a bursei în lumea comercială și financiară se realizează însă o dată cu crearea bursei de la Londra (1554, Royal Exchange, inițiată de unul din precursorii științei economice, Thomas Gresham), de la Amsterdam (1608), precum și cea de la Paris (1639). Este încă perioada de pionierat al bursei, dar funcțiile sale economice se pun încă de pe acum clar în evidență, ca și „excesele”, de altfel.

Este ușor de dovedit astăzi că bursele cele mai active, atât pentru mărfuri, cât și pentru valori, sunt concentrate fie în zonele marilor producători, fie în zonele marilor centre financiare sau comerciale.

Bursa se bucură de interes în lumea de afaceri, în măsura în care asigură un cadru organizat pentru realizarea tranzacțiilor și un sistem de principii și norme care să garanteze încheierea și executarea contractelor în condiții de exactitate și corectitudine.

Spre deosebire de afacerile care se încheie la nivel individual, în cadrul cărora regulile sunt convenite, mai mult sau mai puțin de către părți, tranzacțiile de bursă au caracter public. Această trăsătură definitorie atrage după sine o cerință fundamentală: organizarea și funcționarea bursei trebuie să se facă în conformitate cu reglementări, tot publice, obligatorii pentru toți participanții.

Originile acestor reglementări se găsesc încă în Antichitate: la Roma, *collegia mercatorum* (adunările negustorilor), aveau rolul de stabilire a uzanțelor de comerț în scopul facilitării și creșterii siguranței schimbului. Emil Duhnea consideră Codul comercial medieval ca îndeplinind aceleași funcții pe care le are în prezent regulamentul bursei (Emil Duhnea, *Rolul bursei de mărfuri agroalimentare și avantajele participării României la operațiunile de bursă*, Teză de doctorat, ASE, București, 1981. p.84).

Pe măsura dezvoltării bursei, se produce și un proces de diferențiere a bursei de mărfuri de cele de valori, ca instituții deosebite. Autorul citat apreciază că bursa de valori – ca instituție

distinctă – apare înaintea celei de mărfuri: patentul din 1 septembrie 1771 al împărătesei Maria Tereza creează prima bursă de valori în adevăratul înțeles al cuvântului, adică o piață organizată, având un statut și un regulament propriu de funcționare.

Unul din principalele obiective ale organizării schimburilor în cadrul bursei îl reprezintă asigurarea operativității tranzacțiilor comerciale și financiare, realizarea acestora pe o bază standardizată. Necesitatea extinderii și intensificării circuitului comercial a generat de timpuriu o tendință de „dematerializare” a mărfurilor, de la bunuri corporale determinate s-a trecut la mostre, eșantioane reprezentative pentru utilitatea mărfii. Pe măsura consacării de uzanțe comerciale, procesul merge mai departe, de la eșantion trecându-se la tipuri și denumiri uzuale, adică la calități abstracte de marfă, pe baza cărora se încheie contractele comerciale, în acest fel, bursa simplifică la maximum activitatea de tranzacționare, reduce negocierea la elementele sale esențiale: sensul operațiunii (vânzare/cumpărare), marfa, cantitatea, prețul, termenul de livrare.

Ca atare, bursa nu mai este o piață *originară*, pe care se vând și se cumpără mărfuri fizice, ci o piață *derivată*, pe care se vând și se cumpără titluri asupra mărfurilor. Dovada existenței mărfurilor se face cu un document unanim acceptat de comercianți: *recipisa de depozit* pentru mărfurile aflate în antrepozite, *conosament* pentru mărfurile încărcate pe vas etc. iar transferul proprietății asupra mărfii – deci executarea obligației de livrare – se realizează prin transmiterea documentului respectiv. La New York, de exemplu, în urmă cu două secole, când s-a născut bursa de pe Wall Street, primele titluri negociate au fost conosamentele. Moneda de plată fiind argintul, pentru a se plăti titlurile asupra încărcăturii aflate pe vas, lingourile de argint erau tăiate în piese de o optime. Și acum în SUA, diferența minimă de curs pentru titlurile negociate la bursă este de o optime.

Bursa își asumă exclusiv rolul de realizare a tranzacției în forma sa „pură”; mișcarea mărfurilor are loc în afara acestei piețe. Dar, asigurând efectuarea actului comercial propriu-zis, cel care implică exclusiv forma valorică a mărfii, bursa devine „dispecerul” circulației mărfurilor și, pe un plan mai general, o placă turnantă a schimbului în economie.

Procesul de dematerializare a mărfii creează premisele tehnice ale dezvoltării tranzacțiilor cu „bunuri viitoare”, adică mărfuri care sunt prezente la încheierea contractului doar sub formă de eșantion sau prin imaginea lor abstractă, ca tipuri de marfă, în acest fel, tranzacția tradițională – vânzarea cu livrarea imediată a mărfii și plata prețului – este dublată de formula executării contractului la un anumit termen de la încheierea acestuia.

În Grecia și Roma antică, se formase deja o practică în acest sens, în Evul Mediu este destul de uzuală contractarea pe bază de mostre cu livrarea ulterioară a mărfii. Foarte de timpuriu, cumpărările pe bază de eșantion constituie forma curentă de vânzare în Anglia și în jurul Parisului, cu deosebire la achizițiile în partide mari, pentru nevoile armatei, în Franța secolului al XII-lea, se pare că s-au folosit, pentru prima dată în Europa, contractele pentru livrări viitoare.

Dar primele cazuri de operațiuni la termen (engl. *futures*), în sensul în care se practică în prezent la burse, au fost cunoscute în Japonia secolului al XVII-lea. Proprietarii de pământ care obțineau o rentă în natură pentru fiecare recoltă de orez, procedau la depozitarea mărfii în marile centre comerciale și la vânzarea acesteia pe bază de documente de depozit (numite „tichete de orez”). Cei care cumpărau aceste titluri obțineau dreptul să primească o anumită cantitate de orez, de o anumită calitate, la o dată precizată în contract. Cum deținătorii acestor titluri le puteau utiliza periodic pentru obținerea de marfă, tichetele de orez au devenit *hârtii de valoare* acoperite în orez, ele puteau fi utilizate în calitate de bani de hârtie. Tichetele asigurau proprietarilor de pământ un venit sigur - ei obțineau tichete-bani – iar comercianților – o ofertă sigură de orez, pe lângă posibilitatea de a obține profit prin vânzarea tichetelor către terți la un preț mai ridicat, dacă valoarea orezului creștea până la scadență (Perry J. Kaufman, *The Concise Handbook of Futures Markets*. 1986, p.15 și urm.).

Consacrarea acestui tip de tranzacții se realizează însă în Europa, o dată cu avântul comerțului la distanță, factorul propulsor constituindu-l profiturile extrem de ridicate pe care relațiile cu Orientul și Lumea Nouă le ocasionau. Fernand Braudel arată, de exemplu, că piperul își sporea prețul de 15-30 de ori între locul de recoltare din India și țările consumatoare din Europa. Se asociază, astfel, ideea de distanță cu ideea de profit – cu cât mai departe, cu atât mai profitabil –

negustorii întrecându-se să valorifice în folos propriu aceste avantaje comparative naturale, generatoare de mari câștiguri.

Dar distanța se convertește în durată: de la comerțul cu produse din Indii se trece la comerțul cu bunuri viitoare. Este realizată astfel o premisă importantă a tranzacției bursiere – separarea negocierii și încheierea contractului de livrarea efectivă a mărfii. La Bursa de Metale de la Londra (*London Metal Exchange*, LME) se perfectau, încă din secolul trecut, tranzacții cu livrare la un termen nedefinit, de exemplu, cu clauza „la sosirea vasului”. De la aceste tranzacții s-a trecut, în mod firesc, la cele încheiate pentru o dată fixată în viitor, cu predarea efectivă a mărfii la termen (engl. *Cash forward*).

Dacă în comerțul la termen executarea tranzacției este amânată până la o dată viitoare, în cazul creditului comercial se face o departajare a momentului livrării mărfii de cel al plății prețului: vânzarea pe credit înseamnă livrarea imediată și plata ulterioară. Cu apariția creditului, ideii de timp i se asociază ideea de profit („*time is money*”), ceea ce înseamnă necesitatea remunerării celui care a acordat creditul – pentru renunțarea la valorificarea imediată – prin plata unei dobânzi. Cu alte cuvinte, pe lângă prețul mărfii, în momentul încheierii contractului, vânzătorul pretinde și un „preț” pentru amânarea fructificării valorice a acesteia, o dobândă. Aceasta, pentru că vânzătorul privește marfa ca sursă de venit (profit), iar amânarea plății acesteia – deci creditul acordat cumpărătorului – trebuie recompensată printr-un adaos la suma de bani reprezentând prețul mărfii, astfel încât procesul de valorificare să nu fie afectat.

O dată cu separarea în timp a celor două operațiuni pe care le presupune actul vânzării, se deschide un întreg proces de creare de *efecte de comerț*. *Cambia* – ordinul dat de vânzător cumpărătorului de a plăti unui beneficiar la scadență suma înscrisă în acel titlu – constituie garanția executării obligației de plată rezultate din vânzarea mărfii. Totodată, ea reprezintă materializarea unei datorii bănești a debitorului cambiei, care devine autonomă în raport cu obligația din contractul comercial. Numită și *trată* sau *poliță*, cambia este cunoscută încă din secolul al XIII-lea în orașele-republici italiene Genova, Florența, Veneția.

Apărută din necesitățile desfășurării operative a tranzacțiilor, cambia poate fi utilizată nu numai pentru amânarea unei plăți, ci și pentru obținerea de fonduri în numerar (când trata este scontată la o bancă) sau pentru a acoperi o obligație de plată (când beneficiarul tratei o transmite prin andosare unui terț creditor). Ca atare, acest titlu, la origine o expresie financiară a valorii mărfii, poate să circule independent, ceea ce implică formarea unei piețe specifice – piața efectelor de comerț, formă embrionară a bursei de valori. În Europa Centrală, o dată cu statornicirea târgurilor cu caracter periodic, a început să se folosească „polița de târg”, emisă la nașterea datoriei și plătabilă la târgul următor. Intrate în circuitul comercial, polițele se concentrau în mâinile câtorva bancheri, care le regularizau între ei prin compensație, așa cum fac în prezent casele de lichidare ale burselor.

Procesul de „dematerializare” sau „simbolizare” cuprinde nu numai lumea mărfurilor, ci și forma de concretizare valorică a acesteia, banii cu valoare intrinsecă – aur și argint, într-adevăr, în condițiile caracterului limitat al metalelor prețioase, dezvoltarea pieței se izbea de o limită naturală, extraeconomică – rezervele exploatabile de metale cu rol de etalon valoric. Soluția care a rezultat din chiar evoluția schimbului a fost apariția banilor de hârtie – a monedei-semn, fără valoare intrinsecă, dar investită cu funcții bănești (etalon valoric, mijloc de plată și de schimb). Dacă banii de hârtie apar în China secolului al IX-lea, ca o expresie a autorității imperiale, ei își capătă rolul economic major în condițiile expansiunii schimbului în și dinspre Europa. Aici apar hârtii de valoare cu funcții monetare: biletele de bancă, adică bancnotele și titlurile datoriei publice (*bonuri de tezaur*).

Urmărind simplificarea și, pe această bază, accelerarea schimburilor, bursa a procedat treptat atât la dematerializarea mărfurilor, cât și a valorilor negociate. Dacă, în cazul mărfurilor aceasta a însemnat trecerea de la negocierea oricăror mărfuri la un nomenclator limitat de bunuri (fungibile) de calitate standard și apoi la eșantioane, pentru a se ajunge la cantități abstracte de marfă (deci la titluri de proprietate de genul recipisei *warrant* sau a *conosamentului*), dematerializarea în domeniul valorilor mobiliare a trebuit dusă până în punctul în care – indiferent de ce fel de titluri este vorba – tranzacțiile să poată fi încheiate și finalizate prin simpla mișcare a sumelor dintr-un cont într-altul.

Titlul sau valoarea dematerializată reprezintă o „valoare scripturală, fără individualitate, ..., suportul drepturilor titularului... devenind contul individual” [Valorile mobiliare și reglementarea tranzacțiilor cu valori mobiliare, Buletin economic legislativ, nr.8-1996].

Implicarea statului în calitate de debitor, prin emisiunea de bonuri de tezaur în vederea atragerii de fonduri pentru visterie, sporește rapid volumul hârtiilor de valoare în circulație. Pentru ca aceste titluri să aibă credibilitate, era necesară o piață unde să poată fi lichidate, transformate în bani. Băncile și apoi bursa își asumă acest rol de *pieță secundară*, adică de piață „la mâna a doua”, pentru titluri care au fost emise anterior. Cu cât nevoile de împrumut ale statului sunt mai mari, iar firmele emit mai multe hârtii de valoare, cu atât această piață este alimentată mai abundent, cu atât rolul său în economie crește. Extinderea utilizării hârtiilor de valoare impune deci formarea unei piețe pentru aceste titluri, care să asigure reconectarea lor la lumea valorilor reale – banii cu valoare intrinsecă și mărfurile, iar aceasta nu este decât bursa. Ea permite, după cum arată F.Braudel, „trecerea rapidă de la hârtie la ban și de la ban la hârtie”, adică asigură ceea ce numim lichiditatea titlurilor, posibilitatea de a fi convertite operativ în bani.

Un proces care vine să sporească importanța bursei este apariția societăților pe acțiuni. După B.Belletante, originile bursei de valori se află în Roma antică și au tocmai o astfel de bază: publicanii, care obținuseră de la stat dreptul de exclusivitate pentru colectarea impozitelor, construirea de temple și drumuri, asigurarea furniturilor pentru armată și întreprinderile de transport, au constituit mari societăți în comandită pe acțiuni ale căror titluri se negociau în basilici special destinate. După prăbușirea Imperiului Roman, abia în secolul al XII-lea, reapar piețele bursiere de valori. Prima societate pe acțiuni, în opinia aceluiași autor, a fost creată înspre anul 1250, Societatea de morărit din Toulouse, iar prima bursă adevărată, consideră autorul francez, ar fi cea de la Lyon, în 1530 (Bernard Belletante, *La Bourse, temple de la speculation ou marche financier*, Hatier, Paris, 1987, p.133-134).

Valorificarea oportunităților comerciale pe care le deschid marile descoperiri geografice, bogățiile „lumii noi” se realizează în principal sub forma juridică a companiilor sau a societăților pe acțiuni. O astfel de societate apare în Anglia la mijlocul secolului al XVI-lea, *Moscovy Companie*, dar cele care vor reprezenta simbolul succesului comercial al epocii sunt Compania (Olandeză) a Indiilor Orientale (*Oust Indische Companie*), înființată în 1602, la Amsterdam, și mai ales celebra Companie (engleză) a Indiilor Orientale (*East India Company*), înființată în Anglia în 1599 și care a obținut un privilegiu (monopol) imperial în 1600.

Constituirea societăților pe acțiuni a reprezentat baza corporațională a expansiunii comerciale și, totodată, o principală sursă de creare de hârtii de valoare: extinderea afacerilor a generat nevoia de surse financiare, în speță de atragere a capitalului prin emisiunea publică de *acțiuni*. Ca atare, a apărut cu necesitate și o piață pe care aceste titluri puteau fi cumpărate de către cei care doreau să investească în societățile emitente sau puteau fi vândute și retransformate în bani: este vorba de bursa de valori.

La începutul secolului al XVII-lea, apare o piață înfloritoare de valori la Amsterdam, unde cotează, pe lângă titlurile datoriei publice, acțiunile Companiei Olandeze a Indiilor Orientale, iar Londra se afirmă, cu o întârziere de aproape un secol, ca piață financiară dominantă: în 1695 Royal Exchange găzduiește primele tranzacții cu titluri de stat, acțiuni ale Companiei Engleze a Indiilor Orientale și ale Băncii Angliei. Amsterdam și Londra pot fi considerate primele piețe reprezentative pentru mecanismul bursier. La Amsterdam se manifestă unul din primele *raliuri* bursiere, sub forma „tulipomaniaci” (febra plasamentelor în contracte pentru bulbi de lălea), precum și vocația globală a bursei (*City-ul* londonez a reprezentat baza financiară a expansionismului comercial britanic). Meritul acestor burse este de a fi asigurat victoria banilor fără valoare intrinsecă (monede de hârtie) și de a fi consacrat utilizarea largă a hârtiilor de valoare (acțiuni, obligațiuni) în finanțarea afacerilor de anvergură.

Amploarea pe care au dobândit-o în prezent afacerile cu valorile mobiliare, pe de o parte, și rapiditatea cu care se pot mobiliza capitaluri foarte mari pentru investiții dovedesc cât de puternică și de profitabilă este legătura dintre titlurile de valoare și burse. Nu poate fi marginalizat nici

interesul statului. Din contră, dezvoltarea și modernizarea burselor a permis acoperirea mult mai simplă a unei datorii publice în creștere, angajată, practic, de toate statele lumii.

În ultimul deceniu, asistăm la o dezvoltare fără precedent a relațiilor de credit și la o internaționalizare masivă a efectelor de comerț, de fapt, pentru că nu sunt atât de puternic marcate de restricțiile valutare, efectele de comerț circulă pe piața internațională mai ușor și mai intens decât banii de cont. Drept urmare, una din componentele de bază ale activității burselor de valori este negocierea și schimbul efectelor de comerț, componentă ce își amplifică importanța și dimensiunile o dată cu expansiunea circulației acestor atât de căutați înlocuitori de bani – cambiile, biletele de ordin, cecurile, și, mai nou, acreditivele, conosamentele și altele.

În limbajul comun, cuvântul **bursă** este utilizat în două înțelesuri diferite. Unul, precis delimitat, se referă la alocația bănească oferită gratuit de către stat, instituții sau firme pentru elevi, studenți, cercetători etc. (*bursă de studii*) și trimite etimologic la „săculețul” (pungă) folosit în Evul Mediu pentru păstrarea banilor (*bursa* în latina medievală, provenind din grecescul *byrsa* care a dat *bourse* în franceză, *bolso* în spaniolă, *borsetta* în italiană și ... bursa studentescă, la noi).

Al doilea sens include o serie de variante semantice, prin termenul bursă indicându-se în mod curent:

➤ *piața* în genere, adică locul unde se efectuează schimburi comerciale sau, mai exact, ansamblul tranzacțiilor cu mărfuri sau valori. Această accepțiune este reflectată de corespondentul englezesc al noțiunii *exchange* (schimb) și desemnează orice fel de piață, indiferent de obiectul tranzacției lor sau modul de funcționare;

➤ tranzacții cu anumite categorii de bunuri, servicii sau valori și/sau nivelul *prețurilor* în operațiunile respective de schimb, în acest sens se vorbește, de exemplu, de bursa aurului, bursa valutară (operațiuni de schimb cu monede străine), bursa operelor de artă (vânzări/cumpărări de tablouri etc.) sau bursa sportivilor profesioniști;

➤ piață având un mod de existență și funcționare aparte. Sintagma *bursa neagră*, de exemplu, se referă la o formă clandestină și „sălbatică” a pieței, reprezentând relații de schimb care se sustrag normelor legale privind actele și faptele de comerț.

Cel mai frecvent, însă, termenul desemnează o instituție a economiei de piață – bursa – ca formă organizatorică de schimb pentru mărfuri și valori.

Denumirea se pare că vine de la numele unei vechi familii de hangii, van der Bursen, care a înființat la Bruges (Flandra), un local numit Hotel des Bourses, în holul căruia se negociau periodic metale prețioase (aur, argint, platină), precum și hârtii de valoare. Pe frontispiciul de la intrare, clădirea avea sculptate în piatră trei pungi (fr. *bourses*), de unde și denumirea dată localului, care în secolele XIII-XVI a servit drept loc de întâlnire pentru negustori.

În esență, noțiunea indică deci locul de întâlnire a negustorilor și oamenilor de afaceri, în sensul unui spațiu de concentrare a cererii și ofertei. Acest conținut rezultă din definițiile date în limbajul de specialitate. Astfel, în legea română asupra burselor din anul 1929 (cunoscuta lege Madgearu) se arată: „bursele sunt instituțiuni publice create în scopul de a reuni pe comercianți, industriași, producători, armatori și asigurători în vederea negocierii valorilor publice și private, monedelor, devizelor, mărfurilor, productelor, închirierii vaselor și acoperirii riscurilor de tot felul” (*Lege asupra burselor*, în C.Hamansiu, *Codul General al României, Volumul XVII*, Editura „Librăria Universală”, Alcalay Co., București. (1864-1885).

Bursa este, prin urmare, o piață, dar care se particularizează prin obiectul tranzacțiilor și modul de organizare și funcționare. Într-o lucrare din domeniul dreptului se apreciază că „bursele sunt instituții unde se negociază (se vând și se cumpără) valori mobiliare sau mărfuri, după o procedură anumită și numai de către anumiți intermediari sub supravegherea unor autorități”⁸.

⁸ Tudor Popescu, *Dreptul comerțului internațional*, Ediția a doua, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1983, p.237

§2.2. Determinări conceptuale

În structura sa actuală coexistă două tipuri de burse: cele de mărfuri (pentru care, în mod obișnuit, se folosește termenul de burse comerciale) și cele de valori (pentru care, cel mai frecvent, se întâlnește – în literatura de specialitate sau în limbajul practicienilor – termenul simplu de bursă).

Cu privire la bursă, literatura de specialitate semnalează definiții numeroase, care conțin atât elemente comune, cât și multe deosebiri. În cele ce urmează, vom încerca să facem o sinteză (selectivă) a acestora.

1. Bursa este piața secundară de valori mobiliare. Negocierile bursiere se referă la valori care au fost, deja, puse în circulație. Existența unei piețe organizate oferă astfel un nivel superior de lichiditate în raport cu piața (negocierile) privată. Aceasta permite stabilirea unui preț (curs sau cotație) prin care se asigură confruntarea cererii cu oferta și, totodată, finanțarea societăților cotate, atunci când acestea procedează la o majorare a capitalului social. Bursa este, de asemenea, un cadru bine adaptat la restructurarea întreprinderilor, care pot – prin cesionarea pachetului de acțiuni de control, prin fuziune, prin ofertă publică de cumpărare sau de schimb, să-și modifice elementele esențiale ale patrimoniului sau ale conducerii (controlului).

1. Avem în vedere unele Enciclopedii, la care am avut acces, și unele lucrări de specialitate frecvent citate în articole publicate în ultimii ani.

2. Bursa de valori sau, pur și simplu, piața rezervată operațiunilor cu valori mobiliare sau „titlurilor de bursă”, adică a tranzacțiilor cu titluri la purtător sau nominative (acțiuni, obligațiuni etc.) emise de societățile comerciale, cu rentele de stat sau împrumuturile emise de persoane morale de drept public. Bursa este simultan piața valorilor mobiliare și locul de întâlnire a intermediarilor însărcinați cu operațiuni de vânzare sau de cumpărare a acestor titluri, și al căror monopol îl deține societatea bursieră .

3. Bursele de valori sunt piețe oficiale unde se negociază valori mobiliare: acțiuni, obligațiuni, bonuri de tezaur etc.

4. Bursa de valori este piață secundară, publică și reglementată, pentru valori mobiliare înscrise la cota sa .

5. Bursele de valori sunt centre ale vieții financiare, unde se fac vânzări/cumpărări de hârtii de valoare (acțiuni, bonuri de tezaur etc.). Totodată, la bursele de valori se pot realiza și operațiuni cu valute, metale prețioase sau efecte de comerț. În ultimul timp, în sistemul de tranzacții al acestor instituții, au fost incluse produse bursiere noi (opțiuni, contracte futures pe indici bursieri etc.). Bursele de valori îndeplinesc funcții majore în circuitul capitalurilor în economie, constituind un indicator general al climatului de afaceri din spațiul economic național și internațional în care-și exercită influența. Se observă că autorul citat face distincție între bursa de valori (*stock exchange*) și piețele interdealeri sau la ghișeu (*Over the Counter – OTC*), considerându-le „două modalități principale ale pieței secundare”.

6. Pentru numeroase persoane, bursa reprezintă templul tranzacțiilor cu acțiuni (titluri reprezentative asupra unei fracțiuni din capitalul unui emitent) sau obligațiuni (titluri reprezentative de creanță asupra unui emitent) .

7. Numeroși autori, de-a lungul mai multor secole, au evocat caracterul cvasidivin al bursei, adesea comparată cu zeul sirian Mammon, care era asociat cu bogăția dobândită pe căi ilegale. Bursa este deci percepută simultan ca un corn al abundenței și ca un lanț nesfârșit de dezastre în destinele umane și tragedii ale întreprinderilor. Bursa are un dublu caracter, care asociază, în mod constant, acțiunile benefice pentru economie (înflorirea comerțului, finanțarea întreprinderilor) și pentru individ (câștigarea unor averi importante) cu efectele negative: de la crahul bursier, care duce orice economie la depresiunile cele mai profunde, la ruina totală a operatorilor angajați în tornada speculațiilor.

8. Bursa de valori este o instituție cu personalitate juridică, care asigură publicului, prin activitatea intermediarilor, autorizații, sisteme, mecanisme și proceduri adecvate pentru efectuarea tranzacțiilor cu valori mobiliare și care constituie piața oficială și organizată pentru negocierea valorilor mobiliare admise la cotă, oferind economiilor investite în ele garanție morală și securitate

financiară prin măsurarea continuă a lichidității respectivelor valori mobiliare.

9. Bursa de valori este piața oficial organizată pe care se efectuează, în mod public, negocieri cu valori mobiliare a căror cotare este asigurată în mod cotidian.

Din evantaiul concepțiilor prezentate mai sus se pot desprinde toate elementele ce pot constitui structura de bază a unei definiții a bursei.

Bursa, în opinia noastră, este componenta principală a pieței financiare secundare, este o piață organizată, reglementată și publică, având menirea de a fi simultan loc geografic și ansamblu de operațiuni (tranzacții) pentru vânzările și cumpărările - care au la bază tehnici specifice, realizate prin intermediari specializați - de valori mobiliare tradiționale (acțiuni, obligațiuni, bonuri de tezaur, efecte de comerț și valute) sau moderne (opțiuni sau indici bursieri).

§2.3. Caracteristicile bursei de valori

Bursele sunt locuri de concentrare a cererii și ofertei pentru mărfuri, precum și pentru hârtii de valoare. Bursele de valori sunt, prin esența lor, piețe simbolice, deoarece aici se tranzacționează, în principal, titluri rezultate din operațiuni financiare (mobilizare de capital, atragerea unui împrumut). De asemenea, pot fi considerate și piețe libere – în sensul că asigură confruntarea directă și deschisă a cererii și ofertei care se manifestă în mod real în economie, prin urmare este opusă ideii de monopol. Bursa este mecanismul care se apropie cel mai mult de piața pură și perfectă, asigurând formarea prețurilor pe baza raportului cerere/ofertă. Apoi, datorită faptului că tranzacțiile se realizează conform unor principii, norme și reguli cunoscute și acceptate de participanți, bursa este și o pieță organizată. În final, prin rolul de reper pentru toate tranzacțiile ce se efectuează cu acele mărfuri sau valori, pentru care ea constituie piața organizată, bursa este și o pieță reprezentativă. Funcția centrală a bursei este tocmai de a stabili zilnic nivelul prețului de echilibru al pieței, acel preț care asigură volumul maxim de tranzacții.

2.3.1. Principii și reguli de funcționare a burselor de valori

Economia reală influențează, în mod normal, deci și evoluția cursurilor la bursă, iar acestea, la rândul lor, determină opțiuni foarte importante pentru investiții, restructurări, care devin factori de mișcare pentru economie.

Pentru ca bursa să producă permanent efecte benefice pentru economie, ea trebuie să funcționeze ca o piață liberă, organizată și reprezentativă.

Piața bursieră trebuie să asigure realizarea tranzacțiilor astfel, încât prețul obținut să fie cel just, adică să reflecte raportul dintre cererea și oferta liber exprimată. Mijloacele prin care se asigură atingerea acestui obiectiv sunt: centralizarea ordinelor la bursă și asigurarea unei depline transparențe, informarea operativă asupra evoluției cursurilor.

O dată cu evoluția economiilor și a comerțului, implicit cu dezvoltarea tranzacțiilor bursiere, a apărut necesitatea instituirii unor principii și reguli stricte, care să garanteze drepturi tuturor persoanelor implicate în aceste operațiuni: emitenți, investitori sau intermediari.

1. Mai întâi de toate, piața bursieră trebuie să fie caracterizată prin atomicitate. Aceasta înseamnă că trebuie să existe un număr mare de vânzători și cumpărători care să negocieze același produs fără ca unul dintre ei să aibă posibilitatea de a influența (mai mult decât ceilalți) formarea cursului. Toate bursele din lume efectuează o triere a firmelor care dobândesc dreptul de a fi cotate, folosind drept criterii:

- numărul de acțiuni emise;
- numărul de acționari;
- partea capitalului social pusă în vânzare prin intermediul pieței bursiere.

2. Omogenitatea bunurilor sau valorilor ce fac obiectul cotațiilor e un alt principiu de bază pentru funcționarea activității de bursă. Omogenitatea presupune ca în cadrul tranzacțiilor să se negocieze numai valori sau bunuri fungibile, care pot fi, în orice condiții, înlocuite de altele similare din aceeași categorie.

Transparența, atomaticitatea și omogenitatea sunt premise ale fluidității și lichidității. Piața trebuie să fie abundentă atât în titluri, cât și în capitaluri pentru a putea realiza vânzări și cumpărări în mod operativ. Lipsa de fluiditate sau lichiditate anulează una din principalele funcții economice ale activelor, aceea de a mobiliza capitalul investit, de a transforma investiția în valoare comercială.

3. Adaptabilitatea, opusul rigidității sau al lipsei de flexibilitate este principiul în conformitate cu care piața bursieră trebuie să se poată “mișca” în mod corect, respectând legile și regulamentele specifice, modelându-se în funcție de cele mai mici modificări ale factorilor economici sau extraeconomici. Lipsa adaptabilității face activitatea de bursă dificilă sau chiar imposibilă. Aceasta înseamnă că toate reglementările privind activitatea de bursă trebuie concepute într-o viziune cât mai corespunzătoare, astfel încât să lase posibilitatea continuării mișcării chiar și atunci când intervin modificări importante în caracteristicile pieței.

4. Corectitudinea este strâns legată de transparență. În principiu, o deplină informare este suficientă pentru ca mecanismele de reglare specifice pieței să poată acționa. În practică, e necesară crearea unui cadru riguros pentru reglementarea tranzacțiilor, pentru contracararea tendințelor de manipulare a pieței. Aceasta înseamnă, de fapt, organizarea pieței, crearea unui cadru propice manifestării liberei concurențe. Corectitudinea îl vizează, în primul rând, pe emitent, care trebuie să furnizeze informații exacte și oportune, dar și pe intermediari, care trebuie să aprobe cu onestitate interesele colegilor lor. Pentru a asigura corectitudinea, operațiunile trebuie să se realizeze numai în incinta bursei. Păstrarea cu sfințenie a secretului profesional este o altă cerință majoră pentru asigurarea corectitudinii. O informație privilegiată este o informație nepublică, capabilă de a influența cursul la bursă. Astfel de informații nu pot fi deținute decât de cei care în calitate de membri ai organelor de administrare sau supraveghere directă trebuie să urmărească executarea unor operațiuni financiare. Neutralitatea intermediarilor este, de asemenea, o premisă a corectitudinii în activitatea bursieră. Neutralitatea trebuie să asigure egalitatea de tratament pentru toți clienții prin executarea ordinelor acestora în cele mai bune condiții.

Eficiența, respectiv existența unor mecanisme de realizare operativă la costuri cât mai reduse a tranzacțiilor, este o altă cerință pe care trebuie să o îndeplinească bursa. Costul tranzacțiilor afectează gradul de valorificare a activelor. Cu cât costul este mai redus cu atât atractivitatea este mai mare și cu atât deținătorii de fonduri sunt mai interesați în a face investiții în active financiare. Bursele judecă eficiența pe care o realizează prin mărimea comisioanelor pe care le încasează și care se raportează la cheltuielile proprii.

Privite prin prisma acestor principii – care se respectă, în mod real, în toate bursele din lume – tranzacțiile de bursă devin un simbol al economiei de piață, un obiect de interes major atât pentru cercurile de afaceri sau oamenii politici, cât și pentru întreaga opinie publică.

Rolul bursei este acela de a asigura:

1. corecta „echilibrare” a cererii și ofertei având la bază un număr cât mai mare de participanți, din ambele categorii (vânzători și cumpărători);
2. metodologia de tranzacționare extrem de rapidă, asistată de tehnica de calcul și personal specializat, prin tipizarea formularelor de contracte bursiere și standardizarea calității produselor negociate, prin admiterea la tranzacționare numai a agenților specializați etc.;
3. constituirea unor depozite bancare de garanții atât pentru cumpărători, cât și pentru vânzători, prin controlul permanent, prin intermediul unor comisii avizate, a bonității și buneii credințe a agenților bursieri, printr-o metodologie specifică de certificare a calității produselor negociate etc.;
4. limitarea procentuală, maxim admisă, de variație zilnică a prețurilor;
5. crearea diferitelor tipuri de contracte bursiere (*spot, forward, futures, option etc.*).

§2.4. Clasificarea burselor

Dezvoltarea vieții economice a determinat generalizarea relațiilor comerciale și financiare care, în timp, a creat, sub aceeași denumire de bursă, o anumită diversitate instituțională. Drept urmare, în literatura de specialitate, se regăsesc diferite clasificări ale burselor:

1. După sfera și importanța tranzacțiilor, bursele au **importanță locală, națională sau internațională**.

2. Din punct de vedere al formei de constituire, se disting **bursele private**, înființate și organizate sub formă de societăți pe acțiuni, asociații comerciale sau camere de comerț și **bursele de stat**, înființate sub egidă guvernamentală. În cele mai multe cazuri, bursele sunt constituite ca societăți pe acțiuni. Membrii bursei sunt, de regulă, principalele bănci și instituții financiare, marile companii comerciale care, sub diferite forme efectuează tranzacții sau sunt interesate de operațiunile de bursă.

3. În funcție de sfera de cuprindere, bursele pot fi: **generale**, unde se tranzacționează o gamă largă și variată de mărfuri și **specializate**. Din categoria bursei specializate fac parte bursele de mărfuri, bursele pentru operațiuni auxiliare comerțului internațional și bursele de valori.

În cadrul bursei de mărfuri, se tranzacționează anumite mărfuri fungibile, cum ar fi: zahărul, cerealele, metalele etc. În multe cazuri gradul de specializare este foarte înalt, obiectul tranzacțiilor constituindu-l o singură marfă sau gamă foarte restrânsă de produse (exemplu: Bursa de metale de la Londra).

O dată cu apariția contractelor futures negociate în cadrul bursei de mărfuri și având la bază diverse active, practica internațională grupează aceste instituții sub denumirea de burse „futures”.

Activitatea bursei, indiferent dacă sunt publice sau private, este supusă reglementării autorității pieței, care este o instituție publică specializată chemată să supravegheze activitatea desfășurată.

Principalele obiective ale acestui organism sunt :

➤ stabilirea și urmărirea modului în care sunt aplicate normele privind informarea publicului investitor în vederea asigurării transparenței;

➤ asigurarea protecției investitorilor împotriva operațiunilor frauduloase ce pot fi desfășurate de intermediari și/sau împotriva folosirii ilegale a informațiilor deținute de intermediari;

➤ reglementarea activității bursiere, în condițiile în care bursa, ca organism cu putere de autoreglementare, își poate stabili propriile obiective și modul de atingere a acestora.

Organizarea și funcționarea bursei, drepturile și obligațiile membrilor, modul de desfășurare a activității bursiere, modul de soluționare a litigiilor sunt stabilite prin statutul bursei. Pornind de la cadrul legislativ general creat de autoritatea pieței și de la statutul bursei, se stabilesc regulamentele și regulile de funcționare ale pieței bursiere.

Prin regulamentele bursiere se stabilesc următoarele elemente:

➤ modul de realizare a tranzacțiilor, de executare a ordinelor bursiere, prioritatea de execuție, modul de confirmare a execuției acestora, comisioanele de execuție, limitele în care pot varia comisioanele de bursă;

➤ modul de desfășurare a activității bursiere (administrare, contabilitate, fluxuri de numerar);

➤ limitele de variație a prețurilor în cadrul ședințelor de cotație, pasul de cotare;

➤ activitatea și codul de conduită ale agenților de bursă;

➤ programul de lucru, modul de cotare și orele în care este deschis ringul bursei.

4. Din punct de vedere al accesului la calitatea de membru al unei burse se disting:

➤ **burse închise**, care presupun un număr fix de membri, locul deținut de fiecare dintre aceștia putând fi vândut, închiriat sau cedat prin moștenire. Prețul cu care locul unui membru este vândut sau chiria plătită depinde de evoluția activității bursiere în zona respectivă: de exemplu, în octombrie 2001, un loc la NYSE s-a vândut cu 2,2 milioane USD. A deține unul din cele 1366 de locuri ale NYSE îi dă posesorului dreptul de a tranzacționa acțiuni, obligațiuni și de a vota la întrunirile bursei. Cel mai mare preț plătit pentru un loc în cadrul bursei a fost de 2,65 milioane USD în 23 august 1999:⁹

▪ membrii plini care au cumpărat sau moștenit „locul”;

⁹ Frederic S. Mishin, Stanley G. Eakins, *Financial Markets Institutions*, Addison Wesley, front edition, 2003, pag. 243

- membrii cu chirie sunt cei care au închiriat locul și care, în funcție de regulamentele bursiere, pot avea aceleași drepturi ca și membrii plini sau drepturile lor sunt limitate prin regulamentele bursiere;

- membrii parțiali care pot participa la încheierea de tranzacții, ca oricare dintre celelalte două categorii, dar nu pot îndeplini anumite funcții.

Pentru a-și păstra „locul” în asociația bursei, fiecare membru trebuie să plătească o cotizație diferențiată, în funcție de categoria în care se află.

➤ **burse deschise** – acestea sunt instituții care nu presupun un număr limitat de membri, aceștia plătiind o taxă de admitere și o cotizație anuală. La acest tip de burse, diferențierea se face între membri fondatori și membri cooptați, astfel:

- membrii fondatori sunt cei care au realizat începerea activității bursiere și ar putea dispune de mai multe voturi în asociația bursei;

- membrii cooptați, respectiv, cei care au fost atrași ulterior în asociație, și care pot fi membrii afiliați, care nu au drept de vot în Adunarea generală, și plătesc o taxă de admitere și o cotizație anuală mai mică, sau membrii asociați care nu pot negocia direct în ringul bursei, ci numai prin intermediul unui membru plin sau a unui afiliat.

Indiferent de particularitățile pe care le presupune legislația națională în domeniu, membrii unei burse de valori trebuie să respecte câteva reguli generale:

➤ persoana fizică și/sau juridică interesată de calitatea de membru al unei burse trebuie să primească o autorizație în acest sens din partea instituției care reprezintă autoritatea pieței;

➤ cei care doresc să devină membri ai bursei trebuie să dispună de un capital minim menționat în reglementări și să facă dovada unei garanții materiale și morale cerute de calitatea de membru al bursei;

➤ să contribuie la fondurile bursei în cuantumul stabilit și să-și achite cotizația anuală;

➤ să respecte obligațiile care îi revin, stabilite prin legi și regulamente, mai ales în ceea ce privește încheierea și efectuarea tranzacțiilor în ringul bursei.

Conducerea bursei este asigurată de un Consiliu de administrație, în competența căruia intră și admiterea de noi membri alături de membrii fondatori. Conducerea activității zilnice revine Administrației bursei, care are în frunte un director și o serie de comitete consultative. Dintre acestea cele mai importante sunt Comitetul tehnic, care se ocupă cu funcționarea operațiunilor de bursă și Comitetul pentru stabilirea prețurilor (cotațiile) bursei. Din Consiliul de Administrație pot face parte nu numai membrii bursei, ci și specialiști în domeniu, care nu au calitatea de membru.

Nucleul bursei îl formează „Casa de clearing”. Prin aceasta, se garantează necondiționat că orice tranzacție efectuată de membrii bursei va fi onorată întocmai și la timp. Toate tranzacțiile făcute de membrii bursei în timpul zilei sunt confirmate la sfârșitul ședințelor și sunt trimise membrilor Casei de clearing care le mai verifică încă o dată. La sfârșitul zilei, Casa de clearing devine partener și garant pentru toate operațiunile efectuate la bursă, adică toți cei care au vândut pe ring au drept cumpărător Casa de clearing, și toți cei care au cumpărat pe ring au drept vânzător aceeași Casă de clearing.

Capacitatea necondiționată a Casei de clearing de a garanta executarea promptă a tranzacțiilor bursiere, chiar dacă unul sau mai mulți din partenerii de afaceri dau faliment, se bazează pe lichiditatea membrilor săi și, în plus, pe o serie de prevederi exprese ale mecanismului de efectuare a tranzacțiilor. De regulă, membrii Casei de clearing sunt bănci de renume, societăți de asigurare, firme comerciale de prestigiu cu o bonitate financiară certă. În caz de faliment al unui membru al bursei, membrii Casei de clearing se constituie în consorțiu, unindu-și forțele pentru a acoperi și minimiza pierderile.

Fiecare membru al bursei este obligat să depună o rezervă de bani în contul Casei de clearing pentru soldul operațiunilor încheiate (diferența dintre valoarea contractelor de cumpărare și a celor de vânzare încheiate). Aceste rezerve pot fi folosite în caz de faliment. De asemenea, veniturile realizate de Casa de clearing din taxele percepute pentru serviciile prestate și fondurile de garanție, depuse la formarea bursei, pot fi folosite pentru depășirea situațiilor dificile.

În cazul în care unul dintre membrii Casei de clearing nu poate să onoreze obligațiile rezultate din tranzacțiile încheiate, se iau succesiv mai multe măsuri, astfel: mai întâi se lichidează toate contractele deținute de membrul respectiv; dacă banii rezultați nu sunt suficienți, se recurge la rezerva membrului falimentar; dacă nici aceasta nu este suficientă, se apelează la contribuția membrului la fondul de garanție; dacă nici în acest mod deficitul nu a fost acoperit, se folosește restul fondului de garanție¹⁰.

Pentru orice tranzacție efectuată în cadrul bursei se percepe un comision, mărimea acestuia fiind stabilită prin regulamentul de funcționare al bursei. De exemplu, la bursa de zahăr din Londra, comisionul este fix de 10 lire sterline pe contract, un contract fiind încheiat pentru 50 de tone de zahăr.

Firmele de brokeri, membre ale bursei, fiind obligate să depună fonduri de rezervă în contul operațiunilor efectuate, pretind la rândul lor, din partea clienților, alături de comisioane, depuneri inițiale de rezervă. Pentru facilitarea decontărilor dintre brokeri și clienți, se încheie angajamente scrise prin care se stabilește când și cum se va plăti comisionul, rezerva și modalitatea de decontare finală.

Fiecare bursă funcționează conform statutului de constituire, la care au aderat necondiționat toți membrii bursei. Statutul bursei definește cu exactitate obiectul de comercializare, unitatea de măsură în tranzacții, modalitatea și termenele de cotare, lichidarea operațiunilor, obligațiile financiare pentru participanți, modul de arbitraj în caz de litigiu, condițiile standard ale contractului de vânzare-cumpărare și toate celelalte reguli economice sau administrative.

Obiectul de activitate al bursei este constituit din titluri financiare, în cazul burselor de valori, dintr-o singură marfă (exemplu, bursa de zahăr din Paris) sau din mai multe produse (Chicago Board of Trade), în cazul burselor de mărfuri.

La bursele de mărfuri, obligatoriu, la desemnarea mărfurilor se indică, în termeni exacti categoriile admise a se comercializa. Tranzacțiile se efectuează în unități fizice stabilite, numite contracte sau loturi, care diferă de la o bursă la alta. Un lot de cacao boabe, la bursa din Londra, este de 10 tone, în timp ce un lot la bursa de zahăr din Paris este de 50 de tone.

Statutul bursei definește moneda în care se stabilește prețul și se încheie tranzacțiile, de regulă moneda țării pe teritoriul căreia se găsește bursa. În SUA, la bursele de cereale prețurile sunt date în cenți per bushel, iar la cele de cafea, cacao și zahăr în cenți per livră. Greutatea unui bushel este diferită în funcție de natura cerealelor: la grâu: 1 bushel = 27,22 kg; la porumb: 1 bushel = 25,40 kg; la ovăz: 1 bushel = 14,52 kg. La bursele din Europa, cotațiile sunt date în unități monetare (lire sterline, euro) per tonă metrică.

Calitatea produselor comercializate constituie un element bine stabilit în statutul de funcționare al bursei și în contractele de vânzare-cumpărare. Se definesc clar caracteristicile calitative și metodele de verificare ale acestora, prin referire la standarde. În scopul simplificării activității tranzacționale, la toate bursele sunt elaborate contracte tip de vânzare-cumpărare, conținând clauze standard privind activul și condițiile de livrare. Prin aceste contracte tip, toate elementele activității bursiere sunt uniformizate și bine precizate. Singurele elemente pe care trebuie să le indice brokerului un participant la activitatea bursei sunt: cantitatea pe care dorește să o cumpere sau să o vândă, termenul, limita de preț.

§2.5. Funcțiile bursei de valori

Bursa răspunde la trei tipuri de trebuințe – separate și, totuși, distincte:

- trebuințe de ordin macroeconomic (pentru economia națională);
- trebuințe de ordin microeconomic (pentru firme);
- trebuințe de ordin individual (pentru posesorii de titluri sau pentru cei care dețin economii disponibile pentru a fi investite).

¹⁰ L. Paves, *Comment se defendre en bourse*, Ed. Dunod, Paris, 1986, pag.56

Satisfacerea acestor trebuințe dă conținutul rolului pe care bursele de valori îl îndeplinesc, care își găsește expresia în următoarele funcții, macroeconomice, microeconomice și funcții în plan individual.

2.5.1. Funcții macroeconomice

1. Bursa are rol de releu între surplusul de fonduri neutilizate și necesitățile economice transformând economiile în capital.

În momentul în care un investitor cumpără acțiuni sau obligațiuni nou emise, banii pe care i-a economisit ajung în posesia firmei și vor fi folosiți pentru achiziționarea de capital productiv.

2. Bursa permite realizarea unor proiecte investiționale de anvergură care nu ar putea fi îndeplinite cu fondurile unui grup restrâns de întreprinzători. Astfel, firmele care doresc să mobilizeze capitaluri însemnate, vor plasa o parte din acțiunile lor publicului prin distribuție primară sau distribuție secundară, aceasta înseamnă operațiunea de difuzare a capitalului în masa investitorilor. Ca atare, firmele respective se transformă din firme cu caracter privat, în societăți cu caracter public, în sensul că acțiunile lor se negociază pe piața bursieră. Este demn de reținut faptul că emitenții de acțiuni sau obligațiuni nu ezită să folosească simultan ambele modalități de finanțare: apelează atât la împrumuturi bancare, cât și la bursa de valori. În SUA, spre exemplu, folosirea sistemului bancar, în combinație cu bursa, a permis atragerea unor resurse financiare uriașe, care au asigurat dezvoltarea extraordinară și foarte rapidă a informației și biotehnologiilor. În Europa, construcția „Eurotunelului” s-a realizat din resurse obținute prin vânzarea de acțiuni, iar mai apoi cu ajutorul unor credite bancare. Această soluție ar putea fi utilizată și de țara noastră în realizarea unor proiecte de mare importanță.

3. Bursa este piața pe care se realizează evaluarea activelor financiare și se stabilește prețul titlurilor. Titlurile financiare cunosc dedublare: între valoarea nominală (la care au fost emise și care au ca bază costul activelor reale) și valoarea de piață (dată de cursul bursei), care oscilează zilnic, în funcție de raportul cerere/ofertă. În cazul societăților cu caracter public, bursa oferă atât o evaluare a acțiunilor, cât și o evaluare a firmei. Valoarea unei firme (valoarea capitalizată) este produsul dintre numărul acțiunilor și cursul bursier curent al acestora.

4. Bursa este un factor de stimulare a interesului pentru afaceri în rândul deținătorilor de fonduri. Faptul că prețul titlurilor se modifică zilnic, ca efect al cererii și ofertei de titluri financiare, permite investitorilor ca, pe lângă rezultatele pe care le aduce în mod direct investiția, să poată urmări un alt obiectiv, obținerea de profit din diferența de curs dintre momentul cumpărării și al vânzării titlurilor. De aici, întregul miraj al câștigului imens prin jocul de bursă, care dincolo de potențialul de risc, are rol major nu numai în creșterea atractivității bursei și în funcționarea ordonată a pieței secundare, ci și în formarea unor prețuri corecte și echilibrate pentru titluri.

5. Piața bursieră are un rol însemnat în reorientarea și restructurarea activităților economice. Prin funcționarea acestei piețe, distribuirea fondurilor pe ramuri ale economiei și firme se realizează în raport cu gradul de atractivitate a titlurilor, fiind o reflectare a performanțelor firmelor respective, a gradului de rentabilitate. Deci bursa distribuie fondurile, în principiu, spre domeniile cele mai profitabile și/sau cu cele mai mari perspective de dezvoltare. În acest fel, firmele performante vor fi alimentate cu fonduri, în timp ce domeniile în declin vor pierde o parte din masa investitorilor.

6. Bursa este un barometru extrem de sensibil al stării economiei, volumul tranzacțiilor și evoluția cursurilor reacționând brusc, uneori cu anticipație la modificarea conjuncturii economice. Mișcarea bursei, reflectată de indicele bursei, poate să arate o direcție ascendentă sau, dimpotrivă, o direcție descendentă, fiecare din situațiile respective având un ecou rapid în ansamblul vieții de afaceri.

2.5.2. Funcții microeconomice

Principalele funcții microeconomice sunt următoarele:

1. Bursa facilitează creșterea sau scăderea notorietății firmelor cotate și prin aceasta, influențează motivația principală a întreprinzătorilor care se prezintă pe piață pentru a vinde sau cumpăra.

2. Bursa permite creșterea fondurilor proprii, societățile noi care apar pe piață nu pot să realizeze decât indirect o creștere de capital (vânzarea acțiunilor deținute de vechii acționari nu le sporește capitalul) prin emiterea de noi acțiuni, care se vor vinde direct prin bursă.

3. Bursa incită la o bună administrare a întreprinzătorilor în scopul unei sporiri a valorii activelor, care să determine o creștere a profiturilor acționarilor, acest argument este invocat mai frecvent de către inițiatorii burselor din țările aflate în tranziție spre economia de piață.

4. Activitatea bursieră duce la dezvoltarea concurenței dintre firme, la stimularea tranzacțiilor intercorporații prin dedublarea activelor reale sub formă de titluri financiare, firmele capătă, pe lângă existența lor reală, și o existență financiară. Cumpărarea și vânzarea de acțiuni înseamnă comercializarea în totalitate sau în parte a firmelor respective. O companie poate fi achiziționată prin cumpărarea titlurilor ei, concentrarea unui volum de acțiuni suficient de important fiind mijlocul de a controla o firmă cu caracter public. Lupta pentru putere financiară se dă pe piața bursieră și ea se duce între marile grupări financiare, singurele în măsură să mobilizeze un capital suficient de important pentru a viza achiziționarea unei firme întregi. Principala formă de realizare a acestor tranzacții este oferta publică de cumpărare, respectiv operațiunea prin care un terț anunță acționarii unei societăți cu caracter public că se angajează să cumpere total sau parțial acțiunile lor în anumite condiții.

2.5.3. Funcții în plan individual

În plan individual, bursa facilitează obținerea lichidității patrimoniului acționarilor și asigură, totodată, o evaluare cât mai exactă a averii personale. Acționarii pot, în orice moment, să-și vândă integral sau parțial titlurile pe care le dețin în schimbul unui preț de piață acceptabil, fixat la bursă. Numai piața bursieră asigură o asemenea suplețe. Această mobilitate permite acționarilor minoritari să-și lichideze titlurile fără a periclita continuitatea activității firmei respective.

Așadar, creșterea și dezvoltarea economică a unei țări sunt strâns legate de posibilitățile de finanțare de care dispune societatea respectivă. Aceste mijloace financiare pot fi asigurate atât prin sistemul bancar, cât mai ales prin bursă. Se apreciază că bursa modernă, ca urmare a faptului că a reușit să reducă substanțial costul operațiunilor, precum și a faptului că efectuează ordinele de tranzacții și furnizează informații în timp real, va ajunge, în scurt timp, să depășească sistemul bancar din punct de vedere al capacității de a asigura aport de capital.

Bursa este indispensabil legată de economia de piață, dar existența economiei de piață nu este decât o condiție necesară pentru dezvoltarea pieței bursiere. Alături de acestea, mai sunt necesare: o economie națională puternică, un sistem modern de comunicații, monedă convertibilă și suficient de credibilă pentru a atrage capitalurile străine.

Dacă, pe termen lung, bursa evoluează în corelație cu ritmul dezvoltării economice din țara respectivă, fluctuațiile pe termen scurt pot părea total necondiționate de conjunctura economică, uneori, aflându-se chiar în opoziție flagrantă cu ciclul economic. Este adevărat că, pe termen lung, există o strânsă legătură între creșterea PNB și creșterile de bursă, după cum există o legătură între cursul acțiunilor și dezvoltarea firmelor emitente.

Dincolo de toate acestea, psihologia operatorilor de bursă joacă, de foarte multe ori, un rol esențial în luarea deciziei de vânzare sau cumpărare.

§2.6. Organizarea burselor

Piața de capital organizată cuprinde trei categorii de agenți economici ai participării la activitatea Bursei de valori OTC.

➤ prima categorie, cea a agenților economici care emit ordine de bursă, respectiv cumpărare și vânzare de titluri. Cererea și oferta se pot exprima prin ordine de bursă (OC și OV) sau prin oferte publice (de cumpărare – OPC, de vânzare OPA și de schimb sau conversie OPS).

În această categorie, se înscriu și așa-numiții investitori instituționali (societăți de investiții, asigurări, fonduri mutuale etc.). Aceștia acționează în numele propriu sau al clienților lor.

Concentrând sume mari de bani, ei emit ordine de Bursă în cantități mari și cu economii apreciabile la costurile de tranzacționare.

➤ a doua categorie – cea a intermediarilor bursieri, respectiv a tuturor societăților de valori mobiliare, inclusiv a Bursei de valori și OTC. Acești intermediari bursieri:

- (1) colectează ordinele de bursă (OC, OPC, OV, OPA, OPS).
- (2) depozitează titlurile ce vor fi vândute și sumele de bani care vor fi plasate;
- (3) centralizează ordinele de bursă și stabilesc cursul bursier;
- (4) execută ordinele de bursă și avizează clienții;
- (5) țin evidența titlurilor;
- (6) oferă informații bursiere și servicii de consultanță etc.

Pentru realizarea acestor activități sunt constituite și specializate Societăți de Valori Mobiliare (SVM) cu Agenții de Valori Mobiliare (AVM), Societăți de Plasare, Decontare și Depozit (Bankcoop și SCDD), Bursa de Valori București (BVB) și societatea de tranzacționare automată pe OTC (RASDAQ = Romanian Association of Securities Dealers Automated Quotation – licența fiind preluată din SUA pentru sistemul automat de tranzacționare), Registrul Bursei de Valori (RBV) și Registrul Român al Acționarilor (RRA), societăți de consultanță bursieră, editoriale etc.

Multitudinea acestor intermediari, având același obiectiv general, respectiv realizarea echilibrului dintre cererea și oferta de titluri, pune problema coerenței activităților și a garanției angajamentelor lor. Coeziunea se asigură prin organizare lor în rețea, susținute de un sistem informativ eficace (în timp real, în măsura posibilităților). În ceea ce privește protecția clienților, aceasta se asigură parțial prin capitalul social cu care fiecare societate de intermediere garantează angajamentele lor. O protecție suplimentară are loc prin intermediul fondurilor de garantare, constituite la nivelul celor două sisteme bursiere (BVB și OTC) din contribuția membrilor acestora (SVM-uri în principiu). Fondurile de garantare pot fi folosite și pentru întrajutorarea unor SVM-uri aflate în dificultate financiară temporară.

A treia categorie este cea a organismelor de supraveghere și control al societății bursiere. Între acestea, se detașează CNVM cu atribuții majorare în autorizarea emisiunii și punerii în circulație a titlurilor, în autorizarea SVM și AVM și supravegherea Bursei și OTC, Asociația Națională a SVM (ANSVM) prin comitetul său director, iar deciziile privind strategia activității bursiere în țara noastră sunt luate de Banca Națională a României prin atribuțiile sale de coordonare a circulației monetare. În aceeași poziție, se mai află Ministerul Finanțelor, Agenția Națională de Privatizare și alte organisme românești de privatizare.

Experiența internațională arată că bursele s-au aliniat destul de mult unele, în raport cu altele, trăsăturile comune ce caracterizează sistemele de organizare bursieră devenind dominante. În același timp, chiar și în prezent se păstrează diferențe, uneori considerabile de la o țară la alta, chiar dacă procesul de modernizare a pieței de valori a accentuat procesul de apropiere organizatorică și funcțională a acestora.

Se disting trei variante notabile de organizare a activității bursiere:

Varianta americană – unde structurile bursiere și activitățile de supraveghere și intermediere bursieră sunt complet separate de activitățile bancare propriu-zise.

Varianta europeană – folosită în unele state ale continentului nostru, în conformitate cu care băncile sunt fie singurii intermediari agreeți, fie cei mai importanți, având prerogative ample pentru angajarea de tranzacții financiare la bursele de valori. Asemenea sisteme se utilizează în Elveția, Spania etc.

Varianta mixtă – caracteristică, de asemenea, unor state europene, ca: Germania, Olanda, Franța, se caracterizează prin faptul că activitățile de bursă și cele bancare se împletesc (urmare a unui lanț de verigi comune ce coexistă în sistemele financiare ale acestor țări) în condițiile în care pot fi identificate operațiuni specific bursiere, care nu au nici un fel de legătură cu activitatea băncilor.

În privința reglementării și supravegherii activității bursiere, există trei niveluri de competență:

1. nivelul național – în toate statele în care este organizată de sine stătător piața bursieră, există o lege specială care reglementează – de manieră națională – toate operațiunile cu valori mobiliare;

2. *nivel central* – concretizat prin existența unui organism (special înființat) care are menirea de a asigura elaborarea reglementărilor tehnice privind operațiunile de bursă și de a asigura supravegherea efectivă a activității pe piața valorilor mobiliare.

În România, prin Legea 52/1994, a fost înființată Comisia Națională a Valorilor Mobiliare ca autoritate administrativă autonomă, având misiunea de a asigura administrarea legii și punerea ei în aplicare, precum și supravegherea și controlul dispozițiilor sale în respectarea lor. CNVM este investită cu puteri de reglementare, decizie, autorizare, dispensă, interdicție, intervenție, anchetă și sancționare disciplinară sau administrativă. În mod permanent și nemijlocit, supravegherea și controlul bursei se execută de către Comisarul general al bursei. Acesta este numit de CNVM pentru o perioadă de 5 ani;

3. *la nivel local sau funcțional*, își desfășoară activitatea organizații care asigură, de fapt, autoreglementarea pieței și care sunt bursele de valori propriu-zise. Bursa de Valori București a elaborat un set de regulamente proprii, prin care activitatea dobândește toate caracteristicile unei piețe organizate. Bursele pot fi organizate ca unități publice sau societăți private.

Bursele de stat funcționează în unele țări europene încă de la începutul secolului trecut. Bursa de la București și-a deschis porțile la 1 decembrie 1882. Din 1916, supravegherea și controlul au fost asigurate de Ministerul de Industrie și Comerț, iar din 1932 Indicele Bursei de la București devine reper important pentru afacerile europene.

Bursele private se înființează prin asocierea unor persoane fizice și/sau juridice și trebuie să dobândească dreptul de funcționare legală în conformitate cu reglementările specifice din fiecare țară. Ca persoană juridică, instituția bursieră trebuie să-și elaboreze un statut și un regulament, care să respecte prevederile legii specifice pentru piața valorilor mobiliare și reglementările pieței tutelare. Cele mai mari burse din lume NYSE (New York Stock Exchange) TSE sunt organizate ca și corporații fără scop lucrativ. Documentele prin care instituțiile bursiere moderne se autoreglează (Statutul și Regulamentul) au, în general, următorul conținut:

➤ Statutul bursei conține prevederi cu caracter general (numele instituției, sediul și obiectul activității), cu privire la modul de constituire, la particularitățile conducerii generale sau executive a societății, la principiile generale privind desfășurarea activității (primirea ordinelor, procedura tranzacțiilor și de executare a contractelor), la modul de urmărire a veniturilor și cheltuielilor și de control asupra gestiunii, cât și la alte probleme specifice (furnizarea de informații, soluționare licitațiilor, încetarea activității).

➤ Regulamentul bursei – are prevederi specifice cu privire la:

- cotarea titlurilor;
- mecanismul tranzacțiilor;
- activitatea agenților de bursă.

Bursele se organizează ca societăți închise sau deschise. La bursele închise, numărul de membri ai bursei este determinant la înființare, calitatea de membru nou putându-se dobândi doar prin schimb (cu un membru vechi) prin moștenire, cumpărare sau închiriere. Bursele deschise nu limitează numărul total de locuri, dar departajează membrii bursei în fondatori care-și rezervă, de regulă, anumite privilegii și asociați (acceptați ulterior înființării). În România, membrii Asociației Bursei sunt societățile de valori mobiliare ce solicită și primesc din partea CNVM – Autorizația de Negociere cu Bursa de Valori București. Calitatea de membru al Asociației Bursei este dobândită la data înscrierii în Registrul de Asociați al Asociației Bursei, iar drepturile și obligațiile acestora sunt egale, indiferent de data la care a dobândit această calitate.

Membrii bursei au ca principal avantaj dreptul (uneori, exclusiv) de a efectua direct tranzacții pe piața bursieră. Membrii bursei mai au dreptul de a participa la elaborarea și modificarea Statutului și a Regulamentului Bursei și de a alege sau de a fi aleși în organele administrative și de conducere. Pentru a dobândi calitatea de membru al bursei, trebuie îndeplinite anumite condiții generale:

- un volum minim de capital și garanțiile cerute de lege;
- să contribuie la fondurile bursei; dacă acestea se organizează ca societate anonimă;

➤ să cumpere un număr minim de acțiuni, să respecte toate reglementările privind negocierea, încheierea și executarea tranzacțiilor bursiere;

➤ să obțină autorizația de membru de la autoritatea tutelară a bursei.

Există mai multe calități ale membrilor bursei:

➤ membri cu chirie – care și-au închiriat un loc de membru;

➤ membri parțiali – respectiv firmele care pot încheia tranzacții în sala de negocieri, dar nu pot lucra ca specialiști în bursă;

➤ membri aliați – sunt acționarii principali, care pot încheia tranzacții în sala de negocieri;

➤ membri acceptați – cei care au contribuție de capital, dar nu pot avea nici un rol în conducerea acesteia;

➤ membri corespondenți – sunt cei care participă frecvent la tranzacții (în sala de negocieri), ocupându-se cu gestiunea conturilor clienților.

Conducerea și organizarea

Se realizează în variante dintre cele mai diverse. Trăsăturile sistemului de organizare și conducere bursieră sunt următoarele:

a) Conducerea generală este asigurată printr-un organ suprem de conducere. Acesta poartă numele de Asociația Bursei (pentru asociațiile cu scop lucrativ) sau Adunarea Generală (pentru asociațiile economice). Atribuțiile organelor de conducere trebuie exercitate în strânsă legătură cu autoritatea tutelară, care deține, practic, un drept de veto chiar împotriva unor decizii ale Adunării Generale (sau asociației) unei burse (dacă acestea contravin unor reglementări sau interese naționale). Bursa de la București are drept organ suprem de conducere Adunarea Generală a Asociației Bursei.

b) Conducerea permanentă a burselor este asigurată de un organism a cărui componență trebuie să aibă un caracter reprezentativ pentru bursă și agenții economici ce sunt desemnați de conducerea generală. În mod obișnuit, din acest organism fac parte: unii membri ai firmelor cotate și reprezentanți ai statului și autorității tutelare.

Conducerea permanentă a B.V.B. este asigurată de Comitetul Bursei ai căror membri trebuie să fie cetățeni români, cu domiciliul în România, în vârstă de minim 30 de ani împliniți. Membrii Comitetului trebuie să fie validați de CNVM, după care își aleg un președinte, doi vicepreședinți și un secretar general. Potrivit Statutului, „Comitetul Bursei asigură conducerea unitară, ordonată și eficientă a bursei”.

c) Conducerea executivă

Administrarea BVB este asigurată de un Director general numit pentru un mandat de 5 ani de către Comitetul bursei de valori. Directorul general are statut de funcționar public fiind reprezentantul legal al bursei de valori ca persoană juridică atât în fața autorității publice, cât și în relațiile cu persoanele fizice sau juridice române sau străine. Directorul general angajează patrimoniul Bursei de Valori ca persoană juridică. Acesta are competențele de administrare a Bursei de Valori, inclusiv cele de angajare a personalului, de organizare și asigurare a funcționării bursei.

Aparatul operativ al Bursei de valori București este structurat în 6 direcții și un compartiment, după cum urmează:

1) *Direcția Membri și Emitenți* coordonează activitatea legată de funcționarea societăților-membre ale Asociației Bursei, precum și a societăților emitente înscrise în cota Bursei.

2) *Direcția Operațiuni Bursiere* coordonează tranzacțiile de bursă și asigură supravegherea pieței, depozitarea și înregistrarea valorilor mobiliare, precum și compensarea și controlul decontărilor, având în subordine Serviciul de Tranzacționare și Supraveghere a Pieței, Serviciul Registrul Bursei și Serviciul de Compensare și Control al Decontării.

3) *Direcția Relații cu Publicul și Cercetare-Dezvoltare* coordonează activitățile referitoare la informarea și educarea publicului, pregătirea și instruirea personalului Bursei și elaborează strategia de dezvoltare a pieței bursiere, stabilește formula de calcul și componența indicelui bursier.

4) *Direcția Informatică* coordonează funcționarea rețelei de calculatoare din cadrul Bursei și asigură suportul fizic de comunicații al sistemului informativ al Bursei cu societățile membre, precum și cu alte sisteme.

5) **Direcția juridică** urmărește respectarea cadrului legal cu desfășurarea activității de către membrii Asociației Bursei, asigură asistența și informarea juridică în raporturile Bursei cu terți și în raporturile de muncă ale personalului bursei.

6) **Direcția economică** are sarcina de a realiza evidența financiar-contabilă, aprovizionarea tehnico-materială și prestațiile administrative specifice.

7) Compartimentul Control Intern – efectuează activitățile de control al activității economico-financiare a BVB, răspunde în fața Adunării Generale, căreia trebuie să-i prezinte periodic rapoarte.

d) **Organele consultative** au ca principală menire furnizarea de informații (de tip consultații, consilieri) organelor executive de decizie. Se pot organiza sub forma unui grup de consilieri sau sub forma unor comitete specializate pe diferite domenii. Aceste comitete pot avea caracter permanent sau pot fi organizate ad-hoc, în funcție de nevoi, pentru a răspunde unor cerințe noi în activitatea bursei.

Bursa de valori realizează operațiuni specifice: tranzacțiile cu titluri, indici bursieri, produse sintetice, efecte de comerț sau valute pe baza ordinelor (de vânzare sau cumpărare) pe care le primesc de la Societățile de Bursă. Acestea sunt societăți financiare, având ca obiect de activitate efectuarea de tranzacții pe piața secundară. Aceste societăți pot realiza tranzacții în numele, pe contul și riscul clientului, deci, ca reprezentant al acestuia (ca broker) sau în nume propriu, acționând ca și contraparte (ca dealer) pentru cei care vor să vândă sau să cumpere. Solicitantul poate fi un posesor de titluri care vrea să le vândă sau un posesor de bani, pe care vrea să-i investească.

Agenții de bursă sunt specialiștii prin activitatea cărora se asigură funcționarea nemijlocită a mecanismelor bursei. Ei pot fi specialiști operativi în situațiile în care realizează, în mod direct și nemijlocit, operațiuni de bursă sau neoperativi, dacă rolul lor se rezumă la efectuarea de studii sau analize care au menirea de a furniza clienților informații asupra conjuncturii și oportunităților de afaceri. Aceștia pot fi analiștii bursieri, care pot lucra ca angajați ai Societăților de bursă sau în firme proprii, și funcționarii angajați ai bursei, care au sarcini de supraveghere, urmărire și control asupra derulării operațiunilor specifice în incinta bursei.

Agenții operativi dețin rolul esențial și pot fi împărțiți în două categorii:

- **brokeri** sau intermediari de bursă;
- **dealeri** sau comercianți de bursă (traderi).

Pentru broker se utilizează și termenul de agent de bursă.

Trăsăturile operatorilor de bursă sunt:

1. Operatorii de bursă au un statut socio-profesional consacrat, ca atare, în practica afacerilor, fiind singurele persoane fizice certificate să încheie și să finalizeze tranzacții de bursă.

2. Operatorii de bursă pot lucra ca independenți sau ca agenți ai unor societăți de bursă. În România, activitatea de intermediere prin persoane fizice, care acționează ca agenți de valori mobiliare, se poate realiza numai în numele și pe costul societăților de valori mobiliare; agenții de bursă nu pot angaja în nume și/sau pe cont propriu servicii de intermediere pentru valori mobiliare.

3. Agenții de bursă își pot desfășura activitatea în incinta bursei sau în afara acesteia mai ales pe piața OTC (Over the Counter).

În incinta bursei se pot întâlni:

- agenți de bursă membri ai bursei;
- agenți de bursă angajați ca reprezentanți ai unor membri ai bursei;
- agenți de bursă funcționari publici;
- agenți de bursă angajați ai Bursei (agenți oficiali) sau acceptați (liberi profesioniști).

Din punct de vedere al rolului pe care îl are pe piața bursieră și al felului în care aceștia se angajează în tranzacții, trebuie să facem distincție între brokerii de bursă (floor brokers) și comercianții de bursă (dealers).

I. **Brokerii de bursă** sunt agenții de bursă care, în sensul propriu al termenului, angajează tranzacții în numele, pe contul și riscul clientului. Aceștia pot fi angajați la o firmă de brokeraj (brokeri de consum) sau pot lucra în mod independent. Brokerii de consum execută ordine de

vânzare, cumpărare date de clienții din afara bursei și primite de societatea de brokeri pentru care lucrează.

Brokerii independenți execută ordinele pe care le primesc de la alți agenți de bursă sau de la membrii unor firme ai căror angajați nu se găsesc în incinta bursei respective. Ei sunt solicitați în perioadele de mare intensitate a activității de bursă sau atunci când o parte a brokerilor de comision constată că nu pot exercita în timp util toate ordinele ce le-au fost transmise de brokerii de titluri. Ei se mai numesc „brokeri ai brokerilor” sau „traderi de doi dolari”.

II. Comercianții de bursă sunt operatorii care lucrează în nume și pe cont propriu și sunt numiți dealers (sau traders). Ei pot fi: comercianți, concurenți, creatori de piață sau comercianți pentru ordine non-standard.

În România, tranzacționarea în cadrul bursei este monopolul membrilor Asociației Bursei și se poate efectua exclusiv prin intermediul agenților pentru valori mobiliare autorizați ca agenți de bursă. Dobândirea calității de agent de bursă are la bază cererea transmisă de societatea de valori mobiliare către BVB și necesită (pentru aprobare) îndeplinirea următoarelor condiții:

- 1) persoana în cauză trebuie să dețină o autorizație valabilă de „agent pentru valori mobiliare” acordată de CNVM;
- 2) să aibă vârsta minimă de 21 de ani;
- 3) să fi frecventat și promovat testele și examenele profesionale speciale cerute de dobândirea profesiei de agent de bursă.

Autorizarea agenților de bursă se face de către Directorul General al Bursei. Evidența agenților de bursă se ține într-un registru special. Un agent de bursă poate reprezenta numai o singură societate de valori mobiliare (membră a Asociației Bursei), aceasta purtând întreaga răspundere pentru activitatea desfășurată de agenții ei de bursă în timpul ședințelor de tranzacționare.

§2.7. Bursa de Valori București – organizare și funcționare

2.7.1. Premise istorice, tendințe actuale

2.7.1.1. Contextul internațional

Apariția și dezvoltarea burselor este o consecință firească și, totodată, o mărturie a progreselor pe care societatea, în evoluția sa, le-a înregistrat în domeniul schimburilor și al organizării pieței. Bursele moderne sunt rezultatul unui proces evolutiv îndelungat, fiecare moment important pentru afirmarea și creșterea rolului acestora fiind legat de realizarea unor premise materiale și instituționale indispensabile.

Numeroase lucrări științifice semnalează existența unor forme incipiente ale burselor încă din perioada greco-romană. Se afirmă chiar că, în timp ce „asirienii au realizat primele bănci, iar grecii au inventat moneda, romanii au imaginat primele burse de valori”. Dar prima bursă, în aspectul său actual, este considerată a fi cea de la Anvers, fondată în 1531. După Anvers, bursa de la Amsterdam va deține, mai bine de un secol, rolul de cea mai importantă piață financiară, îndeplinind – pentru prima dată – cele trei condiții esențiale pentru o mare piață financiară:

- Moneda națională (florinul de aur) era foarte puternică, practic, de necontestat, circulând pe o arie foarte extinsă în Europa acelor vremuri;
- Prosperitatea economică a țării era inegalată (pentru acea perioadă), prosperitate la care participa o mare parte a populației;
- Organizarea bancară era foarte puternică, banca de la Amsterdam ținea, practic, *casa* întregii Europe.

În a doua jumătate a secolului al XIX-lea, Londra devine, în locul Amsterdamului, cea mai importantă piață financiară din lume. Supremația britanică nu a putut supraviețui prăbușirii imperiului colonial și declinului lirei sterline. Totuși, deși Londra nu și-a putut prelungi apogeul în domeniul financiar, ea rămâne și în prezent, prin City-ul său, un model de organizare atât bancară, cât și bursieră.

Parisul a avut, la rândul său, o perioadă de glorie, ca piață financiară, cuprinsă între sfârșitul secolului al XIX-lea și începutul secolului XX. În acea perioadă, economia franceză credita întreaga

lume. Producția internă (îndeosebi de lână) era aducătoare de rente uriașe. Falimentul unor debitori externi, devalorizarea în cascadă a francului și efectele procesului de naționalizare a unor proprietăți au scăzut mult puterea economică a rentierilor. Au apărut, însă, acționari noi care și-au adus contribuția la continuarea procesului de înflorire a Franței. O mare parte a bogăției s-a materializat (tezurizat) în aur (Franța a ajuns să dețină o parte importantă a rezervelor planetare de metal prețios), ceea ce a făcut ca intensitatea activităților pe piața financiară să scadă substanțial.

La începutul acestui secol, îndeosebi după Primul război mondial, crește și se dezvoltă, într-un ritm specific american, bursa de pe Wall Street. Bursa americană a avut încă de la început o faimă rea; ea a fost considerată „marea vrăjitoare”, mai periculoasă chiar decât Far West-ul, și a rămas adânc întipărită în conștiința omenirii prin efectele pe care le-a produs în timpul crizei din 1929. După Al doilea război mondial, piața americană a început să inspire tot mai multă încredere mulțumită prestigiului dolarului (care, practic, a eliminat de pe piața internațională lira sterlină), superiorității tinerei economii americane aflate în plin avânt și eforturilor făcute de autoritățile financiare și profesionale pentru a informa și proteja acționarii.

2.7.1.2. Bursa din România – istoric

Începuturile pieței bursiere de mărfuri și valori în țara noastră pot fi situate pe la mijlocul secolului trecut. Primele încercări s-au făcut încă în anul 1839, fără a se solda cu rezultate. Un an mai târziu, în 1840, a fost promulgat și pus în aplicare, Codicele de Comerț al Țării Românești, extins, din 1864 și în Moldova. Acest cod de comerț, tradus după codul francez din 1807, consacra un titlu special pentru bursele de comerț, mijlocitorii de schimb și samsarii. O piață liberă pentru valori, efecte și valută exista prin 1860, bancherii și negustorii făcând tranzacții la Hanul cu Tei, la cursuri orientate după informațiile venite de la Constantinopol și marile centre occidentale.

O dată cu legea asupra burselor, mijlocitorilor de schimb și mijlocitorilor de mărfuri, din 1 iunie 1881, se poate vorbi însă de o organizare mai temeinică a burselor din vechiul regat. Această lege, modificată în 1886, a fost aplicată până în 1904, când a fost înlocuită cu legea asupra burselor de comerț, modificată ulterior. Legea din 1881, compilată și tradusă după legislația franceză, se referea atât la bursele de valori, cât și la cele de mărfuri. Conform prevederilor ei, bursele se înființau prin decret regal, la propunerea Ministerului Agriculturii și al Comerțului și numai în orașele în care camerele de comerț și industrie dispuneau de mijloace suficiente pentru întreținerea localului și a personalului lor. La bursă, erau admise, în principal, următoarele operațiuni: târgul (negocierea) efectelor publice și private, târgul acțiunilor diverselor societăți agricole, industriale și comerciale, târgurilor, înscrisurilor funciare rurale sau urbane și al tuturor hârtiilor negociabile, vânzarea materiilor metalice și a monedelor, a tot felul de mărfuri, închirierea mijloacelor de transport, pe uscat și pe apă, diverse tranzacții relative la comerțul continental și maritim, interior și exterior, asigurările de tot felul etc.

Deschiderea Bursei de la București a avut loc la 1 decembrie 1882, iar peste o săptămână a apărut și cota bursei, publicată în Monitorul Oficial. Volumul tranzacțiilor era, însă, redus, iar cota oficială dispărea în câteva zile, deoarece samsarii, intermediarii și câteva bănci preferau să lucreze în afara cotei, direct cu clienții. Ca atare, în ziare se publicau, pe lângă cota oficială, la care se făceau puține tranzacții, și rubrica „Piața București”, respectiv cursurile de pe piața liberă. În provincie, funcționau burse la Iași, Galați și Brăila, care publicau operațiunile de cereale și schimb valutar. Efectele se negociau, în număr redus, numai la bursa din Iași, care, însă, în 1883, își închide porțile. La București, operațiunile mergeau greu, iar în noiembrie 1883 se constata imposibilitatea lichidărilor – primul crah de la noi. Deși cota oficială reapare în 1884, bursa va rămâne, până în 1904, mai degrabă, o ficțiune decât o piață autentică. O încercare de amendare a legii din 1886, vizând, în principal, sindicalizarea agenților de schimb, nu a avut efectul scontat pe planul activității bursei.

Legea asupra burselor de comerț din 9 mai 1904 aduce o nouă organizare a burselor de comerț din vechiul regat, organizare a cărei necesitate a fost determinată de rezultatele puțin satisfăcătoare ale legii din 1881. La baza reformei burselor de comerț din 1904, a fost pus principiul libertății tranzacțiilor în materie de bursă. Pentru aplicarea lui, a fost creat, în cadrul bursei, un organ nou, pe

lângă cel al mijlocitorilor oficiali, și anume, corporațiunea bursei. Dacă, în baza legii din 1881, operațiunile de bursă nu puteau fi făcute direct, ci numai prin intermediul mijlocitorilor oficiali, prin legea din 1904 se acorda dreptul de a efectua asemenea operațiuni direct între ei, membrii corporațiunii bursei, însă doar pentru operațiunile pe cont propriu, nu și pentru cele de intermediere (numite, după modelul francez, curtaj). Acestea din urmă au rămas, în continuare, în monopolul mijlocitorilor oficiali atât în ceea ce privește negocierea valorilor, cât și în ceea ce privește tranzacțiile de mărfuri. Noua lege marchează un moment crucial în activitatea bursei, deverul acesteia crescând spectaculos, inclusiv prin transferarea în incinta bursei a multor afaceri încheiate anterior în afara bursei („pe picior”). Dacă, în 1882, se negociau 21 de titluri, dintre care 6 acțiuni și restul efecte, acum numărul acestora crește la 43, din care 21 de acțiuni. Activitatea bursei este, însă, afectată de evenimentele social-politice ale vremii: în timpul Răscoalei din 1907, cursul unor valori marchează o scădere, Războiul balcanic din 1912 – 1913 duce la pierderi masive de curs, recuperate însă ulterior. În timpul Primului război mondial, bursa rămâne închisă.

În octombrie 1918, bursa se redeschide și cunoaște o activitate deosebit de intensă: cursurile sunt în continuă creștere, localul bursei devine neîncăpător, „o psihoză colectivă atrage lumea spre speculă”.

Întreaga perioadă 1919 – 1925 a fost caracteristică pentru o piață a taurului, creșterea fiind impulsivă, pe rând, de diferite categorii de valori: la început acțiunile societăților de transport, apoi cele bancare și ale societăților de asigurare. Din 1926, scăderile încep să reapară la acțiuni mai întâi lente apoi precipitate. Celor 7 ani de piață în creștere, le urmează alți 7 (1926 – 1932) de scăderi dezastruoase. De la o bursă în plină fierbere, se ajunge la un număr de operatori ce „puteau fi lesne numărați”. În 1929, se votează o nouă lege bursieră, aceasta fiind necesară, mai întâi de toate, pentru a asigura adaptarea cadrului legislativ la noile realități survenite în urma Marii Uniri. Într-adevăr, după 1918, în materie bursieră, activau, pe teritoriul României Mari, trei regimuri legale: cel al legii din 1904 – în vechiul regat, extins și în Basarabia, cel austriac – din Bucovina, datând din 1875 și cel din Transilvania și Banat. Legea din 1929, care a unificat legislația bursieră, a adus și o serie de modificări de concepție și soluție juridică, impuse de cerințele dezvoltării activității bursiere din țara noastră și raliată la practica internațională.

În primul rând, a fost definit mai bine statutul burselor, acestea fiind declarate instituții publice, beneficiind de personalitate juridică și autonomie, fiind puse sub supravegherea și controlul Ministerului Industriei și Comerțului. O inovație importantă o constituie separarea burselor de mărfuri. În noua lege, se acordă o atenție sporită conducerii și organizării bursei, controlului asupra operațiunilor, modului de recrutare a personalului. În context, o prevedere care vine să repare unul din neajunsurile vechii legislații este sindicalizarea agenților de schimb pe bază de solidaritate. Preluată după modelul francez, această reglementare era de natură să crească credibilitatea bursei, ca și influența sa în lumea de afaceri și comercială.

Efectele noii reglementări, în planul tranzacțiilor bursiere, s-au manifestat treptat, fiind afectate de trendul descendent al bursei atât în țară, cât și pe plan internațional. Abia la sfârșitul anului 1933, reappare un optimism marcant la bursă: cursurile cresc, dar volumul tranzacțiilor se menține redus.

La Bursa de la București, se negociau acțiuni și efecte în operațiuni „pe bani-gheață” (cele la termen, deși admise de legea din 1929, nu au fost practicate). În 1935, de exemplu, erau cotate la bursă 56 de acțiuni ale diferitelor societăți (bancare, petroliere, miniere, industriale, de asigurări, de transport etc.) și 77 de titluri cu dobândă fixă, numite și rente.

După război, speranța redresării economice stimulează febra investițională, iar în 1945 se atinge cel mai mare volum de tranzacții din întreaga istorie a bursei, record datorat însă, în mare parte, efectelor inflației monetare. Până în 1948, când, prin actul naționalizării, economia de piață va fi scoasă pentru mult timp din scena istoriei României, bursa și-a continuat activitatea, în termeni aparent pozitivi, puși, însă, la îndoială de aceleași efecte nedorite ale inflației. Abia după 1989, când societatea românească și-a regăsit termenii normali de dezvoltare, bursa de valori a redevenit o necesitate și un proiect care a fost realizat în anul 1995.

2.7.1.3. Redeschiderea Bursei de Valori București

La 23 iunie 1995, Bursa de Valori București s-a redeschis, după o întrerupere de 50 de ani, prin fondarea Asociației Bursei de către 24 de societăți de valori mobiliare.

În luna august, regulamentele și procedurile, ce au pus bazele organizării și funcționării unei burse moderne, au fost aprobate de Comisia Națională de Valori Mobiliare. În noiembrie 1995, Bursa de Valori București a început să funcționeze cu adevărat prin realizarea primelor tranzacții.

În 1997, Bursa a cunoscut un salt semnificativ în dezvoltarea ei, înregistrând-se progrese la toate capitolele, acesta fiind un an al performanței pe piața de capital, evoluția acestei piețe fiind superioară performanțelor economiei românești.

Deși Produsul Intern Brut s-a redus față de 1996, în termeni reali, cu 6,6%, fiind de 249.750,2 miliarde lei, ponderea capitalizării pieței bursiere reflectate în P.I.B. a crescut. În acest an, Bursa de Valori București a traversat o etapă care se înscrie pe traiectoria ascendentă a performanțelor bursiere propriu-zise, legea investitorului străin consacrand un capitol investiției de portofoliu, ceea ce a dus la o clarificare a acestei probleme, cu efecte pozitive asupra pieței.

În prima jumătate a anului, Bursa de Valori din București a făcut mai mult decât într-un an întreg, au fost zile în 1997 când s-a depășit întregul volum de tranzacționare pe anul 1996. Alături de aceste elemente, aplicarea fermă a regulilor de asigurare a transparenței a atras marii investitori străini. Circa 80% din totalul tranzacțiilor bursiere a fost reprezentat de plasamente ale fondurilor străine de investiții. În creșterea lichidității a contat foarte mult atât finalizarea procesului de privatizare în masă care a adus mai multe societăți la Cotă, cât mai ales introducerea unor facilități de tranzacționare: tranzacțiile cross ale conturilor grup.

Bursa de Valori București a lansat în septembrie 1997 primul indice oficial – BET- care a funcționat ca un veritabil „barometru” al activității pe această piață. Acest indice a apărut ca urmare a faptului că Bursa a atins parametri superiori în activitatea ei.

Sfârșitul anului 1997 a marcat semnarea unui Acord de cooperare cu Bursa din Atena, demarându-se un șir de colaborări în direcția cooperării regionale.

Anul 1998 a continuat procesul de diversificare și îmbunătățire a activităților desfășurate în cadrul Bursei de Valori București și a reprezentat o etapă superioară în evoluția parametrilor funcționali și calitativi.

Piața bursieră a înregistrat în acest an momentul de vârf prin raportare la numărul ofertelor publice de vânzare derulate prin piață – 27 de oferte publice secundare de vânzare ale Fondului Proprietății de Stat. Totodată, această perioadă a reprezentat și utilizarea, în premieră, a mecanismelor pieței pentru derularea ofertelor publice de cumpărare – patru oferte având ca obiect acțiuni înscrise la Cota Bursei. Nivelul maxim al capitalizării bursiere este atins la data de 17.02.1998, valoarea înregistrată fiind de 928.523.077 USD.

Luna aprilie a anului 1998 marchează lansarea celui de-al doilea indice oficial al BVB, indicele BET-C, care urmărește evoluția prețului tuturor valorilor mobiliare înscrise la Cota BVB și care, alături de indicele BET, conturează o imagine completă asupra evoluției de ansamblu a pieței bursiere. Implementarea noului sistem de tranzacționare al Bursei – HORIZON – este momentul crucial al anului 1999, marcând trecerea într-o nouă etapă calitativă a pieței bursiere, oferind participanților la piață noi facilități și opțiuni, precum și performanțe superioare, similare celor oferite de cele mai dezvoltate piețe bursiere internaționale.

În cursul anului 1999 a fost înființată piața valorilor mobiliare necotate, caracterizată prin faptul că utilizează suportul electronic și de comunicare al Bursei și care este administrată în mod direct de CNVM.

Afirmarea internațională a Bursei cunoaște o ascendență semnificativă. Astfel, Bursa de Valori București a devenit membru corespondent al Federației Internaționale a Burselor de Valori și membru al Asociației Depozitelor și Caselor de Compensare din Centrul și Estul Europei, organizație care își are sediul la Budapesta.

Totodată, Bursa participă în cadrul proiectului de Cooperare Regională din Zona Sud-Est Europeană – SECI.

Cooperarea BVB cu alte organisme similare capătă noi valențe prin încheierea acordurilor de cooperare cu Tokyo Stock Exchange și London Stock Exchange, acestea deschizând noi posibilități de natură să asigure încadrarea pieței românești în tendințele de globalizare și cooperarea regională ce se manifestă pe plan internațional.

Din punct de vedere al activității de tranzacționare, principala caracteristică a anului 2000 a fost derularea unui număr mare de acțiuni emise de către cele cinci Societăți de Investiții Financiare, aflate în posesia unui număr extrem de mare de acționari, al căror portofoliu a fost însă redus. Flexibilitatea și adaptabilitatea sistemului de tranzacționare HORIZON și-au dovedit eficiența pe parcursul anului 2000.

Anul 2003 a continuat tendința de creștere economică a anului precedent, principalii indicatori macroeconomici înregistrând performanțe remarcabile.

Astfel, Produsul Intern Brut a înregistrat o creștere cu aproximativ 4,5%, producția industrială a crescut cu 8,6%, exportul cu 11,6%, iar inflația a fost de 30%, comparativ cu nivelul de 40,7%, înregistrat la sfârșitul anului 2000. O contribuție importantă în scăderea ratei inflației a avut-o procesul de apreciere reală a leului, astfel încât populația a fost încurajată să-și orienteze deținerile dinspre dolari spre lei. În acest context economic, BVB a înregistrat în 2003 atât o creștere cantitativă, cât și una calitativă.

Capitalizarea BVB a depășit anul trecut un miliard de dolari, reprezentând 3,56% din PIB pe 2003, cu 23,5% mai mult față de anul precedent. Aceste creșteri ale capitalizării și volumului tranzacțiilor s-au făcut pe fondul introducerii la tranzacționare a acțiunilor Băncii Române de Dezvoltare și Societății Naționale a Petrolului PETROM, precum și a derulării unor tranzacții importante cu acțiunile ALRO Slatina. Evoluția pozitivă a BVB rezultă și din comparația cu anii anteriori și este de remarcat faptul că, în 2003, pentru prima dată, capitalizarea bursieră a depășit în termeni reali anul de vârf al Bursei, 1997.

Indicele BET, care reflectă evoluția celor mai bune zece titluri tranzacționate la BVB, a crescut cu 38,6% în 2003, creșterea în termeni reali (USD) fiind de 113,8%. Aceasta s-a datorat evoluției favorabile a prețurilor societăților comerciale listate și existente în coșul indicelui.

Tendința anului 2003 privind societățile de valori mobiliare s-a menținut pe aceeași linie înregistrată în ultimii doi ani, respectiv scăderea numărului membrilor Asociației Bursei, dar într-un ritm mai puțin accelerat, comparativ cu cel din anul 2000. Astfel, scăderea numărului societăților de valori mobiliare membre ale Asociației Bursei a atins o cotă procentuală de 10%.

Cauzele principale le-au constituit imposibilitatea societăților de valori mobiliare de a rezista financiar pe o piață cu un număr redus de investitori. Singura soluție viabilă, temporară, ca o contrapondere, s-a dovedit a fi fuziunea, în care au fost implicate în cursul anului 2000, 6 societăți membre.

Dacă la începutul anului 2003 Asociația Bursei avea 120 de membri, la sfârșitul acestuia, numărul membrilor s-a redus, ajungându-se la 110 membrii. Dintre aceștia 89 au tranzacționat la Bursa de Valori București în anul 2003.

În perioada ianuarie-octombrie 2004, BVB a înregistrat o evoluție remarcabilă reflectată prin creșterea principalilor indicatori bursieri: indicii BET, BET-C și BET-FI, care au atins nivelul record, înregistrând maxime istorice de la lansarea acestora în septembrie 1997, 1998 și respectiv octombrie 2000. În ceea ce privește colaborarea externă, Bursa urmărește intensificarea schimburilor cu instituții similare din lume în vederea alinierii la standardele internaționale. Au fost încheiate noi acorduri de cooperare cu Athens Stock Exchange, London Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange și Italian Exchange, aceasta din urmă devenind operațional la 17 octombrie 2004 și constituind un pas înainte spre integrarea României în Uniunea Europeană.

2.7.1.4. Rolul pe piața de capital

Bursa de Valori București va trebui să se dezvolte ca principală piață secundară a României și va trebui, de asemenea, să reprezinte cadrul transparent și lichid la care cele mai profitabile și reprezentative societăți comerciale din toate ramurile economiei românești vor apela pentru atragerea resurselor financiare necesare dezvoltării activității.

Astfel, se realizează o eficientă alocare a resurselor bănești disponibile în economie, iar cele mai importante și eficiente ramuri de activitate vor determina creșterea economică în general.

Bursa va trebui să devină principala piață pentru investitorii instituționali români sau străini, pentru titlurile guvernamentale și pentru societățile comerciale de prim rang. Fondurile mutuale, societățile de asigurare și sistemele private de economii (inclusiv simpli investitori) vor trebui să privească Bursa ca principala instituție prin intermediul căreia se realizează portofoliile de valori mobiliare.

În urma finalizării Programului de Privatizare în Masă, societățile de valori mobiliare vor recomanda societăților comerciale cele mai profitabile cotarea la bursă. Prin colaborarea directă pentru cotarea la bursă se dezvoltă mai multe avantaje benefice pieței:

- managerii societăților comerciale se vor familiariza cu piața de capital;
- se demarează un proces de colaborare de lungă durată, întrucât, mai devreme sau mai târziu, societățile vor avea nevoie să facă majorări de capital prin emisiune de acțiuni sau obținerea de fonduri prin emisiune de obligațiuni.

Astfel, va avea loc accelerarea procesului de efectuare a ofertei publice și va crește indirect încrederea în piață.

Ca rezultat direct al procesului de cotare, societățile comerciale capătă o recunoaștere către piață.

Bursa de Valori București va trebui să reprezinte piața elitelor, pentru a atrage banii investitorilor români și străini și pentru a stimula creșterea economică generală. Prin tranzacționarea acțiunilor celor mai profitabile societăți comerciale și a titlurilor guvernamentale se va crea lichiditate și se va asigura un portofoliu credibil investitorilor. Bursa va fi, de asemenea, un instrument al politicii guvernamentale în reglementarea masei monetare și a necesităților fiscale.

Îndeplinirea rolului BVB presupune politici macroeconomice care să permită stimularea societăților mai atractive spre a fi cotate la bursă.

2.7.2. Activitatea BVB privind emitenții și cotarea la bursă

Activitatea privind emitenții și cotarea la bursă s-a concentrat pe următoarele probleme:

1. Procesarea cererilor transmise de societățile emitente în vederea înscrierii valorilor lor mobiliare la Cota Bursei, în corelare cu documentele depuse pentru susținerea acestor cereri întocmite de societățile de valori mobiliare inițiatoare.

Pe baza notelor de recomandare întocmite de Serviciul Emitenți, au fost admise la Cota Bursei de către Comitet/Comisia de Înscriere la Cota Bursei acțiunile unui număr de 18 societăți comerciale.

2. Atragerea de noi societăți comerciale la cota Bursei.

În acest sens, Serviciul Emitenți împreună cu conducerea Bursei a participat la seminarii, prezentări și discuții cu managerii ai societăților emitente, organizate la sediul Bursei și în localități din țară din diverse județe. În această activitate, Bursa a fost sprijinită de un număr de circa 10 societăți de valori mobiliare, precum și în unele cazuri de Camerele de Comerț și Industrie județene. Cu aceste ocazii au fost distribuite materiale de prezentare a BVB, cu accent pe avantajele înscrierii la Cotă (Ghidul de înscriere la Cotă).

3. Demersuri către Fondul Proprietății de Stat pentru a încuraja prin reprezentanții săi în Adunarea Generală a Acționarilor înscrierea acțiunilor societăților comerciale la Cotă, precum și determinarea FPS-ului pentru a privatiza un număr de 50 de societăți din prima categorie prin ofertă publică. Această metodă de privatizare va pregăti societățile comerciale respective pentru procesul de înscrieri la Cotă.

4. Serviciul Emitenți a conlucrat cu BNR și Ministerul Finanțelor pentru emiterea de titluri de stat tranzacționate pe piața bursieră.

5. Punerea la dispoziția SVM-urilor și a publicului a informațiilor referitoare la activitatea emitenților. Aceste informații sunt disponibile la sediul BVB pentru SVM-uri și presă.

6. Menținerea unui contact permanent cu societățile comerciale aflate în procesul de înscrieri la cotă, precum și cu cerințele de înscriere și respectiv de menținere la cotă.

7. Elaborarea de noi reglementări și îmbunătățirea celor existente privind corelarea comisioanelor aferente acestor activități.

Obiectivul prioritar pe termen mediu va fi atragerea în procesul de înscriere la cotă de noi societăți comerciale mari, atractive, cu număr mare de acționari și cu un mare grad reprezentativ pentru sectoarele de bază ale economiei.

Importanța cotării la Bursa de Valori.

Valorile mobiliare sunt înscrise la Cota Bursei pe baza unor prevederi expres stipulate în lege (Legea 52/1994). Aceste prevederi conțin cerințe pentru admiterea, menținerea și promovarea la Cota Bursei precizând care este documentația necesară în cazul solicitărilor înscrierii la cotă și stabilind obligațiile societăților emitente privind difuzarea de informații necesare pentru desfășurarea în condiții normale a tranzacționării.

Cota BVB este structurată pe următoarele sectoare:

- 1) Sectorul valorilor mobiliare emise de persoane juridice române;
- 2) Sectorul obligațiunilor și al altor valori mobiliare emise de către stat, de către autoritățile administrației publice centrale și locale și de către alte autorități;
- 3) Sectorul internațional.

Principalele cerințe privind înscrierea în primul sector sunt următoarele

- perioada de activitate de minim 3 ani;
- realizarea unui profit net în ultimii 2 ani de activitate;
- personal de conducere recunoscut pentru competența profesională și probitate morală.

Decizia de înscriere la cotă este dată de Comisia de Înscriere la Cotă. Odată admisă la cota bursei, societatea trebuie să furnizeze Bursei datele referitoare la acționarii săi care urmează a fi introduse în Registrul Bursei.

Cotarea și tranzacționarea valorilor mobiliare la BVB prezintă următoarele mai avantaje:

- 1 – creșterea lichidităților mobiliare;
- 2 – creșterea rapidității efectuării transferului dreptului de proprietate;
- 3 – atragerea continuă de rezerve bănești pe piața de capital;
- 4 – creșterea prestigiului societății;
- 5 – creșterea interesului mass-media și al publicului față de societate;
- 6 – apariția unei valori recunoscute pe piață care poate constitui un reper pentru creditorii societății emitente, pentru creditorii deținătorilor de valori mobiliare și pentru cazul unor fuzionări de societăți comerciale;
- 7 – mărirea alternativelor de finanțare;
- 8 – cointeresarea angajaților prin distribuirea de acțiuni;
- 9 – creșterea interesului investitorilor străini față de societate;
- 10 – creșterea posibilității înscrierii valorilor mobiliare ale societății la cota altor Burse recunoscute pe plan internațional.

Criteriile de atestare actuale nu stabilesc restricții în ceea ce privește normarea unor societăți și, totuși, faptul că mediul economic este de puțin timp familiarizat cu rigorile pieței bursiere, că statul a fost și încă este acționarul principal la multe societăți comerciale importante sau în care cultura managerială nu este suficient de permeabilă la mentalitatea cerută de o piață de capital emergentă a determinat cotarea la BVB și a unor companii de dimensiuni și cu performanțe mai puțin concludente, care au evoluat diferențiat în timp, unele bine, altele rău. Listarea celor mai bune 100 firme din România rămâne încă un deziderat pentru BVB!

Piața de capital constituie, alături de piața financiară, așa-numita economie simbolică. Piața bursieră modernă, mai mult chiar decât alte zone ale economiei simbolice, vehiculează valori cu un grad mare de dematerializare de la acțiuni până la produse derivate.

Tocmai acest grad mare de dematerializare, precum și reglajele ceva mai subtile care există între economia reală și cea simbolică, îi determină pe unii să interpreteze piața bursieră drept un spațiu al operațiunilor dominant speculative. Este, de altfel, demonstrat că nu specialiștii sau crăhurile bancare au provocat marile crize (mai vechi sau mai recente) din economia reală, ci lucrurile s-

au întâmplat exact invers. De aceea, în țările dezvoltate cu economii libere, normale, Bursa se comportă și chiar trebuie să se comporte ca un veritabil barometru al stărilor economice.

2.7.3. Tranzacționarea în cadrul BVB

Intermediarii de valori mobiliare sunt definiți ca persoane juridice autorizate în condițiile legii, care execută intermedierea de valori mobiliare cu titlu profesional, ca fapt de comerț. Pot fi autorizate să se angajeze în activități specifice privind intermedierea de valori mobiliare în țara noastră numai persoane juridice române. Pentru autorizarea executării activității de intermediere în tranzacționarea de titluri financiare, societățile de valori mobiliare trebuie să îndeplinească cumulativ următoarele condiții:

1. să fie sub formă juridică „societăți pe acțiuni”;
2. să aibă ca obiectiv exclusiv de activitate intermedierea de valori mobiliare;
3. să aibă un capital subscris (stabilit de CNVM) și integral vărsat.

CNVM stabilește, ca o cerință a normelor prudențiale, și un capital minim net care trebuie menținut permanent.

Societățile de valori mobiliare realizează activitatea de intermediere cu ajutorul unor angajați sau reprezentanți exclusiv, persoane fizice ce acționează ca agenți de valori mobiliare. Acești agenți operează numai ca reprezentanți, deci în numele, pe contul și riscul societăților de investiții mobiliare, neputând angaja operații directe (la ordinul clienților) sau în nume propriu. În țara noastră, societățile bancare nu au dreptul de a efectua intermediere de valori mobiliare nici pe cont propriu, nici în contul clienților. Ele pot însă participa la constituirea societăților de valori mobiliare (unele bănci și-au constituit SVM-uri proprii sau în care dețin pachetul de control).

Intermedierea de valori mobiliare are ca obiect:

- a) vânzarea și cumpărarea de valori mobiliare în contul clienților;
- b) vânzarea și cumpărarea valorilor mobiliare cu ocazia ofertelor primare sau secundare;
- c) garantarea plasamentului valorilor mobiliare cu ocazia ofertelor primare sau secundare;
- d) transmiterea ordinelor clienților în scopul executării lor prin alți intermediari autorizați;
- e) deținerea de fonduri și/sau valori mobiliare ale clienților în scopul executării ordinelor (de vânzare) privind acestea;
- f) administrarea conturilor și portofoliilor individuale de valori mobiliare ale clienților;
- g) păstrarea de fonduri și/sau valori mobiliare ale clienților în conturi în scopul și în cursul administrării portofoliilor acestora sau în alte scopuri autorizate de CNVM;
- h) autorizarea de credite pentru finanțarea tranzacțiilor clienților în limita unui plafon al BNR (cu consultanță CNVM);
- i) alte activități de intermediere de valori mobiliare prevăzute în reglementările emise de CNVM.

Societățile de valori mobiliare (și agenții lor) au obligația de a executa ordinele clienților în mod prioritar și în cele mai bune condiții, acestea nu trebuie să concureze sau să manipuleze executarea ordinelor clienților ori să determine executarea acestora în condiții avantajoase.

Fluxul documentelor utilizate de societatea de valori mobiliare în relația cu utilizatorul include următoarele etape:

1. Contactarea unei societăți de Valori Mobiliare de către client prin agentul de valori mobiliare în vederea deschiderii unui cont și înmânarea unei copii a tipului de contract care se încheie între SVM și client pentru a fi însușit de către client în situația încheierii lui.

2. Încheierea contractului și negocierea comisionului.

3. Completarea și semnarea cererii de deschidere de cont ca urmare a unei discuții prin care agentul și-a însușit foarte clar intențiile clientului în ceea ce privește tranzacțiile sale viitoare. Aprobarea cererii de deschidere de cont a clientului de către conducerea SVM.

4. Completarea și semnarea unui ordin de vânzare/cum-părare de către client și agentul de valori mobiliare după consultarea acestuia din urmă. Acceptarea ordinului va fi condiționată de existența fie a numerarului necesar cumpărării unor valori mobiliare și comisionul aferent, fie a valorilor mobiliare care urmează a fi vândute.

5. Transmiterea confirmării tranzacției de către SVM pe adresa indicată de client. Acest document specifică toate detaliile executării ordinului, inclusiv valoarea comisionului.

6. La sfârșitul lunii, SVM vor expedia clientului un extras de cont lunar, documentat care conține situația contului în numerar și a celui în valori mobiliare, inclusiv o evaluare a portofoliului de titluri la prețul de piață.

Tranzacțiile bursiere se efectuează pe baza ordinului de bursă introdus de agentul de bursă. Ordinul de bursă reprezintă instrucțiunile privind oferta de cumpărare sau de vânzare a valorilor mobiliare înscrise la cota bursei. Un ordin poate fi acceptat la tranzacționare, dacă conține cel puțin următoarele informații: sensul tranzacției (vânzare și cumpărare) simbolul și descrierea valorii mobiliare, cantitatea, prețul limită (în lipsă, se consideră cel mai bun preț) pentru care este valabil ordinul, contul pentru care se execută ordinul și numărul ordinului în evidența SVM-ului. Bursa stabilește pasul minim de cotare în funcție de mărimea prețului prin proceduri specifice. Pasul de cotare reprezintă diferența minimă dintre cel mai bun preț al unui ordin de cumpărare și cel mai bun preț al unui ordin de vânzare.

Un contract bursier se încheie când are loc o tranzacție și bursa transmite confirmarea acesteia către membrul respectiv, prin raportul de tranzacționare, respectiv bursa acceptă notificarea efectuării unei tranzacții speciale și o operează în Sistemul de Tranzacționare Executare Automată (STEA). Contractele de bursă pot fi făcute publice imediat după încheierea acestora prin afișarea electronică în cadrul bursei.

Accesul în sala de tranzacționare e permis numai agenților de bursă autorizați, pe baza cartelelor magnetice eliberate fiecărui membru. Deschiderea și închiderea ședinței de tranzacționare este anunțată de președintele acesteia. În mod corespunzător, se vor afișa mesaje pe fiecare terminal conectat la sistem sau se vor utiliza alte modalități de anunțare stabilite la Bursă. Ordinea și disciplina în sala de tranzacționare sunt supravegheate de către președintele ședinței de tranzacționare.

Pentru admiterea la cotă, BVB pretinde următoarele:

- firma emitentă să-și fi desfășurat activitatea de cel puțin 3 ani;
- emitentul trebuie ca în ultimii 2 ani să fi obținut profit net (nu se ia în considerare profitul aferent veniturii financiare);
- minimum 15% din acțiunile emise și aflate în circulație (reprezentând cel puțin 75.000 acțiuni) să se afle în posesia a mai mult de 600 acționari, fiecare deținând acțiuni de cel puțin 300.000 lei;
- de asemenea, bursa își rezervă dreptul de a aprecia competența profesională și integritatea morală a personalului de conducere a firmei emitente sau cu privire la unele aspecte legate de activitatea economico-financiară a acesteia.

Cu privire la obligațiunile ce urmează a fi admise la cotă, exigențele BVB sunt:

- cel puțin 30% din obligațiunile emise (reprezentând un număr de 30.000 obligațiuni) și aflate în circulație trebuie să fie deținute de minim 1000 persoane, excluzând persoanele implicate și angajații emitentului. Fiecare din aceștia trebuie să dețină un număr de obligațiuni a căror valoare totală minimă să fie de 300.000 lei.
- obligațiunile și alte valori emise de stat, județe, de către autorități ale administrației centrale și locale, de către alte autorități sunt de drept admise la cotă la primirea de către Bursa de Valori a respectivului, documente de emisiune și a plății comisionului prevăzut în procedurile Bursei.

Valorile mobiliare străine, pentru a fi înscrise la cota Bursei vor trebui să fie înscrise pe o piață organizată în țară în care au fost emise și recunoscute de BVB.

Pentru menținerea valorilor mobiliare la cotă, emitentii acestora vor trebui să achite comisionul de menținere, respectiv vor realiza furnizarea informațiilor cerute de Bursă, informând permanent și deplin publicul, atât despre evenimentele importante, cât și despre deciziile ce pot afecta prețul valorilor mobiliare.

§2.8. Structura organizatorică a BVB

2.8.1. Formele organizatorice

După modul în care aceste instituții pot fi organizate, ca formă organizatorică, bursele se constituie în burse de stat, și burse private.

1. *Bursele de stat* sunt organizate și reglementate prin legi speciale, ele se regăsesc cu predilecție în țările în care se practică dreptul latin. Acestor burse li se mai spune burse napoleoniene. Astfel, în Franța este consacrat rolul central al autorității publice reglementat printr-un comisar al Guvernului ca delegat în conducerea bursei. În aceeași idee, agenții de bursă, sunt considerați, în general, ca funcționari publici deținând monopolul tranzacțiilor.

2. *Bursele private* sunt asociații ale persoanelor fizice și juridice create în condițiile legii care reglementează constituirea, exploatarea, și dezvoltarea unei piețe secundare de capital, aceste burse se mai numesc burse anglo-saxone. Instituția bursei, chiar dacă rezultă dintr-o asociere, așa cum s-a spus, este o persoană juridică nouă, distinctă, care se autoreglementează și se autoguvernează diferit de statutul persoanelor fizice sau juridice care s-au asociat. Forma cea mai cunoscută a unei burse private de valori este asociația fără scop lucrativ ca, spre exemplu, marile burse din New York (NYSE), din Tokyo (TSE), din Toronto și Montreal etc. În Marea Britanie, bursele de valori sunt constituite de membrii asociați și sunt recunoscute legal ca instituții bursiere. În Germania, bursele sunt constituite ca organisme cu autoreglementare, fără să existe autorități de supraveghere specifice, fiind formate din persoane fizice și companii particulare cu aprobarea guvernului local. În Elveția, bursele au o dublă natură și anume parțial, instituții publice, fiind guvernate de legea din cantoanele unde ființează și parțial companii private după modul în care operează. Cele mai multe burse de valori din momentul de față au adoptat principiul autoreglementării având dreptul de a stabili, în limitele legii, modul de organizare și funcționare consemnat și adoptat în statutul și regulamentul propriu.

2.8.2. Cadrul legislativ și structura instituțională a Bursei de Valori București

În anul 1994, Parlamentul României a adoptat Legea nr. 52 privind valorile mobiliare și bursele de valori. În baza acestei legi, a luat ființă Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, instituție autonomă, subordonată Parlamentului și având drept mandat implementarea prevederilor legii menționate, reglementarea și supravegherea pieței valorilor mobiliare.

Bursa de Valori București a fost înființată la 21 aprilie 1995 prin decizia Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, ca instituție publică investită cu personalitate juridică ce își desfășoară activitatea pe principiul autofinanțării. Inaugurarea oficială a Bursei de Valori București a avut loc pe 23 iunie 1995, în incinta pusă la dispoziție de Banca Națională a României, iar prima ședință de tranzacționare a avut loc la data de 20 noiembrie a aceluiași an, în urma finalizării regulamentelor și procedurilor tehnice. În cadrul primei ședințe de tranzacționare, 24 societăți de valori mobiliare membre ale Asociației Bursei au putut negocia acțiuni a 6 societăți comerciale.

Asociația Bursei de Valori a fost constituită la 27 aprilie 1995 de către 24 de societăți de valori mobiliare fondatoare. Ea reprezintă organul suprem de luare a deciziilor privind activitatea bursei, fiecare societate de valori mobiliare membră având dreptul la vot în adunările generale ale Asociației Bursei.

Conducerea permanentă a Bursei de Valori București revine Comitetului Bursei, ai cărui membri trebuie să fie cetățeni români cu domiciliul în România în vârstă de minim 30 de ani împliniți. Membrii Comitetului trebuie să fie validați de CNVM, după care își aleg un președinte, 2 vicepreședinți și un secretar general. Potrivit Statutului, „Comitetul Bursei asigură conducerea unitară ordonată și eficientă a bursei”. Comitetul Bursei este format din 9 reprezentanți aleși de către Asociația Bursei de Valori București.

§2.9. Bursa de Valori București – o instituție a transparenței informaționale

O caracteristică de primă importanță a bursei de valori, conferită de statutul ei legal și administrată prin aplicarea regulamentelor ei de funcționare, este transparența informațională.

Motivele pentru care atât legea, cât și întreaga strategie de funcționare instituțională a bursei accentuează importanța acestei caracteristici, țin de necesitatea că piața bursieră, care este unul din palierele cele mai înalte ale „economiei simbolice”, fiind constituită preponderent din stări informaționale, să asigure protecția investitorului în baza unui acces nediscriminatoriu la informația care constituie suportul pieței.

În același timp, motivația amintită ia în considerare necesitatea ca acest suport informațional să fie suficient de consistent pentru a asigura pieței bursiere o înaltă credibilitate și eficiență investițională.

De aceea, regulamentele bursei prevăd ca orice societate emitentă care derulează procesul de admitere la cota Bursei de Valori București să accepte semnarea unui “Angajament pentru înscrierea, promovarea și menținerea la cota bursei” care prevede, între altele, toate obligațiile pe care societatea trebuie să și-le asume în direcția informării investitorilor.

Acest proces de informare are ca unitate de bază „informația importantă” care este definită drept orice informație referitoare la activitatea societății emitente, din care ar rezulta valoarea de piață a valorilor mobiliare emise de aceasta sau de la care, în mod rezonabil, se poate aștepta o influență semnificativă asupra valorii de piață sau asupra altor parametri ai evoluției de piață a respectivelor valori mobiliare.

Correspondent acestei informații este ceea ce se definește ca „eveniment important”, respectiv, ca orice împrejurare care privește un emitent sau care are referire la una sau mai multe emisiuni de valori mobiliare și care, făcute publice, ar putea influența semnificativ prețul sau alte aspecte ale evoluției de piață a respectivelor valori mobiliare.

În paralel cu informațiile care se referă la suportul real al pieței bursiere, în procesul de informare, se iau în considerare și informațiile parazite, de tipul *zvonurilor*, care nu au un suport real, dar care pot avea influență asupra evoluției prețului acțiunilor. În raport cu aceasta, bursa poate solicita societății emitente să difuzeze către public precizările necesare, pentru a stopa efectele nedorite pe care le pot produce astfel de informații nefondate.

Informațiile cu suport real se împart în două categorii, după natura relației lor cu un potențial receptor: informațiile confidențiale și informațiile privilegiate.

Informațiile confidențiale sunt acele informații referitoare la o societate emitentă sau la valorile mobiliare emise de aceasta care, în baza unui temei legal, nu pot deveni publice. Astfel, în activitatea unei societăți poate să apară la un moment dat necesitatea, justificată de cadrul legal, de a considera, pe o anumită perioadă, anumite informații drept confidențiale, atunci când emiterea lor către publicare ar putea să aducă prejudicii emitentului. Acceptarea acestor informații drept confidențiale și tratarea lor în consecință se poate realiza numai cu acordul CNVM, în baza unei declarații de confidențialitate care să prezinte motivația deciziei, precum și prin furnizarea listei persoanelor care dețin respectiva informație.

Informațiile privilegiate sunt acele informații cu destinație publică la care au acces, înainte ca ele să fi devenit publice, persoane care, prin natura procesului constituirii și difuzării acestor informații sau pe alte căi, pot intra în posesia lor.

Este evident că utilizarea acestor informații confidențiale sau a unor informații privilegiate în tranzacționarea valorilor mobiliare poate crea avantaje direct sau indirect, persoanelor care fac acest lucru sau unor terți. De aceea, tranzacțiile de acest tip sunt interzise prin lege, după cum legea și regulamentele bursei pun un accent deosebit pe informarea cât mai rapidă și mai eficientă a publicului investitor în privința oricăror evenimente care pot influența evoluția pieței, pentru a se reduce cât mai mult riscul apariției unei tranzacții în baza informațiilor privilegiate.

Bursa monitorizează permanent atât evoluția pieței, cât și evoluția societăților cotate. Supravegherea pieței are ca scop detectarea oricăror situații anormale în evoluția tranzacțiilor, urmată de verificarea posibilității ca aceste evoluții să se fi produs în urma apariției unor informații importante, prin contactarea societății emitente pentru a se constata dacă există sau nu asemenea informații, corelate unor evenimente. Totodată, Bursa păstrează o legătură permanentă cu societățile emitente, orice comunicat de presă al acestora trebuie să fie mai întâi remis Serviciului de

supraveghere a pieței al BVB pentru care Bursa să își dea avizul asupra conținutului acestuia, sugerând, eventual, unele modificări care să conducă la mărirea gradului lui de relevanță .

O metodă care exclude riscul tranzacționării pe bază de informații preferențiale a valorilor mobiliare, în intervalul de timp în care nu s-a realizat încă, din motive obiective sau subiective, informarea adecvată a publicului investitor, este oprirea de la tranzacționare a respectivelor valori mobiliare, până în momentul când se constată că informarea publicului s-a realizat corespunzător.

Relația informațională a emitenților cu publicul investitor, mediată și supravegheată de Bursă, ia forma furnizării periodice și continue de informații.

§2.10. Rolul burselor în economia contemporană

Bursele joacă, în prezent, un rol important în desfășurarea comerțului internațional, facilitând derularea schimburilor internaționale.

Una din funcțiile importante ale burselor este **reflectarea situației prezente și a tendinței viitoare** a prețurilor internaționale ale produselor de bază și a titlurilor de valoare. Stabilirea prețului cel mai reprezentativ, care să reflecte toți factorii de influență, implică un punct de întâlnire al cererii cu oferta, unde vânzarea-cumpărarea să se echilibreze. Bursele constituie tocmai acest loc de întâlnire al intereselor cumpărătorului cu cele ale vânzătorului.

Factorii care determină prețul în cadrul burselor sunt nu numai simplul raport cerere-ofertă (dacă cererea este în surplus sau deficit față de ofertă), dar și toate influențele și circumstanțele economice care pot să afecteze atitudinea cumpărătorului și vânzătorului: teama de inflație sau modificările cursurilor de schimb, previziunile asupra situației viitoare pe piața respectivă și, în general, în economia mondială, evoluția unor evenimente politice sau sociale importante. De exemplu, un cumpărător hotărăște să achiziționeze la bursă o anumită cantitate de marfă, în ciuda faptului că prețul este relativ ridicat datorită ofertei limitate, ca urmare a știrilor privind o posibilă grevă în țara furnizoare principală care ar putea determina o nouă majorare a prețului. În același timp, un vânzător poate să decidă vânzarea cantității de marfă pe care o deține, chiar dacă prețul este scăzut, deoarece informațiile care ajung la bursă indică drept posibilă majorarea rapidă a producției și ofertei în lunile următoare și deci o nouă scădere de preț.

Prețurile care se stabilesc la bursă, sub influența tuturor acestor factori, constituie **nivelul cel mai reprezentativ al prețurilor internaționale**. De aceea, cotațiile bursiere, în mod deosebit cotațiile de la închiderea bursei, sunt folosite în practica internațională ca informații despre nivelul prețurilor internaționale.

În același timp, existența în cadrul bursei a pieței cotațiilor la termen furnizează **informații de mare valoare privind tendința viitoare a prețurilor**. Atât pentru producători, cât și pentru consumatori, cotațiile bursiere la termen constituie un adevărat ghid în planificarea acțiunilor lor viitoare. Mai mult, piața și cotațiile la termen constituie un mecanism de protecție a producătorilor și vânzătorilor. Prin operațiunile de hedging, se pot reduce pierderile, dar în același timp, sunt anihilate și posibilitățile de câștig din evoluția favorabilă a prețurilor. Cu alte cuvinte, o parte din factorii aleatori inerenti producției și cererii de materii prime, datorită condițiilor meteorologice, ciclului economic etc., sunt parțial atenuați prin mecanismul burselor, al hedgingului și cotațiilor la termen. De aceea, bursele joacă un rol important în formarea unei imagini asupra tendinței viitoare a prețurilor internaționale.

Pe de altă parte, bursa constituie o **oglină destul de fidelă a situației generale de pe piața mondială**. Bursele reprezintă adevărate „bănci de informații”, unde se primesc din întreaga lume și se analizează sub toate aspectele informațiile. Pentru a supraviețui, operatorii de bursă (dealerii, brokerii) trebuie să fie bine informați și, în consecință, dispun de cel mai bun serviciu de informații posibil, care le permite realizarea de contacte în întreaga lume.

Bursele își verifică utilitatea în comerțul internațional și prin aceea că ele contribuie la **ameliorarea circulației informațiilor** privind prețurile curente și la termen ale produselor. Cunoașterea și difuzarea cursurilor de schimb la termen determină negocierea cu mai multă încredere, din moment ce se pot obține cu ușurință informații despre prețuri. Atunci când aceste informații nu sunt difuzate pe scara largă, micilor operatori le este foarte greu să acționeze în mod eficace.

În general, participanții la burse dispun de suficiente informații în domeniu. În acest context, agenții de bursă, ca și autoritățile bursiere, încearcă să atragă clienții punându-le la dispoziție diverse studii asupra pieței. Unele dintre acestea sunt liber accesibile, în timp ce altele nu sunt comunicate decât clienților importanți și sunt foarte tehnice. În țările dezvoltate, există multe ziare profesionale, reviste financiare și chiar presa cotidiană care tratează aspecte referitoare la produsele negociate la bursă.

În cazul în care nu există piețe la termen, producătorii, consumatorii și negociatorii sunt obligați să dețină singuri aproape totalitatea stocurilor de produse. Producătorii trebuie să suporte partea cea mai mare a poverii finanțării stocurilor, mai ales atunci când acestea depășesc nivelul considerat normal. Atunci când cererea de produse primare nu este elastică, producătorii au interesul să-și păstreze stocurile în loc să le desfacă pe piață, ceea ce duce la creșterea prețurilor. Prezența unei burse de mărfuri dă posibilitatea **finanțării stocurilor** în condiții mai favorabile. Mijlocul cel mai simplu constă în vânzarea stocurilor excedentare ale unui produs direct printr-o bursă de comerț, livrând marfa la destinații stabile când un contract de vânzare ajunge la scadență, ceea ce are ca efect sustragerea de pe piață a unei părți din surplus. În cazul unui produs perisabil nu poate fi decât o măsură temporară, deoarece produsul va trebui retras din stocurile bursei și vândut unui consumator înainte de a se degrada, fiind deci repus pe piață.

În ceea ce privește produsele neperisabile, ca metalele, este posibilă conservarea stocurilor excedentare câțiva ani, în antrepozitele piețelor la termen (aproape 10% din consumul actual mondial de cupru a fost stocat în antrepozitele LME și COMEX în 1974 și 1978. Faptul că aceste două burse au putut să absoarbă un tonaj atât de mare de cupru atestă rolul major pe care îl pot juca bursele de mărfuri în finanțarea stocurilor.

CAPITOLUL III. INSTITUȚIILE DE PE PIAȚA DE CAPITAL ROMÂNEASCĂ: EVOLUȚIE ȘI PERSPECTIVE

§3.1. Bursa de Valori București

Prin legea 52/1994 privind valorile imobiliare și bursele de valori a fost posibilă redeschiderea la 21 aprilie 1995 prin decizia Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, a BVB ca instituție publică investită cu personalitate juridică ce își desfășoară activitatea pe principiul autofinanțării.

Competența BVB este variată, ea își poate adopta regulamente și proceduri referitoare la membrii, cerințele de înscriere la cota oficială.

Bursa de Valori a marcat un an foarte bun și în 2004. Investitorii în acțiuni listate la bursă se pot felicita pentru decizia de plasare a economiilor pe această piață. Anul care tocmai s-a încheiat continuă perioada de ascensiune accentuată a acțiunilor listate la BVB, începută în a doua parte a anului 2000.

Indicele BET a crescut spectaculos cu 117,52% în 2004 (față de 38,57% în 2003). Situația este similară și pentru acțiunile listate la categoria a II-a. Indicele BET-C a înregistrat o creștere de 124,02% în 2004, față de -4,8% în 2003. Și SIF-urile au evoluat bine, indicele BET-FI câștigând 113,14%, față de 109,92% în anul precedent.

Creșterile indicilor BET și BET-C reflectă, în mare măsură, evoluția foarte bună a acțiunilor BRD și SNP, ce înregistrează cea mai mare pondere în cei doi indici. Totuși, creșterea acțiunilor listate la BVB a fost generalizată în 2004, după cum va fi prezentat în continuare. Pe lângă aceste performanțe legate de cursul acțiunilor, anul 2004 a adus și o relativă creștere a lichidității pe piață, media tranzacțiilor zilnice în ultimele luni ale anului fiind semnificativ mai mare decât cea de la începutul anului.

O comparație utilă pentru aprecierea acestor performanțe: în ultima zi de tranzacționare a anului BVB înregistra o capitalizare de 91.580 miliarde lei (2,7 miliarde USD), față de 39.319 miliarde lei (1,2 miliarde USD) în prima zi de tranzacționare a lui 2004. Creșterea de 133% (125% în USD) este semnificativă, cu atât mai mult cu cât aceasta s-a produs fără aportul unor listări noi semnificative.

Cu toate aceste realizări, la nivelul Europei de Est, BVB rămâne o prezență minoră. Principalele două probleme ale pieței – lichiditatea redusă și lipsa unei game de instrumente adecvate – se mențin. Introducerea unor noi instrumente a rămas la nivel de proiect, anul 2004 neaducând nici o noutate în acest sens. Lichiditatea pe piață rămâne la cote neglijabile, raportată la ansamblul economiei și la bursele din alte țări. Din acest motiv, cea mai importantă funcție a pieței – atragere de capital pentru firmele în expansiune – este îndeplinită în foarte mică măsură. La peste 9 ani de la începerea tranzacțiilor la BVB, aceasta rămâne încă o enigmă pentru marea majoritate a populației și societăților comerciale din România și o necunoscută pentru investitorii străini.

Evoluția prețurilor acțiunilor reprezintă elementul cel mai important pentru investitori. Prezentăm câștigurile totale pentru 2004, incluzând creșterea de preț, dividende și majorări de capital social, pentru acțiunile listate la categoria I a bursei (acțiunile sunt ordonate după câștigul adus de variațiile de preț și de majorările de capital social, întrucât există întâzieri la plata dividendelor pentru unii dintre emitenți).

Tabelul 3.1.

Evoluția prețurilor acțiunilor listate la categoria I a bursei pentru 2004

Smb	Preț început an 2004	Preț sfârșit an 2004	Dividend net persoane fizice 2003	Câștig din variație preț (2004)	Câștig din preț și majorări (2004)	Câștig din preț și majorări, dividende (2004)	Câștig din preț și majorări, dividende (2003)	Observații
1	2	3	4	5	6	7	8	9
SNP	414	1260	33	204.35%	204.35%	212.32%	-43.14%	
BRD	23900	26000	3305	8.79%	161.09%	174.92%	-21.11%	1 acțiune gratuită + 0.2 acțiuni gratuite la 1 deținută
SIF1	1330	3050	313	129.32%	129.32%	152.86%	125.45%	
ARC	740	1680	0	127.03%	127.03%	127.03%	-15%	
SIF2	1190	2550	313	114.29%	114.29%	140.59%	176.25%	
SIF4	1270	2650	269	108.66%	108.66%	129.84%	173.58%	
SIF3	1400	2900	251	107.14%	107.14%	125.07%	133.04%	
SIF5	1240	2550	285	105.65%	105.65%	128.63%	115.63%	
ATB	1080	2100	58	94.44%	94.44%	99.81%	328.96%	
TLV	3100	3200	0	3.23%	85.81%	85.81%	104.82%	0.8 acțiuni gratuite la 1 deținută
TER	2350	4300	203	82.98%	82.98%	91.62%	52.36%	
RBR	445	780	32	75.28%	75.28%	82.47%	171.01%	
AZO	1430	2500	0	74.83%	74.83%	74.83%	157.13%	
INX	54500	86000	6829	57.80%	57.80%	70.33%	33.07%	
TBM	21900	31000	4552	41.55%	41.55%	62.34%	390.74%	
RLS	650	910	0	40.00%	40.00%	40.00%	174.29%	
OLT	590	750	0	27.12%	27.12%	27.12%	-22.33%	
ALR	21600	15600	3363	-27.78%	13.29%	23.40%	19.01%	1.28 acțiuni noi la 7653 lei/act la 1 deținută
ASP	910	660	19	-27.47%	-27.47%	-25.38%	67.32%	

Este interesant de observat că pe primele două locuri se situează acțiunile cele mai solide listate la BVB: SNP și BRD. Acestea, pe lângă faptul că înregistrează cea mai mare capitalizare și lichiditate între acțiunile listate la bursă, au adus și cele mai mari câștiguri dintre acțiunile listate la categoria I. SNP a evoluat crescător pe întreg parcursul anului, înregistrând două perioade de creșteri accentuate: aprilie, respectiv septembrie-octombrie. BRD a evoluat în mod similar pe trend

crescător, beneficiind și de aportul a două operațiuni de majorare de capital din fonduri proprii. Cele două acțiuni sunt preferate de investitorii de talie mare, și vor rămâne în atenția acestora.

SIF-urile au adus și anul acesta satisfacții investitorilor, în aceeași măsură ca și în 2003. Toate cele cinci SIF-uri au înregistrat creșteri de curs de peste 100%, la care se adaugă dividende, deloc de neglijat. O surpriză plăcută, așteptată de mult timp de către investitori, a fost evoluția acțiunilor Arctic. Acționarii financiari ai societății au transferat pachetul majoritar de acțiuni către un investitor strategic: Ar Dutch BV, afiliată societății turce de profil Arcelik. Acțiunile ARC au adus un câștig de 127% celor ce le-au păstrat un an întreg și de 204% celor ce au subscris la oferta publică. Arctic a reprezentat o primă operațiune de exit a fondurilor de investiții din acțiunile listate la bursă. Există intenții similare și pentru TER, PCL sau RLS, dar până în prezent acestea nu s-au concretizat.

Acțiunile TLV au evoluat și anul acesta după modelul stabilit în ultimii patru ani, aducând satisfacții investitorilor loiali. Investigațiile legate de anumite credite ale băncii nu au afectat soliditatea acesteia și nici performanțele sale pe piață. Acțiunile TER, AZO, INX, ATB, TBM și chiar RBR au confirmat statutul de acțiuni solide și interesante. RLS a evoluat sub așteptări anul acesta, în timp ce OLT a reușit o performanță pozitivă, dar minoră. Alro a confirmat și anul acesta pierderea statutului de vedetă a bursei, evoluând modest. Anul 2004 a adus și privatizarea efectivă a societății, pachetului majoritar de acțiuni fiind deținut în prezent de casa de comerț Marco.

Rafinăria Astra, confruntată cu probleme în activitatea operațională, a reprezentat singura dezamăgire la categoria I. Cu excepția acțiunilor ASP, toate acțiunile listate la categoria I au înregistrat variații pozitive, peste rata inflației. Practic, un investitor care ar fi plasat sume egale în toate acțiunile listate la categoria I la începutul anului, ar fi avut la sfârșitul anului un câștig de 95,98% (câștig din variații de preț și majorări), reprezentând 64,7% în termeni reali (eliminând efectele inflației). Performanța este comparabilă cu cea din 2003, când în aceleași condiții câștigul a fost de 112,05%, adică 62,7% în termeni reali. (Am utilizat rata inflației de 20,3% pentru 2003, și o rată a inflației pentru 2004 estimată la 9%).

Continuăm analiza evoluției acțiunilor listate la bursă, cu prezentarea unui tabel similar pentru acțiunile listate la categoria a II-a (acțiunile sunt ordonate după câștigul adus de variațiile de preț și de majorările de capital social, întrucât există întârzieri la plata dividendelor pentru unii dintre emitenți).

Tabelul 3.2.

Evoluția prețurilor acțiunilor listate la categoria a II-a la bursă pentru 2004

Smb	Preț început an 2004	Preț sfârșit an 2004	Dividend net persoane fizice 2003	Câștig din variație preț (2004)	Câștig din preț și majorări (2004)	Câștig din preț și majorări, dividende (2004)	Câștig din preț și majorări, dividende (2003)	Observații
EXC	1300	4000	0	207.69%	207.69%	207.69%	106.29%	
IMP	1980	4200	500	112.12%	191.80%	207.17%	161.67%	0,2 acțiuni gratuite la 1 deținută; 1,1 acțiuni la 1.100 pt 2 deținute.
ART	4250	12300	0	189.41%	189.41%	189.41%	143.75%	
ARS	21000	23300	7182	10.95%	185.15%	219.35%	283.49%	1,57 acțiuni gratuite la 1 deținută
SNO	9500	27000	1900	184.21%	184.21%	204.21%	96.95%	
SCD	3000	2550	0	-15.00%	155.00%	155.00%	9.26%	2 acțiuni gratuite la 1 deținută
CMF	14500	34900	5152	140.69%	140.69%	176.22%	857%	
PPL	31300	75000	2897	139.62%	139.62%	148.87%	6.69%	
BRM	5750	13000	950	126.09%	126.09%	142.61%	60.68%	
COS	3500	7000	0	100.00%	108.00%	108.00%	35.42%	0,04 acțiuni gratuite la 1 deținută
APC	610	1150	0	88.52%	88.52%	88.52%	87.69%	

PCL	2750	5100	0	85.45%	85.45%	85.45%	19.57%	
CMP	1460	2650	318	81.51%	81.51%	103.29%	204.71%	
HTR	2050	3700	0	80.49%	80.49%	80.49%	47.48%	
ARM	1630	2900	218	77.91%	77.91%	91.29%	125.90%	
PTR	350	610	0	74.29%	74.29%	74.29%	376.19%	
SLC	20000	34500	0	72.50%	72.50%	72.50%	250.88%	maj. val. nom. de la 95.000 la 112.200
STZ	395	670	129	69.62%	69.62%	102.28%	90.13%	
OIL	405	670	71	65.43%	65.43%	82.96%	152.24%	
DOR	3000	4900	0	63.33%	63.33%	63.33%	123.08%	În curs de delistare
TRS	13500	22000	0	62.96%	62.96%	62.96%	25%	
CRB	382	570	43	49.21%	49.21%	60.47%	304.60%	
ABR	3500	5100	475	45.71%	45.71%	59.29%	28%	
UCM	4500	6100	0	35.56%	35.56%	35.56%	7.14%	
PTS	2200	2850	0	29.55%	29.55%	29.55%	120%	
CPR	12000	9100	0	-24.17%	28.92%	28.92%	188.71%	0,7 acțiuni gratuite la 1 deținută
ASA	3500	4400	350	25.71%	25.71%	35.71%	37.12%	
AMO	120	150	0	25.00%	25.00%	25.00%	185.78%	
MPN	920	1150	0	25.00%	25.00%	25.00%	35.68%	
ECT	720	590	0	-18.06%	22.92%	22.92%	11167.31%	0,5 acțiuni gratuite la 1 deținută
UAM	620	760	7	22.58%	22.58%	23.71%	130%	
EPT	830	1000	0	20.48%	20.48%	20.48%	339.15%	
SRT	1300	1500	115	15.38%	15.38%	24.23%	26.88%	
NVR	16000	17400	0	8.75%	8.75%	8.75%	15.11%	
PEI	280000	300000	53887	7.14%	7.14%	26.39%	378.05%	
MJM	38800	20000	0	-48.45%	3.09%	3.09%	-35%	1 acțiune gratuită la 1 deținută
IMS	1950	1320	0	-32.31%	2.77%	2.77%	100%	2,34 acțiuni la 1.000 lei pt 1 deținută
CBC	12000	12000	0	0.00%	0.00%	0.00%	491.37%	
CPL	28000	28000	0	0.00%	0.00%	0.00%	40%	delistată în 2004
ELJ	1600	1600	0	0.00%	0.00%	0.00%	72.95%	
AMP	netranz	netranz	0	0%	0%	0.00%	76.92%	Listată, dar netranz.
SOF	220	210	0	-4.55%	-4.55%	-4.55%	355.89%	
VEL	2700	2550	0	-5.56%	-5.56%	-5.56%	87.97%	
MEF	36000	30900	8329	-14.17%	-14.17%	8.97%	289.34%	
EFO	3000	2250	listata in 2004	-25.00%	-25.00%	-25.00%	n/a	listată în 2004
ZIM	26000	13200	3956	-49.23%	-49.23%	-34.02%	360.92%	
ENP	33200	6200	0	-81.33%	-81.33%	-81.33%	490.91%	

După cum se poate observa, și acțiunile listate la categoria a II-a au evoluat foarte bine în 2004: un investitor care ar fi plasat sume egale de bani în toate acțiunile listate la această categorie la începutul anului, ar fi înregistrat un câștig de 62,90% (36,9% în termeni reali, câștiguri din variații de preț și majorări) la sfârșitul lui 2004. Totuși, aceste creșteri nu au fost la fel de mari ca cele înregistrate în 2003, când, respectând același scenariu, câștigul ar fi fost de 124,04% (72% în

termeni reali), deci de două ori mai mare decât în 2004 (nu am luat în calcul câștigul excepțional dar irealizabil adus de ECT în 2003).

Pe primul loc în topul anului 2004 se situează acțiunile EXC, a căror creștere a fost determinată de așteptările cu privire la o ofertă publică de preluare lansată de acționarul majoritar. Pe locul doi se situează acțiunile Impact, care confirmă și anul acesta traseul excepțional urmat la cota bursei în ultimii ani. Impact are în continuare planuri ambițioase de dezvoltare a activității în mai multe direcții, lucru care nu poate decât să îi bucure pe investitori. De altfel, mai multe acțiuni (unele urmărite cu interes, altele mai puțin atractive la prima vedere) au adus câștiguri apreciabile atât în 2003, cât și în 2004: ART (privatizată în 2004), ARS, SNO, CMF, BRM, APC, CMP, ARM, PTR, SLC, STZ, OIL. În general, câștigurile au fost mai mici în 2004, față de 2003, dar, totuși, remarcabile. HTR a evoluat bine în 2004, însă societatea a demarat în acest an procedura falimentului.

Au existat o serie de surprize plăcute anul acesta: SCD, care a acordat două acțiuni gratuite la 1 deținută, după ce în 2003 înregistrase un câștig de doar 9%; PCL cu +85%, după mai mulți ani de evoluții modeste; COS cu +108% (COS a fost privatizată în 2004, pachetul majoritar fiind cumpărat de Conares Trading AG Elveția. Aflat în proprietate privată, COS ar putea urma traseul INX la bursă, dacă noul acționar va derula un proces de restructurare eficient. Din 47 de acțiuni listate la categoria a II-a în 2004, 34 au adus câștiguri totale peste rata inflației, 4 au adus câștiguri sub rata inflației, iar alte 4 au încheiat anul cu o variație de 0%. Numai 5 acțiuni au încheiat anul cu o variație negativă.

Acțiunile MJM devin o prezență interesantă la cota BVB. Societatea a inițiat o majorare de capital din fonduri proprii și promovează o transparență ridicată. Din păcate, prețul acestor acțiuni se menține ridicat, iar câștigul cumulat pe 2004 este de numai 3,09%. Cele mai mari dezamăgiri ale anului 2004 au fost acțiunile ELJ și IMS. Deși existau așteptări mari pentru aceste acțiuni, datorită activității eficiente a emitenților, aceste așteptări nu au fost deloc confirmate: IMS a adus un câștig nesemnificativ de 2,77% în 2004, iar ELJ a încheiat anul cu o variație de 0%. Se pare că procesul de consolidare a acționariatului nu a avut influențe pozitive în piață pentru cei doi emitenți. Acestor două societăți li se adaugă acțiunile VEL (simbol modificat din MPR, ca urmare a schimbării denumirii societății din Mopariv în Vel Pitar), care, deși prezintă interes datorită operațiunilor de fuziune derulate de emitent, au încheiat anul cu -5,56%. Toate cele trei acțiuni au același acționar majoritar – un grup de fonduri de investiții. Este de apreciat însă faptul că ELJ a devenit prima (și până în prezent singura) societate listată la categoria „transparenței” a bursei de valori. Sperăm că acest exemplu va fi urmat și de alte societăți listate, deși au existat mai multe intenții, acestea au rămas la stadiul de proiect.

Acțiunile MEF și ZIM, vedete ale anului 2003, au evoluat slab în 2004. Cea mai mare scădere a anului 2004 a fost înregistrată de acțiunile ENP. Evoluția se datorează trecerii unei date de referință pentru o majorare de capital din fonduri proprii, moment ce coincide cu prima zi de tranzacționare a acestor acțiuni în 2004.

Activitatea de atragere de noi emitenți la bursă în 2004 a fost slabă. Singura societate listată în 2004, este Eforie SA, ale cărei acțiuni au început tranzacționarea pe 15 august. Aceasta este binevenită la bursă, întrucât reprezintă un sector rar la BVB – turismul, iar societatea este reprezentativă pentru turismul pe litoral. Totuși, structura acționariatului și lichiditatea slabă reprezintă problemele pentru acțiunile EFO. Bursa de valori ar trebui să își intensifice eforturile de atragere de noi emitenți pe piață și să se orienteze spre segmentul societăților private dinamice și profitabile de talie medie, de tipul Flamingo sau Mobexpert.

În 2004 au fost delistate acțiunile CPL, ca urmare a fuziunii societății și a fost demarat procesul de delistare pentru DOR, la cererea societății. Un caz bizar este reprezentat de societatea AMP, care rămâne listată, deși a fost suspendată de la tranzacționare pe întreg anul 2004, datorită unor probleme juridice, astfel cu acțiunile AMP nu s-a înregistrat nici o tranzacție în 2004.

Prin sistemul electronic al BVB se mai tranzacționează și acțiunile a 49 de societăți necotate. Prin acest statut, ales de cele mai multe ori voluntar de emitenți, fie în mod direct, fie prin neîndeplinirea anumitor condiții, aceste acțiuni au ieșit, în mare măsură, din atenția investitorilor și

nu își vor găsi locul nici în această analiză. Este, totuși, regretabil că societăți solide, precum Dacia Pitești, Aker Tulcea, CH Intercontinental sau Astra Vagoane Arad, de multe ori cu acționari străini de renume, aleg prezența la această categorie. O soluție onorabilă a fost aleasă de Banca Agricolă, al cărei acționar majoritar a ales varianta delistării băncii, ale cărei acțiuni se tranzacționau pe această piață (soluție cu atât mai indicată, ținând cont de procentul covârșitor al acționarului majoritar în capitalul băncii).

O realizare importantă a BVB în anul 2004 o reprezintă creșterea transparenței prin volumul de informații prezentate pe site-ul bvb.ro. Astfel, pot fi accesate online, fără restricții, toate comunicatele transmise de societățile listate la bursă, cotațiile în timp real pentru toate societățile listate, informații extinse despre toate societățile listate. Acestea reprezintă informații deosebit de utile pentru investitori, iar eforturile bursei în această direcție trebuie apreciate.

BVB a listat două noi emisiuni de obligațiuni municipale în 2004. În afara acțiunilor și a unor tranzacții simbolice cu obligațiuni municipale (cele corporatiste se lasă încă așteptate), BVB nu mai include alte instrumente în oferta sa investițională (din motive ce țin atât de bursă, cât și de alți factori ai pieței de capital, guvernului etc.). Legendarele tranzacții cu titluri de stat nu au demarat nici în acest an, în timp ce toate conceptele frumoase introduse de noua legislație a pieței de capital (tranzacționarea drepturilor, tranzacții în marjă, vânzări în absență, opțiuni, contracte futures etc.) au rămas doar concepte frumoase pe hârtie. Renunțăm la prognoze optimiste în această direcție și sperăm că aceste concepte vor deveni realitate într-un număr rezonabil de ani, de preferat în viitorul apropiat. Se observă o reticență a reprezentanților instituțiilor pieței de capital la tot ceea ce înseamnă inovație pe această piață. Deși prudența este justificată într-un domeniu atât de sensibil, totuși, exagerarea acesteia duce la stagnare, iar rezultatele se văd în lichiditatea de pe piață. Lipsa unei game de instrumente adecvate reprezintă una din principalele probleme ale pieței de capital românești.

Evoluția situației financiare a BVB, în perioada 1995-2004, demonstrează că rezultatele au fost an de an pozitive, fapt ce face din această instituție una viabilă, capabilă să-și susțină activitățile din venituri proprii, în măsura în care factorii de decizie economică și politică vor conștientiza importanța sa pentru dezvoltarea țării.

Direcțiile spre care BVB intenționează să-și canalizeze demersurile în dezvoltarea ei ulterioară au la bază atât gradul de maturitate la care a ajuns piața de capital din România, cât și analiza modului în care s-au dezvoltat piețele din țările europene care au trecut la rândul lor prin același proces de tranzație spre economia de piață.

Deși infrastructura de care dispune BVB este la un nivel comparabil cu cel al piețelor dezvoltate de capital, totuși, performanțele ei legate de volumul zilnic de tranzacționare și lichiditate al pieței s-au situat mult sub cel al piețelor bursiere din țările din jur.

De aceea, BVB, în calitatea sa de piață oficială a valorilor mobiliare, intenționează să atragă la cotă acțiunile emise de cele mai importante societăți comerciale românești (bănci, regii autonome) pe măsură ce acestea se vor privatiza.

BVB își propune consolidarea poziției sale printre instrumentele financiare reprezentative ale României. În acest sens, BVB își va spori calitatea produselor și serviciilor pe care le oferă, precum și standardele de conduită a participanților la piață și de protecție a investitorilor.

Nu în ultimul rând, instituția are în vedere dezvoltarea continuă a relațiilor sale cu mass-media din țară și străinătate, astfel încât BVB să ajungă să fie recunoscută de către comunitatea internațională.

Piața de capital a înregistrat un an 2004, în general, bun. Au existat plusuri și minusuri, însă anul care tocmai s-a încheiat a adus, în mod indiscutabil, o serie de rezultate pozitive concrete (creșterea acțiunilor BVB, fondurile BRD și BCR etc.) și o serie de proiecte ce creează bazele unei dezvoltări viitoare a pieței (noua legislație, emisiunile de obligațiuni, regulamentele Rasdaq, etc.). Sunt pași importanți pentru piața de capital românească, iar în măsura în care asemenea proiecte vor fi continuate cel puțin la același nivel piața se va dezvolta.

Dacă ne uităm doar la indicatori și la creșterile procentuale avem, în general, motive de satisfacție. Totuși, dimensiunea pieței rămâne în continuare modestă, foarte multe instrumente și

operațiuni absolut necesare lipsesc, investițiile financiare rămân o necunoscută pentru majoritatea covârșitoare a potențialilor emitenți și investitori autohtoni, iar România lipsește, în mare măsură, din peisajul investitorilor străini. Sunt probleme foarte mari, care pot fi depășite numai prin strategii pe termen lung și prin eforturi foarte mari.

Pericolul cel mai mare, în acest moment, este stagnarea dezvoltării pieței, iar urmărind doar problemele și activitățile curente, acest pericol nu este foarte evident. Dacă nu se adopta o strategie coerentă și măsuri ferme de diversificare a instrumentelor oferite și de popularizare a pieței de capital, aceasta va mai merge înainte din inerție un anumit timp, iar apoi se va opri rămânând la dimensiunile și nivelul de dezvoltare actuale. Nu putem decât spera că oficialitățile CNVM, BVB, RASDAQ, ANSVM și UNOPC sunt conștiente de rolul important care le revine și vor lua măsurile de rigoare, astfel încât la începutul anului 2006 să se poată prezenta progrese concrete și nu o deteriorare a situației de anul acesta.

Strategia pe termen scurt și mediu a BVB are drept obiective principale consolidarea poziției în cadrul sistemului financiar din România, precum și creșterea prestigiului ei pe plan intern și internațional, urmărindu-se direcțiile:

- Utilizarea BVB ca vehicul de privatizare de către autoritățile administrației publice centrale;
- Atragerea la cota bursei a companiilor naționale și a instituțiilor din domeniul financiar-bancar;
- Demararea operațiunilor pe piața secundară bursieră a titlurilor de stat;
- Creșterea rolului BVB ca alternativă de finanțare a economiei naționale;
- Intensificarea colaborării cu alte burse de valori din regiune și din lume.

Intrarea BVB pe piața de capital internațională, afilierea ei la Federația Europeană a Burselor de Valori, în calitate de membru corespondent și dobândirea calității de membru asociat al Federației Mondiale a Burselor de Valori va conduce la creșterea prestigiului și perfecționarea ei continuă, Bursa devenind astfel o instituție respectată.

Perspective pentru viitor

Ținând cont de evoluția foarte bună din 2004, este posibil ca și 2005 să fie un an bun pentru investitorii la bursă. Probabil, profiturile înregistrate vor fi mai mici decât în 2004, pe măsură ce bursa își pierde din avânt și inflația scade, dar acestea pot fi apreciable raportate la alte modalități de plasare a banilor. SNP rămâne, în continuare, în atenția investitorilor mari, iar la prețul actual aceste acțiuni par în continuare subevaluate. Orice investitor nou pe piață (în special fonduri de investiții) se va orienta în mod clar spre SNP. Și BRD rămâne în atenția investitorilor, strategia băncii de majorare a capitalului social din fonduri proprii se poate repeta cu succes și în 2005.

SIF-urile au încă potențial de creștere, o direcție majoră ar fi o creștere a eficienței administrării și obținerea unor profituri mai mari, pe măsura potențialului societăților de investiții. În măsura în care piața va crește în 2005, SIF-urile se vor număra printre acțiunile reprezentative pentru aceasta creștere. TLV va evolua în continuare pozitiv, deși este posibil ca profiturile investitorilor în aceste acțiuni să fie mai mici în 2005.

Considerăm că acțiunile solide, precum AZO, CMP sau TER, pot aduce satisfacții investitorilor și în anul 2005. În plus, eventuale operațiuni de exit, similare cu cea de la ARC, ar putea influența semnificativ cursul unor acțiuni, precum TER, RLS sau PCL. De asemenea, Impact are toate motivele să își păstreze statutul de vedetă a bursei și să aducă în continuare câștiguri apreciable. MJM rămâne o acțiune interesantă, de urmărit. În plus, acțiunile de la categoria a II-a care au adus câștiguri mari în 2003 și 2004 (conform cu tabelele prezentate anterior) trebuie urmărite în continuare, dar cu atenție.

2005 poate fi încă un an bun la bursă. Este clar că ascensiunea BVB din ultimii ani nu se va continua la nesfârșit. Prețurile acțiunilor aflate în prezent la cota bursei se vor plafona la un moment dat, poate chiar în a doua jumătate a lui 2005. Este nevoie de elemente noi. Bursa bucureșteană are un mare potențial, întrucât nu a fost „descoperită” de investitorii financiari străini semnificativi. Istoricul din ultimii ani reprezintă un atu al BVB, însă administratorii pieței de capital au o sarcină grea. Pentru dezvoltarea susținută a bursei sunt necesare o serie de măsuri drastice și foarte mult efort, îndreptate în trei direcții: emitenți noi, instrumente noi și promovarea pieței.

Nu este ușor, iar până acum eforturile în această direcție au existat, dar este nevoie de mai mult, altfel traseul pozitiv al bursei de până acum va mai continua un timp din inerție și se va opri. Considerăm că listarea BCR, a 4-5 societăți private dinamice de tipul IMP și MJM, o ofertă publică a SNP sau BCR, începerea tranzacționării titlurilor de stat (și posibilitatea reală de tranzacționare a acestora, nu restricționată, cum se prevede acum, ceea ce va duce la tranzacții simbolice, precum cele cu obligațiuni municipale), listarea cel puțin a unei emisiuni de obligațiuni corporatiste, începerea tranzacționării drepturilor și eventual, adoptarea tranzacțiilor în marjă, sunt elemente absolut necesare în următoarele 12-18 luni, pentru a continua dezvoltarea bursei. Asemenea evenimente ar trebui însoțite și de măsuri susținute de promovare a pieței în rândul publicului larg, inițiate de instituțiile acesteia. materiale tipărite accesibile ca preț și conținut, simpozioane, prezență în mass-media (cu accent pe cea de interes general, nu neapărat cea economică) etc. Nu este ușor, dar ar fi păcat ca etapa de creștere a bursei din ultimii ani să se încheie în mod nejustificat în 2005.

§3.2. Registrul Român al Acționarilor

RRA este prima societate de registru privat independent, autorizată de către CNVM la data de 17 septembrie 1996.

RRA reprezintă una din cele trei instituții (celelalte două fiind RASDAQ și SOCIETATEA DE COMPENSARE, DECONTARE ȘI DEPOZITARE) care alcătuiesc împreună infrastructura pieței OTC.

Cele trei instituții alcătuiesc un sistem integrat, între acestea existând conexiuni și interdependențe multiple. Astfel, sistemul de registru utilizat de RRA este perfect compatibil cu sistemul SNCDD și RASDAQ. Serviciile pe care RRA le oferă societăților emitente, societăților de valori mobiliare, și evident acționarilor, sunt următoarele :

- menținerea și actualizarea registrelor acționarilor pe baza tranzacțiilor pe piață, a donațiilor, a moștenirilor și tranzacțiilor private având ca obiect acțiunile respectivelor societăți emitente;
- furnizarea listelor complete ale acționarilor și a modificărilor intervenite în structura acționariatului la cererea emitenților;
- efectuarea modificărilor de nume, adresă, act de identitate și cod numeric personal și emiterea de confirmări;
- eliberarea extraselor de cont la cererea acționarilor.

§3.3. Societatea Națională de Compensare, Decontare și Depozitare pentru Valori Mobiliare S.A.

Comisia Națională a Valorilor Mobiliare a decis autorizarea acesteia sub forma unei societăți pe acțiuni nonprofit, cu un capital social de 1,2 miliarde lei.

Misiunea SNCDD este de a consolida și dezvolta piața de valori mobiliare din România prin promovarea unui sistem de compensare, decontare și depozitare a valorilor mobiliare care să asigure rapiditatea, onestitatea și siguranța tranzacțiilor de valori mobiliare, căutând să mențină costurile operaționale la un nivel cât mai scăzut posibil.

SNCDD oferă participanților la piață următoarele servicii:

1. Înregistrarea tranzacțiilor executate între utilizatorii direcți pe piața de capital extrabursieră conform raportării primite de la sistemul de tranzacționare RASDAQ.
2. Decontarea tranzacției, SNCDD funcționând în calitate de casă de compensații interbancare și coordonând procesul de decontare a fondurilor bănești și a valorilor mobiliare în numele utilizatorilor direcți ai sistemului depozitarului.
3. Custodia valorilor mobiliare, SNCDD are rol de custode central, păstrând în siguranță valorile mobiliare ale utilizatorilor direcți. Toți utilizatorii direcți sunt conectați de la sediile lor situate pe întreg teritoriul României la sistemul SNCDD prin intermediul unei rețele de linii afectate în acest scop.

§3.4. Asociația Națională a Societăților de Valori Mobiliare

ANSVM a luat ființă cu avizul CNVM în martie 1995 ca asociație profesională, neguvernamentală, independentă, nonprofit, având ca bază legală prevederile legii 21/1924 și ale articolului 42 din legea 52/1954 privind valorile mobiliare și bursele de valori. Scopurile principale ale asociației sunt promovarea instituțiilor pieței de capital și ridicarea standardelor profesionale specifice activității de intermediere de valori mobiliare. În vederea realizării acestor scopuri, ANSVM a creat o serie de comisii speciale:

- Comisia de Arbitraj și Disciplină;
- Comisia de Configurare OTC;
- Comisia de Supraveghere pe Piață;
- Comisia de Reglementare, Strategie și Implementare;
- Comisia de Legătură cu BVB;
- Comisia de Pregătire Profesională și Autorizare Agenți;
- Comisia de Relații Internaționale.

Cu sprijinul întregii comunități a brokerilor, ANSVM a elaborat și supus spre aprobare CNVM *regulile de practică onestă*, care stabilesc codul de conduită al brokerilor privind regulile de tranzacționare, normele de publicitate și procedurile disciplinare valabile pentru piața OTC.

ANSVM s-a constituit la înființare ca o importantă resursă pentru activitatea de prezentare profesională pentru comunitatea societăților de valori mobiliare. ANSVM a alcătuit un program cuprinzător de pregătire în vederea autorizării, destinat tuturor celor care doresc să activeze în industria valorilor din România. Au fost organizate seminare și cursuri la care au participat majoritatea societăților de valori mobiliare. Unele programe au fost realizate în colaborare cu celelalte instituții ale pieței OTC.

Ca urmare a acestor eforturi, la data de 25 septembrie 1996, a avut loc inaugurarea instituțiilor pieței RASDAQ, iar la 25 octombrie această piață a început să funcționeze în regim normal.

§3.5. Uniunea Națională a Organismelor de Plasament Colectiv

UNOPC este o asociație profesională nonprofit, neguvernamentală constituită în baza legii 21/1924, având drept scop promovarea conceptului de instituție colectivă în valori mobiliare, promovarea și aplicarea unor norme de etică și conduită profesională specifice domeniului, dezvoltarea standardelor profesionale în activitatea membrilor săi și asigurarea cunoașterii de către investitori a activității, avantajelor și riscurilor pe care le implică investiția colectivă în valori mobiliare.

Uniunea a fost creată în luna martie 1996 cu avizul CNVM și a adoptat două seturi de norme specifice, destinate să asigure ridicarea calității serviciilor oferite investitorilor de către administratorii de investiții și în același timp să contribuie la protejarea împotriva riscurilor pe care le incumbă prestațiile nelocale:

1. codul deontologic aplicabil membrilor uniunii;
2. codul de sancțiuni și proceduri disciplinare aplicabil membrilor uniunii.

Este evident faptul că o piață de capital sănătoasă nu se poate dezvolta, decât dacă vor exista investitori instituționali capabili să impulsioneze circuitul valorilor, cu alte cuvinte, o clasă bine conturată de organisme de plasament colectiv, care să-i reunească, în primul rând, pe deținătorii de capital autohtoni.

§3.6. RASDAQ

RASDAQ este una din cele trei instituții operaționale ale pieței OTC, constituită ca o structură tehnică afiliată Asociației Naționale a Societăților de Valori Mobiliare și înmatriculată în 1995 ca societate cu răspundere limitată, activitatea sa constând în operarea și menținerea sistemului electronic de tranzacționare, cunoscut, de asemenea, sub denumirea de sistem RASDAQ.

Acest sistem a apărut pe piața de capital românească ca rezultat al necesității de a oferi un cadru instituțional și tehnic pentru tranzacționarea acțiunilor distribuite în cadrul Programelor de Privatizare în Masă.

Sistemul de tranzacționare utilizează o variantă adaptată a programului PORTAL, realizat de Nasdaq Stock Market din SUA, unde PORTAL este utilizat din 1971 pentru piața de capital OTC. Această variantă reprezintă adaptarea sistemului PORTAL la realitățile pieței și la legislația din România.

În conformitate cu cerințele formulate de CNVM comitetul director al ANSVM și Comisia pentru Configurația Pieței OTC, sistemul RASDAQ asigură funcționarea unei piețe distribuite geografic, ai cărei participanți sunt interconectați într-o rețea de date. Piața este creată de intermediari de valori mobiliare aflați într-o continuă concurență. Prin intermediul terminalelor de tranzacționare conectate în regim de acces direct, ei transmit cotații de cerere și ofertă pentru valori mobiliare. Odată introduse în sistem, ele sunt disponibile în timp real tuturor participanților. Tranzacțiile pot fi negociate prin telefon sau chiar prin intermediul sistemului. Datele despre piață pot fi distribuite în timp real investitorilor instituționali și altor părți interesate prin serviciul acces vizual (view only).

Legătura electronică între componentele pieței este foarte importantă pentru mobilitatea acțiunilor din Programul de Privatizare în Masă (PPM), acestea fiind emise în formă dematerializată.

Transferul de proprietate al acțiunilor PPM va fi efectuat electronic, fără a mai fi necesar a se trece pentru fiecare tranzacție prin procesul de anulare și emisie a unei noi acțiuni sub formă de certificat.

Principalul serviciu oferit de societatea RASDAQ destinat societăților de valori mobiliare constă în punerea la dispoziție a unui sistem electronic care îndeplinește următoarele funcții :

1. acces la informațiile despre societățile emitente, participanții la piață, evenimente ce pot afecta piața;
2. afișarea ordonată a cotațiilor ferme și indicative ale tuturor participanților la piață;
3. actualizarea cotațiilor;
4. negocierea prin intermediul unui sistem specializat de transmitere de mesaje acționând parametrii ofertelor și efectuarea de contraoferite;
5. comunicarea prin intermediul unui sistem de adresare de mesaje generale;
6. raportarea și înregistrarea tranzacțiilor;
7. ransmiterea informațiilor privind tranzacțiile la SNCDD pentru efectuarea decontărilor.

Funcțiile oferite pentru piața primară sunt:

- Oferte publice inițiale:
 - lansarea de noi emisiuni;
 - alocarea unei noi emisiuni.
- Administrarea participării la oferte publice:
 - răspunsurile participanților.
- Oferta publică inițială:
 - liste de participanți.
- Vizualizarea prospectului de emisiune.

RASDAQ oferă și un serviciu vizual tuturor persoanelor sau instituțiilor interesate de a avea o informare în timp real asupra evenimentelor de pe piața de capital extrabursieră.

Anul 2004 a fost un an modest pentru piața Rasdaq, la fel ca și 2003. Chiar dacă nici 2004 nu a fost anul așteptatei relansări a pieței, totuși, în acest an, Rasdaq a finalizat un proiect esențial pentru

viitorul pieței: adoptarea noului regulament de listare și tranzacționare a acțiunilor, al cărui element central este împărțirea emitenților pe niveluri și creșterea nivelului de transparență pentru cei mai buni emitenți listați pe această piață. Întrucât acest regulament a fost implementat spre sfârșitul anului, efectele sale nu pot fi apreciate la acest moment. Totuși, aceste efecte vor exista, chiar dacă acestea vor apărea treptat, pe termen mai lung. Sperăm ca, în materialul ce va fi realizat la sfârșitul anului 2003, să putem prezenta în sfârșit informații pozitive concrete din partea pieței Rasdaq.

În acest moment, există 10 societăți listate la categoria I și 25 la categoria a II-a. Restul emitenților Rasdaq sunt listați la categoria de bază. Această împărțire pe niveluri este importantă din două motive: pe de o parte, introduce un element de ordine și rigoare pe piață prin faptul că emitenții listați la primele două categorii îndeplinesc condiții stricte legate de lichiditate, structura acționariatului, dimensiunea activității și de profitabilitate, transparență și limitarea variației zilnice a prețului. Pe de altă parte, această împărțire prezintă investitorilor o ofertă concretă de investiții, de 35 de societăți preselecate pe baza unor criterii riguroase, până în prezent, investitorii nu aveau un instrument oficial de selecție din rândul celor peste 4.000 de societăți tranzacționate pe Rasdaq.

Tabelul 3.3.

Evoluția în 2004 a acțiunilor listate la categoria I

Smb	Preț început an	Preț sfârșit an	Variație 2004
ptro	11500	22648	96.94%
vega	279	510	82.80%
Imep	1113	2010	80.59%
seve	15500	25500	64.52%
rmrt	1600	2605	62.81%
ipru	1500	1867	24.47%
elma	2250	2500	11.11%
alpo	34000	35902	5.59%
sbbb	19125	18500	-3.27%
socp	2381	2200	-7.60%

Un investitor care ar fi investit în mod egal în cele 10 societăți la începutul anului, ar fi avut un câștig de 41,80% la sfârșitul anului (19,16% în termeni reali). Din 10 societăți, 6 au adus câștiguri peste rata inflației, două au adus câștiguri sub rata inflației, iar două au adus pierderi (redușe) investitorilor. Pe ansamblu, câștigul este semnificativ mai mic decât cel înregistrat de acțiunile listate la Bursă.

Tabelul 3.4.

Acțiunile listate la categoria a II-a

Smb	Preț început an	Preț sfârșit an	Variație 2004
Anbu	15500	86869	460.45%
Vrju	12000	42000	250.00%
Gria	10500	23500	123.81%
Autt	900	2000	122.22%
Romt	1600	3400	112.50%
Elps	12500	25500	104.00%
Avbu	4400	8708	97.91%
Cmvx	16500	25000	51.52%
Upex	18000	27000	50.00%
Flao	17500	24000	37.14%

Aroa	3800	4800	26.32%
Gero	3218	4000	24.30%
Refe	26500	32000	20.75%
Ilef	1900	2250	18.42%
Onzv	50000	56000	12.00%
Teho	10000	11000	10.00%
Confm	750	820	9.33%
Upet	3076	3200	4.03%
Inox	5000	5100	2.00%
Ccrl	28500	25000	-12.28%
Fmar	1300	1110	-14.62%
Roce	12500	10000	-20.00%
Unisem	330	250	-24.24%
Dana	9400	6900	-26.60%
Asra	7164	3600	-49.75%

Un investitor care ar fi plasat bani în mod egal în toate cele 25 de societăți prezentate mai sus, ar fi înregistrat la sfârșitul anului un câștig de 55,57% (30,73% în termeni reali). ANBU înregistrează o pondere însemnată din această creștere. Din 25 de societăți, numai 13 au înregistrat performanțe peste rata inflației, în timp ce 6 au adus câștiguri sub acest nivel, iar 6 au adus pierderi. Și pentru aceste societăți câștigurile sunt sub cele înregistrate la BVB.

Pe ansamblul pieței Rasdaq, evoluția a fost modestă. Indicele Rasdaq-C a crescut cu 27,22% în 2004, performanță, totuși, superioară celei din anii precedenți (+17,87% în 2003, -15,99% în 2000 și +13,55 în 1999). Rasdaq a introdus pe 29 octombrie doi indici noi: RAQ1 pentru societățile listate la categoria I (-2,52% din 29 octombrie până la sfârșitul anului) și RAQ2 pentru societățile listate la categoria a II-a (+10,42% pentru aceeași perioadă). Lichiditatea pe piață se menține în continuare foarte redusă, iar potențialul celor peste 4.000 de societăți tranzacționate este exploatat doar în mică măsură. Pe piața Rasdaq se tranzacționează în continuare numai acțiuni comune.

În 2004, a început tranzacționarea acțiunilor a 88 noi societăți. Ca prezențe notabile menționăm: International Leasing (YTLS), prima societate de leasing listată din România, Winmarkt (WINI) și Winmarkt Beta (WINB) emitenți interesanți cu activitate în domeniul spațiilor comerciale, Ardaf (ARDF) societate de asigurări importantă, Sanevit (SANA) delistată de la BVB și oprită o perioadă lungă de la tranzacționare, fabrica de ulei Argus Constanța (UARG) așteptată de mult timp la tranzacționare. Este de remarcat efortul unor societăți private, înființate după 1989, de tipul International Leasing, Ardaf, AGI România sau Banca Carpatica de listare pe piața Rasdaq. Chiar dacă acestea sunt exemple izolate, iar lichiditatea în piață este relativ redusă, totuși, aceștia sunt emitenți interesanți, iar asemenea listări ar trebui încurajate de piață.

International Leasing a derulat două operațiuni de majorare de capital social din fonduri proprii în 2004 (în total 43 de acțiuni gratuite la 100 deținute). Adăugate la diferența favorabilă de curs, câștigurile aduse investitorilor de acțiunile YTLS se ridică la 104,97%. Banca Carpatica și Ardaf au încheiat anul cu o variație negativă a prețului. O evoluție interesantă au înregistrat acțiunile singurului fond de investiții listat pe Rasdaq – XFOA: +118,79%. De remarcat că această creștere a intervenit treptat, pe parcursul întregului an. În anii precedenți, acțiunile XFOA creșteau în preajma datei de referință pentru dividende. Acțiunile Brau Union au adus investitorilor un câștig de 36,58% în 2004, iar acțiunile Rompetrol – 97,13%. BURO reprezintă o absență notabilă din rândul primelor două categorii ale Rasdaq.

Un alt proiect important este suspendarea de la tranzacționare a 1250 de societăți, element ce contribuie la creșterea disciplinei și atractivității pieței. Rasdaq continuă să își actualizeze site-ul Internet, ceea ce reprezintă un câștig pentru investitori și pentru piață. Un element important este introducerea cotațiilor continue (decalate cu 15 minute față de cele din piață). Un alt element pozitiv este creșterea rolului Rasdaq în administrarea și derularea operațiunilor pieței, și restrângerea rolului ANSVM. Salutăm, de asemenea, organizarea de către RASDAQ/ANSVM a galei premiilor pieței de capital din România. Pe lângă recompensarea emitenților și entităților de valoare din piață,

acest eveniment servește la popularizarea pieței în rândul publicului și mediului de afaceri. Asemenea inițiative sunt absolut necesare, întrucât gradul redus de informare și înțelegere a pieței de capital de către public, dar și de către mediul de afaceri, este în continuare foarte redus.

Anul 2005 ar putea fi un an mai bun decât 2004, dar nu spectaculos. Rasdaq trebuie să dovedească acum că poate implementa standardele de transparență pe care și le-a propus pentru emitenții selectați și că poate prezenta informațiile necesare într-o structură adecvată. În măsura în care acest lucru se va întâmpla, investitorii se vor putea orienta treptat și spre piața Rasdaq, neglijată până în prezent de cele mai multe ori. Pe această piață, sunt foarte multe lucruri de făcut, mult mai multe decât la BVB.

Sunt multe proiecte pe care Rasdaq le poate derula, îndreptate, în general, spre aceleași direcții ca și BVB: noi emitenți, noi instrumente și popularizarea pieței. Totuși, principala prioritate a Rasdaq trebuie să rămână consolidarea noilor categorii și promovarea acestora în rândul investitorilor. Rasdaq trebuie să adopte și să implementeze cât mai curând și regulamentele de listare și tranzacționare a obligațiunilor, pentru a oferi emitenților de asemenea instrumente o alternativă la bursa de valori.

CAPITOLUL IV. METODE DE ANALIZĂ BURSIERĂ

§4.1. Elementele definiției ale analizei bursiere

Una din cele mai incitante probleme legate de activitatea bursieră este cea a posibilității prevederii modului de mișcare a cursului bursier, a anticipării trendului pieței.

Activitatea complexă a unei burse de valori implică cu necesitate existența unui sistem de indicatori statistici, care să cuantifice cantitativ și calitativ procesele tranzacționale, impactul dintre cerere și ofertă, precum și tendințele în viitorul apropiat pe respectiva piață. În același timp, indicatorii specifici activității bursiere stau la baza unor analize riguroase, fundamentate matematic, cu privire la activitatea prezentă și de perspectivă a bursei din punctul de vedere al cumpărătorilor, cât și al vânzătorilor de titluri mobiliare.

- *Indicatorii cantitativi* se referă, în principal, la: prețul cu care se vinde și se cumpără un anumit titlu de valoare la un moment dat, valoarea nominală și dobânda ce o poate primi posesorul, numărul de titluri tranzacționate, precum și alți indicatori legați de operațiuni complexe pe piețele bursiere.
- *Indicatorii calitativi* oferă posibilității investitorilor o imagine a situației prezente pe piața de valori mobiliare, precum și tendințele posibile în ceea ce privește atractivitatea unui anumit titlu, a unui portofoliu de titluri sau a bursei în general.

Analiza unei piețe bursiere, pe ansamblul său, se realizează ca pentru orice alt sector al economiei naționale, în principal, cu ajutorul unor indicatori care sintetizează evoluția componentelor sale. Fiecare bursă de valori are propriul ei sistem de indicatori. Indiferent, însă, de tipul bursei, sistemul include indicatori referitori la aceleași activități: indicatorul general al activității bursiere (indicele bursei), indicatori sintetici pentru sectoarele economiei naționale (indicatori sectoriali: industrie, agricultură, alimentație publică, turism, servicii, finanțe, asigurări sociale etc.), indicatori cantitativi referitori la numărul de titluri cotate, numărul de titluri cumpărate/vândute, prețurile de vânzare/cumpărare, numărul de contracte încheiate, volumul tranzacțiilor, nivelul capitalizării bursiere, indicatori calitativi: rata rentabilității, riscul unui titlu mobilier, volatilitatea unui titlu mobilier.

Orice proces decizional se bazează pe informații corecte și actuale. Decizia de investiție are la bază o analiză investițională care pleacă de la evaluarea factorilor calitativi ai unui portofoliu și continuă cu determinarea momentelor optime de vânzare și cumpărare a activelor financiare din care este constituit acel portofoliu.

Analiza fundamentală ia în considerare:

- „sănătatea” financiară a societății, condițiile macroeconomice și politice ale mediului în care societatea operează,
- factorul de dezvoltare globală a industriei în care se înscrie,
- prognozele cu privire la performanțele societății în viitor.

Analiza fundamentală a situației economico-financiare a firmelor, ale căror acțiuni sau obligațiuni se află la dispoziția investitorilor pe piața de capital (primară sau secundară), se realizează printr-un studiu comparativ al indicatorilor care se obțin din analiza rezultatelor financiare conținute în rapoartele financiare ale societății (Contul de Profit și Pierdere, Bilanțul Contabil) și ale prețului format pe piață, din confruntarea cererii cu oferta. În mod normal, prețul este cel care reflectă performanțele emitentului, el nu este altceva decât imaginea interesului investitorilor pentru activul financiar respectiv. Astfel, se obține o evaluare a echilibrului financiar al companiei analizate.¹¹

Există o serie de aspecte care se urmăresc prin analiza fundamentală, cum ar fi:

- evaluarea stabilității veniturilor societății cu ajutorul metodelor statistice (abatere standard, coeficient de variație, index de instabilitate al veniturilor etc.);

¹¹ Chițu, C. *Piețele bursiere – componente ale pieței de capital* <http://members.tripod.com/cet29/>, 1999

- determinarea factorilor de risc care sunt implicați în operațiunile curente ale companiei (de afacere, de mediu, social, de industrie, economic, politic);
- analiza calitativă a produselor și a pieței de desfacere;
- calitatea managementului.

În același timp, analiza fundamentală își propune să determine un curs teoretic al acțiunilor, să determine dacă valorile mobiliare în discuție sunt supra-, sub- sau corect evaluate. Informațiile necesare în acest scop se obțin din raportările financiare ale companiei. Pe baza acestor date se pot elabora prognoze asupra fluxurilor de venituri viitoare, dividendelor și ale prețului de pe piață. Rezultatele care se obțin se corelează cu efectele pe care mediul economic și politic național și internațional le are asupra companiei, cu modul în care se comportă aceasta în diferite perioade ale ciclului de afaceri.

Analiza tehnică este procesul de studiere a istoriei cursului valorilor mobiliare, într-un efort de a determina cursuri probabile viitoare¹². Specialiștii, în analiză tehnică, pornesc de la premisa că forțele cererii și ofertei sunt reflectate de prețurile și volumele titlurilor tranzacționate. Prin examinarea acestor structuri, ei pot realiza previziuni cu privire la sensul și valoarea evoluțiilor viitoare a cursurilor valorilor mobiliare.

În sensul cel mai restrâns al analizei tehnice, se consideră că fluctuațiile prețului reflectă forțe și influențe atât raționale, cât și emoționale. Mișcările prețului, oricare ar fi factorii care le determină, odată apărute, vor persista încă o perioadă de timp, putând fi astfel detectate.¹³

Activitatea tehnicianului se orientează în două direcții: să *identifice tendința* și să *determine sfârșitul trendului*, momentul când prețurile încep să evolueze în direcția opusă acestuia.¹⁴

Prin utilizarea indicatorilor de presiune specialiștii în analiză tehnică obțin informații referitoare la evoluția întregii piețe prin următoarele trei tipuri de semnale :

- indicatori care arată ce fel de investitori cumpără și vând acțiuni;
- indicatori care evaluează activitatea pe piață;
- indicatori care relevă psihologia indivizilor.

Analiza fundamentală permite specialistului să determine randamentul pentru o anumită perioadă și riscul obținerii beneficiului respectiv, însă numai aceste evaluări nu sunt suficiente pentru a indica dacă e bine să se cumpere sau să se vândă un titlu. Analiza tehnică este importantă în indicarea momentului lansării ordinului de vânzare sau cumpărare - ordin fundamentat, de altfel, pe previziunile referitoare la risc și rentabilitate.

§4.2. Indicii bursieri

4.2.1. Definirea indicelui bursier

Pentru a aprecia activitatea unei piețe bursiere avem nevoie de o serie de indicatori pe care să-i analizăm și să-i luăm în considerare, indicatori care să ofere investitorului posibilitatea de a avea acces la o informație concentrată, concisă, care să ofere o imagine cât mai clară asupra modului în care va evolua piața.

Indicii reprezintă o categorie distinctă a indicatorilor statistici care au căpătat o largă aplicabilitate în toate domeniile de activități economice și sociale, datorită faptului că reflectă cu multă expresivitate și în mod analitic schimbările care au loc, rolul și influența diversilor factori în variația fenomenelor cercetate.

Un indice bursier poate fi definit ca fiind o măsură a dinamicii valorice a unei piețe bursiere, în ansamblul ei, sau a unui anumit sector industrial ori de servicii. În unele cazuri, se pot calcula indici regionali – baza de includere a firmelor în componența indicelui fiind așezarea lor geografică (această situație se întâlnește adesea în cazul indicilor internaționali).

Totodată, un indice bursier este un instrument sintetic de măsură a mișcărilor unei piețe bursiere sau a mișcărilor unui sector industrial sau de servicii, instrument care reflectă, în primul

¹² Stickel, S. "Predicting individual analyst earnings forecasts", Journal of Accounting Research 28, 1990

¹³ Chițu, C. *Piețele bursiere – componente ale pieței de capital* <http://members.tripod.com/cet29/>, 1999

¹⁴ Maria Bădiță, Tudor Baron, Mihai Korca, *Statistică pentru afaceri*, Ed. Eficient, 1998, pag.323

rând, evoluția cursurilor titlurilor de valoare aparținând firmelor cotate și alese pentru a fi luate în calcul.

Urmărind evoluția nivelului unui indice bursier se poate evidenția tendința de ansamblu a unei piețe bursiere sau a sectorului urmărit, adică sensul mișcării generale a cursurilor titlurilor de valoare, în general a acțiunilor, de pe respectiva piață sau din cadrul sectorului analizat.

Unii specialiști consideră că un indice bursier mai exprimă și preferința medie a deținătorilor de capital din punctul de vedere al angajării sumelor de care dispun în activitatea economică. Considerăm că acest lucru este adevărat mai ales atunci când este vorba despre indicii de sector. Deci, un indice bursier caracterizează sintetic mișcarea cursurilor acțiunilor de pe o piață bursieră sau din cadrul unui sector al acestei piețe.

Ei s-au născut din nevoia investitorilor și a analiștilor de a putea caracteriza rapid și în ansamblu o piață bursieră sau un sector (o parte) al acesteia, piață care ar fi trebuit să fie caracterizată de: valoarea tranzacțiilor; volumul acțiunilor tranzacționate; numărul de tranzacții.

În plus, forma relativă de exprimare a indicelui permite comparații de-a lungul timpului, comparații ce nu pot fi influențate de inflație.

Indicii bursieri care caracterizează o piață pot să includă în componența lor, fie un număr de titluri emise de firme considerate ca fiind „reprezentative” pentru piața în cauză, fie include aproximativ toate titlurile emise de firmele cotate la un moment dat, pe respectiva piață.

Dacă prin cursul bursier avem o imagine a modului în care bursa evaluează în mod curent titlurile financiare individuale, tendința de ansamblu a bursei, respectiv, mișcarea generală a cursului acțiunilor pe acea piață este evidențiată de indicii bursieri.

Indicele bursier reprezintă, în esență, indicatorul statistic ce reflectă evoluția în timp a performanțelor pieței bursiere, o măsură a dinamicii valorice a unui compartiment sau sector de activitate, a unui portofoliu, eșantion de acțiuni sau a tuturor acțiunilor ce se cotează la bursă.

Principalele piețe financiare din lume și-au atribuit unul sau mai mulți asemenea indici care surprind ceea ce este mai reprezentativ pentru fiecare bursă. Astfel, creșterea unui indice bursier reflectă faptul că cererea de valori mobiliare este superioară ofertei, indicând, în anumite limite, o activitate economico-financiară pozitivă a societăților cotate la bursă.

Un indice se definește prin mai multe elemente:

- compoziția sa, adică eșantionul de valori mobiliare reținute din totalul titlurilor tranzacționate la un moment dat. În selecționarea valorilor care vor servi la definirea unui indice bursier, se utilizează două metode;
- se iau în considerare toate valorile ce se cotează pe piața respectivă și se definește un indice exhaustiv;
- se face o selecție a valorilor celor mai reprezentative, astfel încât să se obțină informațiile cele mai exacte și mai importante cu privire la ansamblul cifrei bursei în cauză.

Cea de-a doua metodă este mult mai larg răspândită, pentru că ea permite (experiența practică a arătat aceasta) eliminarea influențelor nereprezentative în favoarea modificărilor structurale ale pieței (care se produc destul de frecvent) și a reflectării cât mai exacte a fluctuațiilor în activitatea economică și a procesului de capitalizare bursieră.

Aceasta înseamnă că – în mod inevitabil – indicii bursieri își modifică, din când în când, structura fără a se pierde din vedere asigurarea unei comparabilități (în timp) a informațiilor. Dacă acest lucru nu mai este posibil (din cauza amplitudinii schimbării), se procedează la înlocuirea indicelui perimat cu altul nou, sau la fundamentarea unui nou fără a-l abandona pe cel vechi.

Reprezentativitatea acestora fiind destul de diferită, statisticile internaționale publică informații curente doar asupra unui număr relativ restrâns de indici bursieri.

- *construcția* propriu-zisă a indicelui, în care sunt stabilite ponderile diferitelor elemente în eșantionul ales. În acest plan, se disting trei metode mai importante:

- a) valorile din eșantion, indiferent de cursul acestora, se iau în calcul cu ponderi egale (deci se fixează o valoare, să spunem 1000) și apoi, în funcție de cursul fiecărei

acțiuni, se stabilește numărul de titluri din fiecare fel ce intră în calculul indicelui. În acest fel se calculează indicii bursieri în Germania.

b) ponderea diferitelor titluri poate fi diferită dar proporțională cu capitalizarea bursieră a acestora (de exemplu NYSE Composite și Standard & Poor's 500).

c) se ia în calcul cotația fiecărei acțiuni (deci câte un singur titlu), se însumează, iar valoarea totală se compară cu datele precedente, stabilindu-se variația (de exemplu, Dow Jones).

- alegerea *momentului și nivelului de referință* (t_0) se face pornindu-se de la un moment dat (sfârșitul anului financiar de exemplu) sau de la data primei calculări a indicelui și de la o valoare prestabilită a acestuia care este valoarea sa convențională.

Calculul variației indicatorului se face după relația:

$$V_a = V_c (C_{bi} / C_{ba}) \times 100$$

unde:

V_a indică valoarea actuală

V_c – valoarea convențională (de referință)

C_{ba} – capitalizarea bursieră de bază ajustată (de la momentul t_0)

C_{bi} – capitalizarea bursieră instantanee (din ziua efectuării determinării)

C_{ba} ține cont de suma valorilor indicând capitalizarea bursieră din prima zi a titlurilor luate în calcul, corectată (ajustată) cu o serie de coeficienți ce reflectă: efectele radierii sau admiterii unei valori sau anumite operațiuni excepționale, cât și indicii rentabilității globale. În acest fel, calculul indicilor bursieri trebuie să permită atât urmărirea evoluției prețurilor activelor financiare, cât și a rentabilității acestora. Indicatorii permit, de asemenea, construirea unor produse derivate, cum sunt opțiunile pe indici bursieri sau contractele la termen pentru indici bursieri.

Indicii bursieri prezentați mai sus sunt considerați indici de generația I, fiind și cei mai vechi. Modul lor de calcul este relativ simplu.

Deoarece volumul de activitate de pe piețele bursiere din întreaga lume a crescut, indicii din generația întâi au fost considerați insuficienți, iar modul lor de calcul prea simplist și, deci, „eronat” (din punctul de vedere al unor specialiști). Au apărut, ca urmare, indicii de generația a doua care au o serie de caracteristici generale de calcul:

- acolo unde piața permite, se ia în calcul un număr mare de acțiuni când se stabilește componența indicelui bursier;
- indicii se calculează ținând cont de capitalizarea bursieră a firmei emitente, adică în funcție de produsul dintre prețul curent și numărul de titluri în circulație;
- indicii presupun existența unui factor de corecție care permite ajustarea lor în funcție de modificarea numărului de acțiuni în circulație, ca urmare a operațiilor de fuziune, scindare etc.;
- metoda de calcul folosită este fie Laspeyeres ($P_1 X_{q0} / P_0 X_{q0}$), fie Paasche ($P_1 X_{q1} / P_1 X_{q0}$), unde indicele 1 indică prețul curent sau numărul de acțiuni ce se află în circulație, iar indicele 0 indică prețul sau numărul de acțiuni din perioada anterioară, de regulă, perioada de referință, cu ajustările de rigoare, pentru a corespunde condițiilor prezente.

Indicii din generația a doua se pot calcula și pentru piețele bursiere de mai mici dimensiuni, pentru care se include în componența portofoliului indicelui un număr mai mic de firme.

Metode de calcul al principalilor indici bursieri

Țara	Piața bursieră	Indicele calculat	Metoda de calcul
Statele Unite ale Americii	NYSE	DJIA-30 Standard & Poor's 500	neponderat, medie aritmetică simplă generația II, Paasche
Japonia	Tokyo Stock Exchange (TSE) TSE	Nikkei 225 Topix	generația I, ponderi egale; generația II
Anglia	London Stock Exchange (LSE) LSE LSE	FT-30 FT-SE 100 FT - All Shares (750)	generația I, medie geometrică generația II generația II
Germania	Frankfurt/Main Stock Exchange Frankfurt	DAX 30 FAZ 100	generația II, Laspeyeres Generația II, Paasche
Franța	Bursa de la Paris	CAC 40	Generația II, Paasche
România	Bursa de Valori București (BVB) BVB	BET-10 BET Composite	generația II, Laspeyeres generația II, Laspeyeres

4.2.2. Clasificarea indicilor bursieri

Având în vedere rolul pe care îl joacă indicii bursieri în analiza evoluției unei piețe, s-a încercat o serie de clasificări, după cum urmează:

a) **Din punct de vedere al titlurilor care intră în componența indicelui bursier**, deosebim:

- **indici bursieri pe acțiuni** – sunt indici care au în componența lor acțiuni ale firmelor care caracterizează un sector sau o piață bursieră pentru acțiuni în ansamblul ei. Acești indici sunt cel mai frecvent întâlniți și utilizați;
- **indici bursieri pe obligațiuni** – sunt indici care au în componența lor obligațiuni și care caracterizează piața pentru aceste titluri, în ansamblu, sau caracterizează un sector al acestei piețe, mai ales în funcție de scadența obligațiunilor. Indicii bursieri pe obligațiuni sunt mai puțin cunoscuți și mai puțin utilizați, în primul rând, pentru că piața obligațiunilor este mai puțin „populară” în rândul publicului investitor, iar în al doilea rând, din cauza dificultăților care apar în construcția acestui tip de indici.

b) **Din punct de vedere al pieței la care se referă**, putem distinge (trebuie menționat că această clasificare se referă aproape exclusiv la indicii bursieri pe acțiuni):

- **indici naționali** – indici care caracterizează o piață bursieră considerată reprezentativă pentru o țară (ex. BET pentru Bursa de Valori București – România, DAX pentru Bursa de Valori de la Frankfurt/Main-Germania, BUX pentru Bursa de Valori de la Budapesta – Ungaria etc.);
- **indici naționali de sector** – care caracterizează un anumit sector de pe piața bursieră a unei țări (de exemplu, poate fi construit un indice al industriei farmaceutice care cuprinde acțiunile firmelor din respectiva industrie cotate pe o piață națională sau pe mai multe piețe, chiar dacă unele dintre ele nu sunt reprezentative). Acești indici merită să fie construiți atunci când respectivul sector industrial sau de servicii este bine reprezentat pe piață sau piețele bursiere din țara respectivă. Dacă numărul de firme cotate este mic, nereprezentativ, calculul indicelui respectiv nu are nici un fel de relevanță;
- **indici regionali** – sunt indici care încearcă să caracterizeze ansamblul piețelor bursiere dintr-o anumită regiune geografică (de ex., Australia, America Latină, Asia de Sud-Est, Europa Centrală etc.). În general, indicii regionali nu se calculează pentru regiuni geografice dintr-o țară;

- **indici regionali de sector** – care caracterizează evoluția unui anumit sector industrial sau de servicii dintr-o anumită regiune geografică de mare întindere (de ex., indice al sectorului extractiv din America Latină);
- **indici internaționali (globali)** – sunt indici construiți pe baza indicilor naționali și permit caracterizarea evoluției piețelor bursiere, în ansamblul lor;
- **indici internaționali de sector** – indici ce se construiesc pe baza indicilor naționali de sector și care urmăresc caracterizarea respectivului sector industrial sau de servicii pe plan internațional (de exemplu, un indice al sectorului turistic pe plan internațional).

c) **Din punct de vedere al numărului de acțiuni care intră în componența indicelui**, deosebim:

1. **indici din generația I** (indici din prima generație). Aceștia sunt indici de tipul Dow Jones Industrial Average, al cărui model a fost realizat la Londra în 1884. Calculul lor a fost foarte popular până la începutul anilor '60. O dată cu diversificarea sectoarelor industriale și de servicii care au început să fie cotate la bursele de valori, tot mai mulți specialiști și analiști au considerat indicii de generația întâi ca fiind „limitați”, ținând cont de informația oferită, aceștia concentrându-se asupra unui eșantion de firme, cele mai bune de pe piața respectivă, dar cu profil de activitate, aproape exclusiv, industrial. Un alt „minus” al acestor indici era modul de calcul – ei fiind adesea simple medii aritmetice ale prețurilor acțiunilor care intră în componența lor. Cei mai cunoscuți indici din această categorie, în continuare, calculați și raportați, sunt: Dow Jones Industrial Average, Nikkei 225 și Financial Times 30.

2. **indici din generația a II-a**, a căror dezvoltare a început în jurul anilor '60, cei care i-au construit având în vedere faptul că ei trebuie să fie mai relevanți din punctul de vedere al informației oferite, decât cei din generația anterioară. Putem spune că acești indici se caracterizează printr-o mai mare flexibilitate la modificarea componenței eșantionului de acțiuni considerate reprezentative, un eșantion mult mai larg, un număr mai mare de companii luate în calcul, și o mai bună reprezentare a tuturor sectoarelor economice, în funcție de importanța acestora pentru economia țării respective. În anii '80 și '90 a existat tendința de a construi indici care iau în calcul un număr mare sau foarte mare de acțiuni (de exemplu, 1.000 sau 2.000 de acțiuni) cu scopul de a caracteriza în ansamblu piața bursieră supusă analizei. Printre cei mai cunoscuți indici de generația a doua, se enumeră: Standard & Poor's 500, Topix, FTSE-100.

4.2.3. Tipologia indicilor bursieri

Din punct de vedere al relațiilor dintre indicii bursieri și negocierile la bursă se disting:

1. Indici care nu se negociază la Bursă;
2. Indici care se negociază la Bursă;
3. Indici ai indicilor.

Indici de bursă care nu se negociază sunt (în general) indici tradiționali, al căror prototip este Dow Jones, creat, în 1884, de celebrii specialiști financiari ai acelor vremuri Charles Dow și Edward Jones. Au apărut o dată cu dezvoltarea burselor de valori, la sfârșitul secolului al XIX-lea. Indicii de acest fel sintetizează, într-un singur număr, performanța globală (deci și riscul) la o Bursă; în acest scop determinarea mărimilor lor trebuie să fie cât mai neutră, cât mai obiectivă. O parte a indicilor care nu se negociază au un caracter oficial, iar alții sunt indici privați.

Indici bursieri care fac obiectul negocierilor la bursă au asupra indicilor nenegociați un avantaj informațional considerabil, deoarece sunt, zi după zi, minut după minut, subiectul unui echilibru de piață. Dacă piața unui asemenea indice este în creștere, înseamnă că numeroși investitori au decis să cumpere acțiuni pe acea piață. Aceasta înseamnă că indicele reflectă cele mai bune acțiuni ale pieței și sintetic, mai bine decât un indice nenegociat, oferă informații de bună calitate, pieței și operatorilor care intervin imediat.

Indici ai indicilor. Societățile de investiții cu capital variabil sunt coșuri de active financiare, asemenea unui indice financiar. Valoarea lor de lichidare (prețul legal la care firma poate fi vândută sau cumpărată) se calculează într-o manieră identică cu cea de determinare a unui indice al cărui coș-eșantion este construit din aceleași active financiare.

Construirea unui indice bursier trebuie să răspundă la trei exigențe fundamentale:

1. să conducă la calcularea unei valori care are semnificație economică;

2. să satisfacă cerințele statistice fără de care, de altfel, nu se realizează nici prima cerință;
3. indicele rezultat să fie cotabil.

4.2.4. Indicii bursieri pe plan internațional

Dezvoltarea tehnicilor de gestiune bursieră și alte inovații financiare din ultimele decenii au condus la apariția unei a doua generații de indici. Astăzi toate bursele au proprii indici elaborați după diferite tehnici.

Cei mai cunoscuți sunt indicii Dow-Jones (bursa din New York), Nikkei (bursa din Tokio) și Financial Times (bursa din Londra). În tabelul de mai jos sunt prezentați cei mai importanți indici precum și conținutul și semnificația lor:

Tabelul 4.2.

Indicii bursieri internaționali cei mai importanți

Piața bursieră	Denumirea indicelui	Modul de calcul	Semnificația
New York	Dow Jones (industrial)	„Media” cursurilor celor mai mari 30 de titluri industriale americane	Indică tendința bursei de pe Wall Street
	NYSE Composite	Capitalizarea bursieră a celui mai important segment al pieței new-yorkeze: NYSE	Bun indicator al tendinței de ansamblu pentru titlurile importante
	Standard & Poor’s	Capitalizarea bursieră a 500 de titluri cotate la NYSE, AMEX și pe OTC	Indice considerat de către specialiști reprezentativ pentru evoluția de ansamblu a pieței
Tokio	Nikkei (sau Nikkei Dow Jones)	Media cursurilor a 225 de titluri cuprinse în prima secțiune la Tokio Stock Exchange (TSE)	Reprezintă aproape 50% din capitalizarea bursieră a primei secțiuni TSE
	Topix	Capitalizarea primei secțiuni la TSE	Reprezentativ pentru tendința de ansamblu a pieței
	TSE	Capitalizarea bursieră pentru secțiuni (peste 1500 de titluri)	Indicator mai amplu decât Topix, cu valabilitate mai mare pentru firmele de mărime medie
Londra	FT-30 (ordinary index)	Media geometrică a cursurilor celor mai mari 30 de titluri listate	Indicator instantaneu, cel mai utilizat la Londra
	FTSE-100 (sau Footsie)	Capitalizarea bursieră a celor mai mari 100 de companii	Indicator de tendință valabil pentru urmărirea marilor corporații
Frankfurt	FAZ (Frankfurter Allgemeine Zeitung)	Media cursurilor bursiere a 100 de mari titluri (curs ponderat cu valoarea nominală)	Indicator reprezentativ pentru economie, deoarece include titluri provenind din 15 sectoare de activitate diferite
	DAX-30	Media cursurilor bursiere a 30 de mari titluri (curs ponderat cu valoarea nominală)	Indicator instantaneu de referință pentru urmărirea tendințelor de pe piața germană
Paris	CAC40	Media cursurilor celor mai mari 40 de companii de pe piața la termen, ponderate cu capitalizarea bursieră	Indicator instantaneu de referință pentru piața franceză
	SBF (sau CAC general)	Capitalizarea bursieră a 239 de titluri incluse pe piața la termen (RM) și la vedere	Indicator mai amplu decât CAC40 și, deci, mai reprezentativ pentru ansamblul pieței

Cel mai cunoscut dintre indicii de bursă este Dow Jones. Indicele a fost creat în 1884, când Charles Dow a avut ideea de a calcula un curs mediu al mai multor firme (11 în acea vreme), pentru a evidenția trendul pieței. După ce, în 1916, numărul de acțiuni cuprinse în indice a fost extins la 20, în 1928, s-a ajuns la forma actuală a indicelui industrial Dow Jones ce include 30 de firme.

Urmărirea indicilor e necesară și pentru aprecierea performanțelor unei acțiuni individuale în raport cu tendința pieței. Dacă acțiunea respectivă scade în timp ce trendul pieței este stabil sau în creștere, înseamnă că firma emitentă este evaluată negativ de către piață, că există riscuri în păstrarea acelor acțiuni. Dacă un întreg sector este evaluat de piață sub tendința medie, înseamnă că

acel sector se confruntă cu probleme economice, că evoluția sa viitoare este pusă sub semnul întrebării.

Totodată, faptul că o firmă este inclusă în componența indicelui reprezentativ al bursei reprezintă o consacrare pentru acea companie, acțiunile sale fiind considerate valori sigure.

§4.3. Indicii bursieri din România

În acest moment, pe piața noastră, mai multe societăți de valori mobiliare își promovează propriii indici constituiți pe criterii ușor diferite. Există indici ai Bursei de Valori și indici ai pieței Rasdaq. Bursa de Valori calculează, la rândul ei, indicele oficial al pieței.

Diferența dintre indicii bursieri este dată, în principal, de numărul societăților comerciale luate în considerare, data de referință și prețul acțiunilor (unii indici au în vedere prețul mediu din cadrul ședinței de tranzacționare, iar alții – prețul acțiunilor la închiderea ședinței). În general, la stabilirea indexului bursier se pleacă de la aceeași formulă de calcul.

Societățile care calculează, în momentul actual, indicii pieței de capital sunt:

- Bursa de Valori București;
- S.V.M. Vanguard;
- S.V.M. Bucharest Investment Group;
- S.V.M. CAIB Securities;
- S.V.M. Monyinvest;
- TGH Investment.

Fiecare societate de valori mobiliare calculează mai mulți indici pentru aceeași piață secundară (Bursa sau Rasdaq) sau indicii sectoriali (pe diferite domenii de activitate).

4.3.1. Indicele BET

4.3.1.1. Descrierea și scopul creării indicelui

Numele oficial al indicelui în limba română este: Indicele Bursei de Valori București, iar în limba engleză este Bucharest Exchange Trading. Numele abreviat este BET.

4.3.1.2. Data și valoarea de referință

Deoarece proiectul construirii indicelui BET presupune ca acesta să fie un „indice cu număr fix de acțiuni”, reprezentând evoluția celor mai lichide 10 societăți, data de referință a fost desemnată cea corespunzătoare intrării la tranzacționare a Societății Dacia Pitești, cea de-a zecea societate a categoriei I: 19 septembrie 1997. Data de start este 22 septembrie 1997. Valoarea de start este de 1000 de puncte.

4.3.1.3. Scopul creării indicelui BET

Prin funcția sa descriptivă de indicator al performanței medii a unui segment reprezentativ al pieței bursiere, BET reprezintă baza pentru decizii investiționale în această piață. Deci, BET reprezintă un prim ajutor oferit de bursa investitorilor, persoane fizice sau juridice, prin care aceștia își pot constitui un portofoliu proporțional cu ponderea acțiunilor în „coș” putând lua decizii mai rapide, urmărind doar variația cursului BET de la o zi la alta.

Indicele BET este un indice ponderat cu capitalizarea bursieră și este creat pentru a reflecta tendința de ansamblu a prețurilor celor mai lichide 10 acțiuni tranzacționate la Bursa de Valori București.

Prin construcție (metodologie de calcul, reguli de selecție a acțiunilor și actualizare), el are și scopul de a furniza o bază adecvată pentru tranzacțiile derivate pe indici. Acestea sunt options și futures și combinații ale acestora. Ele fac obiectul Ordonanței nr. 68 din 28 august 1997 privind bursele de mărfuri.

Tranzacționarea instrumentelor derivate pe indici are ca scop acoperirea riscului investitorilor în acțiunile ce compun portofoliul indicelui, prin angajarea de tranzacții pe instrumente derivate în sensul invers al celor pe valorile mobiliare respective. Această operație se numește arbitraj pe index

(„index arbitrage”). Indicele BET permite managerilor de portofoliu calcularea coeficientului beta având astfel la dispoziție o mai precisă măsură a volatilității acțiunilor cotate. Indicele BET este exprimat și în USD („dollar terms”), prin convertirea prețurilor în lei la cursul BNR din ziua respectivă, servind astfel și investitorilor străini care doresc și o altă exprimare a indicelui.

Pentru toate derivatele pe indici este fundamentală corectitudinea formulei folosite la calcularea indicelui. Astfel, dacă prețurile indicelui nu sunt ponderate cu capitalizarea, atunci în calculul indicelui nu are loc un aport proporțional al prețurilor acțiunilor cu mărimea capitalului social al firmelor respective. Aceasta permite influențarea artificială a indicelui prin influențarea prețurilor acelor acțiuni care compun indicele, cea din urmă fiind cel mai ușor de făcut și, anume, la acțiunile firmelor cu capitalul social cel mai mic sau la cele cu lichiditate comparativ mai mică, toate acestea modificând evoluția prețurilor contractelor futures în curs. De asemenea, nerespectarea principiului de efectuare a corecției la modificarea coșului de acțiuni, ce compun indicele, poate duce la distorsiuni serioase în orice previziuni și la perturbări ale măsurilor de acoperire a riscurilor, mai ales dacă ziua modificării coșului coincide cu cea a scadenței unui contract futures.

Acoperirea riscului este normal să se facă pentru acțiunile cele mai lichide care concentrează importante fonduri investite. Se evită astfel influențarea facilă a prețurilor acțiunilor și deci a indicelui. De obicei, lichiditatea este aproximată ca medie a valorii totale tranzacționate pe o perioadă de cel puțin 60 de zile.

Este recomandat ca numărul acțiunilor din „coșul indicelui” să fie suficient de mic pentru a minimiza eroarea de arbitraj, care constă în diferența dintre profitul scontat și cel realizat de pe urma achiziției proporționale a acțiunilor ce formează indicele.

4.3.1.4. Metodologia de calcul

Indicele BET este calculat ca o medie ponderată cu capitalizarea prețurilor celor mai lichide 10 acțiuni cotate la Bursa de Valori București. Valoarea prețurilor din fiecare zi este raportată la prețurile corespunzătoare din data de referință (momentul $t=0$).

$$BET = \frac{\sum p_{i0} \cdot q_{i0} \cdot \frac{p_{it}}{p_{i0}}}{\sum p_{i0} \cdot q_{i0}}, i=1..N$$

unde:

- N este numărul de acțiuni din portofoliul indicelui: 10;
- p_{i0} – prețul mediu ponderat al acțiunii I în momentul de referință $t=0$ (adică 19 septembrie 1997);
- p_{it} – prețul mediu ponderat al acțiunii I în momentul curent t;
- q_{i0} – numărul total de acțiuni emise din acțiunea I în momentul $t=0$;

Pentru a compensa orice efect artificial asupra prețului de tranzacționare datorat măsurilor de:

1. divizări / consolidări de acțiuni, fuzionări ale firmelor sau,
2. orice modificări ale capitalului social al unei acțiuni aflate în portofoliul indicelui, valoarea indicelui este ajustată (indicele este racordat) cu un factor de corecție „f” în ziua în care are loc schimbarea care afectează prețul. Astfel, se realizează continuitatea și comparabilitatea valorilor indicelui.

$$BET = 1000 \cdot f \cdot \frac{\sum p_{i0} \cdot q_{i0} \cdot \frac{p_{it}}{p_{i0}}}{\sum p_{i0} \cdot q_{i0}}, i=1..N$$

În cazul în care există acțiuni care nu mai corespund regulilor de includere în portofoliul indicelui, iar altele care sunt tranzacționate corespund acestor reguli, se procedează la o actualizare a portofoliului indicelui și, în acest caz, factorul de corecție „f” este recalculat pentru a compensa această modificare. Astfel, se asigură cerința ca indicele să reflecte zilnic schimbările prețurilor acțiunilor față de prețurile aceluiași acțiuni la un moment de referință.

Decizia de înscriere la cotă este dată de către Comisia de Înscriere la Cotă.

Odată admisă la cota bursei, societatea trebuie să-i furnizeze Bursei datele referitoare la acționarii săi care urmează a fi introduse în Registrul Bursei.

Cotarea și tranzacționarea valorilor mobiliare la Bursa de Valori București prezintă următoarele avantaje:

- creșterea lichidității valorilor mobiliare;
- creșterea rapidității efectuării transferului dreptului de proprietate;
- atragerea continuă de resurse bănești importante de pe piața de capital;
- creșterea prestigiului societății;
- creșterea interesului mass-media și al publicului față de societate, prin intermediul Bursei, societatea comercială devine cunoscută atât în țară, cât și în străinătate;
- apariția unei valori recunoscute de piață, care poate constitui un reper pentru creditorii societății emitente, pentru creditorii deținătorilor de valori mobiliare, ca și pentru cazul unor operațiuni de fuziuni de societăți comerciale;
- mărirea numărului alternativelor de finanțare;
- cointeresarea angajaților prin distribuirea de acțiuni;
- creșterea interesului investitorilor străini față de societate;
- creșterea posibilității înscrierii valorilor mobiliare ale societății la Cota altor Burse recunoscute pe plan internațional.

4.3.1.5. Regulile selecției valorilor mobiliare în portofoliul indicelui

Regulile selecției celor 10 acțiuni care formează portofoliul indicelui sunt următoarele:

1. acțiunile trebuie să fie cotate la categoria 1 a Bursei de Valori București;
2. acțiunile trebuie să aibă cea mai mare capitalizare bursieră; de asemenea, se urmărește ca suma capitalizărilor firmelor ale căror acțiuni sunt în portofoliul indicelui să depășească 60% din capitalizarea bursieră totală;
3. acțiunile trebuie alese astfel încât să se asigure diversificarea portofoliului indicelui;
4. acțiunile trebuie să fie cele mai lichide, această caracteristică fiind aproximată prin totalul valorii tranzacțiilor acțiunilor din portofoliul indicelui să fie cel puțin 70% din valoarea totală tranzacționată.

Tabelul 4.3.

Acțiunile incluse în portofoliul indicelui BET

Simbol	Tip activitate	Număr acțiuni emise	Preț de referință la 19.09.'98 (lei)	Capitalizare bursieră (mil. lei) la 19.09.'98
ARC (schim. în ATC)	Industria de mașini și aparate electrocasnice	57.186.000	3.516	201.089
ATB	Industria farmaceutică	65.945.750	7.224	476.421
AZO	Produce și comercializează îngrășăminte chimice	209.458.459	2.853	597.518
CMP	Proiectează, produce și comercializează componente pentru diferite mijloace de transport	74.175.375	1.997	146.673
DAC	Industria de automobile	685.403.246	1.204	825.555
INX	Industria metalurgică	5.639.985	38.318	216.114
OLT	Industria chimică	266.311.050	4.257	1.133.731
PCL	Industria chimică	41.425.250	5.321	220.410
SNC	Industria mijloacelor de transport	6.889.481	16.317	112.578
TER	Industria farmaceutică	41.327.675	12.158	502.447

La data de 11 februarie 1998, Comitetul indicelui din cadrul BVB a luat hotărârea de a actualiza coșul indicelui oficial BET.

Modificările coșului indicelui BET sunt următoarele:

-16 feb.1998 Înlocuirea titlurilor Oțelinox SA Târgoviște cu Alro SA Slatina și actualizarea capitalului social reflectat în numărul total de acțiuni emise. F = 750,70

Tabelul 4.4.

Modificarea coșului indicelui BET la 16 februarie 1998

Simbol	Nr. acțiuni	Preț de ref. 13 feb. '98	Capitalizare 13 feb. '98	Pondere (%)
OLT	313.814.077	3.269,1544	1.025.906.670.606	26,13
TER	44.893.075	12.977,3310	582.592.593.883	14,84
ALR	12.757.170	42.135,6484	537.531.629.699	13,69
DAC	684.471.078	613,2086	419.723.551.481	10,69
AZO	209.458.459	1.588,1901	416.443.234.545	10,61
ATB	68.499.580	4.341,5976	297.397.612.129	7,58
ARC	57.186.000	4.520,3108	258.498.493.409	6,58
PCL	41.425.250	5.689,7877	235.700.877.919	6,00
CMP	74.175.375	1.266,4330	93.938.884.441	2,39
SNC	6.899.481	8.405,6451	57.994.588.660	1,48

- 29 noiembrie, 1999: actualizarea coșului BET și trecerea la calculul indicelui folosind prețul de închidere; factorul de corecție este f = 508,97

Tabelul 4.5.

Actualizarea coșului indicelui BET la 29 noiembrie 1999

Simbol	Nr. acțiuni	Preț din noua bază 26.11.1999	Capitalizare 26.11.1999	Pondere % în totalul coșului BET
ALR	12.757.170	93.500	1.192.795.395.000	41,7
ARC	57.186.000	2.250	128.668.500.000	4,5
ATB	68.499.580	1.200	82.199.496.000	2,9
AZO	230.458.309	730	168.234.565.570	5,9
CMP	74.494.229	630	46.931.364.270	1,6
DAC	685.138.874	760	520.705.544.240	18,2
OLT	321.707.938	435	139.942.953.030	4,9
PCL	48.925.250	4.450	217.717.362.500	7,6
SNC	6.899.522	2.400	16.558.852.800	0,6
TER	76.653.420	4.500	344.940.390.000	12,1

- 22 februarie. 2000: actualizarea coșului BET, ca urmare a majorării de capital la Oltchim; factorul de corecție este: 599,96

Tabelul 4.6.

Actualizarea coșului indicelui BET la 22 februarie 2000

Simbol	Nr. acțiuni	Preț de închidere 22.02.2000	Capitalizare 22.02.2000	Pondere %
ALR	12.757.170	165.000	2.104.933.050.000	62,0
ARC	57.186.000	1.300	74.341.800.000	2,2
ATB	68.499.580	1.000	68.499.580.000	2,0
AZO	230.458.309	730	168.234.565.570	5,0
CMP	74.494.229	570	42.461.710.530	1,3
DAC	685.138.874	700	479.597.211.800	14,1
OLT	322.091.177	346	111.443.547.242	3,3
PCL	48.925.250	3.050	149.222.012.500	4,4
SNC	6.899.522	2.400	16.558.852.800	0,5
TER	76.653.420	2.350	180.135.537.000	5,3

- 9 martie 2000: actualizarea coșului BET, ca urmare a majorării de capital la Arctic Găești; factorul de corecție este: 545,18

Tabelul 4.7.**Actualizarea coșului indicelui BET la 9 martie 2000**

Simbol	Nr. acțiuni emise	Preț de închidere 09.03.2000	Capitalizare 09.03.2000	Pondere %
ALR	12.757.170	146.000	1.862.546.820.000	56,99
ARC	228.744.000	1.200	274.492.800.000	8,40
ATB	68.499.580	950	65.074.601.000	1,99
AZO	230.458.309	740	170.539.148.660	5,22
CMP	74.494.229	550	40.971.825.950	1,25
DAC	685.138.874	600	411.083.324.400	12,58
OLT	322.091.177	337	108.544.726.649	3,32
PCL	48.925.250	3.300	161.453.325.000	4,94
SNC	6.899.522	2.900	20.008.613.800	0,61
TER	76.653.420	2.900	153.306.840.000	4,69

- 17 aprilie 2000: actualizarea coșului BET, ca urmare a majorării numărului de acțiuni la Societatea Terapia Cluj-Napoca; factorul de corecție este valoarea indicelui BET din 14 aprilie 2000 și anume: 535,2

Tabelul 4.8.**Actualizarea coșului indicelui BET la 17 aprilie 2000**

Simbol	Nr. acțiuni Emise	Preț de închidere 14.04.2000	Capitalizare 14.04.2000	Pondere %
ALR	12.757.170	150.000	1.913.575.500.000	53,2
TER	306.613.680	1.690	518.177.119.200	14,4
DAC	685.138.874	580	397.380.546.920	11,0
ARC	228.744.000	1.110	253.905.840.000	7,1
AZO	203.458.309	670	154.407.067.030	4,3
PCL	48.925.250	2.750	134.544.437.500	3,7
OLT	322.091.177	345	111.121.456.065	3,1
ATB	68.836.310	840	57.822.500.400	1,6
CMP	74.494.229	420	31.287.576.180	0,9
SNC	6.899.522	3.900	2.698.135.800	0,7

- 27 iunie 2000: Indicele BET va fi actualizat ca urmare a retrogradării unor societăți din categoria I.

Societățile comerciale Automobile Dacia, Policolor București și Șantierul Naval Constanța sunt înlocuite cu Banca Transilvania, Electroaparataj București și Oțelinox Târgoviște, în condițiile respectării criteriilor de selecție în coșul indicelui.

Astfel, se menține numărul de 10 societăți cotate la categoria I, cu o pondere de 97% din totalul valorii tranzacțiilor din acest an și 75% din capitalizarea societăților din categoria I, asigurându-se, totodată, și reprezentativitatea pe ramuri economice.

Tabelul 4.9.**Ponderea acțiunilor în coșul BET la 27 iunie 2000**

Simbol	Nr. acțiuni emise	Preț de închidere 25.09.2000	Capitalizare 25.09.2000	Pondere %
ALR	12.757.170	163.000	2.079.418.710.000	59,5
TER	306.613.680	1.130	346.473.458.400	9,9
ARC	228.744.000	990	226.456.560.000	6,5
OLT	322.091.177	640	206.138.353.280	5,9
TLV	100.000.000	1.540	154.000.000.000	4,4
INX	6.100.246	24.900	151.896.125.400	4,3
AZO	230.458.309	590	135.970.402.310	3,9
ELJ	131.427.536	830	109.087.854.880	3,1
ATB	68.836.310	820	56.445.774.200	1,6
CMP	74.494.229	392	29.201.737.768	0,8

Pentru a asigura continuitatea și comparabilitatea seriilor de date, indicele a fost corectat cu valoarea de: 538,88 – începând din 26 septembrie 2000, indicele BET al Bursei de Valori București va fi actualizat ca urmare a majorării capitalului social și a divizării acțiunilor ALRO SA Slatina.

De asemenea, se vor înlocui în coșul indicelui acțiunile societății Compa SA Sibiu cu cele ale Societății Rafinăria Astra Ploiești, urmărindu-se îndeplinirea criteriilor de selecție din coșul indicelui.

Comitetul indicelui a decis ca periodicitatea actualizării coșului să fie la o lună. De asemenea, s-a decis ponderea oricărui simbol la maxim 25%.

Tabelul 4.10.

**Ponderea acțiunilor în coșul indicelui BET
la 25 septembrie 2000**

Simbol	Nr. acțiuni emise	Preț de închidere 25.09.2000	Capitalizare 25.09.2000	Pondere %
ALR	3.881.000	18.000	698.580.000.000	24,9
TER	306.613.680	1.450	444.589.836.000	15,9
OLT	323.588.641	1.140	3.688.911.050.740	13,2
TLV	173.696.626	1.910	3.311.760.746.660	11,9
ASP	219.650.344	950	208.667.826.800	7,5
INX	6.100.246	33.500	204.358.241.000	7,3
AZO	230.458.309	700	161.320.816.300	5,8
ARC	228.744.000	670	153.258.480.000	5,5
ELJ	131.427.536	900	130.113.260.640	4,7
ATB	68.836.310	1.350	92.929.018.500	3,3

Pentru a asigura continuitatea și comparabilitatea seriilor de date, indicele a fost corectat cu valoarea de: 513,52

- începând cu 31 ianuarie 2003, indicele BET va fi actualizat ca urmare a majorării capitalului social la societatea ARCTIC Găești.

-

Tabelul 4.11.

**Ponderea acțiunilor în coșul indicelui BET
la 31 ianuarie 2003**

Simbol	Nr. acțiuni din coșul indicelui BET	Preț de închidere 30.01.2003	Capitalizare 30.01.2003	Pondere %
ALR	46.542.972	18.800	875.007.873.600	25,0
TER	306.613.680	1.790	548.838.487.200	15,7
TLV	173.696.726	2.550	429.926.651.300	12,7
INX	6.100.246	60.000	366.014.760.000	10,5
ASP	219.650.344	1.350	296.527.964.400	8,5
ARC	293.750.666	830	243.813.053.780	7,0
OLT	323.588.641	700	226.512.048.700	6,5
AZO	230.458.309	870	200.498.728.830	5,7
ELJ	131.427.536	1.250	164.284.420.000	4,7
ATB	68.836.310	1.970	135.607.530.700	3,9

Pentru a asigura continuitatea și comparabilitatea seriilor de date, indicele a fost corectat cu valoarea de: 604,29

- începând cu 2 mai 2003, indicele BET are în componența coșului acțiunile BRD – Société Generale, acestea includ acțiunile AZO Mureș. Factorul de corecție este 562,48.

Tabelul 4.12.

Indicele BET la 2 mai 2003

Simbol	Nr. acțiuni din coșul indicelui BET	Preț de închidere 27.04.2003	Capitalizare 27.04.2003	Pondere %
BRD	74.993.923	14.400	107.991.124.950.040	25,00
ALR	49.086.932	22.000	1.079.912.495.040	25,00
TER	306.613.680	1.710	542.309.392.800	12,14
INX	7.598.686	52.000	395.131.672.000	9,15
TLV	173.696.726	1.630	283.125.663.380	6,55
OLT	323.588.641	800	258.870.912.800	5,99
ASP	219.650.344	1.000	219.650.344.000	5,08
ARC	293.750.666	690	202.687.959.540	4,69
ELJ	131.427.536	1.210	159.027.318.560	3,68
ATB	68.836.310	1.700	117.021.727.000	2,71

Tabelul 4.13.

Ponderea acțiunilor din coșul BET
începând cu 23 mai 2003

Simbol	Nr. acțiuni din coșul indicelui BET	Preț de închidere 22.05.2003	Capitalizare 22.05.2003 Mld Lei	Pondere %
BRD	50.195.212	15.400	773,01	25,00
TER	306.613.680	1.700	521,24	16,86
INX	7.598.686	52.000	395,13	12,78
TLV	173.696.726	1.580	274,44	8,88
ASP	219.650.344	950	208,67	6,75
ELJ	131.427.536	1.580	207,66	6,72
OLT	323.588.641	640	207,10	6,70
ARC	293.750.666	700	205,63	6,65
ALR	6.901.842	22.400	154,60	5,00
ATB	68.836.310	2.100	144,56	4,68

- începând din 13 iunie 2003, acțiunile din coșul indicelui BET au fost actualizate ca urmare a majorării de capital la Banca Transilvania (TLV) și Rafinăria Astra Ploiești (ASP).

Tabelul 4.14.

Ponderea acțiunilor în coșul indicelui BET la 23 iunie 2003

Simbol	Nr. acțiuni din coșul indicelui BET	Preț de închidere 12.06.2003	Capitalizare 12.06.2003	Pondere %
BRD	68.030.0006	15.100	1.027.253.095.682	25,0
TLV	336.736.077	1.810	609.492.299.370	14,8
TER	306.613.680	1.800	551.904.624.000	13,4
ASP	490.534.519	960	470.913.138.240	11,5
INX	7.598.686	55.000	417.927.730.000	10,2
ARC	293.750.666	780	229.125.519.480	5,6
ELJ	131.427.536	1.600	218.169.709.760	5,3
OLT	323.588.641	660	213.568.503.060	5,2
ALR	8.742.580	23.500	205.450.619.136	5,0
ATB	68.836.310	2.400	165.207.144.000	4,0

4.3.1.6. *Comitetul Indicelui, rolul și actualizarea indicelui*

Competența și componența Comitetului Indicelui a fost decisă de către Comitetul Bursei.

Acesta este abilitat să ia toate deciziile necesare respectării regulilor de selecție și a metodologiei de calcul al indicelui.

Comitetul Indicelui se întrunește lunar, luând, după caz, deciziile necesare de actualizare trimestrială a portofoliului indicelui.

Comitetul Indicelui face propuneri către Comitetul Bursei pentru marketingul indicelui, inclusiv pentru folosirea valorilor indicelui în tranzacții cu instrumente derivate.

4.3.1.7. Diseminarea și Copyright-ul indicelui

Deciziile de modificare a portofoliului indicelui prin înlocuirea acțiunilor sau modificarea ponderilor, ca urmare a evenimentelor specificate în metodologia de calcul sau a unor imprevizibile, sunt anunțate în mass-media cu trei zile înaintea efectuării lor.

Valoarea indicelui este calculată în timp real și afișată atât pe tabela electronică, cât și pe toate terminalele agenților din ringul Bursei sau conectate la distanță la sistemul de tranzacționare automată.

De asemenea, indicele va fi preluat în timp real de către agențiile de știri REUTERS (pagina .BETI) și DOW JONES TELERATE. De asemenea, el va apărea și în pagina de Internet a Bursei.

Valorile de închidere ale indicelui vor fi incluse în sumarul de tranzacționare emis zilnic de către Bursă precum și în toate buletinele Bursei.

Numele și metodologia de calcul al indicelui BET au fost înregistrate la Oficiul de Stat pentru Invenții și Mărci (OSIM).

4.3.2. Indicele compozit BET-C

Începând cu data de 17 aprilie 1998, Bursa de Valori calculează un al doilea indice oficial care ia în calcul evoluția prețurilor la toate acțiunile tranzacționate pe piață. Data de referință este 16 aprilie, iar valoarea de start de 1000 de puncte.

Indicele BET-C va fi calculat folosind aceeași formulă ca și pentru indicele BET și anume media ponderată cu capitalizarea bursieră a prețului acțiunilor aflate în portofoliul indicelui. Prețurile folosite vor fi prețurile medii.

În coșul indicelui BET-C vor fi incluse automat noile societăți cotate, în ziua următoare după formarea indicelui de piață. Pentru a compensa orice efecte artificiale asupra prețului de piață, datorate adăugărilor de noi acțiuni, a divizărilor, a consolidărilor, a fuzionărilor de firme, sau a oricăror modificări ale capitalului social, valoarea indicelui este ajustată cu un factor de corecție în ziua care are loc schimbarea care afectează prețul. Astfel, se asigură continuitatea și comparabilitatea valorilor indicelui.

Indicele BET-C este exprimat atât în lei, cât și în dolari, fiind un indicator util pentru investitorii români și străini. Exprimarea în dolari se realizează prin convertirea prețurilor din lei, la cursul BNR din ziua respectivă.

§4.4. Analiza indicelui bursier

Chiar dacă statisticile publicate într-o anumită țară nu sunt exhaustive, în ceea ce privește activitățile bursei de valori, prin utilizarea adecvată a informațiilor disponibile, se poate construi o imagine asupra unei piețe bursiere. La nivelul bursei, există trei tipuri de analiză:

- a indicelui bursier;
- a indicatorilor sectoriali;
- a amplitudinii.

Analiza indicelui bursier este, în general, analiza grafică sau tehnică și constă în stabilirea evoluției pe termen lung și de previziune a schimbărilor de tendință. Nu trebuie uitat că bursa de valori, ca orice altă piață, este locul de întâlnire a cererii cu oferta de bunuri. Factorii care influențează nivelul cursurilor bursiere sunt, pe de o parte, numeroși și diverși, iar pe de altă parte, necuantificabili, conducând la imposibilitatea înglobării influenței tuturor în procesul de analiză. De aceea, o primă etapă, deosebit de importantă, este selectarea acelor factori a căror influență este majoritară.

Starea unei piețe la un moment dat, poate fi:

- în creștere, dacă operațiunile majoritare sunt de cumpărare, în cazul în care nivelul global al ofertei este sub cel al cererii;
- în scădere, dacă, din contră, există un excedent al ofertei față de cererea de titluri.

Prin analiza grafică se încearcă detectarea zonelor în care piața bursieră trece din starea de creștere în cea de scădere și invers. Ca urmare, se determină pe grafic nivelurile la care ajunge indicele, după o frecvență de timp aleasă. Interpretarea graficului se realizează, în principal, cu ajutorul teoriei lui Dow și al metodei mediilor mobile.

4.4.1. Analiza cu ajutorul teoriei lui Dow

Analiza fluctuațiilor înregistrate pe o anumită piață se înscrie printre metodele de analiză aplicate încă de la începuturile burselor de valori mobiliare.

Totuși, prima abordare sistematică nu datează decât de la începuturile secolului XX și a fost realizată de Charles Dow, unul din fondatorii companiei Dow-Jones. Autorul a dezvoltat o teorie referitoare la un anumit comportament al pieței bursiere, cunoscută în literatura de specialitate ca teoria lui Dow. Descoperirea răsturnărilor de tendință ale indicelui bursier, potrivit teoriei lui Dow, s-a realizat prin analiza graficului în care au fost reprezentate valorile la deschiderea ședinței, pentru doi indici Dow-Jones: indicele acțiunilor industriale și indicele acțiunilor feroviare, luând în calcul 30 de titluri, respectiv 20.

Metoda descompune variațiile acestor trei indicatori în trei tipuri de fluctuații:

- *fluctuații zilnice*, a căror durată și amplitudine sunt minime și care nu oferă, în consecință, nici o indicație semnificativă;
- *fluctuații secundare*, denumite și reacții intermediare, care au o durată între trei săptămâni și trei luni; acestea merg în contrasensul tendinței pe termen lung, astfel: sunt mișcări în sensul creșterii, până când se atinge o fază pe termen lung descendentă și invers;
- *fluctuațiile primare* sau tendința pe termen lung care are o durată de la doi la zece ani, câteodată mai mult, acest tip de fluctuație indică tendința generală a pieței.

Studierea acestor trei tipuri de variații conduce la concluzia că fluctuația primară se conservă atâta timp cât se atinge maximumul, urmată apoi de o reacție inversă intermediară, superioară celei precedente, dacă tendința pe termen lung este ascendentă și inferioară, dacă tendința pe termen lung este descendentă.

În schimb, se estimează că o modificare a tendinței de scădere se anunță ca urmare a unei fluctuații secundare, iar maximumul atins este inferior celui precedent. Cu toate acestea, pentru ca o schimbare a tendinței generale să fie confirmată, teoria lui Dow stabilește drept condiție esențială ca același fenomen să se producă din variația a doi indicatori diferiți. Aplicarea teoriei lui Dow dă rezultate, în general, acceptabile. Există însă două neajunsuri: pe de o parte, fluctuațiile secundare nu sunt întotdeauna foarte clare, iar pe de altă parte, metoda nu face decât să confirme o schimbare în evoluția pe termen lung a unei piețe bursiere (și chiar cu o anumită întârziere), dar în nici un caz să o anticipeze.

§4.5. Analiza tehnică

Analiza tehnică nu este o metoda infailibilă de previziune bursieră, rămânând însă mijlocul cel mai sensibil de a detecta momentul oportun al cumpărării sau vânzării. Ea indică zonele pe care le putem considera primejdioase și zonele de rezistență, permițând evitarea comiterii de greșeli atunci când vrem să mergem contra curentului.

În condițiile în care informațiile despre societăți sunt foarte greu de obținut, devine tentantă devierea de la obiectul unei cercetări riguroase și recurgerea la analiza comportamentului „tehnic” al acțiunilor.

4.5.1. Esența analizei tehnice

Analiza tehnică a pieței HV presupune studierea informației interne a bursei de valori, construirea și analiza graficelor de modificare a volumului tranzacțiilor și nivelului cursurilor acțiunilor în scopul prognozării mișcării prețurilor de scurtă durată și, în baza acesteia, elaborarea recomandărilor referitoare la timpul efectuării tranzacțiilor, la un tip sau grup de acțiuni, sau la piață, în general.

Analiza tehnică se bazează pe trei axiome:

1. Mișcările pieței iau în considerație totul. Esența axiomei constă în faptul că toată informația necesară pentru luarea unei decizii investiționale raționale se conține în prețul de piață al acțiunii. De aceea, analiza tehnică se deosebește cardinal de cea fundamentală. Ultima consideră că pentru a accepta o decizie investițională trebuie luat în considerație un volum maximal de factori care influențează prețul de piață al titlurilor. Analiztii tehnici susțin că toată informația se află în graficul mișcării cursurilor care trebuie doar atent studiat.

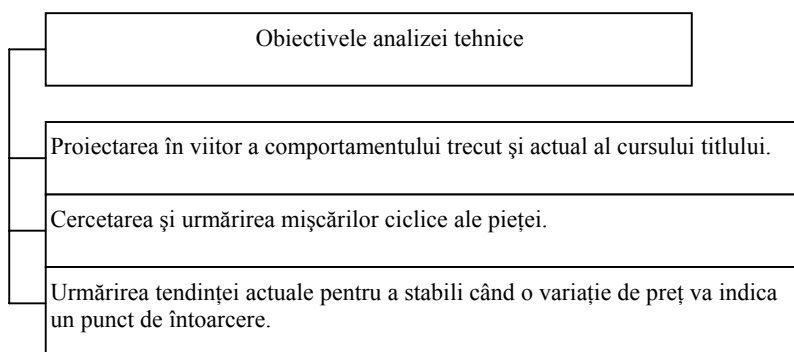
2. Prețurile se mișcă în mod orientat. Această afirmație a devenit baza tuturor metodelor analizei tehnice. Termenul **trend** înseamnă o anumită direcție de mișcare a prețurilor. Sarcina principală a analizei tehnice este anume determinarea trendului (adică a caracteristicilor lui din momentul formării până la sfârșit) pentru utilizarea în comerț.

Există trei tipuri de trend:

- al taurilor (*bullish*) – mișcarea ascendentă a prețurilor;
- al urșilor (*bearish*) – mișcarea descendentă a prețurilor;
- lateral (*sideways, trading range*) – prețul, practic, nu se mișcă.

3. Istoria se repetă. Aceasta are loc, deoarece la baza fluctuației cursurilor stă psihologia comportamentului investitorului pe piața hârtiilor de valoare care se repetă în condiții de piață asemănătoare. Analiztii tehnici afirmă că, dacă o anumită metodă de analiză a funcționat în trecut, ea o va face și în viitor, deoarece acest lucru este bazat pe psihologia omenească neschimbată. Cu alte cuvinte, din punct de vedere al analizei tehnice, înțelegerea viitorului se bazează pe cunoașterea trecutului.

Obiectivele urmărite prin analiza tehnică pot fi reprezentate astfel:



Schema 4.1.

Analiza tehnică reprezintă o totalitate de instrumente tehnice independente care permit investitorului să determine acțiunile sale ulterioare. Analistul este în drept să lucreze cu unul sau câteva instrumente concomitent, numărul acestora fiind destul de mare. Astfel, pot fi distinse 3 mari categorii de metode, apărute și dezvoltate mai mult sau mai puțin simultan:

- **analiza tradițională;**
- **analiza modernă;**
- **analiza filozofică (teoria lui Elliot).**

4.5.2. Analiza tradițională

Analiza tradițională, numită și chartism este cea mai veche și datează de la sfârșitul secolului XIX, fiind, totodată, și cea mai practică. Această analiză este, în totalitate, bazată pe studierea graficelor. Prima regulă a acestei metode este aceea că titlurile nu evoluează întâmplător, ci urmărind anumite tendințe, care se vor modifica. Rolul analistului constă în identificarea acestor tendințe, astfel încât să fie posibilă trasarea a două drepte sau linii de tendință:

- *linia suport/sprijin*, obținută prin unirea a două puncte reprezentând cel mai scăzut nivel de curs;

- *dreapta de rezistență*, care se obține prin unirea punctelor indicând cel mai ridicat nivel al cursului.

O tendință (trend) crescătoare se caracterizează printr-o succesiune de puncte, fiecare dintre ele situându-se la un nivel superior celui precedent. Dreapta de tendință va trece cel puțin prin două puncte, situate la cel mai scăzut nivel (figura 4.1). Tendința descrescătoare se trasează similar, numai că dreapta tendinței trebuie să treacă prin cele mai ridicate puncte, situându-se deasupra liniei cursului (figura 4.2).

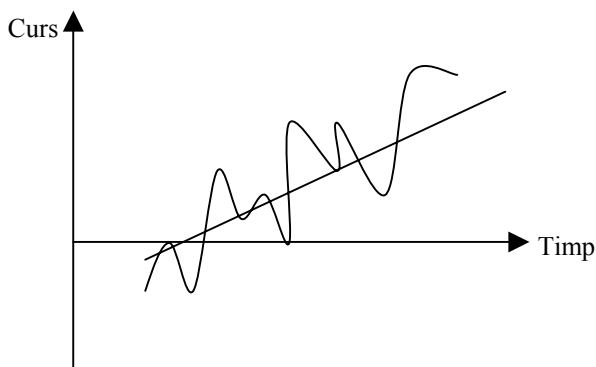


Figura 4.1. Linie de tendință

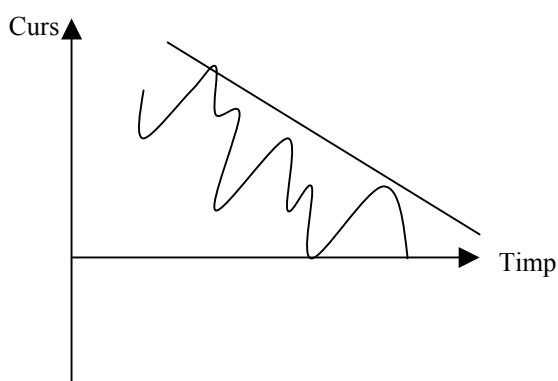


Figura 4.2. Linie de tendință ascendentă descendentă

După trasarea tendințelor, se obține un tunel în interiorul căruia titlurile evoluează liber.

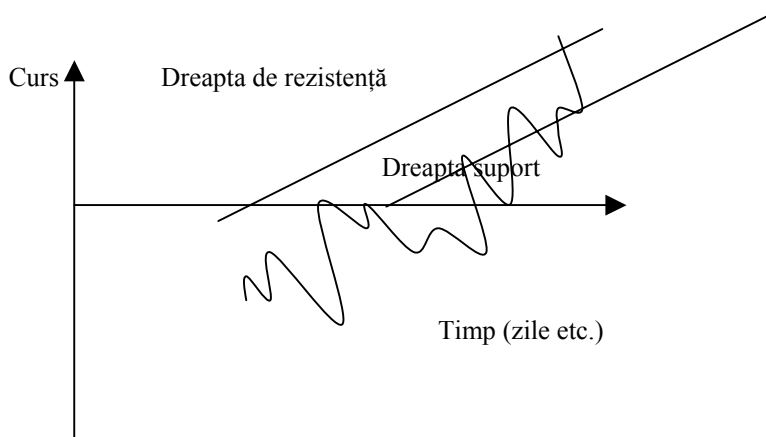


Figura 4.3. Nivelurile de rezistență și sprijin/suport

Importanța tunelului depinde de durata de-a lungul căreia s-a format și de numărul de zile, săptămâni, luni sau ani, în care dreapta-suport sau de rezistență au fost atinse. În cadrul canalului de evoluție pot apărea drepte-suport și de rezistență minore.

Când tendința intervalului este crescătoare, atunci operatorul va cumpăra titlurile la începutul formării acestuia, pentru a le vinde înspre partea finală. Operatorul va acționa invers, dacă tendința intervalului este descrescătoare. În cadrul intervalului de evoluție, pot fi identificate două situații de rupturi:

- a) atunci când tendința este confirmată (linia cursului iese din tunel prin partea superioară a acestuia, dacă tendința este crescătoare, și invers);
- b) atunci când tendința este infirmată (reprezintă o schimbare a tendinței previzibile).

Atunci când tendința a fost determinată, analiștii cercetează semnalele care să confirme prin stabilirea pe grafic a unor zone de formă fixă.

Principalele configurații, care se pot forma, sunt următoarele:

- configurații în triunghi și figurile derivate;
- configurația „cap-umeri” și reciproca ei;
- configurația în zig-zag etc.

Configurația în triunghi apare în fazele de consolidare a pieței, atunci când linia vârfurilor și linia abisurilor au tendința de a se uni formând un unghi ascuțit. Fiecare vârf este din ce în ce mai jos, iar fiecare abis este din ce în ce mai sus decât precedentele. Valorile tind astfel către un punct de echilibru.

Acest tip de formații grafice se produc în momente diferite: la sfârșitul unei creșteri sau al unei scăderi sau pe durata unei faze intermediare a unei tendințe primare care se va prelungi. Atunci când una din cele două drepte este surmontată, echilibrul este rupt și este posibil să se precizeze tendința ulterioară a cursurilor bursiere.

Dacă este cazul dreptei superioare, tendința va fi de creștere, indicând un semnal de cumpărare (figura 4.4).

Dacă dreapta este cea inferioară, tendința va fi orientată către o scădere a cursurilor, indicând semnal de vânzare (figura 4.5).

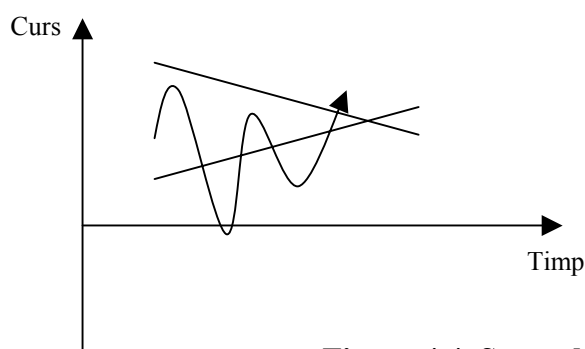


Figura 4.4. Semnul de cumpărare

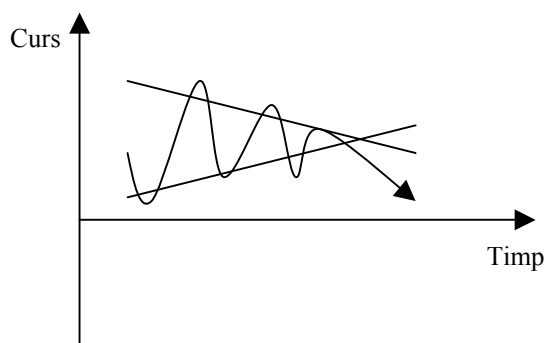


Figura 4.5. Semnul de vânzare

În general, în teorie, se susține că, dacă titlul a intrat în „triunghi” prin partea inferioară a acestuia, trebuie să iasă prin partea superioară. În realitate, se constată abateri de la această regulă în proporție de 30% – 40%.

Configurația în zig-zag prezintă vârfuri superioare sau inferioare. În cazul figurii cu două vârfuri superioare, graficul seamănă cu litera M (figura 4.6), iar în cazul celor cu două vârfuri inferioare, seamănă cu litera W (figura 4.7).

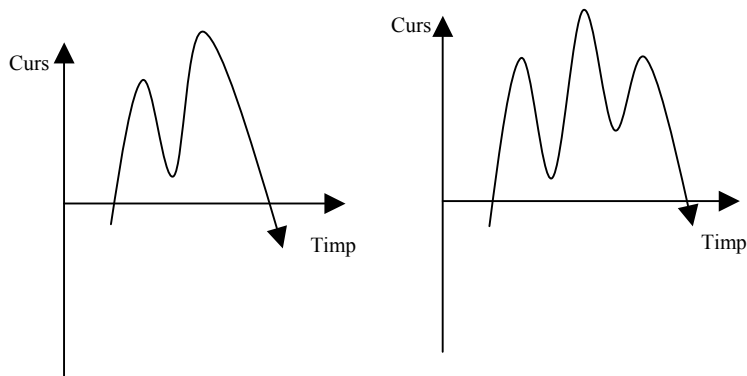


Figura 4.6. Grafic în zig-zag (în M)

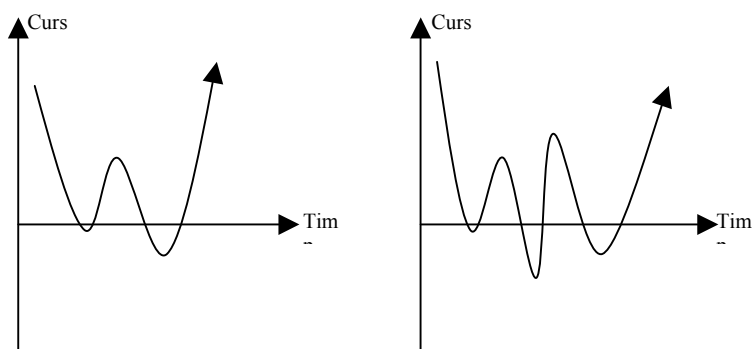


Figura 4.7. Grafic în zig-zag (în W)

Interpretarea figurii 4.7 conduce la concluzia că titlul mobilier a încercat să depășească un anumit nivel maxim, dar nu a reușit. Este probabilă o a doua încercare, iar, câteodată, investitorii trebuie să se aștepte și la a treia creștere a cursurilor, care va genera reacția cumpărătorilor.

Durata care separă două vârfuri succesive este de două săptămâni și maximum o lună. Graficele cu 2 sau 3 vârfuri inferioare sunt mișcări simetrice ale tendinței cursurilor bursiere indicând o reacție inversă.

Configurația „cap-umeri”, care se formează pe parcursul unei perioade de 2-3 luni, este considerată o configurație normală, întrucât pentru trasarea acesteia nu este necesară trasarea unei drepte de tendință.

Drept semnal de vânzare este căderea liniei cursului sub linia umerilor (figura 4.8).

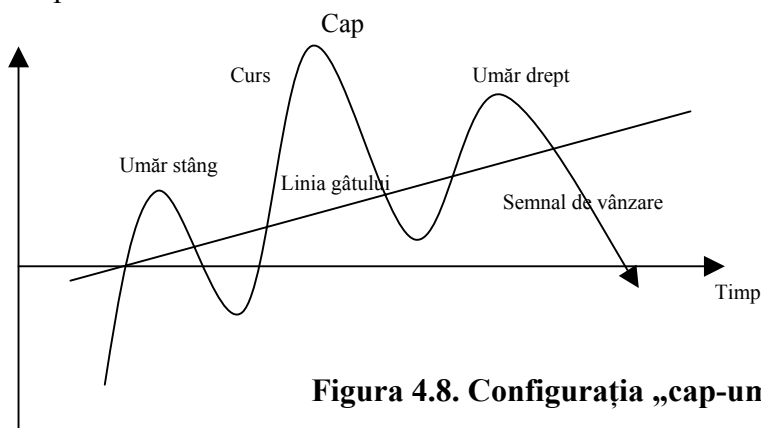


Figura 4.8. Configurația „cap-umeri” directă

Din reprezentarea grafică, rezultă că atunci când linia cursului întâlnește linia umerilor, spre partea dreaptă a graficului, urmează o scădere. Dacă scăderea, în raport cu această linie, este mai mare de 3%, atunci se manifestă semnalul de vânzare (deoarece se anticipează o scădere viitoare).

Configurația „cap-umeri inversată” este o figură particulară ce reflectă tendința crescătoare a cursului acțiunii (figura 4.9).

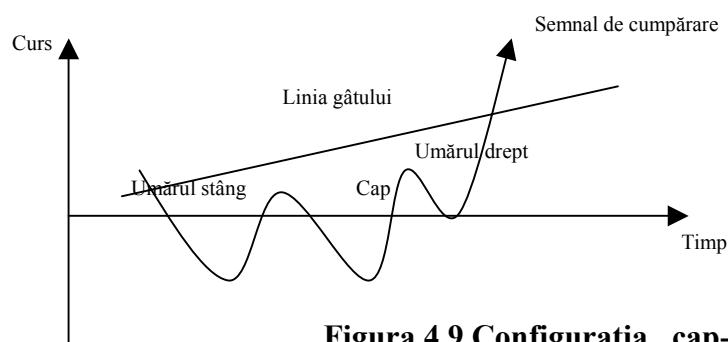


Figura 4.9 Configurația „cap-umeri” inversată

Pentru a fi acceptate, aceste configurații trebuie să respecte anumite reguli:

- să existe un echilibru între linia umerilor și a capului;
- panta drepte pe care se formează configurația să fie slabă (10%).

Analiza grafică prin metoda punctelor și crucilor (O și X) este cea mai veche metodă de analiză tehnică, denumită și analiza „OX”.

Pentru utilizarea acestei metode, trebuie ca:

- elementului timp să nu i se acorde importanță;
- variațiile nesemnificative de curs să nu fie luate în considerare.

O problemă esențială, în cadrul acestei metode, este cea a determinării scării pentru valorile reprezentate de fiecare pătrat și pentru modificările de tendință.

Fiecare pătrat reprezintă o unitate de preț (curs). Ca semn grafic, crucile sunt utilizate pentru a reprezenta modificările și creșterile de curs, iar punctele reprezintă modificările în sensul scăderii cursului.

Când acțiunea crește cu o sumă egală sau superioară valorii definite în avans, pe grafic se reprezintă o cruce deasupra semnelui similar precedent. Dacă modificarea următoare este o scădere superioară sau egală cu valoarea definită în avans, atunci se scrie un punct în coloana situată în dreapta semnelui precedent.

Astfel, crucile și punctele nu apar în aceeași coloană. La fiecare schimbare de tendință a cursului se începe o nouă coloană și se deplasează la dreapta.

Semnalul de cumpărare este dat atunci când în coloana actuală se reprezintă un X superior celui mai ridicat X al coloanei precedente.

Un semnal de vânzare este dat atunci când în coloana actuală se va întâlni un O inferior celui mai scăzut nivel al coloanei precedente.

Graficul de tip japonez „candlesticks”

În anul 1600, japonezii au inventat o metodă de analiză tehnică pentru a analiza contractele de orez. Această tehnică a fost numită “analiza candlestick”. Steven Nilson a popularizat graficul prin candlestick în restul lumii și a devenit cel mai cunoscut expert în interpretarea acestui tip de grafic.[CC2,99]

Metoda de reprezentare grafică prin candlesticks (sfeșnice) este oarecum similară celei prin bare. Reprezentarea grafică prin metoda candlesticks permite evidențierea evoluției de ansamblu a unei zile bursiere (de creștere sau scădere), prin compararea cursului de închidere cu cel de deschidere (figura 4.10)

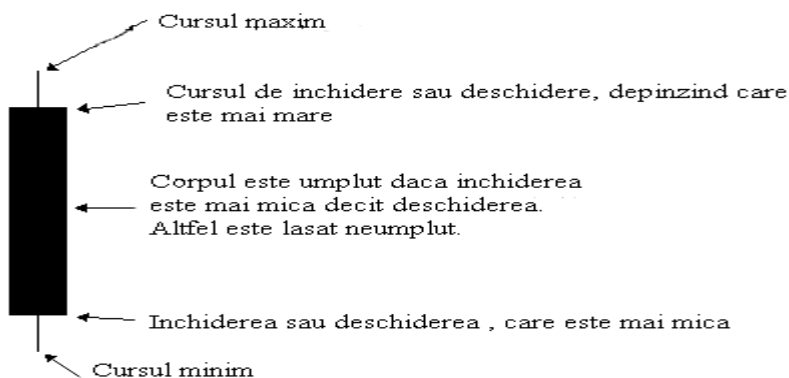


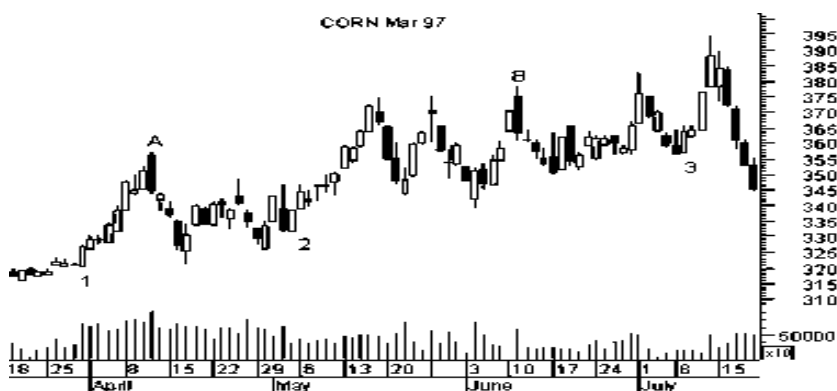
Figura 4.10. Elementele reprezentării grafice prin „candlestick”

Plecând de la concepțiile orientale despre cele două tipuri de energie (Yin, negativă și Yang pozitivă), analiștii japonezi realizează o similitudine între comportamentul bursier al unei zile și infuziile de energie corespunzătoare. Astfel, un curs de închidere superior celui de deschidere corespunde unei zile cu energie negativă (zi Yin sau zi negativă), iar un curs de închidere inferior celui de deschidere corespunde unei zile de energie pozitivă (zi Yang sau zi pozitivă). Axioma metodei rezidă în interpretarea că o piață este economic pozitivă, dacă se înregistrează evoluții ascendente ale cursurilor titlurilor (sau ale indicelui general). Graficul corespunzător va fi format din mai multe desene standard, care au însă elemente comune .

- un dreptunghi vertical (corpul), ale cărui limite sunt date de cursurile de închidere și de deschidere ale zilei respective.
- bare verticale pe linia mediană a dreptunghiului, dar în afara acestuia, denumite umbre, ce reprezintă cursurile extreme ale zilei respective (situate în afara intervalului deschidere-închidere).
- culoarea corpului reprezintă evoluția bursieră a zilei: pozitivă (dreptunghi alb) sau negativă (dreptunghi negru).

Acest tip de figură (candlestick) permite o mai bună analiză a evoluției bursiere pe parcursul unei zile, atât pentru un anumit titlu mobilier, cât și pentru piață în ansamblul său. În funcție de valorile pe care le iau cele patru tipuri de cursuri dintr-o zi, se pot determina mai multe configurații de bază care se pot clasifica în trei mari categorii: configurații de creștere, de scădere sau neutre.

Pentru exemplificare se va folosi graficul candlestick al firmei CORN LTD. În figura 4.11, se poate observa că trendul de creștere este însoțit de linii goale (preț de închidere mai mare decât prețul de deschidere), iar trendul descrescător este însoțit de linii umplute (prețul de deschidere este mai mare decât prețul de închidere).



S Sursa: NYSE Buletin

Figura 4.11. Evoluția cursurilor acțiunilor firmei Corn Ltd reprezentată cu ajutorul graficului candlestick

Liniile „bearish înghițitoare” apar în punctele A și B (și prețul se micșorează substanțial). Liniile „bullish înghițitoare” apar în punctele 1,2,3 și prețul urcă în mod substanțial.

Graficele indică o evoluție precisă a prețurilor într-o anumită perioadă de timp. Din studiul graficelor, un investitor poate să-și facă o imagine despre volatilitatea pieței – un element important în evaluarea riscului unei tranzacții. Graficele pot fi folosite și ca instrumente de management financiar, ele ajută la stabilirea punctelor limită și stop, reflectând comportamentul pieței, comportament care poate fi subiectul unor repetări în viitor generând așa-numita sezonabilitate a prețurilor.

Există o serie de aplicații pe calculator, unele chiar adevărate sisteme expert, care sunt folosite de investitori pentru a-și construi propria prognoză privind evoluția prețurilor. În prognoza pieței s-au făcut pași însemnați cu rezultate foarte bune, în special în prognoza pe perioadă scurtă.

4.5.3. Analiza tehnică modernă

Un sistem modern de analiză tehnică se caracterizează, în mod esențial, prin următoarea proprietate: se bazează pe calculul matematic, și anume pe filtrajul numeric.

Operațiunea de filtraj constă în a extrage dintr-o mulțime de informații singura informație utilă. Filtrajul este, astfel, o metodă de calcul care permite o bună exploatare a semnalelor traduse sub formă numerică. Din punct de vedere al analizei tehnice, aceasta permite determinarea unor măsuri instantanee care descriu modificările de curs. Se vorbește, astfel, de analiza tehnică în timp real.

Analiza tehnică tradițională furnizează recomandări de genul: cumpără sau vinde acțiunile X. Prin analiza modernă, respectiv a vitezei de modificare a prețului acțiunii, se măsoară probabilitatea de creștere a valorii activului. Astfel, devine posibilă și utilă asocierea analizei fundamentale cu analiza tehnică, pentru a formaliza mecanismul de formare și de evoluție a cursului.

Ca metode moderne de previziune a modificării cursului pot fi numite:

Metoda mediilor mobile este una din cele mai populare și practice în domeniul analizei tehnice. Când se calculează o medie mobilă se face, de fapt, o analiză matematică a prețurilor medii ale unei acțiuni peste o perioadă predeterminată de timp. O dată cu mișcarea prețului acțiunii are loc și o mișcare în sus sau în jos a mediei mobile.

Regula de aplicabilitate generală este următoarea:

- semnalul de cumpărare este dat atunci când, pentru prima dată, prețul titlului este mai ridicat decât media mobilă;
- semnalul de vânzare este dat atunci când, pentru prima dată, prețul titlului este mai scăzut decât media mobilă.

Alegerea celei mai bune perioade pentru determinarea mediei mobile se face în funcție de volatilitatea acțiunii analizate, precum și de obiectivele și orizontul de gestiune a operatorului.

Media mobilă se poate calcula prin cinci metode. Ea se poate aplica la prețul de închidere, deschidere, maxim, minim, la volum sau chiar la altă medie mobilă. Singura diferență constă în ponderile acordate fiecărei date din serie:

- a) **media aritmetică** acordă aceeași pondere tuturor datelor din serie;
- b) **media exponențială și media ponderată** acordă o importanță mai mare celor mai recente valori ale seriei;
- c) **media triunghiulară** acordă importanță mai mare valorilor din centrul seriei;
- d) **media variabilă** se calculează în funcție de volatilitatea prețurilor.

Utilizată pentru un titlu anume, **media mobilă simplă** nu servește numai pentru determinarea tendinței pe termen lung a variațiilor de curs bursier, ci este adesea considerată ca instrument de previziune și mai precis, un instrument care poate indica momentul oportun pentru o acțiune de vânzare sau de cumpărare a unui titlu.

Formula de calcul al valorii previzionate a cursului acțiunii, în acest caz, va fi:

$$M_{ms} = \frac{\sum_{i=1}^N C_{(t-i+1)}}{N}$$

unde:

M_{ms} indică valoarea cursului acțiunii calculată după media mobilă simplă;

C_t – cursul acțiunii în momentul t ;

N – numărul de cursuri luate în calcul.

În același grafic, este redată atât evoluția cursului, cât și evoluția mediei mobile. Dacă graficul cursurilor bursiere reprezintă o pantă pozitivă și superioară celei a mediilor mobile, atunci există o cerere de titluri nesatisfăcută, care conduce la creșterea cotei titlului mobilier respectiv. Invers, dacă panta cursurilor este negativă și inferioară mediilor mobile, piața prezintă o ofertă excedentară dintr-un titlu, care conduce la scăderea prețului acestuia. Atunci când cele două curbe se intersectează, piața este în echilibru.

În cazul **mediei mobile ponderate**, determinarea acesteia se face în funcție de următoarea relație:

$$M_{mp} = \frac{\sum_{i=1}^N p_i * C_{(t-i+1)}}{\sum_{i=1}^N p_i}$$

unde:

p_i este ponderea atribuită cursului i .

Media mobilă exponențială se calculează prin aplicarea unui procentaj al prețului de închidere de azi la prețul de închidere de ieri. Media mobilă exponențială pune accent pe ultimele prețuri de închidere.

În practică, cea mai mare parte a analiștilor utilizează medii mobile standard, bazate pe 3, 5, 10, 20, 50 sau 200 zile.

Există și alternativa utilizării mai multor medii mobile, de mărimi diferite. Într-un astfel de sistem, media cea mai lentă reprezintă tendința pe termen lung a acțiunii, iar cea mai rapidă medie este utilizată pentru adoptarea deciziilor curente.

4.5.4. Analiza tehnică filozofică (teoria lui Elliot)

Această analiză tehnică este cunoscută, de asemenea, sub numele de Valurile lui Elliot și a fost pusă la punct în anii '30 ai secolului trecut, plecându-se de la o teorie formulată de Charles Dow. Conform acestei teorii, piața evoluează ca valurile unui ocean având perioade de flux (de creștere) și reflux (scădere). Evoluția pieței acțiunilor poate fi divizată în trei mișcări de timp ale cursului:

- mișcarea „imediată”, constând în fluctuațiile zilnice, de creștere și scădere ale prețurilor;
- variația „scurtă”, reprezentată de tendințele care durează de la circa o săptămână la o lună;
- mișcarea principală, care reflectă o tendință pe termen lung, putând dura până la 4 ani.

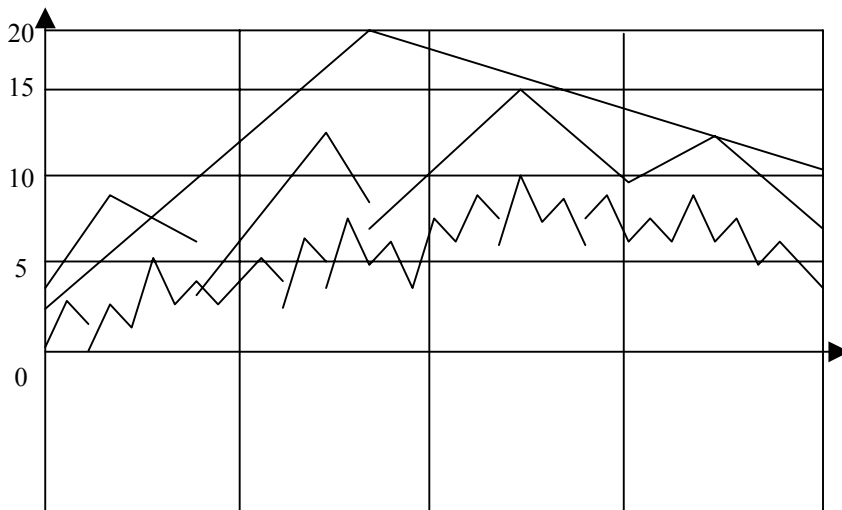


Figura 4.12. Valurile lui Elliot

Ideea teoriei este că valurile lui Elliot se descompun în diferite cicluri suprapuse (figura 4.12). Ciclul complet include alternarea a două perioade: prima de urcare și a doua de coborâre. Prima fază (*bull market*) include succesiunea a trei creșteri, întrerupte de două corecții, cea de a doua (*bear market*) înregistrează două scăderi separate printr-o corecție, deci în total opt mișcări. Dar, fiecare dintre creșterile fazei de urcare se descompune, la rândul ei, în cinci mișcări, trei minicreșteri întrerupte de două minicorecții. La fel cele două scăderi ale fazei de coborâre se descompun în trei mișcări, două miniscăderi separate printr-o minicorecție. Astfel, se poate ajunge de la variația generală la o variație imediată cu anticiparea mișcării cursului chiar în următoarea oră.

Construirea graficului are la bază mișcarea după șirul numerelor lui Fibonacci, atunci când fiecare număr al șirului este suma celor două precedente.

Cea mai importantă dificultate, legată de teoria lui Elliot, rezidă în faptul că punctul de plecare al mișcărilor ascendente și descendente este fundamental, dar, în același timp, este dificil de găsit. De asemenea, sunt dificil de găsit și punctele în care piața își modifică tendința majoră.

În cazul pieței acțiunilor, această teorie este aplicată rar, întrucât acțiunile sunt subiectul unui ansamblu de elemente (factori) perturbatoare nenaturale (operațiuni asupra capitalului, dividende, informații privilegiate etc.) și unde psihologia reală a pieței nu există.

Există multe alte metode de analiză tehnică, printre care „Lumânările japoneze”, „Teoria ciclurilor” și altele, toate aceste tehnici fiind detaliat descrise în literatura de specialitate privind analiza tehnică.

În Republica Moldova, problema implementării analizei tehnice este legată de lipsa unei statistici adecvate privind operațiunile cu activele financiare, inclusiv acțiuni.

4.5.5. Avantajele și limitele analizei tehnice

În primul rând, utilizarea graficelor constituie un avantaj în elaborarea unei analize, ținând cont de dictonul că „un desen face mai mult decât un întreg discurs”.

În al doilea rând, analiza tehnică se face mult mai rapid decât orice fel de analiză.

În al treilea rând, prin utilizarea indicatorilor statistici, decizia adoptată este mult mai obiectivă și mai concretă.

Un alt avantaj este acela că analiza tehnică este, practic, singura metodologie pe care o poate utiliza investitorul pentru a lua decizii pe termen scurt. Este de netăgăduit faptul că analiza fundamentală este utilă investitorilor pe termen lung. Din contră, analiza tehnică se poate utiliza la fel de bine pe termen lung și scurt, dar este preferată pentru utilizarea pe termen scurt. Normal, speculatorii pe termen scurt caută să câștige între 5% și 30% într-un interval ce poate dura de la o săptămână la câteva luni. În schimb, investitorul pe termen lung caută să-și dubleze sau chiar să-și tripleze investiția în decurs de un an sau chiar mai mult.

Principalele dezavantaje sunt: în primul rând, nu trebuie uitat faptul că previziunea viitorului se face ținând cont doar de trecut. Putem considera ca o limită lipsa bazei științifice a celor mai multe dintre instrumentele utilizate în acest tip de analiză. O altă limită rezidă în faptul că pentru a realiza o analiză tehnică, pentru a obține diferite grafice și indicatori statistici, trebuie să avem acces la un sistem informatic care să prelucreze informațiile.

Putem rezuma principalele caracteristici și reguli ale analizei tehnice, după cum urmează:

- putem utiliza analiza tehnică pentru a previziona în viitor evoluția acțiunilor, indicilor etc.
- analiza tehnică utilizează informații despre cursuri, volume și toate elementele pe care piața le furnizează pentru elaborarea graficelor și indicatorilor statistici. Pentru aceasta trebuie să avem o informație cuprinsă în minimum câteva luni, fără de care graficele și indicatorii statistici nu sunt reprezentativi.
- analiza tehnică studiază trei evoluții pe care se poate afla piața: primară, secundară și terțiară.
- analiza tehnică folosește liniile de rezistență și de susținere pentru a detecta semnale de vânzare și de cumpărare înainte de a avea loc schimbările de tendință previzibile.
- semnalele de vânzare sau de cumpărare cu variații mai mari de 3% sau 5% trebuie confirmate prin utilizarea mediilor mobile și analizarea volumului tranzacțiilor.

- când utilizăm indicatorii statistici, luăm o decizie numai după ce majoritatea indicatorilor concordă în același sens.
- indicatorii statistici și graficele cursurilor și volumului se completează într-o perspectivă pe termen scurt. Când vrem să realizăm o analiză pe termen lung, indicatorii statistici nu sunt de prea mare utilitate, fiind preferabilă recurgerea la grafice și la analiza fundamentală.

§4.6. Analiza fundamentală

Analiza fundamentală vizează, în principal, explicarea mișcării cursurilor pe termen mediu și lung. Ea se realizează atât la nivelul acțiunilor individuale, respectiv al firmelor emitente, cât și la nivelul pieței acțiunilor (bursa), respectiv al vieții economice, în general. În primul caz, se urmărește estimarea – în fiecare secvență de timp – a unui curs teoretic al acțiunilor (valoarea intrinsecă) plecând de la date de bază privind compania emitentă (evoluție, management, strategie de afaceri, situație financiară), precum și de la climatul economic în care aceștia își desfășoară activitatea. În al doilea caz, obiectivul este evaluarea factorilor care determină și exprimă starea de evoluție, de ansamblu, a vieții economice și aprecierile cercurilor de afaceri în legătura cu perspectivele de dezvoltare.

Analiza fundamentală presupune studiul comparativ al unui set de indicatori pe baza datelor din bilanț și a prețului format pe baza cererii și ofertei (preț de piață). Acesta din urmă, format pe o piață organizată, după cum Bursa de Valori reflectă, în mod justificat, performanțele economice ale emitentului, prețul de piață fiind imaginea interesului investitorilor pentru acțiunea respectivă.

Cultura investițională contribuie, în mod esențial, la capacitatea de interpretare a indicatorilor economico-financiar și permite, împreună cu analiza tehnică, controlul asupra riscului investițional. Un rezultat al acesteia este și diversificarea rațională a portofoliului de investiții, ceea ce permite satisfacerea cerinței de gestiune eficientă a portofoliului.

Termenul de analiză fundamentală se explică prin sine în multe privințe. Aceasta implică analiza situației financiare a societății, luând în considerare mai mulți factori. Obiectivele analizei fundamentale sunt ori să evalueze activele unei societăți, ori să estimeze profiturile posibile ale societății în următorii ani.

Analistul pe probleme fundamentale studiază condițiile de dezvoltare a anumitor domenii de activitate și a anumitor societăți. Analistul cercetează costurile, marja profitului, performanța managerială, producția și situația financiară. Analistul trebuie să studieze toate aceste caracteristici în diferite etape ale ciclului activității societății. Aceste stadii sunt următoarele: dezvoltarea, creșterea, stabilizarea și declinul. Majoritatea analiștilor se concentrează asupra studierii viitoarelor posibile profituri și mai puțin asupra dividendelor curente sau a activelor, considerând că mărimea profitului determină creșterea prețului acțiunilor.

Folosind această metodă, rămâne un spațiu larg pentru interpretări și judecăți subiective, din acest motiv existând mereu opinii diferite în ceea ce privește valoarea unei acțiuni.

Indicatorii utilizați în analiza fundamentală sunt:

- **EPS** (profitul net per acțiune) calculat ca raport între rezultatul net al exercițiului (profit sau pierdere) și numărul total de acțiuni emise de către societatea comercială;
- **PER** (raportul preț/profit net per acțiune) se calculează împărțind prețul de piață (prețul mediu după ședința de tranzacționare) la profitul net per acțiune (EPS);
- **Capitalizarea** este numărul acțiunilor emise înmulțit cu prețul de piață al acțiunii respective;
- **DY** (randamentul dividendului) este raportul dintre dividendele plătite la sfârșit de an și capitalizarea societății.

4.6.1. Avantajele analizei fundamentale

1. Disciplina: orice încercare de a estima valoarea intrinsecă duce la micșorarea lipsei de claritate în luarea deciziei privind oportunitatea unei investiții, forțează investitorul să cuantifice variabilele, în loc să se bazeze pe calitatea judecății sale. Deși prognoza principalelor variabile

poate fi hazardată, aceasta poate să evidențieze probleme specifice care nu apar la o abordare mai subiectivă.

2. Riscul: la determinarea celei mai potrivite rate de revenire pentru calculul valorii intrinseci, se va releva implicațiile riscului asociat unei acțiuni ordinare. Diferența reală sau prima de risc va diferi în funcție de calitatea acțiunilor. Impozitarea diferită și potențialul de creștere diferit influențează, de asemenea, rata de scont.

3. Relația dintre prețul curent al acțiunii și performanțele pieței: în cadrul anumitor metode, estimarea raportului preț/beneficiu este cel mai important pas în determinarea valorii intrinseci. Analiza se aplică raportului preț/beneficiu trecut și prezent pentru determinarea celui mai potrivit multiplicator. Dacă raportul unei societăți listate este la un nivel ridicat comparat cu raportul înregistrat în trecut cu raportul preț/beneficiu al unor societăți similare listate, atunci analistul trebuie să studieze anumiți factori (dividende viitoare etc.), pentru a vedea dacă proiectele făcute justifică multiplicatorul curent. Raportul utilizat este de o importanță crucială și analistul trebuie să aibă grijă să nu fie influențat de psihologia curentă a pieței în alegerea raportului potrivit.

4.6.2. Dezavantajele analizei fundamentale

1. Previziunile variabilelor fundamentale. Prognozarea viitoarelor profituri devine evident o sarcină deosebit de dificilă și cu multe capcane. De aceea, este tentant să recurgem la analize extinse în calculul profiturilor constante. Chiar și atunci când se cunosc cifrele beneficiului per acțiune pentru primul an, este necesară determinarea ratei de plată pentru a permite calculul fluctuației dividendelor și menținerii profitului pentru viitorul an. Trebuie să ținem seama că estimarea venitului, dividendelor și profitului ce se poate sau nu să fie atinsă datorită influenței factorilor externi. Pe scurt, nu trebuie subestimate dificultățile inerente prognozării, care tind să se înmulțească.

2. Schimbarea pulsului pieței și ciclurilor pieței. Datorită acestei schimbări deseori, analiza valorii intrinseci devine oarecum sterilă, pentru o perioadă scurtă de timp. Multe metode de evaluare a acțiunilor consideră că există o relație directă între profit și valoarea curentă a acțiunii. În practică, declinul ciclurilor activităților și/sau schimbărilor psihologice temporare în cotarea pieței ar putea avea efect mărit asupra prețului real al acțiunilor decât rata de creștere a profitului prognozată sau atinsă.

4.6.3. Analiza ratelor financiare

Analiza fundamentală, dincolo de aspectele de ordin teoretic, presupune două faze distincte: pe de-o parte, calculul indicatorilor financiari, așa-zisele „rate”, de determinare a echilibrului financiar al companiei, iar pe de altă parte, estimarea valorii intrinseci a acesteia, prin folosirea modelelor de evaluare care pornesc de la perspectivele de creștere, nivelul de risc și cash flow. Cele două direcții de evaluare sunt ilustrate în figura 4.13.

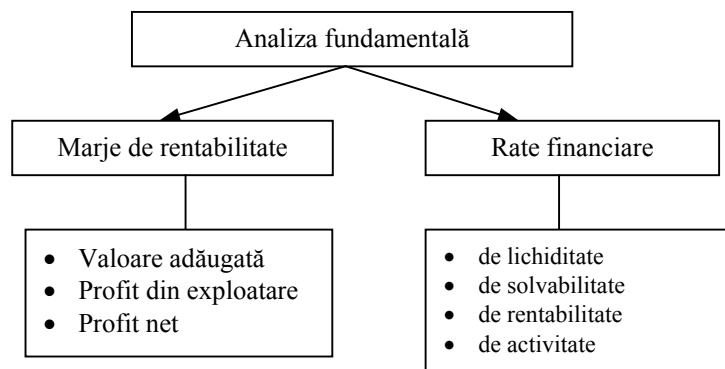


Figura 4.13. Componentele analizei fundamentale

Este important să se aprecieze dacă o companie a avut performanțe economico-financiare bune de-a lungul unei perioade de timp. Aceasta se poate face prin intermediul ratelor financiare, calculate pe baza informațiilor din situațiile financiare anuale.

O rată în sine, nu este relevantă, ea se analizează în cadrul unui sistem de referință. În practică, se utilizează următoarele baze de comparație:

- un nivel prestabilit al ratei, ce decurge din strategia financiară proprie firmei;
- nivelul ratei din trecut sau standardul istoric, apoi, prin compararea trendului, se va observa dacă evoluția în timp a fost favorabilă sau nu;
- nivelul ratei înregistrat de companiile concurente sau din același domeniu, ramură de activitate, industrie etc.;
- nivelul ratei înregistrat de companii care se încadrează în aceeași clasă de risc;
- un standard general acceptat de experți, bancheri sau analiști.

4.6.3.1. Rate de lichiditate

Termenul de lichiditate se referă la proprietatea elementelor patrimoniale de a se transforma în bani, acesta este și unul din criteriile de grupare a pozițiilor bilanțiere. Lichiditatea se traduce prin capacitatea companiei de a face față cheltuielilor și de a-și onora obligațiile pe termen scurt, pe măsură ce acestea devin exigibile.

Vom enumera, în continuare, o serie de indicatori care caracterizează poziția de lichiditate a unei companii. [OMFP 94/99]

Capitalul Circulant = Active curente – Pasive curente

$$\text{Rata curentă} = \frac{\text{Active curente}}{\text{Pasive curente}}$$

Un alt indicator care surprinde capacitatea de plată a întreprinderii este rata lichidității imediate, calculată conform formulei:

$$\text{Indicatorul lichidității imediate (Acid test quick ratio)} = \frac{\text{Active curente} - \text{Stocuri}}{\text{Pasive curente}}$$

Ratele de lichiditate prezentate au două neajunsuri: în primul rând, orice evaluare completă a poziției de lichiditate a unei companii analizează și plafoanele de creditare pe termen scurt la care are acces. Acest lucru nu apare în rapoartele anuale ale companiei, dar posibilitatea de a lua împrumuturi pe termen scurt și foarte scurt, în contul unei linii de credit deschise de către o bancă, dă o altă perspectivă asupra poziției de lichiditate la un moment dat. Este dificil, însă, pentru analiștii din exteriorul companiei să intre în posesia unor asemenea informații.

În al doilea rând, ratele au un caracter static, în sensul că ele nu reflectă fluxurile sau modificările rapide care apar în situația financiară a unei companii. Chiar dacă poziția de lichiditate a companiei nu este foarte bună în raport cu normele general acceptate, este bine să se cunoască dacă situația poate fi remediată fără a se apela la măsuri drastice. Un factor capabil să îmbunătățească situația nefavorabilă în care se află compania la un moment dat poate fi *profitul*, deoarece fluxul de venituri viitoare este în măsură să îmbunătățească poziția de lichiditate a companiei.

În orice caz, valoarea cea mai bună, pentru astfel de indicatori, este legată, în mod direct, de ramura industrială în care se încadrează firma sau de strategia pe care și-o propune aceasta.

4.6.3.2. Rate de risc (solvabilitate)

Solvabilitatea reprezintă capacitatea firmei de a face față obligațiilor pe care le-a angajat, respectiv, de a-și onora plățile la termenele scadente. Spre deosebire de lichiditate, care caracteriză o situație pe termen scurt, solvabilitatea se referă la un orizont temporal mai lung. O întreprindere poate fi considerată solvabilă, dacă dispune de disponibilități și mijloace de plată. Se pornește de la aceste elemente și se construiesc diferiți indicatori, care includ ambele noțiuni, atât capacitatea de plată, cât și nivelul obligațiilor angajate, utilizarea lor se face, însă, în scopuri diferite.

Indicatorii de solvabilitate calculați exprimă nivelurile relative ale riscului suportate de creditorii și de acționarii firmei. Cu cât este mai mare proporția dintre fondurile împrumutate și

fondurile cu care au contribuit proprietarii firmei, cu atât mai mare va fi riscul pentru creditori, incluzând aici și deținătorii de obligațiuni.

În continuare, vor fi prezentate câteva rate de solvabilitate, formulele de calcul și modalitățile de interpretare pentru: solvabilitatea patrimonială, rata datoriilor totale, gradul de îndatorare și rata acoperirii dobânzilor.

$$\text{Solvabilitate patrimonială} = \frac{\text{total capital}}{\text{total pasive}} \times 100$$

Se mai poate calcula și o rată a datoriilor totale sau a solvabilității generale și o rată a datoriilor la capital .

$$\text{Rata datoriilor totale} = \frac{\text{datorii totale}}{\text{active totale}} \times 100$$

Ca regulă empirică, o rată a datoriilor totale mai mică de 0,3 indică o poziție bună.

$$\text{Gradul de îndatorare} = \frac{\text{datorii pe termen lung}}{\text{capital propriu}} \times 100$$

În practica evaluatorilor, această rată indică o situație bună dacă este subunitară.

Rata acoperirii dobânzilor =

$$= \frac{\text{profit înainte de plata dobânzii și impozitelor}}{\text{Cheltuieli cu dobânzile}} \times 100$$

Indicatorul privind acoperirea dobânzilor determină de câte ori societatea poate achita cheltuielile cu dobânda. Cu cât valoarea indicatorului este mai mică, cu atât poziția societății este considerată mai riscantă. O rată înaltă este un semnal pozitiv pentru acționari și creditori, deoarece posibilitatea falimentului este redusă, pentru că profitul anual este sensibil mai ridicat decât obligațiile de plată a dobânzilor. În practică, se consideră un nivel acceptabil atâta vreme cât nu coboară sub 2 sau 3 în funcție de ramura industrială în care activează compania.

4.6.3.3. Rate de profitabilitate

Ratele de profitabilitate exprimă capacitatea de dezvoltare a firmei și de rambursare a datoriilor. Dintre cei mai folosiți indicatori, utilizați în practica economică, se numără marjele profitului, rentabilitatea activelor totale, rentabilitatea financiară, indicatorul „levier”.

Marja de profit (Profit Margin on Sales) sau **rentabilitatea vânzărilor** exprimă profitul obținut de companie la fiecare unitate monetară de vânzări.

$$\text{Marja de profit brut} = \frac{\text{Profit brut}}{\text{Vânzări}} \times 100$$

$$\text{Marja de profit net} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Vânzări}} \times 100$$

O scădere a procentului scoate în evidență faptul că societatea nu este capabilă să își controleze costurile de producție sau să obțină prețul de vânzare optim. Acest indicator nu este foarte relevant, în sine, pentru că variază foarte mult de la o industrie la alta sau de la o companie la alta. Pentru a-și păstra relevanța, comparația este bine să se realizeze între companii care activează în aceeași ramură industrială sau în același sector.

Un alt indicator este **rentabilitatea activelor totale**, care exprimă eficiența utilizării activelor, altfel spus, capacitatea managerului companiei de a obține profituri din activele pe care le are la dispoziție.

$$\text{Rentabilitatea activelor totale} = \frac{\text{Profit brut}}{\text{Active totale}} \times 100$$

Dacă ținem seama de faptul că activul total (economic) este finanțat din capitalurile proprii și din cele împrumutate (care, însumate, dau capitalul permanent), rentabilitatea activelor se poate scrie astfel:

$$\text{Rentabilitatea activelor totale} = \frac{\text{Profit brut}}{\text{Capital permanent}} \times 100 =$$

$$= \text{Rentabilitate economică}$$

Analiza rentabilității activelor poate fi adâncită prin raportarea acestui indicator la marja de profit și vânzări:

$$\frac{\text{Profit net}}{\text{Vânzări}} \times \frac{\text{Vânzări}}{\text{Active totale}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Active totale}}$$

$$\text{Marja de profit net} \times \text{Viteza de rotație a activelor} =$$

$$= \text{Rentabilitatea economică}$$

Rentabilitatea activelor este o funcție crescătoare, atât raportată la vânzări, cât și la marja de profit. Relația de mai sus este interesantă și prin prisma corelației ce se stabilește între cele două variabile (marja de profit net și viteza de rotație a activelor), creșterea marjei de profit va conduce, în general, la reducerea rotației activelor, și invers. Efectul net obținut astfel va depinde însă și de elasticitatea cererii pentru produsul respectiv. Ideal pentru o companie, care încearcă să-și majoreze rentabilitatea activelor, este să acționeze simultan în sensul creșterii atât a marjei de profit, cât și a rotației activelor. În practică, această situație este dificil de realizat.

Un alt indicator, atent urmărit, în special de acționari, este **rata financiară** care se determină prin raportarea profitului net la capitalurile proprii ale companiei:

Rentabilitatea financiară (ReturnOnEquity) =

$$= \frac{\text{Profit net}}{\text{Capital propriu}} \times 100$$

Spre deosebire de rentabilitatea economică, care urmărește întreg capitalul permanent al companiei, rentabilitatea financiară se concentrează numai asupra randamentului capitalului investit de acționari. O rată mică poate conduce la nemulțumirea acționarilor pentru că nu oferă posibilitatea distribuirii de dividende pe măsura așteptărilor, dar poate exprima, de asemenea, o eventuală supracapitalizare. O altă interpretare a nivelului scăzut al acestui indicator poate fi politica de reinvestire a profitului pentru creșterea activelor și a fluxurilor de venituri viitoare. Dacă ținem cont de faptul că multe din aceste investiții se fac în activități de cercetare-dezvoltare, care vor aduce profituri, dar nu pe termen scurt, este posibil ca în viitor ROE să crească oferind satisfacție acționarilor. Pe de altă parte, o rată prea mare indică o subcapitalizare și deci, un grad mare de îndatorare. Este foarte important ca toți indicatorii să fie analizați contextual și în corelație unii cu alții.

Pentru acționar este important să știe și care este profitul pe acțiune determinat conform formulei:

$$\text{Profitul pe acțiune} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Nr. acțiuni}} \times 100$$

indicator care reflectă capacitatea emitentului unei acțiuni de a obține profit. Dividendele nete sunt cele care rămân după plata impozitului pe dividend, dividendul pe acțiune dă măsura venitului pe care îl obține posesorul de acțiuni din investiția sa:

$$\text{Dividendul pe acțiune} = \frac{\text{Dividend net}}{\text{Nr. acțiuni}} \times 100$$

În legătură cu dividendele, se poate calcula și o **rată de distribuire a dividendului**, care reflectă partea din profitul exercițiului financiar ce va fi distribuită acționarilor și se determină conform formulei:

$$\text{Rata dividendului (d)} = \frac{\text{Dividend net}}{\text{Profit net}} \times 100$$

Mărimea acestei rate este influențată în mod fundamental de decizia AGA privind distribuirea profitului. Pot exista următoarele situații:

- când d tinde către zero, se constată preocuparea companiei pentru asigurarea autofinanțării prin reinvestirea profitului;
- când d tinde către 100%, compania este preocupată de menținerea interesului acționarilor în deținerea pe mai departe a acțiunilor ei, distribuind dividende mari;
- când d este egal cu 100%, compania nu încorporează în rezerve nimic din profitul obținut;
- când d depășește 100%, compania apelează la rezervele acumulate anterior, pentru a le distribui ca dividende.

Dividendul reprezintă partea din profitul net al unei societăți pe acțiuni care se repartizează acționarilor pentru fiecare acțiune, sub formă de numerar, de acțiuni suplimentare sau în natură (produse).

Opțiunea conducerii întreprinderii, între reinvestirea parțială sau integrală a profitului net al acționarilor și/sau distribuirea parțială sau totală a acestuia sub formă de dividende, definește politica de dividend a societății respective. Deținătorii acțiunilor ordinară încasează un dividend anual, stabilit în funcție de mărimea profitului și în conformitate de politica de dividend adoptată, în timp ce acțiunile privilegiate au dreptul la obținerea unui dividend fix, indiferent de mărimea profitului obținut.

Dividendul este partea din profit convenită sau repartizată acționarilor și se determină procentual, în funcție de capitalul subscris:

$$D = \frac{VN \cdot d}{100}$$

unde: D – indică dividendul repartizat;

VN – valoarea nominală;

d – rata de distribuire a dividendelor (payout ratio).

Acționarii unei societăți sunt „posesorii” ei și au dreptul să primească o parte a beneficiilor societății. Unele societăți își plătesc acționarii o dată pe an (dividend final), pe când altele plătesc în timpul anului dividende intermediare, iar la sfârșitul anului un dividend final. Politica de dividende a unei societăți este influențată de un anumit număr de factori, printre care restricțiile legale referitoare la tipul de profit ce poate fi distribuit, nevoia de a susține creșterea economică și necesitatea de a satisface acționarii.

Atunci când Consiliul de Administrație al unei societăți declară dividendul (de regulă, în numerar), acționarul are dreptul la acest dividend. Consiliul poate, de asemenea, declara ca dividende, acțiuni suplimentare. Directorii propun valoarea finală a dividendului pentru acționari, spre a fi aprobat de Adunarea Generală Anuală.

În cadrul politicii de dividend, obiectivul urmărit îl constituie randamentul, deci menținerea interesului acționarilor pentru păstrarea acțiunilor deținute. Alegerea politicii de dividend este guvernată de dorința de maximizare a valorii întreprinderii.

4.6.3.4. Rate de piață ale valorilor mobiliare

Rațiunea care stă la baza calculului ratelor de piață este determinată de faptul că prin listarea pe piața de capital la bursa de valori, titlurile mobiliare ale unei companii vor primi o valoare de piață diferită de cea nominală, aceasta rezultată din echilibrarea raportului dintre cererea și oferta pentru titlurile respective, exprimate zilnic pe piață. În consecință, valoarea de piață sau capitalizarea bursieră a companiei, adică numărul de acțiuni multiplicat cu cursul bursier, va fi diferită de valoarea capitalului social sau valoarea contabilă.

Calculul ratelor de piață vine în întâmpinarea nevoii de a estima valoarea intrinsecă a acțiunilor, altfel spus, a cursului teoretic la care se raportează analistul atunci când apreciază nivelul curent de piață a activelor financiare.

În aceste condiții, valorii nominale a titlurilor i se asociază și alte categorii de valori, cum sunt: valoarea de piață, valoarea de rentabilitate și valoarea patrimonială.

Valoarea de rentabilitate se bazează pe rezultatul întreprinderii. Ea poate fi rentabilitate financiară sau de randament.

Valoarea financiară exprimă echivalentul corespunzător capitalizării dividendului anual pe acțiune la o rată medie a dobânzii pe piață sau, altfel spus, corespunde sumei totale care, plasată la o dobândă sigură, va aduce un câștig egal cu veniturile titlurilor. Formula de calcul este următoarea:

$$\text{Valoarea financiară} = \frac{\text{Dividend pe acțiune}}{\text{Rata medie a dobânzii pe piață}}$$

Rata dobânzii este cea corespunzătoare titlurilor de valoare cu venituri fixe (obligațiuni). În ceea ce privește dividendul luat în calcul, el este cel distribuit în cursul exercițiului sau o medie aritmetică a dividendelor distribuite în cursul ultimelor cinci exerciții.

Valoarea de randament este valoarea ce corespunde profitului net pe o acțiune și care se poate capitaliza în cursul unui exercițiu financiar, la rata medie a dobânzii de piață.

$$\text{Valoarea de randament} = \frac{\text{Venitul titlurilor}}{\text{Rata medie a dobânzii pe piață}}$$

unde:

Venitul titlurilor = Dividendul pe acțiune + Cota-parte din profit încorporată în rezerve

În evaluarea titlurilor prin metoda valorii financiare și a valorii de randament, se va acționa cu prudență, pentru că alegerea unei rate a dobânzii nerealiste poate conduce la rezultate eronate.

Valoarea patrimonială se obține prin calculul valorii titlurilor pornind de la situația financiară evidențiată în bilanț. În acest caz, se disting două elemente: *valoarea matematică contabilă* și *valoarea matematică intrinsecă*.

Într-o abordare simplistă, valoarea patrimonială se determină ca *valoare contabilă* după următoarea formulă:

$$\text{Valoarea contabilă} = \frac{\text{Active totale} - \text{Datorii}}{\text{Nr. de acțiuni}} = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Nr. de acțiuni}}$$

Dacă valoarea contabilă este mai mică decât cursul bursier, se consideră că titlurile sunt supraevaluate, aceasta poate fi un semnal de vânzare, ceea ce produce o ajustare prin scăderea cursului. Atunci când valoarea contabilă este mai mare decât cursul bursier, situația poate fi interpretată ca un semnal de cumpărare, mai devreme sau mai târziu piața va corecta prețul de tranzacționare, grație legităților ei intrinseci, la starea de echilibru în care cursul va reflecta valoarea intrinsecă.

Analiza și calculul valorii patrimoniale se detaliază prin evaluarea *valorii matematice contabile*, a *valorii matematice intrinseci* și a *valorii de lichidare*. Pentru a înțelege relațiile de calcul asociate acestor valori, se pornește de la următoarea reprezentare a bilanțului (tabelul 4.14.):

Tabelul 4.14.

Structura generală a bilanțului

Activ fictiv	Cheltuieli de constituire	Capitaluri Proprii	Pasiv fictiv
Activ real	Activ imobilizat		Provizioane pt. riscuri și cheltuieli
	Activ circulant		
Activ fictiv	Active de regularizare și asimilate	Datorii	Pasiv real
	Prime privind rambursarea obligațiunilor		

Valoarea matematică-contabilă a titlurilor sau *valoarea bilanțieră* se calculează ca raport între situația contabilă netă sau activul net contabil și numărul de titluri. Relația de calcul a activului net contabil (ANC) se scrie după cum urmează:

$$\text{ANC} = \text{Activul real} - \text{Datorii}$$

ANC = Capitalurile proprii – Activele Fictive

Activul real = Activul bilanțier – Activele Fictive

În componența activelor fictive, sunt incluse următoarele structuri: cheltuielile de constituire a societății, inclusiv cele cu emisiunea de acțiuni, activele de regularizare și asimilate și primele privind rambursarea obligațiilor.¹⁵

Valoarea matematică-intrinsecă a titlurilor se calculează raportând activul net intrinsec la numărul de acțiuni. Activul net intrinsec se determină pe baza relației:

$$\text{Activul net intrinsec} = \text{Activul net contabil} + \text{Provizioane pentru riscuri și cheltuieli} + \text{Capital subscris nevărsat}$$

Provizioanele pentru riscuri și cheltuieli constituite în mod nejustificat sunt considerate rezerve deghizate și, ca urmare, se adaugă la activul net contabil.

Dacă valoarea matematică a unei acțiuni se compară cu valoarea ei de piață, rezultatul obținut constituie un indicator al încrederii pe care investitorii o au în capacitatea managerială a companiei.

Toți indicatorii calculați anterior au relevanță numai pentru un orizont de timp relativ scurt, dat fiind caracterul lor static. În completarea lor, vin o serie de indicatori care realizează o estimare a valorii acțiunilor în funcție de valoarea actuală a veniturilor viitoare aduse de un titlu financiar. Caracteristica principală a acestor metode constă în faptul că iau în calcul întreaga durată de existență a activului la care se referă. În cazul acțiunilor se poate utiliza următoarea formulă:

$$\text{Valoarea actuală a acțiunii} = \frac{D_t}{(1+a)^t} + V_0$$

unde:

D_t reprezintă dividendul pe acțiune estimat pentru anul t ;

V_0 – valoarea intrinsecă a acțiunii în momentul inițial;

a – coeficientul de actualizare.

Abordarea valorii intrinseci, ca valoare de randament, a condus la apariția, în practica bursieră, a unor indicatori derivați, și anume: raportul preț-câștig (**PER**, price to earning ratio), rata valorii de piață (**PBR**, market price to book value ratio), raportul preț-vânzări (**PSR**, price to sales ratio) și rata „ q ” a lui Tobin. Aceste rate reprezintă cea mai completă măsură a performanțelor companiei, pentru că reflectă influența agregată atât a ratelor de risc, cât și a celor de rentabilitate.¹⁶

➤ **Raportul preț-câștig** (**PER**, price-earning ratio)

$$\text{PER} = \frac{\text{Cursul acțiunii}}{\text{Profitul net pe acțiune}}$$

Rata PER este unul din cei mai utilizați indicatori folosiți în analiza bursieră. În mod simplist, acest raport indică perioada de timp necesară unui investitor pentru a-și recupera investiția inițială. Altfel spus, PER arată cât trebuie să plătească investitorul pentru a obține o unitate monetară din profiturile firmei. Ca regulă empirică, un PER relativ mare este caracteristic unei acțiuni scumpe și posibil supraevaluată. În caz contrar, când PER este relativ scăzut, acțiunea este ieftină și, în consecință, se recomandă cumpărarea ei.

Deși PER este foarte utilizat, interpretarea acestui indicator și relevanța sa în analiza bursieră prezintă anumite limite. Într-o abordare statică este firesc, prin prisma celor arătate, ca o acțiune cu un PER mic, să fie preferată uneia cu un PER ridicat. Posesorul acțiunii are însă dreptul la veniturile viitoare în aceeași măsură ca și la cele curente, iar profitul curent adus de valoarea mobilă poate fi foarte diferit de profiturile viitoare ale acesteia. În aceste condiții, este posibil ca acțiunea cu un PER mai mare să fie mai profitabilă decât cea cu un PER mai scăzut, dacă există perspectiva ca

¹⁵ Stănescu, C.; Ișfănescu, A.; Băicuși, A. *Analiza economico-financiară*. Ediția a II-a, Ed. Economică, București, 1999;

¹⁶ Stancu, I. *Finanțe - Teoria piețelor financiare. Finanțele Întreprinderii. Analiză și gestiune financiară*. Ed. Economică, București, 1998

profiturile și, implicit, dividendele să crească rapid în exercițiile următoare. Așadar, în analiza PER se va ține seama și de creșterea sau diminuarea veniturilor aferente acțiunii în viitor.

Privită din perspectiva ipotezei pieței eficiente, ideea conform căreia strategia de investiție în acțiuni cu PER mic va conduce la o rentabilitate așteptată superioară investiției în acțiuni cu PER mediu sau mare, la același nivel de risc, nu poate fi susținută. Pentru că, dacă acest tip de strategie a dat rezultate în trecut, în viitor, aproape sigur, se va dovedi inoperantă, deoarece ea își pierde avantajul prin adoptarea ei de foarte mulți investitori.

➤ **Rata valorii de piață (PBR, market-to-book ratio)**

$$\text{PBR} = \frac{\text{Cursul acțiunii}}{\text{Valoarea contabilă a acțiunii}}$$

Acest indicator măsoară valoarea pe care piața o adaugă managementului și modului de organizare a firmei, aceste două elemente sunt factori care influențează creșterea activității. Valoarea contabilă a acțiunii reflectă costul istoric al activelor fizice ale companiei. O companie bine condusă, cu un management puternic și o organizare care funcționează eficient, va avea o valoare de piață mai mare decât valoarea istorică a activelor sale.

Analiștii consideră că acțiunile unei companii cu un PBR scăzut reprezintă o investiție „sigură” prin prisma faptului că valoarea contabilă este un nivel pe care se „sprijină” cursul de piață. Valoarea contabilă este considerată nivelul dincolo de care prețul de piață nu va scădea, pentru că firmei îi va rămâne oricând opțiunea de a lichida sau a vinde activele sale, la valoarea lor contabilă. Un PBR scăzut este considerat în măsură să asigure o „marjă de siguranță”, mulți analiști evită acțiunile cu un PBR ridicat în procesul de constituire a unui portofoliu. Ei pleacă de la ideea că, în condițiile în care ceilalți indicatori rămân identici, pentru două acțiuni, cea cu un PBR mai scăzut este mai sigură. Deși pentru anumite companii această abordare se dovedește valabilă, faptul că valoarea contabilă nu este chiar o valoare de lichidare face ca „marja de siguranță” să își piardă din relevanță. De fapt, dacă se apelează la modelele de evaluare a acțiunilor, se constată că o rată a valorii de piață ridicată este un indiciu că investitorii consideră că firma în cauză are posibilități de a obține o rentabilitate financiară (ROE) mai mare decât rata capitalizării pieței (k, în modelul lui Gordon). S-a constatat că PBR este corelat pozitiv cu ROE, adică pentru o rată a veniturilor reinvestite, un PBR în creștere va determina o majorare a ROE. Această observație este valabilă, deoarece, cu cât este mai mare rentabilitatea sperată a investițiilor viitoare ale companiei, cu atât mai mare va fi valoarea sa pe piață.¹⁷

Este important să subliniem corelația dintre raportul preț-câștig (PER), rata valorii de piață (PBR) și rentabilitatea financiară (ROE):

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{Profit net}}{\text{Capital propriu}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Activ net contabil}} = \\ &= \frac{\text{Valoare de piață}}{\text{Activ net contabil}} \cdot \frac{\text{Valoare de piață}}{\text{Profit net}} = \frac{\text{PBR}}{\text{PER}} \end{aligned}$$

Rentabilitatea financiară este direct proporțională cu rata valorii de piață și invers proporțională cu raportul preț câștig.

➤ **Raportul Preț-vânzări (PSR – Price-to-Sales Ratio)**

$$\text{PSR} = \frac{\text{Prețul de piață}}{\text{Vânzări anuale / Nr. acțiuni}}$$

După cum se observă din relația de calcul, acest indicator este determinat de raportul dintre cursul bursier și vânzările anuale pe acțiune. PSR a început să fie utilizat de către analiști începând cu prima jumătate a anilor '80 datorită faptului că s-a constatat relevanța sa în cadrul identificării

¹⁷ Stancu I. Finanțe – Teoria piețelor financiare. Finanțele Întreprinderii. Analiză și gestiune financiară. Ed. Economică, București, 1998

acțiunilor supraevaluate. Principiul de bază sau regula empirică atașată acestei rate este aceea că o acțiune este cu atât mai puțin probabil să fie supraevaluată, cu cât PSR este mai scăzut.¹⁸

Folosirea indicatorului în practică a arătat că acesta este mai util în identificarea investițiilor neprofitabile, decât în descoperirea celor profitabile. Mai mult, analiștii care îl folosesc afirmă că este util mai ales în evaluarea acțiunilor companiilor cu profituri mici sau neprofitabile, în special datorită faptului că în cazul acestora, calculul PER se dovedește inoperant, fără să ofere semnificații importante.

Deși analiza indicatorilor este utilă, ea are anumite limite, din care unele sunt prezentate în continuare.

➤ Există firme mari, cu activități în diferite domenii industriale. Acest lucru face dificilă elaborarea unui set coerent de indicatori medii într-un singur sector industrial pentru compania respectivă, de aceea analiza indicatorilor e mai eficientă pentru firmele mici.

➤ Inflația a distorsionat mult bilanțurile contabile, astfel încât analiza firmelor de vârstă diferită poate duce la erori, dacă nu se fac anumite corecții.

➤ Factorii sezonieri pot perturba analizele indicatorilor (ex.: viteza de rotație a stocurilor).

➤ În țările cu piețe în formare (de exemplu, România), orientarea predominantă este analiza la nivelul companiilor, spre deosebire de țările cu piețe dezvoltate unde profesioniștii din domeniul investițiilor dedică până la 30% analizei generale a pieței și a ramurilor industriale și circa 10% cercetării și analizei acțiunilor. Datorită condițiilor existente, în România a fost benefică introducerea reglementărilor contabile bazate pe Standardele Internaționale de Contabilitate ce obligă retratarea situațiilor financiare în concordanță cu realitățile economice și cu riscurile existente, precum și obligativitatea calculării și urmăririi indicatorilor economico-financiar.

§4.7. Impactul macrofactorilor în analiza valorilor mobiliare

Macrofactorii pot avea un efect dramatic asupra titlurilor de valoare analizate. Există mai multe tipuri de macrofactori, unii dintre aceștia sunt de natură internă, iar alții sunt de natură externă. Macrofactorii importanți sunt:

➤ Economici – ratele de schimb, inflația, salariile, impozitele etc.

➤ Sociali și politici – șomaj, asistență socială, taxe, etc.

➤ Dezastre naturale – incendii, inundații, secetă, molime etc.

Oricare din acești factori poate să influențeze profitul societății, natura riscului și proiectele de dezvoltare. De aceea, este imperios necesar ca analiștii în domeniul valorilor mobiliare să înțeleagă modul în care acești factori influențează evaluarea unui titlu și, în particular, cât de vulnerabilă este activitatea principală a unei societăți față de macrofactorii pe care nu-i poate controla.

§4.8. Ratingul pe piața de capital

O parte integrantă a pieței de capital, în general, și a pieței obligațiunilor, în special, o reprezintă agențiile de clasificare a riscului de împrumut – agenții de rating, cum sunt cunoscute pe plan mondial. Piața globală a ratingului se extinde continuu datorită utilizării crescânde ca sursă de finanțare a piețelor de capital în locul creditului bancar.

Un rating înseamnă o evaluare făcută de o agenție specializată (ex.: Moody's Investors' Service, Standard&Poor's Corporation, Fitch Investors's Service Fitch, Duff&Phelps) asupra riscului de neachitare a unei obligațiuni de către un debitor – adică a riscului de neplată la timp și în întregime a principalului și a dobânzii de-a lungul vieții instrumentului evaluat (obligațiuni, garanții de

¹⁸ Stancu I. *Finanțe – Teoria piețelor financiare. Finanțele Întreprinderii. Analiză și gestiune financiară*
Ed.Economică, București.

împrumut și orice fel de polițe de debit). Deci, ratingurile sunt niște calificative care se dau în funcție de capacitatea și bunăvoința emitentului de a-și achita obligațiile, un ghid al abilității și dorinței emitentului de a întruni condițiile emisiunii, reprezentant un factor important în luarea deciziei de investire.

Agențiile de rating evaluează emisiunile de titluri debitoare pe categorii sau clase de risc și le marchează cu litere. Notațiile de rating ale tuturor serviciilor de rating sunt similare. Ratingurile agenției Moody's variază de la Aaa la Aa, A ș.a.m.d. până la C, care este cel mai scăzut rating, în timp ce S&P merge de la AAA până la D, cel mai scăzut rating. Primele patru categorii, de la Aaa (AAA) până la Baa (BBB), sunt denumite „grad de investiție” (investment grade) însemnând printre altele, un risc relativ mic. Obligațiunile cu ratinguri mai mici decât ale celor cu grad (nivel superior) de investiție (Ba, B, Caa, Ca, C și D) sunt considerate „speculative”, ceea ce înseamnă că posibilitatea emitentului de a le îndeplini este mai puțin sigură. Aceste obligațiuni sunt denumite „junk bonds” datorită randamentului mare, dar și riscului mare. În general, când un emitent are ratinguri provenite de la mai multe agenții de rating, acestea sunt, de regulă, aceleași. Ratinguri diferite de la agenții de rating diferite pentru același emitent sunt, rare și sunt denumite „split ratings”. De obicei, ele diferă doar cu un nivel, diferențele mai mari de un nivel sunt extrem de rare.

Un aspect deosebit, care trebuie analizat, este modalitatea în care **ratingurile** acordate de agențiile specializate **influențează rata dobânzii** pe care emitentul de titluri debitoare trebuie să-o plătească pentru a atrage investitorii. Astfel, comparând obligațiuni cu aceeași maturitate, cu cât ratingul este mai mare cu atât este mai mică rata dobânzii pe care o plătește, deci și randamentul. Similar, obligațiunile cu un rating mic trebuie să plătească dobânzi ridicate, oferind randamente înalte pentru a ademeni investitorii care ar putea fi îngrijorați în legătură cu plata la timp a dobânzii și a principalului. Acest lucru se poate observa în graficul următor.

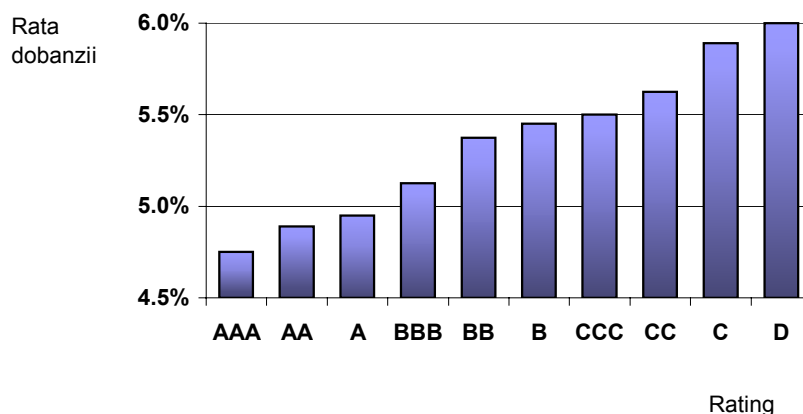


Figura 4.14. Tipurile de risc

Atunci când un emitent se află în „vizorul” agențiilor de rating, acest lucru îl poate avantaja, dar și dezavantaja. Avantajele reies din faptul că emitenții superior clasificați dispun de flexibilitate financiară, având acces mai larg pe piață, ceea ce înseamnă, de fapt, costuri mai reduse. Un rating bun îi oferă emitentului accesul la piețele internaționale de capital în special în cazul piețelor în care nu este prea bine cunoscut sau în care investitorii nu sunt familiarizați cu limbajul emitentului, cu practica sa comercială sau cu metodologia contabilă. Dezavantajele apar în momentul în care emitentul se confruntă cu dificultăți financiare ceea ce conduce la degradarea ratingului acordat.

Credibilitatea agențiilor de rating. Participanții pe piața de capital și-au pus problema cât de credibile sunt „notele” acordate de agențiile de rating având în vedere că peste 90% din veniturile acestora provin din taxele obținute pe serviciile de rating percepute de la emitenții de titluri, care ar putea fi un stimulent în acordarea unor ratinguri ridicate nemeritate, însă, de debitori. Aceste agenții de rating își ofereau inițial serviciile gratis și își finanțau activitatea din vânzarea buletinelor de rating publicate. Dar atâta vreme cât publicațiile puteau fi ușor copiate, aceasta nu reprezintă o sursă sigură și în creștere de venituri. Confruntându-se cu cereri de evaluare tot mai complexe și venituri limitate, agențiile de rating au început astfel să perceapă taxe de la emitenții de titluri. Se consideră

că ele ar trebui să se orienteze spre încasarea de venituri de la investitori și nu de la emitenții de titluri debitoare.

Ca răspuns la aceste acuzații, agențiile de rating au demonstrat că ele sunt interesate în a-și menține reputația pentru acuratețea și calitatea înaltă a ratingurilor acordate. Dacă investitorii și-ar pierde încrederea în evaluările unei agenții, emitenții de titluri nu ar beneficia de o mai bună acceptare de către piață și de costuri de împrumut mai mici, de pe urma cumpărării ratingului. Așadar, ratingurile inexacte ar putea expune agenția la despăgubiri legale costisitoare. Este puțin probabil ca agențiile de rating să renunțe la credibilitatea lor în schimbul unui câștig pe termen scurt.

Exactitatea ratingurilor. Utilitatea agențiilor de rating pentru participanții pe piețele de capital este legată, în ultimă instanță, de precizia cu care acestea măsoară riscul de nerespectare al angajamentelor diferiților emitenți.

Graficul de mai jos ne arată cât de exacte sunt ratingurile Moody's pe termen lung, în a previziona neîndeplinirile în ultimii 20 de ani. Datele arată creșteri cumulate ale ratelor de neîndeplinire pentru emitenții de titluri la fiecare categorie, pentru perioade de deținere de 5, 10, 15 și 20 de ani.

În general, cu cât este mai scăzut ratingul și mai lungă perioada de deținere, cu atât este mai ridicată rata de neîndeplinire. Astfel, putem vedea că pentru o perioadă de deținere de 5 ani, în medie doar 0.1% din emitenții clasificați cu Aaa nu și-au îndeplinit obligațiile, față de 28% din emitenții clasificați cu B. Ratele medii cumulate de neîndeplinire – care reprezintă proporția în care emitenții de titluri nu-și îndeplinesc obligațiile în timpul perioadei considerate – variază în funcție de categoria de rating și perioada de deținere.

Este important de menționat faptul că ratingurile se concentrează asupra riscului pierderilor înregistrate la credite, ca urmare a unei neplăți sau întârzieri la plată. Acestea nu se aplică la măsurarea altor riscuri ce pot fi implicate de investițiile cu venit fix, ca urmare a modificării ratei dobânzii sau datorate plății principalului înainte de scadență.

Studiul arată că ratingul poate fi prevăzut cu un grad destul de mare de acuratețe și, totuși, ca reacție la criticile făcute, agențiile de rating și-au extins puternic personalul specializat, au adoptat noi tehnologii, s-au străduit să mărească valabilitatea în timp a calificativelor acordate, pentru ca aceste ratinguri să fie și mai exacte.

CAPITOLUL V. MANAGEMENTUL RISCULUI PE PIAȚA DE CAPITAL

§5.1. Comportamentul firmelor față de riscul financiar

Riscul nu este neobișnuit. Ca sângele într-un corp viu, el este prezent în orice afacere și este un test pentru întreprinzători și pentru directorii întreprinderilor. Contează nu cât de mare este riscul, ci cum este el tratat și în ce climat de cunoaștere a sistemului operează întreprinderea respectivă.

Orice firmă însă, trebuie să-și cunoască riscul și să ia măsuri de protecție împotriva lui. Prin urmare, aceasta are nevoie de un inventar al riscurilor posibile cu care se confruntă.

Riscul de piață este expunerea la modificarea nefavorabilă a prețului sau a valorii activului pe care îl tranzacționează firma sau îl deține ca investiție de portofoliu. Riscul de piață este un factor conceptual cuantificabil, iar folosirea cuantificărilor numai în prețuri curente de piață pentru a calcula orice profit sau pierdere care decurge din modificările de prețuri se impune.

Riscul de lichiditate survine atunci când o piață de capital nu are capacitatea de a tranzacționa, cel puțin, fără un impact nefavorabil asupra prețului orice cantitate din orice active se pot cumpăra ori vinde. De asemenea, el este prezent atunci când există o incapacitate de a achita o datorie la scadență.

Riscul de contrapartidă apare când unul dintre partenerii din tranzacție s-ar putea să nu-și onoreze obligațiile contractuale.

Riscul politic și de țară nu trebuie subestimat niciodată când se fac afaceri în străinătate sau care implică risc de țară „risc de suveranitate”, trebuie ținut cont de stabilitatea economică și socială a țării, de practicile sale comerciale, tradiții și etică, de legislația comercială, solvabilitatea valutară a țării, eficacitatea sistemului juridic și polițienesc etc.

Riscul ratei de schimb valutar. Chiar și valutele cele mai puternice înregistrează mișcări substanțiale, atât pe perioade relativ scurte de timp, cât și pe perioade lungi. Acestea pot altera balanța de venituri și cheltuieli, pot afecta conturile de profit. Există și consecințe strategice pe termen lung, cum ar fi cursul de schimb care evoluează la nivelul care afectează fundamental competitivitatea întreprinderii de pe piețele internaționale.

Riscul de hedging (riscul operațiunilor de protecție financiară) se manifestă atunci când nu se reușește o protecție satisfăcătoare pentru expunerea la risc, fie din cauză că ea nu poate fi găsită pe piață, fie din cauza unor greșeli.

Riscul de finanțare. O afacere eșuează atunci când ea nu-și poate plăti datoriile. Această eventualitate dă dimensiune riscului pe care și-l asumă toți cei care finanțează o anumită afacere.

Riscul ratei dobânzii – modificările ratei dobânzilor au un impact direct asupra sumelor de plătit (în calitate de debitor) sau de primit (creditor), acest risc poate fi compus împreună cu riscul cursului de schimb valutar, dacă sumele sunt exprimate într-o monedă străină.

Riscul operațional este un risc atotcuprinzător în funcționarea unei întreprinderi sau a unei afaceri care include erori umane sau comportament individual fraudulos, pierderi de documente sau de date înregistrate, sisteme ineficiente de funcționare a întreprinderii sau de control, care, dacă s-ar întâmpla simultan, ar constitui un adevărat scenariu de dezastru al întreprinderii.

Riscul legislativ, juridic, de litigiu și de documentare. Astfel de riscuri pot fi semnalate de următoarele întrebări:

„Este contractul recunoscut de legislația pe teritoriul țării în care se operează? Legea cărei țări guvernează contractul și arbitrajul juridic în caz de dispută? Ar putea un reclamant să intenteze un proces în străinătate, unde are șanse mai bune de succes?”

Există părerea, tot mai des întâlnită, că atunci când ceva nu merge bine într-o parte, altcineva trebuie să plătească, iar dacă plătește statul este cel mai bine.

Riscul agregării se manifestă atunci când tranzacția implică mai multe piețe, uneori piețe din țări diferite, în care pot apărea tot felul de probleme diferite.

Riscul concentrării este expunerea la un nivel mare de risc pe un singur instrument sau pe un singur segment de piață, prin extindere, riscul concentrării apare și pe o piață dominată de un număr mic de firme (pe piețe de monopol sau oligopol).

§5.2. Riscul pe piețele de capital

Prin definiție, riscul financiar este un context de împrejurări în care un eveniment nedorit are o anumită probabilitate de a se produce sau în care mărimea evenimentului are o anumită probabilitate de a se produce ori în care mărimea evenimentului are o anumită posibilitate de distribuție. Astfel, venitul de pe urma unei investiții directe sau a unui plasament financiar poate fi riscant, pentru că are o singură șansă din 10 de a fi o pierdere, 5 șanse din 10 de a avea o anumită mărime și 4 șanse din 10 de a fi și mai mare. Nu contează cât de mare este riscul, ci cum este el tratat și în ce climat de cunoaștere a sistemului operează întreprinderea respectivă.

Orice firmă însă, trebuie să-și cunoască riscul și să ia măsuri de protecție împotriva lui. Prin urmare, aceasta are nevoie de un inventar al riscurilor posibile cu care se confruntă.

Riscurile investiționale financiare sunt:

1. *Riscul inflaționist* este riscul ca moneda să-și piardă puterea de cumpărare în timp ce prețurile cresc.

2. *Riscul unei afaceri* se referă la incertitudinea privind cererea pentru serviciile sau produsele pe care le poate oferi o societate și abilitatea managerială a companiei de a aduce profit.

3. *Riscul opțional* apare în momentul necesității alegerii unui titlu de valoare dintre mai multe existente, toate aparent potrivite, dar existând posibilitatea ca clientul să aleagă una cu performanțe foarte scăzute.

4. *Riscul momentului* este riscul de a suferi pierderi sau scăderi posibile ale câștigului prin cumpărări sau vânzări sau titluri de valoare într-un moment prost ales, în desfășurarea activităților societății.

5. *Riscul pieței* este legat de incertitudinea asupra nivelului viitoarelor prețuri, datorită schimbării atitudinii investitorilor. Optimismul sau pesimismul investitorilor poate duce la mari modificări în prețul valorilor mobiliare, chiar și în cazul unor societăți foarte bine cotate.

6. *Riscul creditului* – măsură a valorii creditului societății emitente. Riscul se referă la posibilitatea ca societatea să nu poată plăti dobânda sau capitalul în momentul în care a ajuns la scadență.

7. *Riscul solvabilității* se referă la modificările nefavorabile în calitatea titlurilor de valoare cumpărate inițial, acestea permițând convertirea lor în bani lichizi fără a suferi penalizări sau pierderi importante.

8. *Riscul vandabilității* se referă la viteza și ușurința cu care un titlu de valoare poate fi cumpărat sau vândut fără o schimbare majoră a prețului. Un titlu de valoare care se găsește în cantitate foarte mare pe piață și este tranzacționat activ este foarte vandabil și, în consecință, foarte lichid.

9. *Riscul schimbării cadrului legislativ* provine din posibilitatea apariției schimbărilor cadrului legislativ sau la nivel guvernamental, care pot afecta valoarea titlurilor cumpărate.

§5.3. Riscul managementului riscului

O altă mare problemă mult disputată în ultimii ani este monitorizarea riscului.

Responsabilitatea pentru managementul riscului revine directorului executiv, sarcina lui este să se asigure că sistemele adecvate de lucru și de control funcționează bine. O întreprindere fără astfel de sisteme dă faliment.

Astfel, directorul firmei trebuie să pună întrebări angajaților, iar în cazul în care nu primește un răspuns direct, ci unul evaziv, trebuie să aprofundeze întrebările până înțelege fenomenul pe deplin. De asemenea, directorul trebuie să fie circumspect și să nu se lase amețit de succes. Faptul că lucrurile nu au mers prost nu înseamnă că ele au fost corect făcute.

Puține firme sunt imune la mania caracteristică economiilor în expansiune și multe se tem că vor rămâne în urma altora cu profiturile și cu poziția pe piață, dacă nu se extind în ritmul concurenței. Într-o astfel de euforie, precauția este tratată ca o stare jenantă și ca un obstacol ce trebuie înlăturat. Aceasta vine în contradicție cu principiile economice pe baza cărora se poate anticipa recesiunea care vine după expansiune.

Din păcate, fiecare generație reînvață lecția amară a căderii și trebuie să-și refacă cu greutate și cu mari sacrificii rezervele financiare, spunându-și că va avea grijă „să nu se întâmple din nou”.

5.3.1. Utilizarea instrumentelor financiare derivate de către firmele nefinanciare

Firmele financiare nu există numai pentru a face intermedierea dintre populația care economisește și firmele care investesc. Atât populația, cât și firmele nefinanciare pot să-și protejeze activele bănești excedentare luând legătura cu firmele financiare pentru a le transforma excedentele în investiții de portofoliu. Tot prin intermediul firmelor financiare, firmele nefinanciare își pot proteja nu numai excedentele bănești, ci și activitatea curentă cu ajutorul derivatelor financiare.

În esență, instrumentele financiare derivate cuprind contractele la termen (forwards sau futures) opțiunile și swopurile, plus contractele mixte care conțin unul sau mai multe dintre aceste instrumente. Utilizarea derivatelor este în creștere atunci când volatilitatea prețurilor se mărește și pe măsură ce percepția publicului și a firmelor asupra avantajelor lor crește.

Instrumentele derivate controlează expunerea la patru mari categorii de risc: cursul valutar, rata dobânzii, prețul produselor de bază și prețul acțiunilor de capital.

Pentru fiecare sursă din cele patru categorii de risc, există sapte tipuri de instrumente derivate:

1. contracte la termen forwards;
2. contracte la termen futures;
3. swopuri;
4. opțiuni pe piață prin contor;
5. opțiuni comercializate la bursele de capital;
6. derivate structurate (combinații de contracte la termen opțiuni și swopuri);
7. titluri de debit combinate (datorii directe combinate cu instrumente derivate).

§5.4. Rentabilitatea și riscul valorilor mobiliare

5.4.1. Rentabilitatea valorilor mobiliare

Într-un comportament rațional, agenții economici fac anticipări pertinente asupra performanțelor proiectelor lor de investiții în active financiare. În consecință, ei estimează fluxurile viitoare de trezorerie (cash-flow) și rata de actualizare a lor în raport cu toate informațiile interne și externe disponibile (active disponibile exploatabile structura capitalurilor, structura costurilor, rata dobânzii, rata inflației etc.).

Imperfecțiunile inerente oricărui proces de anticipare, pe de o parte, și modificările neașteptate în evoluția fenomenelor economice, pe de altă parte, fac posibilă existența unor abateri ale fenomenelor reale față de mărimea lor anticipată. Rentabilitatea proiectelor de investiții în cumpărarea de valori mobiliare comportă un risc, respectiv o abatere față de mărimea estimată a acestuia.

Există două căi de estimare a rentabilității și riscului de mediu aleatoriu, utilizând anumite ipoteze de lucru:

1. Se consideră că trecutul este o oglindă a viitorului. Din mulțimea de rentabilități anterior înregistrate în investiții similare, se desprinde o medie. Această tendință centrală are cea mai mare șansă să se înregistreze și în viitor, considerând că, în viitor, condițiile de exploatare rămân nemodificate (sau se modifică în mod nesemnificativ) putem admite fără să greșim că și abaterea medie a rentabilităților viitoare față de tendința centrală va fi aceeași sau, în orice caz, foarte apropiată de cea înregistrată anterior;

2. A doua cale este cercetată pentru investiții nesimilare celor anterioare, produse noi, piețe noi sau pentru condiții de exploatare modificate în mod substanțial. În aceste condiții, experții în

previziunea economică vor identifica diferitele stări ale naturii economice viitoare (optimistă, staționară, pesimistă) și vor căuta cea mai bună cale de estimare a cash-flow-urilor în aceste stări probabile. Din acestea se extrage o speranță de rentabilitate și o speranță a abaterilor rentabilităților viitoare față de tendința centrală existentă.

Cumpărarea unor valori mobiliare (acțiune, obligațiune, certificat de depozit etc.) reprezintă un act de investire de capital. În fapt, este vorba de un transfer de capital către un antreprenor (o firmă) de la care se așteaptă o rentabilitate corespunzătoare riscului asumat prin această investire de capital propriu.

Rentabilitatea unei acțiuni este determinată de două argumente ale câștigului într-o astfel de investiție: dividendul și creșterea valorii pe piață (câștig de capital). Motivația investitorului de a cumpăra o acțiune, imediat după emisiunea ei este dividendul net pe care îl va aduce această acțiune. Dar orice acțiune suscită interesul investitorului și pentru o altă competență a rentabilității și anume: creșterea previzibilă a valorii de piață în raport cu prețul ei de achiziție. Această ultimă motivație este cea care determină o circulație bursieră mai mult sau mai puțin activă acțiunilor în funcție de câștigul scontat prin speculația bursieră. Așadar, rentabilitatea unei acțiuni cuprinde dividendul net la sfârșitul perioadei de previziune (D_1) și diferența de curs dintre prețul viitor de piață (P_1) și prețul de achiziție (P_0) al respectivei acțiuni. Deci, rentabilitatea (x) și rata rentabilității (R) unei acțiuni se determină astfel:

$$X = D_1 + P_1 - P_0$$

$$R = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0} \cdot 100$$

În fapt, relația de calcul nu este altceva decât formalizarea intenției de fructificare a capitalului economisit și investit în cumpărarea respectivei valori mobiliare. În raport cu prețul plătit inițial, investitorul așteaptă o remunerare (R) care să-i permită la sfârșitul perioadei de deținere a acesteia, încasarea unui dividend sau unei dobânzi (D_1) și recuperarea capitalului investit (la un preț de revânzare P_1 , pe cât posibil, mai mare decât cel inițial):

$$P_0 (1 + R) = D_1 + P_1$$

$$P_0 \cdot R = D_1 + P_1 - P_0$$

relația ratei de rentabilitate va fi:

$$R = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

dividend % capital

Deci, rata de rentabilitate a unui activ financiar este dată de remunerarea $\frac{D_1}{P_0}$, pe care emitentul o poate asigura investitorului de capital și de creșterea relativă în timp, a valorii activului, respectiv $\frac{P_1 - P_0}{P_0}$. În termeni concreți, R semnifică funcționarea unui leu investit în cumpărarea titlului respectiv.

Rentabilitatea unei acțiuni poate fi analizată atât pe o perioadă, cât și de-a lungul mai multor perioade de timp, în condițiile unui mediu economic caracterizat prin stabilitate, cât și a unui mediu economic fluctuant. Analiza rentabilității se poate extinde de la o singură acțiune la cea a unui portofoliu care cunoaște un ansamblu mai mult sau mai puțin eterogen de acțiuni, ceea ce implică estimarea rentabilității fiecărui titlu din portofoliu și apoi analiza globală a portofoliului în funcție de proporția titlurilor grupate din punct de vedere al rentabilității.

Riscul unei acțiuni reprezintă producerea unor evenimente, care pot conduce la pierderea avantajelor pe care deținătoarea acțiunilor le asigură posesorilor și vizează falimentul societății emitente, scăderea profitului ca urmare a activității societății.

Aprecierea riscului unei acțiuni implică analiza:

➤ sensibilității cursului de piață al acțiunii la modificarea dividendelor plătite și în general a poziției pe piață a societății emitente;

➤ variabilității, respectiv a fluctuației cursurilor față de rata rentabilității. Variabilitatea rentabilității unei acțiuni poate fi determinată de influența pieței financiare și de influența caracteristicilor specifice fiecărei acțiuni;

➤ valabilității, respectiv fluctuația cursurilor sau a rentabilității acțiunilor negociate față de medie. Valabilitatea acțiunii reflectă sensibilitatea rentabilității la modificarea rentabilității generale de pe piață.

5.4.2. Atitudinea individului față de risc

Nu numai riscul este de mai multe tipuri, ci și gusturile individuale ale oamenilor. Economisții clasifică atitudinile individuale în trei categorii:

- cu aversiune la risc;
- neutrii la risc;
- iubitori de risc.

O persoană neutră la risc va fi indiferentă la dispersia rezultatelor posibile ale jocului echitabil. Ea va accepta un joc, numai dacă sorții unui profit bănesc sunt favorabili.

Persoana cu aversiune la risc va refuza un joc cu sorți echitabili de risc, dar nu înseamnă că nu va risca niciodată. Dacă sorții unui joc inequitabil sunt suficient de favorabili, profitul bănesc probabil va depăși insatisfacția persoanei de a-și asuma riscul. Cu cât aversiunea la risc este mai mare, cu atât mai favorabili trebuie să fie sorții pentru ca persoana respectivă să accepte riscul.

Un iubitor de risc va accepta riscul, chiar dacă un calcul matematic i-ar demonstra cât de nefavorabili sunt sorții. Cu cât mai mult iubesc riscul, cu atât mai nefavorabili pot fi sorții în jocul de risc acceptat.

Decizia de a risca sau a de a ne asigura contra riscului depinde de două considerații diferite. Prima ține de plăcerea riscului, deoarece există o plăcere sau o durere pe care vrem să o simțim riscând. A doua considerație ține de aversiunea la risc.

Economisții spun despre orice persoană, care refuză un risc cu sorți egali în termeni bănești, că are aversiune la risc, dar ipoteza diminuării utilității marginale ne arată că, exceptând angrenarea ocazională în jocuri de risc pentru a se distra, în general, toți oamenii ar trebui să aibă aversiune la risc. Această constatare are două implicații majore:

1. Oamenii cu aversiune la risc vor cheltui resurse pentru a găsi căi de reducere a riscului.
2. Oamenii care își asumă riscul, trebuie să fie răsplățiți pentru aceasta. Cu cât riscul asumat este mai mare, cu atât răsplata trebuie să fie mai mare. Multe activități economice constau tocmai în a-i incita pe oameni să treacă de la acțiuni cu risc mai mic la acțiuni cu risc mai mare.

5.4.3. Garanții contra riscului la obligațiuni

Administratorul unui portofoliu își poate propune urmărirea obținerii unui randament regulat al portofoliului obligatar, oricare ar fi evoluția ratei dobânzii și durata de viață a titlurilor obligatate pentru a-și proteja portofoliul obținut. Realizarea unui randament regulat în condițiile unei rate a dobânzii fixe este o problemă imposibil de realizat și atunci nu rămâne decât găsirea de soluții pentru realizarea unui randament regulat al portofoliului său, care, însă, să fluctueze în funcție de nivelul ratei dobânzii în limite admisibile. Atunci când ratele dobânzilor scad, obligațiunile cu rata dobânzii variabile vor determina o pierdere de valoare a deținătorului și, ca atare, acesta va urmări să le înlocuiască cu obligațiuni cu rata dobânzii fixă, iar atunci când ratele dobânzii cresc, preferințele se vor îndrepta spre obligațiunile cu rata dobânzii variabilă.

Problema gestionării portofoliului obligator este, deci, de a compensa scăderile de valoare cu creșterile de valoare, sau de a obține un supliment de venituri prin structura portofoliului administrat pentru a-i asigura global un randament regulat.

O altă problemă este de a asigura acoperirea riscului dobânzii stabilite pe o perioadă de timp dată.

Rata dobânzii actualizate asigură reinvestirea veniturilor obținute fără pierderea de valoare. Soluția garantării ratei dobânzii pe o perioadă este de a găsi un împrumut cu cupon zero pentru perioada căutată, căci astfel, rata randamentului actualizat este egală cu cea a plasamentului oricare ar fi evoluția ratei dobânzii între timp.

Pentru a asigura ajustarea fluxurilor (valoarea cuponului rambursării) portofoliului obligatar conform nevoilor investitorului, cunoscând rata randamentului plasamentului său, acesta trebuie să găsească și să cumpere de pe piață obligațiunile fără cupon, rambursabile la datele dorite.

5.4.4. *Relația dintre rentabilitatea acțiunii și rentabilitatea pe piață*

Harry Markowitz, profesor la City University din New York, considerat întemeietorul teoriei portofoliilor, și-a bazat teoria pe ideea că fluctuațiile cursului acțiunii unei societăți pe piața financiară sunt consecință a două categorii de cauze și, ca urmare, riscurile la care este expus deținătorul de acțiuni sunt de două tipuri:

- *riscul sistematic sau riscul pieței;*
- *riscul nesistematic sau riscul specific, individual.*

Pe baza conceptului emis de Markowitz, s-a căutat stabilirea unei relații între rentabilitatea unei acțiuni și rentabilitatea pieței, prin care să se evidențieze riscul sistematic și riscul nesistematic.

În anul 1963, William Sharp a arătat că această relație se poate exprima printr-o ecuație pe care o numește dreapta pieței, care, pentru o perioadă dată este:

$$K_i = \alpha_i + \beta_i K_M + \sum_i$$

unde: K_i reprezintă rata rentabilității acțiunii în timpul perioadei considerate; rata ține seama atât de valoarea dividendului primit, cât și de plusvaloarea realizată de deținătorul acțiunii;

K_M – rata rentabilității pe piață, măsurată printr-un indice general în perioada considerată;

β_i – coeficientul Beta, este un parametru caracteristic acțiunii „i” care măsoară sensibilitatea la fluctuațiile pieței, aceasta determină riscul sistematic;

α_i – coeficientul Alfa, care măsoară rentabilitatea acțiunii „i” în ipoteza în care rentabilitatea pieței ar fi nulă; acești coeficienți alfa nu sunt stabili de la o perioadă la alta;

\sum_i – o variabilă oarecare reziduală.

Conceptele de risc sistematic și respectiv de risc nesistematic se pot defini în raport cu ecuația dreptei pieței astfel:

➤ riscul sistematic este egal cu beta ori de câte ori abaterea caracteristică ratei de rentabilitate pe piață este $\beta_i \times \sigma_M$;

➤ riscul nesistematic este egal cu abaterea caracteristică factorului rezidual ϖ_{\sum_i} .

Riscul sistematic se datorează unor fenomene care provoacă schimbări generale, ce afectează întreaga economie, iar riscul particular sau al investiției constă în variația de preț sau de profit datorată efectului unui element, fenomen specific ce acționează asupra unei singure investiții.

O prima caracteristică a riscului particular constă în faptul că el contează numai ca o contribuție asupra unui risc total, existând posibilitatea ca unele efecte ale riscurilor particulare să se compenseze până la anihilare.

Managementul investițiilor de capital a devenit o activitate complexă, dificilă, care impune o abordare globală a evenimentelor. Această activitate este rezultatul deciziei și al acțiunii unui număr mare de agenți, persoane care alocă resursele lor, constituind o piață relativ perfectă, în care fiecare participant aplică strategii de investiții financiare proprii, pe baza cunoștințelor și cantității de informații avute la dispoziție.

Riscurile investițiilor de capital sunt considerate a fi:

- a) financiare, măsurabile printr-un set de metode comune;
- b) non-financiare, eterogene, care au metode de măsură, administrare și control specifice, uneori singulare.

În mod analitic, obiectiv, factorul de risc este descompus în două componente: de risc sistematic sau general și de risc nesistematic sau particular.

CAPITOLUL VI. TRANZACȚII BURSIERE CU TITLURI MOBILIARE

§6.1. Definirea și structura tranzacției bursiere

Tranzacția bursieră este înțelegerea reciprocă (mutuală) privind transmiterea drepturilor și îndatoririlor referitor la produsul bursier, la care se ajunge de către participanții la negocierile bursiere și este înregistrată la bursă în ordinea respectivă, ceea ce este oglindit în contractul de bursă.

La încheierea tranzacțiilor bursiere urmează să fie luate în considerare următoarele laturi ale ei:

- 1) organizatorică - indică ordinea de acțiuni și documentația necesară pentru încheierea tranzacției;
- 2) economică - indică scopul încheierii tranzacției și riscurile, de care urmează să se țină cont la încheierea tranzacției;
- 3) juridică - stabilește drepturile și obligațiile părților contractante și responsabilitatea lor patrimonială;
- 4) etică - oglindește atitudinea societății față de tranzacții. Din acest punct de vedere, este necesară existența și respectarea unor anumite norme, reguli de conduită la încheierea de tranzacții. Latura etică oglindește gradul de încredere față de tranzacții cu produsele de bursă și dorința investitorului personal de a-și investi economiile.

Toate aspectele tranzacției enumerate mai sus își găsesc oglindirea în conținutul acesteia, adică, într-un fel sau altul, sunt legate de acele probleme ce pot fi rezolvate în cazul înțelegerii mutuale a părților tranzacției. Să urmărim conținutul tranzacției luând drept exemplu tranzacțiile cu hârtiile de valoare. Iată cele mai importante momente la care trebuie să se atragă atenția:

- > obiectul tranzacției – hârtiile de valoare, ce se vând sau se cumpără;
- > volumul tranzacției - cantitatea de hârtii de valoare necesară sau propusă spre vânzare;
- > prețul la care va fi încheiată tranzacția;
- > termenul de îndeplinire a tranzacției - când cumpărătorul trebuie să achite hârtiile de valoare procurate.

Orice tranzacție este construită după o schemă principială, care cuprinde ciclul ei vital (figura 6.1).

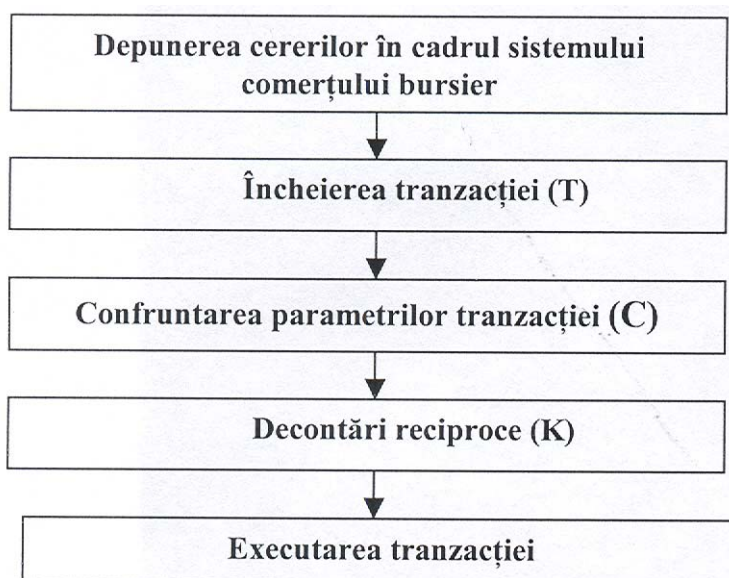


Figura 6.1. Schema principială de organizare a încheierii tranzacției bursiere cu valori mobiliare

În dependență de modul de încheiere a tranzacției, tranzacțiile cu hârtiile de valoare sunt divizate în tranzacții aprobate și neaprobate. Tranzacțiile nesancționate nu necesită coordonare

suplimentară privind condițiile sau controlul parametrilor lor, adică pentru asemenea tranzacții ciclul vital va include:

- > încheierea;
- > cliringul și decontările;
- > executarea tranzacției.

La tranzacțiile sancționate se referă cele încheiate în scris, computerizate (electronice) și tranzacțiile cu coordonare reciprocă a condițiilor de încheiere. Tranzacțiile nesancționate, încheiate oral sau prin telefon, necesită coordonare suplimentară a condițiilor de încheiere și decontări.

Examinând prima etapă a ciclului vital al tranzacției, trebuie de remarcat, că acordurile privind produsele bursiere pot fi încheiate direct între cumpărător și vânzător, adică *direct* sau prin *intermediar*. În același timp sunt posibile diverse scheme de încheiere a tranzacțiilor.

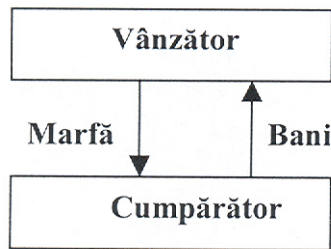


Figura 6.2. Legătura reciprocă dintre vânzător și cumpărător

Asemenea tranzacții pot avea loc pe piața spontană („de stradă”), pe piața organizată, când sunt încheiate între dealeri, precum și în cadrul negocierilor extrabursiere electronice.

Tranzacțiile cu participarea intermediarilor pot avea scheme destul de complicate. În primul rând, în calitate de intermediar poate apărea brokerul, funcțiile cărui sunt îndeplinite de către bancă sau o oarecare firmă solidă. El poate presta servicii atât vânzătorului, cât și cumpărătorului (figura 6.3).

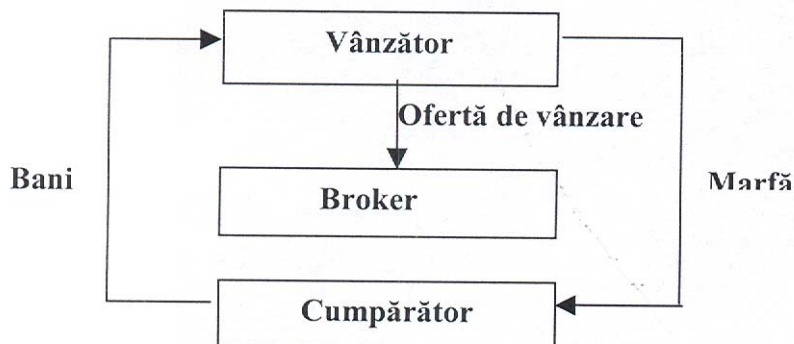


Figura 6.3. Legătura reciprocă dintre cumpărător și vânzător prin intermediul brokerului

Totuși, tranzacția este îndeplinită de către vânzător și cumpărător, iar brokerul doar găsește cumpărător pentru vânzător și invers - vânzător pentru cumpărător. Asemenea tranzacții sunt caracteristice mai ales pentru piața extrabursieră.

Pe piața bursieră se cere, de obicei, prezența a doi brokeri. Unul reprezintă interesele vânzătorului, iar celălalt - ale cumpărătorului.

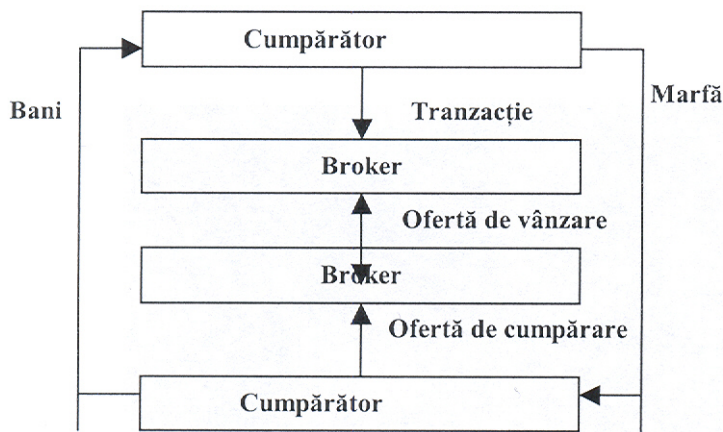


Figura 6.4. Legătura reciprocă dintre vânzător și cumpărător pe piața bursieră.

Asemenea schemă de tranzacții este posibilă și pe piața extrabursieră.

Pe piața bursieră și cea extrabursieră, vânzătorul și cumpărătorul pot ține legătură prin intermediul unui dealer. În asemenea caz, însă, ei între ei nu vor avea nici o legătură directă (figura 6.5.)

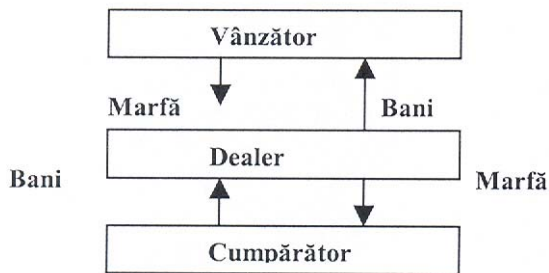


Figura 6.5. Legătura reciprocă dintre vânzător și cumpărător prin intermediul dealerului

Însă, cea mai tipică schemă de legătură între broker și dealer, adică sistemul intermedierei duble, este următoarea (figura 6.6.)

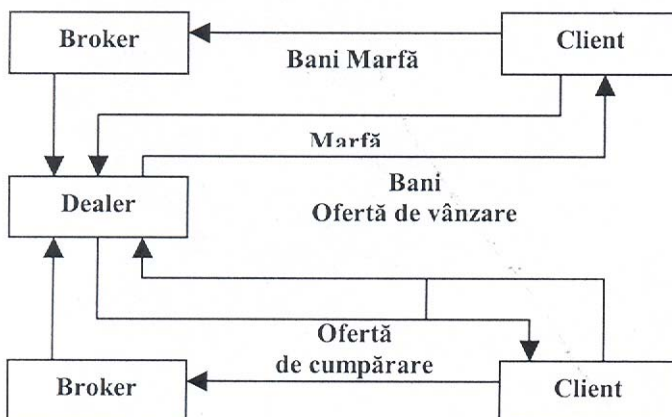


Figura 6.6. Legăturile reciproce dintre vânzător și cumpărător prin sistemul intermedierei duble

În cazul îndeplinirii tranzacției prin intermediar, clientul (vânzătorul sau cumpărătorul) urmează să încheie cu acesta sau un acord de cauțiune, sau un contract de comision.

În dependență de organizarea încheierii tranzacțiilor, ele se clasează în tranzacții bursiere și extrabursiere. În asemenea caz, tranzacții bursiere și extrabursiere pot fi cele care urmează să fie executate imediat (tranzacții curente), precum și cele la termen.

§6.2. Tipologia tranzacțiilor bursiere

6.2.1. Tranzacții cu instrumente financiare primare

În practica bursieră, se disting două tipuri principale de tranzacții: tranzacții cu instrumente financiare primare și instrumente derivate.

> în cazul îndeplinirii tranzacției cu instrumente financiare primare, vânzătorul trebuie să dispună de active și să le livreze în termenul prevăzut de tranzacția de bursă. Asemenea tranzacții se divizează în tranzacții-cash (sau spot) și tranzacții-forward.

> Tranzacția-cash este o tranzacție cu active existente (disponibile). În asemenea caz, vânzătorul urmează să prezinte activul la depozitul bursei, de unde va primi un certificat special - warrant. Warrantul trece la cumpărător după încheierea tranzacției și în baza acestuia primește activul de la depozit. La asemenea tranzacții termenul de livrare cumpărătorului a activului de la depozit este stabilit după regulile bursiere de la 1 până la 15 zile.

Cel mai simplu tip de tranzacții cu instrumente financiare primare sunt considerate tranzacțiile cu livrare imediată. Tranzacțiile curente sunt cele în care marfa este transmisă de către o parte contractantă celeilalte conform clauzelor din tranzacție și este achitată după trecerea în posesia cumpărătorului.

Alt tip de tranzacții cu instrumente financiare primare sunt considerate operațiunile forward.

> Operațiunile forward sunt cele în care activul este transmis de organizația-vânzător în proprietatea organizației-cumpărător în baza condițiilor de livrare prevăzute în acord și achitări în termenul stabilit în perspectivă, adică „transmiterea reciprocă a drepturilor, vizavi de activ cu termen prorogat de livrare”. Asemenea tranzacție este perfectată sub formă de contract de livrare, care constă în faptul că organizația-vânzător se angajează să livreze (să transmită în posesie) active procurat organizației-cumpărător în termenul prevăzut de contract. La rândul său, organizația-cumpărător se obligă să primească și să achite activul procurat în condițiile și prețurile convenite. Trăsătura distinctivă a operațiunilor forward constă în faptul că momentul de încheiere a tranzacțiilor (obligațiilor) nu corespunde cu cel al executării lor. În plus, obiect al unor asemenea operațiuni poate fi atât activul real, cât și activul ce va fi procurat în termenul convenit.

Apar mai multe variante de tranzacții - forward bursiere, chemate de a reduce gradul de risc a contragenților la comerțul de bursă, care vor fi analizate ulterior.

6.2.2. Tranzacții cu instrumente financiare derivate

Procesul dezvoltării continue a comerțului vamal a dus la utilizarea în cadrul burselor, mai ales la cele din străinătate, a *tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate*, și care, în prezent, se divizează în tranzacții futures (cu acțiune în viitor) și options (opționale).

> Tranzacțiile futures au loc în cazul activelor care în momentul încheierii tranzacției nu sunt prezente. De fapt, are loc procesul de cumpărare-vânzare a dreptului pentru activul de perspectivă. La încheierea tranzacției futures în acord se indică prețul activului mărfii și termenele de livrare. Termenele de furnizare sunt stabilite conform standardelor vamale speciale.

Astfel, tranzacțiile futures prezintă schimbul reciproc a drepturilor și obligațiilor, vizavi de tranzacțiile standard vizând livrarea activului bursiere.

Scopul tranzacției futures constă în primirea diferenței dintre prețul contractului în momentul încheierii lui și prețul acestuia către ziua expirării contractului. La creșterea prețului în acest răstimp, vânzătorul rămâne în pierdere. Pentru a achita diferența dintre prețul presupus în contract și prețul real, vânzătorul încheie o tranzacție offset sau inversă, adică tranzacție de cumpărare unei asemenea partide de activ la un preț nou, real către momentul expirării termenului tranzacției **futures**. Cumpărătorul, de asemenea, încheie o tranzacție offset de vânzare a unei partide respective de activ la preț nou și capătă diferența câștigată. La încheierea tranzacției offset, tranzacția futures se anulează.

Particularitatea încheierii tranzacțiilor futures, spre deosebire de acordurile vizând instrumentele financiare primare, constă în faptul că tranzacțiile futures sunt înregistrate în mod obligatoriu în Casa clearing. Din momentul înregistrării, vânzătorul și cumpărătorul nu mai sunt

subiecți direcți ai actului de cumpărare-vânzare, căci își desfășoară activitatea în mod direct doar cu Casa clearing.

Opțiunea se consideră un tip aparte de operațiuni bursiere, ce presupune încheierea acordului și asumarea responsabilității de a cumpăra sau a vinde un anumit fel de valori (bunuri) sau drepturi financiare la un preț anumit la care s-a convenit la încheierea tranzacției în limita unui termen concret.

Obiect al tranzacției de opțiune poate fi atât marfa reală, cât și hârtiile de valoare, precum și contractul futures.

Conform tehnicii de realizare putem evidenția trei tipuri principale de tranzacții opționale.

> Tranzacția de opțiune cu drept de cumpărare, ce oferă dreptul, dar nu și obligă de a cumpăra un anumit contract futures, marfa sau hârtie de valoare ce nu reprezintă marfa la prețul dat (call-options).

> Tranzacția de opțiune cu drept de vânzare, ce oferă dreptul, dar nu și obligă de a vinde un anumit contract futures, marfa sau titlu de valoare (put-options).

> Tranzacție de opțiune dublă, ce oferă cumpărătorului dreptul de a cumpăra sau de a vinde un contract sau alt tip de valoare (dar nu vânzare și cumpărare simultan) la prețului de bază.

Tranzacția de opțiune dublă se folosește în cazul unei conjuncturi instabile a pieței.

Tranzacțiile de opțiune sunt utilizate pentru asigurarea unei părți de încasări în condițiile unor rezultate incerte de producere (de exemplu, la viitoarele livrări de cereale), precum și pentru protecția contra pierderilor ce țin de alte riscuri, ce nu se află în competența companiilor de asigurare.

Negocierile cu opțiuni duble au loc numai în cadrul bursei din Marea Britanie. Termenul de acțiune a unor asemenea tranzacții este strict fixat. La bursele engleze, opțiunea poate fi realizată numai în timpul expirării termenului de valabilitate. De exemplu, la bursele londoneze, se face comerțul cu opțiuni cu termene de valabilitate de 3, 6, 9 luni.

La bursele din SUA, tranzacțiile au loc prin așa-numitele opțiuni comerciale, ale căror termene de valabilitate nu corespund cu cele de realizare. Termenul de valabilitate a opțiunii la bursele din SUA, corespunde cu termenul de livrare a tranzacției futures și începe cu 10 zile înainte de livrarea conform tranzacției futures. Opțiunea americană poate fi realizată la dorința cumpărătorului de opțiune, în orice clipă până la încheierea termenului de valabilitate.

În prezent, la multe burse din lume, au loc negocieri cu opțiuni la tranzacțiile futures, care pot fi prezentate prin două tipuri: opțiune de cumpărare (call option) și opțiune de vânzare (put option).

Cumpărătorul opțiunii de cumpărare are dreptul să procure un contract futures, iar cumpărătorul opțiunii de vânzare de a vinde contractul futures. Respectiv, vânzătorul opțiunii de cumpărare își ia responsabilitatea de a vinde contractul futures (la prezentarea cererii), iar vânzătorul opțiunii de vânzare este obligat (la prezentarea ofertei) să procure contractul futures. Cumpărarea unei opțiuni oferă dreptul la vânzarea-cumpărarea unui contract futures.

Prețul opțiunii constituie suma achitată de către cumpărătorii opțiunii de vânzare. Cumpărătorul opțiunii nu are alte obligații în afară de suma achitată. Acesta și este riscul lui maxim.

Prețul opțiunii este stabilit în sala bursei în procesul de negocieri și depinde de cererea-ofertă pentru fiecare produs lunar și prețul contractului futures.

6.2.3. Tipurile de tranzacții în contextul motivării investitorului: hedging, arbitraj, speculație
Hedgingul. Tranzacțiile futures se folosesc în scopul asigurării contra unor posibile pierderi în cazul schimbării prețurilor de piață la încheierea tranzacțiilor cu instrumente financiare primare efective. Operațiunea de asigurare a căpătat o denumire specială - *hedging*.

Operațiunea de hedging constă în următoarele. Firma vinde un titlu de valoare în cadrul bursei sau în afara ei cu livrarea acestuia în perspectivă și, dorind să se folosească în momentul încheierii tranzacției de nivelul existent al prețurilor, realizează la bursă o operațiune inversă, adică procură contracte futures pentru același termen și aceeași cantitate de titluri. Firma care vinde titluri cu livrare de perspectivă, procură, în același timp, la bursă contracte futures. După predarea sau, respectiv, primirea titlurilor are loc vânzarea sau răscumpărarea contractelor futures.

Operațiunile hedging se împart în hedging cu vânzare și hedging cu cumpărare. La hedgingul cu vânzare contractele futures sunt vândute. Hedgingul cu vânzare este utilizat pentru asigurarea prețului de vânzare a titlurilor, care se află sau se va afla în proprietatea investitorilor.

Principiul de asigurare, în exemplul dat, constă în faptul că, dacă la tranzacție una din părți suferă pierderi ca vânzător de titluri, apoi ea câștigă ca cumpărător al contractului futures pentru aceeași cantitate de titluri, și invers. Iată din ce cauză cumpărătorul de titluri de valoare folosește hedgingul cu vânzare, iar vânzătorul de titluri - hedgingul de cumpărare. Astfel, operațiunile futures asigură tranzacția de cumpărare a titlurilor primare contra pierderilor posibile în legătură cu schimbarea prețurilor de pe piață pentru aceste titluri.

În conformitate cu scopurile urmărite, la îndeplinirea operațiunilor hedging, pot fi scoase în evidență diferite feluri de hedging, și anume:

> Hedgingul pur se utilizează în vederea evitării riscului și este îndeplinit în deplină corespundere de bilanț cu contraobligațiile de pe piața titlurilor primare și piața futures.

> Hedgingul de arbitraj, ce ia în considerație cheltuielile de depozitare, și se folosește exclusiv pentru a dobândi câștig de pe urma schimbărilor favorabile, în conformitate cu prețurile la titlurile primare și cotările la bursă cu diferite termene de furnizare. În cazul surplusului de titluri primare, acest raport de prețuri (cotările pentru termene de perspectivă sunt mai înalte decât pentru cele apropiate) permite ca din contul hedgingului să se finanțeze cheltuielile ce țin de păstrarea titlurilor primare.

> Hedgingul selectiv are loc, dacă tranzacția pe piața futures nu se îndeplinește concomitent cu încheierea tranzacției pentru titluri primare și pentru o cantitate diferită de titluri. Încheierea tranzacției în cadrul bursei, în mare parte, se bazează pe direcția așteptată și gradul de modificare a prețului titlurilor primare.

> Hedgingul de anticipare constă în cumpărarea sau vânzarea contractului futures până la încheierea tranzacției pentru titlurile primare.

Tranzacții de arbitraj. Un important instrument al sistemului economiei de piață este arbitrajul, constituit din următoarele:

> tranzacția în scopul câpătării de venit de pe urma diferenței dintre prețurile la una și aceeași hârtie de valoare la două sau mai multe piețe. Diferența în prețuri poate apărea la varierea cererii și ofertei pe diferite piețe luate aparte, sub influența statului, din cauza unor factori valutari etc;

> operațiunile în cadrul aceleiași piețe, întreprinse în vederea câpătării de venit la orice diferență din cotarea prețurilor hârtiilor de valoare cu diferite termene de livrare — „arbitraj temporal”.

Tranzacții speculative. Unele dintre operațiunile de bursă răspândite sunt tranzacțiile speculative, îndeplinite în scopul câpătării de venit în condițiile varierii de preț. Venitul speculativ este câpătat ca diferență între prețul contractului de bursă în ziua încheierii acestuia și prețul după executarea lui.

Există diferite tipuri de operațiuni speculative. Astfel, speculanții pot achiziționa (cumpăra cu ridicata) contracte de bursă în vederea vânzării lor în continuare la un preț mai înalt. Acest tip de speculație se numește *joc/speculație la ridicarea prețului*. Speculanții, în acest caz, poartă denumirea de „tauri”, iar cumpărarea contractului de bursă - poziție lungă. Vânzarea unui contract de bursă procurat mai înainte cu speculația la majorarea prețului poartă denumirea de lichidare. Alt tip de speculație - *jocul la reducerea prețurilor*. Speculanții vând contractele de bursă pentru a le răscumpăra la prețuri mai joase. Astfel de speculanți, de obicei, sunt numiți „urși”, vânzarea contractului poartă denumirea de poziție scurtă, iar răscumpărarea lui viitoare - acoperire.

Încă un tip de speculație - speculația la corelarea prețurilor pentru una și aceeași hârtie de valoare sau a unor titluri legate reciproc sau prețurilor pentru titluri cu diferite termene de livrare. La asemenea tip de speculație, cea mai cunoscută operațiune se consideră operațiunea tip spread (spreading sau straddle). Operațiunea menționată constă în procurarea și vânzarea concomitentă a contractelor futures cu diferite termene de livrare în scopul câpătării câștigului de la diferența în cotarea prețurilor la aceste poziții (de ex., cumpărarea contractelor din martie și vânzarea celor din mai).

În dependență de timpul de luare în posesie a contractelor bursiere, putem evidenția două grupe de speculanți. Primul grup - scalperii sau jobberii. Ei urmăresc cele mai neînsemnate devieri de preț și reziliază contractele peste câteva minute sau ore după procurare, asigurând astfel lichiditatea pieței. Cel de-al doilea grup - „position traders” sau „floor traders”, care alocă bani în operațiuni speculative pentru perioade destul de mari (zile, săptămâni, luni). Acest grup de speculanți contribuie la *scurgerea* capitalului de pe o piață pe alta și stabilește gradul de activitate speculativă în cadrul burselor.

§6.3. Organizarea comerțului bursier pe diferite piețe

Formele de organizare a comerțului bursier depind, de obicei, de starea pieței de valori mobiliare, și anume de adâncimea, lățimea și gradul ei de rezistență. Cu cât este mai mare volumul cererii și ofertei pentru hârtiile de valoare, cu atât este piața mai largă, cu cât sunt mai globale volumele de cereri din partea investitorilor și mai concentrate cererea și oferta, cu atât este mai adâncă piața secundară. Gradul de rezistență ține de diapazonul prețurilor, la care participanții la piață sunt gata să cumpere sau să vândă hârtiile de valoare. Dacă condițiile de funcționare a pieței se modifică, apare ruptura între cerere și ofertă și prețurile sunt influențate de mai mulți factori,

în cazul unui volum redus al cererii și ofertei, comerțul este organizat sub formă de licitație. O asemenea licitație poate fi organizată sau de către vânzător, sau de către cumpărător, care caută cea mai convenabilă ofertă din partea vânzătorilor potențiali (licitația cumpărătorului).

Comerțul de bursă s-a renăscut, de asemenea, pornind de la licitații simple, când vânzătorii până la începerea licitației își înaintează ofertele privind vânzarea titlurilor de valoare la prețul inițial. Aceste oferte se plasează în buletinele de cotare, ce sunt împărțite între participanții la licitația de bursă. În timpul licitației, dacă există concurență între cumpărători, prețul, respectiv, crește pas cu pas (dimensiunea pasului se stabilește până la începerea licitației), până când nu va rămâne un singur cumpărător și hârtiile de valoare sunt vândute la cel mai înalt preț oferit.

Este posibilă și licitația „olandeză”, la care prețul inițial al vânzătorului este înalt și persoana care duce licitația consecvent propune sume tot mai mici, până când una este acceptată. În asemenea caz, hârtiile de valoare sunt vândute primului cumpărător, căruia îi este convenabil cursul propus.

La licitația „pe nevăzute” (la întâmplare), sau licitația fără frecvență, toți cumpărătorii își înaintează taxele simultan și hârtiile de valoare le capătă acela care a oferit un preț mai bun.

Licitatia simplă presupune concurența sau a vânzătorilor (în cazul surplusului de titluri sau lipsei cererii solvabile), sau a cumpărătorilor (la surplusul cererii solvabile și monopolului vânzătorilor de hârtii de valoare). Dacă lipsesc acești factori, precum și în cazul existenței unei lărgimi și adâncimi destule ale pieței de valori, cel mai rezultativ este sistemul licitației duble. Licitatiile duble, ca formă de organizare a negoțului de bursă, corespund cel mai bine naturii pieței de valori. Licitatiile duble se împart în piață specială de împrumut și licitație neîntreruptă.

Situația pieței hârtiilor de valoare, mai ales gradul ei de lichiditate, dictează alegerea formei de licitație dublă. Dacă pe piață tranzacțiile sunt încheiate rar, există o mare ruptură între prețul cumpărătorului și al vânzătorului, numit în cotarea bursieră „spread”, iar devierile prețurilor de la o tranzacție la alta sunt prea mari și regulate, apoi asemenea piață nu este lichidă și comerțul de bursă, practic, nu poate fi organizat sub forma unei licitații neîntrerupte. În asemenea caz, mai acceptabilă este organizarea comerțului de bursă de tipul pieței speciale de împrumut cu pas rar. Cu cât este mai puțin lichidă piața, cu atât este mai rar pasul și mai lungă perioada de acumulare a ofertelor pentru cumpărarea și vânzarea hârtiilor de valoare, care după aceasta „sunt împușcate în salve” (în grup) în sala comercială pentru executarea simultană. În cazul unei piețe instabile, ce suferă variații bruște ale prețurilor, pentru atingerea unei stabilități relative licitațiile temporare se întrerup, ceea ce se poate înfăptui mai rezultativ la licitația dublă specială de împrumut.

Din punct de vedere al tehnicii de organizare a licitației, ea poate fi în voce sau orală. La asemenea licitații, se adună mijlocitorii bursieri pentru confruntarea orală a cererilor clienților, păstrate în portofoliile lor. Aceasta se întreprinde spre a stabili echilibrul între cererile de cumpărare și cererile de vânzare (ultimele cu aceeași parametri în timpul licitației se execută). În atmosfera

gălăgioasă ce domnește pe piețele „cu glas”, este greu de a te concentra, fără a apela la o serie de gesturi, elaborate de istoria licitațiilor de bursă. De exemplu, „licitația cu strigare” are rădăcini destul de adânci. Guvernul federal al SUA a emis pentru 80 mln dolari Obligațiuni pentru refinanțarea datoriilor sale ce țineau de războiul pentru independență. Obligațiunile au trezit un mare interes la speculanți și în curând comerțul neformal în cafenele și birouri a fost înlocuită cu licitații regulate organizate zilnic în orele de amiază pe Wall Street. Acționarul, înconjurat de cei prezenți, striga denumirile unor hârtii de valoare într-o ordine anumită. După declararea emisiei, participanții la licitație strigau ofertele lor: unii numeau prețul la care ar fi vrut să cumpere hârtiile de valoare (prețul cumpărătorului - *bid price*), alții - prețul la care sunt de acord să vândă (prețul vânzătorului - *askprice*).

Înaintând cererea din timp, brokerul nu poate schimba oferta inițiată, de aceea prioritatea temporală, ce acționează în cadrul oricărei licitații orale, în cazul depunerii cererii în scris, își pierde orice sens. Drept rezultat, se stabilește prețul clearing, după care vânzătorii și cumpărătorii încheie tranzacții. Astfel, fiecare „salvă” „curăță” piața de cel mai mare număr de cereri. În cazul pieței lichide „salvele” „se trag” de câteva ori în timpul zilei de lucru a bursei. Cele mai mari piețe „de salve” (de grup) sunt cele din Australia, Belgia, Germania și Israel. Salvele dese dovedesc prezența cererii și ofertei permanente pentru hârtiile de valoare, gradul de lichiditate al pieței și permit trecerea la licitația neîntreruptă, care, la rândul său, este de trei tipuri.

Primul tip - utilizarea registrului de cereri, unde sunt introduse cererile orale ale brokerilor, apoi funcționarul-bursier le execută, confruntând volumele și prețurile pe măsura depunerii. Astfel are loc selectarea cererilor, grație cărui fapt cumpărătorii concreți negociază cu vânzătorii anumiți, dar în tranzacție pot lua parte câteva oferte. Așadar, o ofertă importantă de cumpărare poate fi executată prin câteva oferte de vânzare și invers.

Al doilea tip de licitație neîntreruptă - panoul, pe care se arată cea mai bună pereche de prețuri pentru fiecare emisie (cea mai înaltă la vânzare și cea mai mică la cumpărare). Maklerul grupează ofertele primite și stabilește solicitările de curs la fiecare tip de hârtii de valoare (cea mai înaltă la vânzare și cea mai mică la cumpărare). Aceste prețuri sunt expuse pe panou sau pe ecranul de la locul de lucru al brokerului. De exemplu, pe panoul de la Bursa de Valori din New York pentru acțiunile unei oarecare companii este indicat „17 și $\frac{3}{8}$ la 17 și $\frac{3}{4}$ ”, sau „ $\frac{3}{8}$, $\frac{3}{4}$ ”. Aceasta înseamnă că 17 și $\frac{3}{8}$ sunt cele mai bune prețuri ale cererii, iar 17 și $\frac{3}{4}$ - cele mai bune prețuri de ofertă.

Aceste prețuri servesc drept bază pentru corectarea cererilor proprii și intrarea strategiei de joc în procesul comerțului de bursă. Analizând situația, brokerii introduc singuri prețurile în panou, pentru a fi văzute de către toți traderii, care se află în sala de comerț. Comenzile se amplasează pe panou în ordine cronologică, de aceea prioritatea timpului joacă un rol hotărâtor. Comanda poate să nu fie executată, dacă comenzi analogice la același preț sosesc mai devreme și absorb comenzile părții opuse ale pieței. Cauza neexecutării comenzii date, astfel, poate fi „întrecerea” cererii pentru acțiuni. Dacă diapazonul prețurilor, după cum am menționat mai sus, caracterizează nivelul de rezistență al pieței, este mare, maklerul poate corecta pe parcursul comerțului de bursă, în afară de comenzile, care sunt izolate de prețurile cererii și ofertei. Organizarea comerțului de bursă va permite să fie mărită lichiditatea pieței prin stabilirea unui „spread” limitat.

Al treilea tip de licitație neîntreruptă - „mulțimea”. Traderii se adună în jurul funcționarului de la bursă, care anunță doar emiterea propusă spre vânzare, iar apoi strigă ei înșiși cotările, căutând contraagentul. Tranzacțiile „în mulțime” sunt încheiate la diferite prețuri, dar un singur cumpărător poate încheia tranzacții cu mai mulți vânzători, fără a încerca să stabilească un preț unitar. E greu de închipuit un comerț „cu mulțimea” la burse mari, echipate cu tehnică modernă, calculatoare, la vânzarea de titluri ale unor companii importante. Însă și la acest tip de licitație neîntreruptă există o serie de avantaje, ce constau în comasarea comenzilor pentru piețele de credit, ceea ce oferă posibilitatea de a o „curăța” de hârtii de valoare, măbind maximal cantitatea comenzilor executate.

Astfel, putem observa că licitația „cu salve”¹¹ (de grup) contribuie la instalarea unui preț unitar mai echitabil din punctul de vedere al pieței, iar la licitația neîntreruptă prețul oscilează de la o tranzacție la alta, de aceea încercarea de a aplica această metodă pe o piață, în care volumele cererii și ofertei sunt insuficiente sau numărul de participanți la comerțul de bursă este limitat, poate duce la mărirea

oscilațiilor prețului de la tranzacție la tranzacție din cauza iregularității efectuării de comenzi și, ce nu-i exclus, la panică bursieră.

Organizarea comerțului de bursă și eficiența acestuia depind nu numai de tipul licitației, obișnuită la o bursă oarecare, ci și de rolul mijlocitorilor bursieri în procesul desfășurării lui.

Dacă tranzacția atât din partea vânzătorului, cât și din partea cumpărătorului, este încheiată în numele clientului și din contul lui, apoi brokerul este doar reprezentantul / agentul clientului. De aceea piața, ce reprezintă o totalitate de tranzacții, poartă denumirea de piață de agenți. În Germania, clientul care dorește să cumpere sau să vândă hârtii de valoare se adresează la bancă. Banca apare în calitate de agent al clientului la încheierea tranzacției la Bursa din Frankfurt sau la una din cele șapte burse regionale.

În alte țări europene băncile nu ocupă o asemenea poziție monopolistă pe piața hârtiilor de valoare ca în Germania, și în calitate de agenți ai clientului apar brokerii. Deoarece comerțul de bursă constituie o combinație a diferitelor tipuri de piețe, apoi procesul bursier, organizat în limita unei burse, include piața agenților și piața dealerilor.

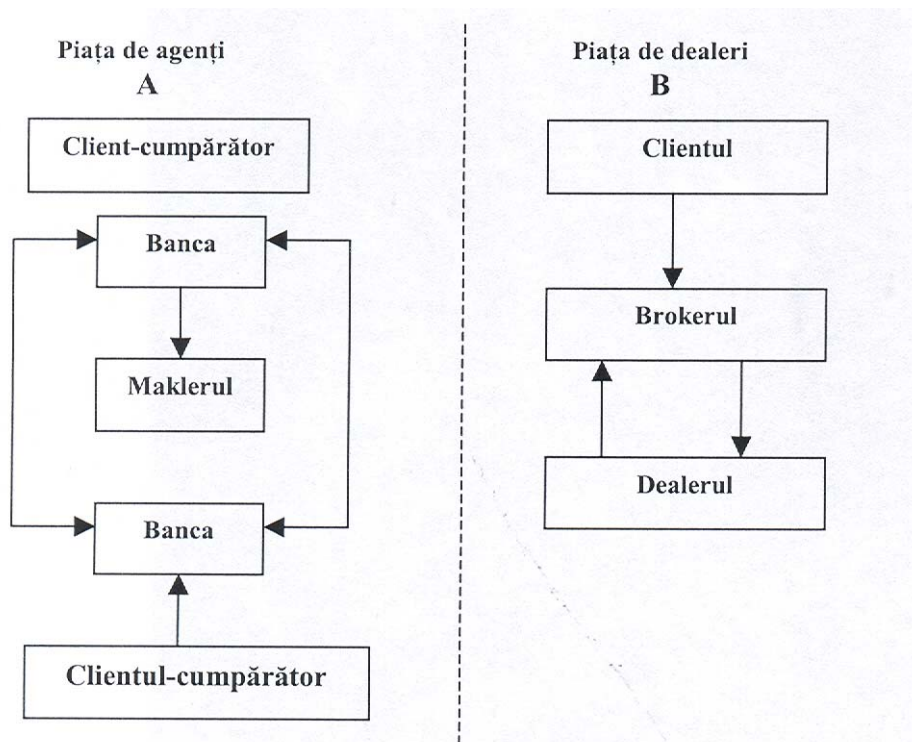


Figura 6.7. Schema pieței agenților și pieței dealerilor

Drept exemplu al unei asemenea combinații poate servi funcționarea brokerilor „de comision” și celor „de doi dolari” de la Bursa de Valori din New York. Brokerul „de comision” - funcționar al companiei - membru al bursei și care lucrează „jos”. Brokerul „de doi dolari” (din engl. *two-dollar broker*) este un broker independent din sala de comerț; în trecut, asemenea brokeri luau taxa de 2 dolari pentru fiecare 100 de unități de titluri realizate.

Primind ordinul clientului, brokerul „de comision” se adresează la specialistul pentru titlurile respective. Dacă acesta din urmă este ocupat, el poate ruga ca ordinul lui să fie transmis brokerului „de doi dolari”. Fiind oameni de afacere independenți, ei cer taxă de comision pentru fiecare ordin, pe care îl execută. Aceste taxe sunt achitate de către firma „superioară” de brokeri. Munca brokerilor „de comision” și celor „de doi dolari” constă în asigurarea unor prețuri cât mai favorabile pentru ordinele ce vin de la firma „superioară” de brokeri.

Aducând ordinul specialistului, brokerul sălii de comerț (fie cel „de comision” sau „de doi dolari”) poate alege câteva posibilități. Stabilește cele mai avantajoase prețuri propuse pentru vânzare și pentru cumpărare (cea mai înaltă și cea mai joasă cerute) la acțiunile corespunzătoare; de obicei, află această informație de la specialist sau o citește de pe panoul electronic, aflat deasupra locului lui

de muncă. Pe terminal, de asemenea, este expus numărul de acțiuni („amplasarea comenzii”), propuse spre cumpărare sau vânzare la prețul indicat. Înarmându-se cu aceste date, brokerul își poate elabora strategia de realizare a ordinului. Dacă, de pildă, brokerul are în ordin „de piață” privind cumpărarea a 1200 de acțiuni, apoi el poate evalua prețul cerut și numărul de acțiuni propuse spre vânzare la acest preț. Dacă această cantitate nu-i mai mică decât 1200 și dacă brokerul va considera ademenitoare această sumă, el poate striga că acceptă cererea de vânzare. În asemenea caz, tranzacția este înfăptuită imediat.

Dealerul, în comparație cu brokerul, activează altfel pe piață, adică cumpără și vinde hârtii de valoare din cont propriu sau din contul firmei pe care o reprezintă. Executând ordinul de cumpărare, dealerul vinde o parte din fondul personal de rezervă, iar îndeplinind ordinul de vânzare, cumpără din contul mijloacelor personale, adică apare în calitate de element principal. Totalitatea de tranzacții, în care unul dintre contraagenți este dealerul, se numește piață de dealeri. Deosebirea dintre aceste piețe nu este așa de formală, precum s-ar părea la prima vedere, adică dealerul își poate înainta cotările sale, precum și susține lichiditatea pieței, asigurând ordinea și echitatea. Dealerul, posedând un anumit capital de rezervă, fiind profesionist, poate contribui la mărirea lichidității pieței.

Combinarea formelor de organizare a comerțului de bursă cu piața de agenți și cea de dealeri constituie baza mecanismului bursier și determină trăsăturile caracteristice fundamentale ale comerțului de bursă pentru fiecare bursă din lume.

În prezent, sistemul comerțului electronic apare în sala de comerț în rol de concurent cu drepturi egale. În lupta pentru supraviețuire, va ieși învingător acel sistem, care va permite ca în baza celui mai ieftin mecanism să fie stabilite cele mai corecte, reale prețuri, să fie asigurată securitatea tranzacției, executarea ei rapidă.

Comerțul electronic permite de a mări lichiditatea pieței de valori. Dacă la bursă piața acțiunilor unei companii oarecare este „făcută” de un singur specialist, apoi în sistemul comerțului electronic la crearea pieței participă o rețea întreagă de „brokeri-dealeri”, care, în fond, iar într-un șir de țări, și în conformitate cu denumirea, constituie „producători de piață”. O astfel de denumire ca „brokeri-dealeri” este legată de faptul că pe piața electronică de bursă majoritatea firmelor funcționează concomitent și ca brokeri, și ca dealeri. Asemenea firme execută comenzi de cumpărare-vânzare a hârtiilor de valoare la alegere personală, fără a comasa într-o operațiune funcțiile de broker și dealer. Unii brokeri-dealeri îndeplinesc comenzi de mii de acțiuni, care, conform standardului comerțului de bursă, nu pot circula la bursă.

Posibilitățile tehnice ale sistemului electronic de comerț permite executarea zilnică de tranzacții, inclusiv pentru câteva milioane de acțiuni.

Drept o calitate a comerțului electronic, putem menționa faptul că acest sistem este bine pregătit pentru mari volume comerciale. La lărgirea pieței, este destul de simplu și ieftin de a-i mări potențialul.

O altă valoare a comerțului electronic este existența posibilității ca operatorul pieței să lucreze cu investitorul individual. Căutând pentru procurare acțiuni, agentul, de obicei, își contactează brokerii și, dacă aceștia nu sunt „market-makers” pentru titlul dat, agentul primește dispozițiile clientului, avizându-l că la executarea comenzii el va acționa ca broker și expediază ordinul altor participanți pe piața extrabursieră, acționând ca broker, și capătă remunerarea de comision, ce ajunge, de regulă, până la 5% din suma tranzacției. Dacă agentul acționează pe piața titlurilor de valoare date ca dealer, adică dispune de o rezervă anumită pentru hârtia de valoare indicată în ordin, apoi executarea ordinului clientului pentru procurare are loc din contul rezervei menționate și pentru comercializare - din contul mijloacelor proprii: executarea ordinului duce la mărirea rezervei dealerului. În exemplul dat, executarea ordinului constituie o tranzacție principială simplă, răsplata pentru care devin încasările standard ale dealerului. Acestea de la urmă, de regulă, sunt stabilite prin regulile comerțului, adoptate de către participanții profesioniști.

Calitatea pieței comerțului electronic este condiționată, de asemenea, de activitatea participanților la piață. Deși în cazul comerțului cu acțiuni pe piața electronică extrabursieră nu sunt stabilite regulile menționate mai sus sau sistemul de priorități, totuși, mecanismul de includere a participanților în sistemul de comerț permite clienților de a alege cel mai bun preț.

Practica internațională dovedește că sistemul de comerț este constituit din trei moduli:

- > „matching”
- > „accept” (acceptare)
- > dare de seamă

Sistemul „matching” presupune că brokerii trebuie să introducă în computer codul hârtiei de valoare, tipul tranzacției (cumpărare sau vânzare), prețul și cantitatea hârtiilor de valoare. Asemenea plasare de ordine poate avea loc timp de 24 ore și sistemul electronic fixează în mod automat timpul ei de plasare și-i atribuie un cod. De obicei, ordinul nu este acceptat spre executare, dacă nu-i susținut prin depunerea de mijloace bănești necesare pentru executarea ordinului de procurare sau de hârtii de valoare în cazul ordinului de realizare. Conform regulilor confruntării încontinuu ordinul plasat în sistemul electronic în mod automat (momentan) este verificat vizavi de existența de ordine posibile de întâmpinare. Ordine de întâmpinare se numesc cele depuse pentru cumpărare și vânzare a uneia și aceleiași hârtii de valoare. În asemenea caz, ordinele pentru cumpărare vor fi întotdeauna de întâmpinare față de ordinele de vânzare și invers.

Cereri de întâmpinare admise se consideră acelea în care prețul de vânzare nu întrece prețul de cumpărare indicat în cerere și, respectiv, prețul de cumpărare în cererea dată nu-i mai mic decât cel indicat în cererea de întâmpinare pentru vânzare. În cazul existenței cererilor de întâmpinare are loc încheierea tranzacției în care nu se cere acordul suplimentar al participantului la comerțul electronic, care a depus cererea.

Tranzacția este încheiată între cererea de întâmpinare depusă și aflată prima în lista spre executare. Ordinea se stabilește, de regulă, în conformitate cu prioritatea prețului și timpului de depunere a cererilor, deși sunt permise și alte modalități de succesiune în executarea comenzilor, de exemplu, se ia în considerare volumul acestora.

Cantitatea hârtiilor de valoare, indicate în cererile depuse și de întâmpinare admise, la încheierea tranzacției se micșorează proporțional volumului și se repetă până la executarea deplină a comenzii sau până nu va rămâne nici o cerere de întâmpinare admisă.

Utilizarea modulului „accept” poate fi comparată cu panoul electronic de informare. Brokerul, participant la negocieri, își plasează cererea în sistem în aceleași condiții ca și în cazul modulului „matching”, după care alți brokeri pot duce cu dânsul tratative în ceea ce privește prețul și volumul. Tranzacția se consideră încheiată după ajungerea la înțelegere, adică după acceptarea propunerii unui broker de către altul. După încheierea tratativelor, oferta de cumpărare sau vânzare se poate deosebi de cea inițială introdusă în sistem din cauza apariției unor noi clauze ale tranzacției prin terminalul computerului.

În practica altor țări, *al treilea modul al sistemului* - darea de seamă - de asemenea, este utilizat în vederea încheierii tranzacțiilor extrasistem comercial, de exemplu, prin telefon. La finele operațiunii comerciale, ambele părți sunt obligate să dea dare de seamă în sistem înde cursul a 90s.

Negocierile electronice în cadrul sistemului „matching”¹ și „dare de seamă” de obicei, sunt folosite la încheierea unor tranzacții globale, iar comenzile mărunte, deseori, sunt executate prin sistemul „accept”.

§6.4. Mecanismul tranzacțiilor bursiere la vedere

6.4.1. Ordinele bursiere și tipurile lor

Bursa este regatul intermediarilor, de aceea procesul de plasare a dispozițiilor pentru vânzare și cumpărare prevede existența câtorva etape. În primul rând, este vorba de dispoziția de ordin a brokerului, legat de acesta prin contract și pe care este obligat de a-l executa. Într-al doilea rând – plasarea de către broker a dispoziției în sistemul comerțului de bursă.

Tehnologia comerțului de bursă a hârtiilor de valoare presupune că cererea existentă este perfectată conform regulilor de funcționare a bursei vizavi de dispoziția comercială de cumpărare, iar oferta – prin cererea de vânzare a hârtiilor de valoare (ofertă de vânzare).

Investitorul modern are posibilitatea de a emite variate ordine brokerului său privind încheierea tranzacțiilor cu hârtii de valoare cotate la bursă. Ordinele bursiere comerciale sunt înaintate în ajunul comerțului de bursă sau în procesul lui.

Ordinul, perfectat sub formă de ofertă de vânzare, constituie o instrucție concretă a clientului ajunsă la locul executării comerțului prin intermediul brokerului. În funcțiile brokerului intră îndeplinirea tuturor indicațiilor din ordin spre a le îndeplini cât mai bine în procesul negoțului bursier.

Ordinul de vânzare poate fi perfectat de către orice persoană fizică sau juridică (clientul), care are un contract cu brokerul, care poate executa comanda dată în cadrul bursei. Însă, pentru ca ordinul să fie executat, clientul trebuie să ofere garanțiile de plată a poliței pe întreaga sumă din tranzacție. Această sumă are funcția de gaj ce poate fi utilizată de către broker în cazul în care clientul nu-și va onora obligațiunile, sau se poate transfera pe contul curent al brokerului (cu drept de dispoziție) o sumă ce constituie un anumit procent din suma tranzacțiilor încredințate brokerului în decursul unei jumătăți de an. Este posibil, de asemenea, a pune la dispoziția brokerului un acreditiv pentru suma totală a tranzacției sau polița de asigurare. Însă cea mai frecventă și eficientă metodă de decontare o constituie garanția bancară ce conține obligațiunea băncii de a-și achita datoriile la prima cerință a brokerului. Asemenea formă de decontare nu redistribuie resursele financiare și volumul operațiilor brokerului sau ale clientului și maximal apropie timpul de executare a tranzacției și timpul de achitare.

Dacă clientul transmite ordinul bursier brokerului cu indicația de a vinde urgent hârtiile de valoare, apoi simultan el trebuie să-i expedieze și hârtiile de valoare menite spre vânzare sau recipisa păstrată (autenticată de către conducător și contabil-șef). Recipisa conține angajamentul de a elibera hârtiile de valoare la prima cerere a brokerului sau a altei persoane cu procură din partea brokerului.

Tehnica de transmitere a ordinelor bursiere e destul de variată: se poate folosi de serviciile curierului, se poate expedia o scrisoare recomandată prin poștă, o telegramă semnată sau telex, un fax. Dacă există un act reciproc coordonat, unde este demonstrat efectul periodic al comenzilor prin telefon sau prin rețeaua de computer, apoi informația necesară poate fi transmisă pe această cale brokerului său. Investitorul poate ordona brokerului nu numai cumpărarea unor anumite hârtii de valoare la emitentul cel mai convenabil, dar și indica în cerere condițiile în care va avea loc tranzacția. Iată din ce cauză textul comenzii trebuie să conțină informația necesară pentru broker. În vederea realizării reușite a ordinului, cererea trebuie să conțină cinci grupe de indicații.

1. *Aici este stabilit tipul ordinului bursier*, care indică poziția clientului în tranzacție în calitate de cumpărător sau vânzător (cerere sau ofertă), este indicat numărul contractului, codul brokerului, tipul hârtiei de valoare, denumirea ei exactă, cum este notată în buletinul de cotații. În afară de aceasta, dacă hârtiile se cotează după serii, apoi trebuie indicată seria. Depunând cerere pentru acțiune, se va indica categoria acesteia, de pildă, simplă sau privilegiată. Dacă emitentul are câteva emisii de acțiuni, se concretizează anul emiterii hârtiei de valoare indicată în cerere. Acumularea acestor dispoziții nu este întâmplătoare. Regula generală pentru tranzacțiile curente „spot” în cadrul unor burse de valori importante din lume constă în faptul că cererea de bursă este valabilă la toate

negoturile de bursă din acea lună, în care a fost depusă. După ultimele negocuri de bursă executate în luna curentă, ea își pierde valabilitatea.

2. *Este necesar să fie indicată cantitatea hârtiilor de valoare*, adică stabilit volumul cererii. În conformitate cu clasificarea ordinelor, ele se împart în: cereri cu indicarea lotului (*lot round*): partida de hârtii de valoare care constituie unitatea de măsură a tranzacțiilor, de obicei, o sută de acțiuni sau un lot incomplet (*odd lot*); orice cantitate de acțiuni, mai mică decât unitatea de măsură, de ex., mai puțin de 100, sau ordin de procurare a unei partide nestandarde de hârtii de valoare. O măsură concretă a lotului, acceptată la bursă, poartă denumirea de fasonare, sau măsură comercială.

3. *În fiecare dispoziție trebuie să fie indicat termenul executării ei*: ședința ordinară a bursei, schimbarea termenelor, condițiile prelungirii acestor termene și tipul tranzacției (tranzacție curentă – „spot”; tranzacție la termen – „forward”; opțiune de cumpărare, opțiune de vânzare).

Totuși, clientul în orice moment poate schimba termenul de valabilitate a ordinelor comerciale. Examinând clasificare ordinelor conform timpului de valabilitate a ordinelor bursiere, putem scoate în evidență următoarele:

- ordin valabil o zi;
- cerere valabilă o săptămână;
- ordin valabil până în momentul executării lui sau până la expirare – ordin deschis;
- la deschidere sau închidere (a pieței).

Ordinele care urmează să fie executate în decursul aceleiași zile în care au fost perfectate, și ordinele în care nu este indicat termenul de executare, se consideră de zi. În comparație cu cele de zi, ordinele deschise își păstrează valabilitatea până când nu sunt executate sau nu sunt anulate. Brokerii, de obicei, limitează termenul unor asemenea ordine până la treizeci, șazeci sau nouăzeci de zile, după care își întreabă clientul dacă acesta nu dorește să prelungească termenele. Ordinele „câte momentul de închidere” pot fi emise în orice moment din timpul zilei de lucru, dar vor fi executate la ora cea mai apropiată de momentul închiderii bursei, în funcție de stipulările contractuale. Ordinul executat la deschiderea bursei trebuie să fie plasat în sistemul comerțului de bursă în decurs de câteva minute după deschiderea bursei, strict până la o oră anumită.

În cazul unei tranzacții urgente, cererea, de regulă, este valabilă până la data rezilierii tranzacției, adică până la decontarea curentă, dacă participantul la tranzacție n-a limitat termenul de valabilitate a cererii sale pentru un timp mai apropiat. La unele burse, există excepții, de exemplu, cererile de cumpărare-vânzare conform primului și ultimului curs sunt valabile doar în decursul unei ședințe bursiere.

4. *Drept o condiție importantă pentru fiecare ordin constituie nivelul prețului.*

Ordinele se clasează în felul următor:

- ordin de piață
- ordinul limită
- ordin-stop

Anume tipurile de ordine și oglindesc strategia concretă a participantului la bursa de valori.

Dacă clientul ordonă brokerului să procure sau să vândă o cantitate anumită de hârtii de valoare după cursul de bursă curent, să cumpere sau să vândă hârtii de valoare concrete pentru o sumă fixată la decizia brokerului sau oferă brokerului dreptul să acționeze în limita sumei fixate, oferindu-i dreptul de alegere a hârtiilor de valoare, a cantității și prețului lor, apoi brokerul are dreptul să „ia” prețul de pe piață, adică să îndeplinească această comandă ca una de piață. Dacă clientul are nevoie să procure hârtii de valoare în vederea majorării capitalului pe parcursul unei perioade mai îndelungate, apoi prețul curent nu poate deveni factorul decisiv.

Toate ordinele, unde nu-i stabilit prețul, se consideră de piață. Pe de altă parte, clientul, cu scopuri de scurtă durată, solicită să capete venit în urma vânzării repetate a hârtiilor de valoare, și stabilește o limită de preț, adică prețul la care urmează să se înfăptuiască tranzacția, dacă brokerul nu va fi în stare să capete unul mai avantajos. În asemenea caz, el propune brokerului să cumpere hârtii

de valoare la prețul fixat sau mai mic. Este puțin probabil, ca asemenea ordine să fie executate imediat la sosirea la bursă, iată de ce ele se introduc în registrul ordinelor-limită.

În cazul în care cursul cotat este mai mare decât cel indicat în cererea-limită la vânzare și mai mic la cumpărare, cererile sunt îndeplinite și negoțul cu hârtiile de valoare ale clientului are loc neîncetat. Însă ordinul-limită permite stoparea comerțului hârtiilor de valoare pentru client, dacă prețul lor întrece un nivel anumit. La asemenea metode se purcede, dacă clientul ordonă ca brokerul să-i vândă acțiunile până când prețul nu va scădea până la nivelul indicat în ordinul-limită în vederea minimalizării pierderilor la scăderea prețului. Și invers, dacă prețul titlului crește, iar investitorul dorește să le procure, brokerul lui le procură în momentul când cursul titlurilor corespunde cu „prețul-limită”, la care clientul a solicitat să fie oprită cumpărarea.

5. Scopurile de investiție ale clientului întotdeauna sunt concrete, dar la plasarea ordinului ca a unui ordin simplu de piață sau limitat, brokerul nu le poate evalua precis și deplin. Iată din ce cauză există *al cincilea tip de clasificare a ordinelor – conform dispozițiilor concrete (sau a unor anumite rechizite)*:

- ordin la decizia personală;
- ordin „legat”;
- la „cel mai bun preț”;
- ordin spre executare la posibilitate, restul de anulat și de executat sau de anulat;
- a nu mări, a nu scădea;
- ordinul „sau-sau”;
- ordin „cu trecere”;
- „la început..., iar apoi...”;
- „totul sau nimic”;
- ordinul „accept sub orice formă”;
- ordinul „atenție sporită” etc.

Ordinul la decizia personală se transmite în cazul când între broker și client există relații de încredere și clientul se bazează pe faptul că brokerul cunoaște conjunctura pieței hârtiilor de valoare. În cererea clientului, pot fi prezente următoarele indicații:

- să fie cumpărate anumite hârtii de valoare pe o sumă concretă la decizia brokerului;
- să fie vândute anumite hârtii de valoare la decizia brokerului.

Clientul poate oferi „ordin discret”, ce oferă brokerului dreptul de a acționa în limitele unei sume concrete, dar, în ultimul caz, brokerul decide alegerea hârtiilor de valoare, a cantității lor, direcției tranzacției, a prețului și timpului de executare. Asemenea comandă, de fapt, semnifică transmiterea brokerului tuturor împuternicirilor în domeniul luării deciziilor de investiție. Împuternicirile nelimitate necesită un grad înalt al calificării și o reputație ireproșabilă a brokerului.

Este apropiată, după semnificația sa, de ordinul discret și „comanda legată”. Acest tip de comenzi presupune că brokerul va executa pentru client în decursul unei sesiuni bursiere o serie de tranzacții de cumpărare sau vânzare a hârtiilor de valoare. Uneori, clientul indică diferența, care trebuie să existe între cursul de vânzare și cel de cumpărare.

Alte tipuri de ordine limitează împuternicirile brokerului și, de fapt, cer din partea acestuia cunoașterea conjuncturii pieței hârtiilor de valoare curente pentru stabilirea reușită a cursului de perspectivă și a tipului de înfăptuire a tranzacției.

La „cel mai bun preț”, îl obligă pe broker să tindă tot timpul să capete un preț mai bun decât prețul comenzii-limită. Ordinul, evaluat drept „cel mai bun”, indică faptul că prețul comenzii limitate este mai mare decât cel de piață (la cumpărare) sau mai mic (la vânzare).

Ordinul „a nu crește” poate fi caracterizat drept un ordin de limitare a procurării, stopare de ordin pentru vânzare sau ordin de stopare-limitare a cumpărării, care nu trebuie să crească cu suma de acțiuni, procurate fără dividende.

Clientului, în particular, i se oferă dreptul la intercorelarea încheierii unei tranzacții cu încheierea sau nu a alteia. Ordinul „sau-sau” prevede că încheierea unei tranzacții duce la sistarea tuturor celorlalte cereri. Ordinul „cu trecere” înseamnă că încasarea de pe urma vânzării unor hârtii de valoare poate fi utilizată pentru procurarea altora. Un pic altfel este formulat, dar nu-i departe după semnificația sa, ordinul „de la început..., iar apoi...”. Îndeplinirea acestui ordin presupune cumpărarea și vânzarea hârtiilor de valoare, într-o ordine anumită obligatorie pentru broker „de la început de vândut, iar apoi de cumpărat” hârtii de valoare sau invers. De exemplu, clientul poate de la început să solicite să vândă pentru a avea o rezervă în numerar pentru negocierea cu hârtii de valoare, iar apoi să procure. Ordinul „totul sau nimic” înseamnă că brokerul urmează să vândă sau să cumpere toate acțiunile indicate în ordin înainte ca clientul să fie de acord cu executarea cererii. Ordinul „accept sub orice formă” presupune că clientul va accepta orice cantitate de hârtii de valoare din cele indicate în cerere, inclusiv până la maximul comandat.

Ordinul ”atenție sporită” ajută clientului să atragă atenția brokerului asupra importanței tranzacției. Bazându-se pe părerea și competența brokerului, clientul, în același timp, îl atenționează pe broker asupra celor mai importante cereri din cele transmise lui.

După primirea ordinelor din partea clienților brokerul înfăptuiește înregistrarea și plasarea lor în comerțul bursier.

O etapă prealabilă a negoțului, ce se mai numește în limbajul profesioniștilor jocul cu cereri calificate, constituie perioada de înregistrare ordinelor. În acest răstimp, brokerul analizează situația existentă pe piață, examinează cererile primite, introduce corectări ce țin de diferiți parametri de care va avea nevoie, concretizează compoziția ordinelor emise. Însă, trebuie luat în considerație și acel fapt că formarea cererilor de cumpărare-vânzare a hârtiilor de valoare este înfăptuită de către broker în baza ordinelor clienților. Ei poartă toată responsabilitatea pentru conformarea cererilor depuse cu aceste ordine. Executarea cererilor are loc în procesul sesiunii bursiere reieșind din operațiile bursiere. Tot aici trebuie menționat faptul că la cele mai mari burse din lume, în linii generale, tranzacțiile cu hârtii de valoare au loc cu titlurile care au trecut procedura de listing. Procedura de listing se consideră etapa de includere a titlurilor emitenților în lista de cotare bursieră.

6.4.2. Cotarea bursieră și stabilirea cursului bursier

Cotarea bursieră este examinată, de obicei, sub două aspecte:

- cotarea ca mecanism de stabilire a prețului în procesul comerțului bursier;
- cotarea ca prelucrare a prețurilor existente, care au fost stabilite în procesul comerțului bursier, ca pregătire pentru publicarea în buletinele bursiere și prezentarea participanților la tranzacții.

Nașterea prețului în procesul negoțului de bursă este rezultatul interdependenței comercianților înregistrați. Astfel, bursa numai constată prețul și contribuie în mod obiectiv la formarea lui.

Bursa concentrează cererea și oferta de cumpărare-vânzare a hârtiilor de valoare, stabilește raportul dintre cererea și oferta curente, iar drept rezultat se constată prețul ca expresie a echilibrului între cel temporar și relativ, dar de ajuns pentru executarea unei tranzacții anumite. Prețul, la care sunt încheiate tranzacțiile și hârtiile de valoare, trece de la un proprietar la altul, poartă denumirea de curs. Iată de ce cursurile de la bursă sunt folosite în calitate de punct de reper pentru încheierea de tranzacții atât la operațiunile bursiere, cât și cele extrabursiere. Totodată, în mod natural, licitația „cu salve” permite de a constata un preț unitar, ce va exista până la următoarea „salvă”, iar licitația neîntreruptă stabilește raportul dintre cererea curentă (prețul cererii – cel mai înalt propus de cumpărător) și ofertă pentru hârtia de valoare (prețul ofertei – prețul maximal de vânzare a hârtiei de valoare).

Actele normative și legile ce țin de burse, de regulă, nu fixează ordinea de stabilire a cursului de la burse pentru hârtiile de valoare. În dependență de principiile, ce stau la baza cotării, pot fi utilizate diferite metode de stabilire a prețului.

De obicei, în buletinele bursiere nu sunt înregistrate toate prețurile tranzacționale, dar numai cele extreme, care caracterizează cel mai deplin dinamica prețurilor în procesul zilei bursiere. Prețurile extreme se iau pe axa verticală și cea orizontală: cel mai înalt și cel mai jos în timpul zilei, cel inițial după primele minute și cel final la finele zilei bursiere.

Analizând datele tranzacțiilor înregistrate și cererile investitorilor, comisia de cotare stabilește nivelurile maxime de sus și de jos ale prețurilor la diferite tipuri de efective. Totodată, comisia de cotare elimină prețurile ce nu constituie indiciu pentru conjunctura pieței.

Prețul bursier, inserat în lista de cotare, la bursele mari din lume constituie prețul de închidere sau prețul ultimei tranzacții. Iată de ce în mass-media apar următoarele date, ce caracterizează prețurile bursiere (tabelul 6.1.)

Tabelul 6.1.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
52 week (perioada unui an bursier)				Yld	P/E	Sal (mișcarea cursului acțiunilor în decursul zilei)				Net oscilații în comparație cu ziua precedentă
Stok (denumirea companiei, codul ei)	High Max (cursul acțiunilor)	Low (cel mai jos curs al acțiunii)	Div (suma dividend.)	(norma dividendului)	Venitul net/cursul acțiunii	100S (num. de tranzacții)	Higt	Low	Close	
ISB	10	5	44	5,5	10	144	10	9	9	+1/2
Scod	4	½	23	2,3	3	900	2	¼	1	-1/4
A@Epf	85	48	3	5,4	-	38	57	56	56	+1

La bursele de valori din țările occidentale economic dezvoltate, comerțul cu hârtiile de valoare are loc cu ajutorul sistemelor automatizate, ceea ce permite plasarea ofertelor de vânzare sau cumpărare a titlurilor de la câteva posturi. În cazul că prețurile sunt egale, tranzacția în mod automat este executată și informația despre încheierea tranzacției va ajunge la locul de lucru (post), precum și va apărea sub formă de inscripție pe ticher (sumer) – aparat de la bursă cu ajutorul căruia sunt transmise cotările hârtiilor de valoare.

Metodele de stabilire a cursului bursier. Metoda unui curs unitar se bazează pe stabilirea unui preț unic (tipic). Această metodă, de exemplu, este folosită la bursele germane, în baza licitației duble închise. În cazul dat, la stabilirea prețurilor de bursă se iau în considerație numai tranzacțiile încheiate prin mijlocirea intermediarilor oficiali, de curs. Pentru fiecare grupă de valori există intermediari (maklers) speciali, care recepționează ordine de cerere și ofertă. La un timp anumit, ei se adună într-un loc concret în sala de bursă și în prezența tuturor persoanelor interesate în hârtiile de valoare date, încep să stabilească acel curs, care le-ar permite să acopere suma maximală a cererii și ofertei. La existența deficitului de comenzi dintr-o parte oarecare a pieței, ei strigă în sală comanda, care ar echilibra piața. Dacă asemenea comandă este susținută de către un makler liber care ar dori s-o înainteze în numele său, apoi maklerul de curs introduce această comandă în calculator și piața acestei hârtii de valoare devine mai echilibrată.

Conturile de totalizare ale cursului unic pot fi reprezentate în felul următor:

Tabelul 6.2.

Cantitatea totală de hârtii pentru vânzare	Ordine			Cantitatea totală de hârtii pentru cumpărare	Cantitatea probabilă de cereri satisfăcute pentru cumpărare
	Dispoziții de vânzare (cantitatea)	Nivelurile de prețuri indicate în comandă	Dispoziții de cumpărare		
x	x	A cumpăra la orice preț	80	x	X
x	70	A vinde la orice preț	x	x	X

La stabilirea cursului este necesară respectarea unui șir de reguli anumite, și anume:

- cursul bursier trebuie stabilit la nivelul ce va satisface executarea mai multor tranzacții;
- toate ordinele de tipul „a vinde la orice curs”, „a cumpăra la orice curs” vor fi executate la apariția primei propuneri de preț;
- toate ordinele ce conțin niveluri maximale de preț la cumpărare și prețuri minimale la vânzare, trebuie să fie executate;
- toate comenzile, unde sunt indicate prețurile apropiate de cele maximale la cumpărare și minimale la vânzare, pot fi îndeplinite parțial;
- toate comenzile, în care sunt indicate prețurile mai reduse decât cursul așteptat la cumpărare sau mai înalte la vânzare, nu vor fi îndeplinite.

Fixingul este o situație a negoțului bursier, în care volumul de cereri pentru vânzare a hârtiilor de valoare se egalează cu volumul de cereri de cumpărare. Momentul atingerii stării de fixing se consideră clipa de încheiere a negoțului (licitației). Fixingul se caracterizează printr-un curs aparte, care devine cursul unic de încheiere a tranzacțiilor și îndeplinirii decontărilor în cadrul comerțului de bursă dat. La situația de fixing nu se ajunge în mod automat. Există o serie de reguli, care permit instalarea lui.

1. Dacă cererea prevalează asupra ofertei, maklerul micșorează cursul; la prevalarea ofertei asupra cererii maklerul, invers, mărește cursul.

2. Ordine suplimentare ce țin de modificarea sumei de cumpărări sau vânzări se înaintează de către participanții la negocieri prin intermediul dealerilor (reprezentanți).

3. Corectarea ordinelor suplimentare, ce schimbă corelarea între cerere și ofertă în sens invers.

La introducerea corectărilor în ordine sunt utilizate următoarele metode:

- adaugă titluri la vânzare
- mărește volumul de cumpărare a titlurilor
- micșorează volumul de cumpărare a titlurilor
- scoate titlurile din vânzare

La înaintarea unei comenzi de la diferiți dealeri se bucură de prioritate comanda cea mai mare după volum.

Ținând cont de regulile de atingere a stării de fixing, pot fi menționate două variante posibile de alternativă pentru stabilirea cursului bursier.

Pentru cererile primite la bursă până la începerea negocierilor, maklerul fixează limitele de jos și de sus („cote de curs”), între care se presupune că va fi fixat cursul final de comerț.

Licităția începe de la cursul de start. Reglarea cererii și ofertei are loc în limita diferenței dintre cerere și ofertă. În momentul echilibrului apărut între cerere și ofertă (sau diferență) capătă sens invers, apare situația de fixing și negocierile se încheie. Toate tranzacțiile concrete pentru sumele declarate au loc conform cursului fixat.

6.4.3. Clearingul și decontările pentru tranzacțiile bursiere

Noțiunea de clearing înseamnă compensarea cererilor și obligațiilor reciproce. Clearingul de bursă constituie clearingul între participanții la comerțul de bursă, bazat pe stabilirea faptului cine, cui și în ce termene este obligat să plătească bani și să livreze activul bursier.

Decontările sunt un proces de îndeplinire a obligațiilor, instituite în timpul clearingului de bursă, al cărui rezultat final, de obicei, este transmiterea obiectului tranzacției bursiere (de exemplu, a hârtiilor de valoare) de la vânzător la cumpărător, precum și decontările în numerar ale cumpărătorului vânzătorului în conformitate cu stipulările contractuale.

Sistemele moderne bursiere de clearing și decontări au devenit posibile ca urmare a existenței următoarelor premise:

În primul rând, este vorba despre prezența posibilităților tehnologice corespunzătoare pentru:

- înfruntarea factorului de distanță și reducerea timpului de transmitere a informației (de exemplu, existența de sisteme globale de comunicație rapidă);
- prelucrarea unor volume enorme de informație bursieră și cea secundară (crearea de sisteme electronice de decontare și păstrare a bazelor de date);
- transmiterea operativă și corectă a mijloacelor bănești (sisteme bancare naționale și internaționale de decontare).

Într-al doilea rând, instituirea unor organizații specializate și structuri de bursă pentru clearing și decontări: Case de clearing (decontare), fonduri-depozitare, deținători de registre etc.

Într-al treilea rând, elaborarea și perfecționarea permanentă a mecanismelor de clearing și decontări. Sub formă generalizată, putem evidenția următoarele funcții principale ale clearingului bursier și decontărilor:

- a) asigurarea procesului de înregistrare a tranzacțiilor bursiere (transmiterea și primirea informației despre tranzacții, verificarea ei și confirmarea înregistrării etc.);
- b) evidența tranzacțiilor înregistrate (după tipurile de piață, participanți, termenele de executare etc.);
- c) compensarea obligațiilor și plăților reciproce între participanții la piața bursieră;
- d) garantarea asigurării tranzacțiilor bursiere (sub diferite forme);
- e) organizarea decontărilor în numerar;
- f) asigurarea livrării activului bursier conform tranzacției bursiere.

Sarcinile dezvoltării, de mai departe, a sistemelor de clearing pe piața bursieră sunt următoarele:

- reducerea pierderilor de clearing și decontări, ce revin unei tranzacții (sau stoparea măririi acestora);
- urgentarea procesului de clearing și decontări prin reducerea termenelor de executare a operațiunilor de clearing și decontare;
- atribuirea unui caracter internațional clearingului și decontărilor pe piețele mondiale și celor cu acțiune în viitor (futures).

Atingerea scopurilor menționate mai sus poate avea loc, în primul rând, cu ajutorul următorilor factori:

- dematerializarea hârtiilor de valoare;
- trecerea la comerțul electronic cu hârtii de valoare și contracte futures;
- unificarea perioadelor de decontare pe piața bursieră internațională.

Dematerializarea titlurilor de valoare, adică existența lor nu sub formă de hârtii, prezintă o formă de înregistrări electronice pe contur din sistemul computerizat, ceea ce oferă posibilitatea de a trece la crearea unui depozit electronic unic național (în perspectivă și mondial) pentru hârtii de valoare, ceea ce simplifică esențial și face mai puțin costisitoare toate procesele ce țin de reînregistrarea titlurilor nominative în procesul de cumpărare-vânzare. Utilizarea mai frecventă a formei electronice a hârtiilor de valoare va permite evitarea problemelor ce țin de pierderea hârtiilor de valoare, falsificarea lor, întârzierea livrării etc.

Trecerea la forma electronică de licitații bursiere devine reală datorită computerizării economiei și dezvoltării masive a mijloacelor de comunicație. Aceasta duce la lărgirea pieței bursiere și globalizarea ei, ieftinirea comerțului, simplificarea multor proceduri din cadrul licitațiilor de bursă, automatizarea proceselor de clearing și decontare etc. În perspectivă, licitațiile electronice vor permite oricărui client să încheie nemijlocit singur tranzacții pe piața de valori, evitând instituțiile de mijlocitori de la bursă.

Unificarea perioadelor de decontare în diferite țări constituie baza necesară pentru internaționalizarea piețelor naționale.

§6.5. Organizarea tranzacțiilor la termen (forward) cu titlurile financiare primare

Așa-numitele tranzacții la termen sunt niște operațiuni bursiere, ale căror condiții de executare sunt indicate imediat în ziua tranzacției, însă decontările pentru hârtiile de valoare și livrarea lor sunt transferate pentru mai târziu, perioadă fixată în prealabil și numită drept zi de decontare, de lichidare sau, pur și simplu, lichidarea (reglementarea) tranzacției.

Lichidarea tranzacției poate avea loc, de regulă, o dată pe lună în ziua celei de-a 6 sesiuni a bursei, adică penultima din luna curentă. Operațiunile ce urmează (reportul, livrarea hârtiilor de valoare, decontări în numerar) vor fi îndeplinite în zilele ce urmează.

Achitarea hârtiilor de valoare procurate și livrarea celor vândute, deseori, sunt lăsate pentru ultima perioadă, deoarece nu este exclus ca participanții la tranzacție, la moment, să nu dispună de mijloace sau de titluri.

Pentru a nu-i face pe intermediari prea dependenți de posibilitățile financiare ale clientului, camera profesională a maklerilor bursieri de bursă cere ca la transmiterea comenzii să fie îndeplinită acoperirea. Această măsură constituie o măsură de garanție a închiderii corespunzătoare a pozițiilor, precum și protejării contra speculațiilor. Corelarea dintre acoperiri și obligații nu este un factor constant și este lesne de înțeles că acest raport influențează dinamica pieței.

În continuare, vor fi examinate următoarele momente: de la început poziția cumpărătorului hârtiilor de valoare, apoi cea a vânzătorului.

1. Poziția cumpărătorului. În primul rând, urmează să se menționeze că cumpărătorul hârtiilor de valoare întotdeauna speră la creșterea lor în preț. De exemplu, dacă clientul procură pe data de 3 a lunii curente 25 acțiuni SEICHIME la cursul de 170, apoi el presupune că de la data de 3 și până la data lichidării tranzacției cursul se va mări, ceea ce-i va permite să recomercializeze acțiunile la un curs mai ridicat decât 170 și să capete un câștig la diferență.

Îi va reuși clientului acest pas sau nu vom vedea mai jos, examinând două cazuri caracteristice.

Primul caz. Poziția operațiunii bursiere a fost închisă. Pe data de 5 din aceeași lună, cotarea acțiunilor SEICHIME se egala cu 185. La acest curs, participantul nostru se hotărăște să-și vândă cele 25 de acțiuni.

În ziua de decontare (de lichidare), poziția lui va fi următoarea;

Data de 3, cumpărare 25 acțiuni	Cursul 170	4250
Data de 5, vânzare 25 acțiuni	Cursul 185	4625
	Diferența	375

Participantul obține un câștig de 375 u.m., minus comisioanele de makler și impozitele.

Al doilea caz. Pozițiile pentru operațiunea bursieră puteau fi închise.

Dacă până în ziua de lichidare a tranzacției participantul n-a reușit să-și revândă titlurile, apoi el așa și va rămâne proprietar al acestor 25 acțiuni SEICHIME. În acest caz, el poate alege una din două decizii.

Prima decizie. Să procure hârtii de valoare, adică să plaseze aceste 25 de acțiuni SEICHIME și să le achite în felul următor: $170 \times 25 = 4250$ u.m. (plus impozitele și comisionul pentru serviciile maklerului).

A doua decizie. Să realizeze reportul, adică să transfere închiderea pozițiilor pentru tranzacția menționată până la lichidarea următoare. Pentru aceasta, trebuie să găsească un posesor de capital, care va fi de acord să procure aceste 25 de acțiuni SEICHIME în aceeași zi de lichidare și, în același timp, să-i revândă cu amânarea plății până la decontarea următoare. Această operațiune are loc după cursul stabilit de către Camera profesională a maklerilor bursieri de bursă, și care poartă denumirea de curs de compensare. Acest curs este unul și același pentru toate tranzacțiile executate prin report vizavi de hârtia de valoare anunțată spre vânzare în aceeași zi de lichidare. Dacă cursul de

compensare este mai mare (mai mic) decât cursul preventiv al cumpărătorilor, participantul la tranzacție va căpăta un credit pentru diferență, minus cheltuielile (sau vor fi trecute în debit, plus cheltuielile). În ziua următoare de lichidare a tranzacției clientul nostru (dacă în acest răstimp nu vor fi revândute hârtiile de valoare) va rămâne ca și înainte cumpărătorul a 25 acțiuni SEICHIME, pe care iarăși le poate procura sau le face un report.

2. *Poziția vânzătorului.* În primul rând, trebuie de menționat, că vânzătorul hârtiilor de valoare întotdeauna speră la scădere în preț a titlurilor. Dacă participantul la tranzacție vinde, de exemplu, pe data de 3 din luna curentă 25 de acțiuni SEICHIME la cursul de 170, apoi el speră ca între data de 3 și data de lichidare a tranzacției cursul va scădea și aceasta îi va permite să-și răscumpere acțiunile la cursul mai mic decât 170 și să capete câștig la diferența de curs.

Îi va reuși sau ba, vom vedea în cele ce urmează, luând ca exemplu două cazuri.

Primul caz. Pozițiile pentru operațiunea de bursă au fost închise. Pe data de 7 a aceiași luni, de exemplu, acțiunea SEICHIME este cotaată la cursul de 150. Clientul nostru decide să-și răscumpere acțiunile. Către ziua lichidării tranzacției poziția lui va fi următoarea:

Data de 3, vânzare 25 acțiuni	Cursul 170	4250
Data de 7, cumpărare 25 acțiuni	Cursul 150	3750
	Diferența	500

Participantul la tranzacție va căpăta 500 u.m., minus impozitele și comisioanele de makler pentru executarea tranzacției.

Al doilea caz. Pozițiile pentru operațiunea de bursă nu sunt închise.

Dacă hârtiile de valoare n-au fost răscumpărate până la ziua de lichidare, participantul la tranzacție rămâne în calitate de vânzător a 25 de acțiuni SEICHIME și va trebui să ia una din două decizii:

Prima decizie – să plaseze hârtiile de valoare, adică cele 25 acțiuni SEICHIME, și să primească bani, și anume: $170 \times 25 = 4250$ u.m. (minus impozitele și comisioanele de makler pentru executarea tranzacției).

A doua decizie. Să facă reportul poziției sale, adică să amâne închiderea poziției până la următoarea decontare de lichidare. Pentru aceasta, va avea nevoie doar să găsească un posesor de acțiuni SEICHIME, care va fi de acord să-i vândă 25 de acțiuni în aceeași zi de lichidare și, concomitent, să și le răscumpere într-o anumită perioadă până la lichidarea următoare. Tranzacția are loc la cursul de compensare.

Dacă în această perioadă hârtiile de valoare n-au fost cumpărate, participantul la tranzacție rămâne, în continuare, vânzător a 25 de acțiuni SEICHIME, pe care le va putea plasa sau să le reporteze.

În baza celor expuse mai sus, vedem clar că în ziua de lichidare se creează o situație, că pentru una și aceeași hârtie de valoare vânzătorii și cumpărătorii solicită să-și transfere poziția.

1. Dacă numărul hârtiilor de valoare prevăzute pentru report (hârtii de valoare necumpărate) este mai mare decât numărul hârtiilor de valoare împrumutate (nelivrate) – ceea ce se întâmplă mai des, căci jocul de bursă, de regulă, se orientează spre majorare – trebuie găsit posesorul de capital, care poate asigura cumpărătorul cu mijloace, ceea ce-i va permite (conform mecanismului descris mai sus) să-și transfere poziția la următoarea lichidare a tranzacției. În cazul executării unor asemenea operațiuni, este necesară achitarea procentului numit procent de report. Această cotă procentuală oscilează la fiecare decontare (lichidare) în dependență de mărimea pozițiilor prevăzute pentru report, și de volumul de resurse, care pot fi îndreptate spre report.

Pentru posesorii de capital, alocarea de mijloace în reporturi se caracterizează în felul următor:

a) mijloacele sunt alocate pentru un termen scurt: o lună (perioada de la o lichidare a tranzacției până la următoarea);

b) din cauza depunerilor pe termen scurt, cota poate fi destul de înaltă:

c) depunerile sunt asigurate prin valoarea hârtiilor și onestitatea mijlocitorilor, care execută tranzacțiile date.

2. Dacă, însă, cantitatea hârtiilor de valoare, prelevate pentru report, este mai mică decât numărul de hârtii împrumutate, apoi vânzătorii hârtiilor de valoare trebuie să găsească deținători de hârtii de valoare, care ar fi de acord să le livreze cantitatea lipsă, permițându-le astfel să-și transfere poziția până la lichidarea următoare a tranzacției. Un astfel de împrumut de hârtii se înfăptuiește prin plățirea procentului numit *deport*.

3. În fine, poate apărea o altă situație: numărul hârtiilor de valoare, prevăzute pentru report se egalează cu numărul celor împrumutate. În asemenea caz, nu trebuie plătit nici reportul, nici deportul. Într-un asemenea caz, este vorba despre reportul înfăptuit pe bază de paritate.

Tipologia tranzacțiilor la termen. Tranzacții ferme la termen

Tranzacțiile ferme constituie niște operațiuni, când clientul este obligat să-și încheie pozițiile în ziua decontării următoare din necesitate, folosind mecanismul de report descris.

1) Conform regulilor generale, ordinele ferme privind tranzacțiile la termen sunt valabile până la data lichidării curente a tranzacției, adică a decontării curente.

2) Ca excepție, ordinele transmise după a treia ședință a bursei, precedentă decontării curente și neexecutate pe parcursul ei, la rugămintea persoanei, care a plasat ordinul, ele pot rămâne în vigoare până la următoarea decontare.

3) Participantul la tranzacție poate, în orice moment, să limiteze termenul de valabilitate a ordinului său, schimbându-l cu o dată mai devreme.

4) Ca excepție, ordinele de cumpărare-vânzare conform primului și ultimului curs sunt valabile în decursul unei ședințe a bursei.

Tranzacțiile sunt încheiate cu drept „integru” (adică neutilizat), inclusiv până la decontarea ce urmează după data „ruperii”. În ziua de decontare, cotarea drepturilor are loc „la termen” de un curs.

Drept excepție, începând cu data „ruperii” dreptului, poate fi instituită o piață specială.

Tranzacții la termen convenționale. În continuare, vor fi examinate consecutiv tranzacțiile cu primă (folosite cel mai des la tranzacțiile convenționale), apoi – operațiunile mai rar folosite: tranzacții în stelaj, sau tranzacțiile „call of more”, sau opțiunea dublă și, în sfârșit, – piețele de opțiuni simple.

Tranzacții convenționale cu primă. Tranzacțiile cu primă constituie operațiuni care permit cumpărătorului sau să-și execute contractul în ziua de decontare, sau să-l rezilieze, achitând cumpărătorului despăgubirile, mărimea cărora este stabilită din timp și numită primă.

Decizia se ia în ajunul lichidării tranzacției, denumită zi de decontare pentru tranzacțiile cu primă. La executarea de către cumpărător a clauzelor contractuale, este vorba despre „încasarea” primei de către cumpărător. La rezilierea contractului, se spune că el refuză prima.

Vânzătorul primei depinde de hotărârea cumpărătorului, de aceea, el trebuie, la cererea ultimului, să livreze hârtii de valoare (dacă cumpărătorul încasează prima) sau să păstreze hârtiile de valoare și să primească singur prima (dacă cumpărătorul refuză prima).

Avantajul astfel oferit cumpărătorului, pentru vânzător se compensează printr-un curs mai favorabil. Altfel zis, în comparație cu tranzacția fermă, vânzătorul execută operațiune la un curs mai înalt, înfăptuind vânzarea cu primă. Diferența se numește deviere sau decalaj (ruptură).

Spre deosebire de tranzacțiile ferme, executate exclusiv până la decontarea curentă, tranzacțiile cu primă pot fi încheiate până la o decontare din cele trei, care urmează după primirea ordinului, adică pentru decontarea curentă și încă pentru următoarele două.

Așadar, tranzacția cu primă cuprinde trei elemente: cursul, suma primei, fixarea zilei de decontare (de lichidare).

Exemplu. În cadrul ședinței bursei din 7 octombrie 2000, cotarea maximală a acțiunii „Thomson Brand” (cu decontare în luna decembrie) constituia 169/5 (se citește „169 și 5”, adică

169+5 primă). În ziua de decontare (de lichidare) din decembrie, cumpărătorul a 25 acțiuni „Thomson Brand” își poate executa contractul și procura 25 de acțiuni la cursul de 169, sau să-l rezilieze, achitând vânzătorului prima în valoare de 5 pentru o acțiune, adică în total:

$$5 \times 25 = 125 .$$

În cadrul aceleiași ședințe din 7 octombrie 2000, acțiunea „Thomson Brand” era cotate nu mai mult de 157,10 (după un curs fix) cu decontare curentă.

Respectiv, devierea pentru prima de 5 la finele lunii decembrie constituia:

$$169 - 157,10 = 11,90 .$$

E simplu de înțeles, că pentru una și aceeași primă, cursurile oscilează în dependență de termenul de achitare a plății; vânzătorul primei, legat prin decizia cumpărătorului, va încerca să câștige un curs cât mai înalt, cu cât mai îndepărtat va fi timpul luării acestei decizii. La prelungirea termenului de achitare devierea crește.

În continuare, sunt aduse cursurilor acelorași acțiuni „Thomson Brand” (cele mai mari)

Octombrie 160/5

Noiembrie 164/5

Decembrie 169/5

Ca și la stabilirea termenului pentru achitare, cursul oscilează în dependență de primă. Cu cât este mai mică prima, cu atât mai mică este suma primită de către vânzător în cazul refuzului (restabilirea contractului). Prin urmare, este destul de normal faptul că el cere un preț cât mai înalt la micșorarea sumei primei.

Exemplu. Diferite premii vândute pentru acțiunile „Jusinoir” (Asociația întreprinderilor metalurgice din regiunile de nord ale Franței), la 7 octombrie 2000, la decontările din decembrie: 94,50/5; 99/2,50; 103/1.

Închiderea pozițiilor la tranzacțiile de bursă cu primă

După cum a fost indicat mai sus, în ziua de decontări pentru tranzacțiile cu primă, decizia finală este a cumpărătorului, care poate:

1) să ia prima și să apară în rol de cumpărător de hârtii de valoare; anume, așa va proceda, dacă va obține venit sau dacă pierderile lui vor fi ceva mai mici decât suma primei, de care a fost nevoit să refuze la neexecutarea contractului său. Așa se va întâmpla întotdeauna când cursul cotate la momentul lichidării tranzacției va prevala asupra cursului cumpărătorului (fără primă).

Cursul dat, care înseamnă pierderile maxime pentru vânzător, se numește limita de jos a primei;

2) să refuze prima, adică s-o achite și să-și rezilieze contractul; anume, așa va proceda, dacă cursul coboară mai jos de limita minimă a primei.

În legătură cu aceasta, ținem să menționăm că cumpărătorul poate revinde hârtiile la un curs fix până la începutul termenului de achitare a cumpărării cu primă. Însă, în acest caz, el este interesat să refuze prima la coborârea cursului sub limita de jos a primei la ziua decontărilor. Atunci, în perioada decontărilor curente, el va procura la un preț fix acțiunile, pentru a acoperi cheltuielile tranzacției de vânzare a acțiunilor încheiate mai înainte .

Tranzacții de stelaj. La sosirea termenului de achitare, cumpărătorul la tranzacția de stelaj are dreptul să apară în calitate de vânzător sau în calitate de cumpărător.

Tranzacția de stelaj include prețul dublu și clientul trebuie să aleagă: sau să vândă la cel mai jos curs, sau să cumpere la cel mai înalt curs, indicat în contractul de stelaj.

De exemplu, cumpărătorul la tranzacția de stelaj 450/490 va avea dreptul, după sosirea termenului, să devină sau cumpărător la cursul de 490, sau vânzător la cursul de 450. Prin urmare, acela care înfăptuiește cumpărarea la tranzacția de stelaj speră la oscilații puternice a cursurilor spre mărire sau spre scădere.

Vânzătorul la tranzacția de stelaj, invers, speră la stabilizarea prețului. El este de părere că cursurile nu vor fi mai mari decât cele indicate în stelaj sau chiar egale. Să presupunem că, în

exemplul precedent, cursurile rămân în limita cifrelor de 450 și 490. În orice caz, câștigă vânzătorul. Dacă oponentul lui apare în calitate de cumpărător, apoi el va vinde hârtiile de valoare la cursul de 490, ce costă mai puțin de 490. Iar dacă oponentul său, dimpotrivă, va apare în calitate de vânzător, apoi el va cumpăra hârtiile de valoare la cursul de 450, ce costă mai scump. Astfel, el câștigă la diferență.

Tranzacții cu opțiuni simple. Prezintă piețe convenționale, în care unul dintre participanții la tranzacție – cumpărătorul opțiunii – își păstrează dreptul de a încheia sau de a rezilia contractul prin achitarea unei sume anumite de bani, numită semnificativ *s*. Prețul dat și constituie prețul de opțiune.

Prețul de opțiune este discutat, în mod deschis, de către participanții la tranzacție. Costul celei mai scumpe hârtii de valoare este, în mod obligatoriu, cursul cotate în această zi pe piața la termen (tranzacții ferme).

Există două tipuri de contracte: opțiunea cumpărătorului (tranzacții cu primă prealabilă) și opțiunea vânzătorului (tranzacția cu primă inversă).

1. Opțiunea cumpărătorului. Cu ajutorul acestui tip de contract, cumpărătorul opțiunii capătă dreptul să cumpere la un preț fix un număr concret de hârtii de valoare la cursul cotate pe piața la termen la ziua de cumpărare a opțiunii.

Vânzătorul opțiunii depinde de decizia luată de către cumpărător: el trebuie să livreze hârtiile de valoare, dacă celălalt procură dreptul la opțiune.

Exemplu.

La 7 octombrie 2000, pe piața la termen, cursul acțiunilor „Citroen” se egala cu 126.

Să presupunem că, conform acestui curs a fost comercializată opțiunea cumpărătorului pentru 100 acțiuni la o sumă *s*, egală cu 12 (decontare – la finele lunii mai 2000).

a) Cumpărătorul opțiunii urmează să achite în perioada decontării curente (în exemplul dat – luna octombrie 2000), o sumă *s*, și anume:

$$12 \times 100 = 1200.$$

b) Cumpărătorul opțiunii are dreptul, în orice moment, inclusiv până în luna mai 1970, să procure opțiunea, adică să cumpere la preț fix 100 acțiuni „Citroen” la cursul de 126, drept care 100 acțiuni „Citroen” îi vor costa:

$$126 \times 100 = 12600 .$$

La această cifră, trebuie adăugată suma *s*, achitată în octombrie 2000, și anume:

$$12 \times 100 = 1200$$

$$\text{Total} : 13800 .$$

c) Dacă în timpul decontării din luna mai cumpărătorul opțiunii încă nu le-a procurat, el are posibilitatea de a-și rezilia contractul. Anume, așa va proceda, dacă cursul acțiunilor „Citroen” va fi atunci mai mic de 126. În asemenea caz, pierderile lui se vor limita la suma *s*, achitată la decontarea din octombrie 2000, adică $12 \times 100 = 1200$. Aceasta va fi pierderea lui maximală.

2. Opțiunea vânzătorului. Conform acestei opțiuni, cumpărătorul procură dreptul de a vinde la un preț fix o cantitate anumită de hârtii de valoare la cursul cotate pe piața la termen la ziua procurării opțiunii.

Vânzătorul opțiunii depinde de decizia cumpărătorului: el va trebui să procure hârtiile de valoare, dacă celălalt va cumpăra opțiunea, și să le achite.

Exemplu.

Cursul pentru acțiunile „Peugeot”, la data de 7 octombrie 2000 era de 235 (piața la termen).

Fie, că la acest curs opțiunea vânzătorului pentru 100 acțiuni a fost comercializată la finele lunii martie 2000 pentru o sumă *s*, egală cu 12.

a) Cumpărătorul opțiunii urmează să achite pe contul curent (în exemplul dat – decontare în luna octombrie 2000) o sumă *s*, și anume:

$$12 \times 100 = 1200.$$

b) Cumpărătorul opțiunii va avea dreptul, în orice moment, inclusiv până la decontarea din martie 2000, să procure opțiunea, adică să vândă la un preț fix 100 acțiuni „Peugeot” la cursul cotate la 7 octombrie 2000 (235). Reiese că suma finală pentru 100 acțiuni „Peugeot” va fi egală cu $235 \times 100 = 235000$, din care trebuie scoasă suma s , achitată în luna octombrie 2000:

$$12 \times 100 = 1200$$

sau netto: 223000.

c) dacă în timpul decontării din luna martie cumpărătorul opțiunii încă n-a procurat-o, apoi o va procura, dacă cursul acțiunilor „Peugeot” în acel moment va fi mai mare de 235 .

În asemenea caz, pierderile lui se vor limita la suma s , achitată în octombrie 2000:

$$12 \times 100 = 1200$$

Acesta va fi riscul maximal, la care el va fi supus.

§6.6. Organizarea tranzacțiilor cu titlurile financiare derivate

Derivatele financiare reprezintă instrumentele financiare, la baza cărora se află alte instrumente financiare mai simple – de regulă, acelea care circulă pe piața la vedere, de exemplu, obligațiile sau acțiunile. De exemplu, opțiunea financiară oferă posesorului dreptul de a cumpăra sau a vinde acțiuni, ce se află la baza opțiunii date. Deoarece acțiunile sunt instrumente financiare primare, opțiunea dată reprezintă un instrument financiar derivat.

Contractul futures constituie un acord între părți privind livrarea în viitor a activului de bază, încheiat în cadrul bursei. Bursa (Casa de decontări) elaborează stipulările lui și ele devin standarde pentru fiecare activ de bază. Tot bursa organizează piața secundară a contractelor date.

Executarea contractelor futures este asigurată de bursă (Casa de decontare). După încheierea contractului, el este înregistrat în Casa de decontare. Din acest moment, o contraparte la tranzacție atât pentru cumpărător, cât și pentru vânzător, devine Casa de decontare, adică pentru cumpărător ea joacă rolul de vânzător, iar pentru vânzător – cel de cumpărător. Deoarece contractele futures sunt standarde și asigurate de Casa de decontare, ele au o lichiditate înaltă. Aceasta înseamnă că participantul la tranzacție poate, liber, să închidă poziția deschisă cu ajutorul tranzacției inverse (offset). Drept rezultat al operației va fi câștigul sau pierderea, în dependență de prețul la care a fost deschisă sau închisă poziția. Dacă partea contractantă solicită executarea sau primirea livrării, el nu-și anulează poziția până la ziua livrării. În asemenea caz, camera de decontare îl înștiințează cui trebuie să livreze și de la cine trebuie să recepționeze activul de bază. Conform clauzelor unor contracte futures poate fi examinată nu livrarea activului de bază, ci decontările reciproce între participanți sub formă de numerar.

După cum s-a menționat deja, contractele futures, după forma lor, sunt standarde. De aceea, contractele futures, de regulă, nu sunt încheiate pentru livrare reală, dar pentru hedging și speculație. În practica mondială, doar 3 la sută din toate contractele încheiate se termină cu livrare, restul – prin contracte offset.

La baza contractului futures, se pot afla atât mărfuri, cât și instrumente financiare. Contractele, ale căror active de bază sunt instrumentele financiare, și anume hârtiile de valoare, indicii bursieri, valuta, depozitele bancare, metalele prețioase, se numesc contracte futures financiare. Piața futures modernă se dezvoltă, în primul rând, din contul creșterii comercializării cu contractele futures, ale căror volume întrec volumele de vânzare a contractelor de livrare a activelor în viitor.

Dacă investitorul este încrezător în pronosticurile sale, vizavi de dezvoltarea în viitor a evenimentelor pe piață, el poate încheia un contract futures. Dar, în caz de pronosticuri eronate sau de devieri întâmplătoare în dezvoltarea conjuncturii, investitorul poate suferi mari pierderi. Pentru a minimaliza riscul financiar, deponentul trebuie să apeleze la opțiuni comerciale (options). Ele permit investitorului să-și limiteze riscul la o sumă anumită, pe care o poate pierde în cazul unor rezultate nefavorabile ale evenimentelor, apoi câștigul lui potențial poate fi oricare.

Opțiunile comerciale reprezintă instrumente derivate, la baza cărora stau diferite active. În comparație cu contractele futures, diapazonul activelor de bază la options este mai larg, deoarece la baza contractului options se poate afla și contractul futures. Contractele options sunt folosite pentru a câpăta venitul speculativ, precum și pentru hedging.

Esența opțiunii comerciale constă în faptul că ea oferă unei părți contractante dreptul să aleagă executarea contractului sau să-l refuze. La tranzacție participă două persoane. Una cumpără opțiunea, adică procură dreptul de a alege. Altă persoană vinde sau, cum se mai spune, prescrie opțiunea, adică oferă dreptul de alegere. Pentru obținerea dreptului de alegere, cumpărătorul opțiunii achită vânzătorului o remunerare anumită, numită primă. Vânzătorul opțiunii este obligat să-și respecte obligațiile contractuale, dacă posesorul (cumpărătorul) opțiunii decide să-l execute.

Cumpărătorul are dreptul să execute opțiunea, adică să procure sau să vândă activul fundamental numai la prețul stabilit în contract. Acest preț se numește preț de executare.

Din punct de vedere al executării, opțiunile se împart în două tipuri: american și european. Opțiunea americană poate fi executată în orice moment până la expirarea termenului de acțiune al contractului. Opțiunea europeană – numai în ziua expirării termenului de valabilitate al contractului.

Există două tipuri de opțiuni: opțiune de cumpărare sau options *call*; și opțiunea de vânzare sau options *put*. Opțiunea *call* acordă posesorului dreptul să cumpere sau să refuze cumpărarea activului de bază. Opțiunea *put* acordă posesorului de opțiune dreptul să vândă sau să refuze vânzarea activului de bază. Pentru a înțelege mai bine esența tranzacției de opțiune, trebuie de memorizat că ea este constituită din două etape. În prima etapă, cumpărătorul opțiunii procură dreptul de a executa sau nu contractul. În etapa a doua, el realizează sau nu dreptul dat.

Emițând opțiunea, vânzătorul deschide poziția scurtă la tranzacția dată, iar cumpărătorul – poziția lungă. Respectiv, noțiunea de *call* sau *put* scurt înseamnă vânzarea opțiunii *call* sau *put*, iar *call* sau *put* lung – cumpărarea lor.

Să examinăm mai amănunțit fiecare din tipurile de opțiuni.

Opțiunea *call* – oferă cumpărătorului opțiunii dreptul să cumpere activul de bază de la vânzătorul opțiunii la prețul de realizare în termenele stabilite sau să refuze această procurare. Investitorul procură opțiunea *call*, dacă așteaptă creșterea costului de curs al activului de bază. Să examinăm rezultatele posibile pentru cumpărătorul opțiunii pe exemplul opțiunii pe acțiune.

Exemplu:

Investitorul a procurat o opțiune europeană pentru acțiune la prețul executorului de 100 u.m., achitând prima de 5 u.m. Să presupunem că, în momentul expirării termenului de valabilitate a opțiunii, cursul-spot (operații valutare la vedere) al acțiunii era de 120 u.m. Atunci când investitorul execută opțiunea, adică procură acțiunea de la vânzătorul opțiunii pentru 100 u.m. Dacă el va vinde imediat acțiunea pe piața de spot, apoi câștigul lui va constitui:

$$120 - 100 = 20 \text{ u.m.}$$

În momentul încheierii contractului, el va achita prima de 5 u.m., de aceea câștigul lui net va constitui:

$$20 - 5 = 15 \text{ u.m.}$$

Fie că în momentul expirării termenului de valabilitate al opțiunii cursului acțiunilor a scăzut până la 80 u.m. În asemenea caz, investitorul nu execută opțiunea, căci nu-i rațională cumpărarea acțiunii pentru 100 u.m. Pentru contract, dacă o putem procura acum pe piața de spot cu 80 u.m. pierderile investitorului la tranzacție sunt egale cu mărimea primei achitate. Rezultatele posibile pentru investitori sunt arătate în figura 6.8.

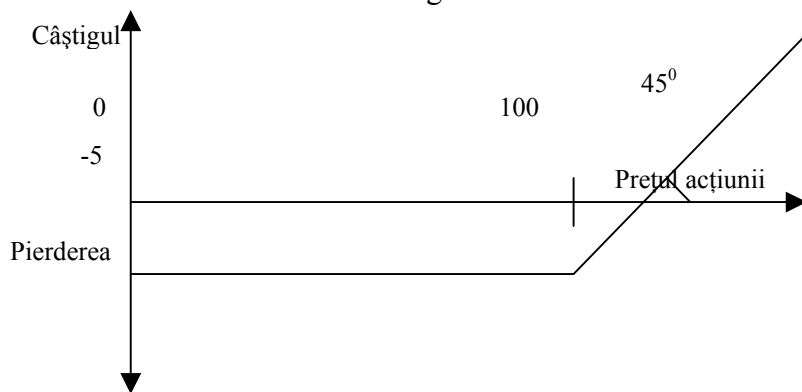


Figura 6.8. Câștigurile-pierderile cumpărătorului de opțiune-call europeană

Pe axa absciselor din figura 6.9. este indicat prețul spot către momentul expirării termenului de valabilitate al opțiunii. Dacă cursul acțiunii este egal sau mai mic decât 100 u.m., opțiunea nu se

execută, și investitorul suportă pierderi în mărimea primei (5 u.m.). Dacă cursul este mai mare decât 100 u.m., apoi se îndeplinește, însă deținătorul opțiunii va căpăta venit numai dacă cursul va prevala cifra de 105. În cazul cursului acțiunii de 105-100 u.m. deținătorul opțiunii, de asemenea, va executa opțiunea pentru a-și minimaliza pierderile.

Să formulăm regula generală de acționare a cumpărătorului opțiunii call europene. O opțiune call se execută dacă prețul de spot al activului de bază către momentul expirării termenului de valabilitate a contractului prevalează asupra prețului de executare și nu este executat, dacă prețul este mai mic sau egal cu prețul de executare.

Rezultatele tranzacției pentru vânzătorul opțiunii sunt inverse față de rezultatele cumpărătorului și sunt prezentate în figura 6.10. Câștigul lui maximal este egal cu mărimea primei în cazul neexecutării opțiunii.

Pierderile vânzătorului pot fi esențiale, dacă cursul acțiunii a crescut simțitor, iar el a cumpărat-o la un preț mai mic. În asemenea caz, vânzătorul va trebui s-o procure la prețul spot curent și s-o livreze la prețul de executare. În vederea asigurării contra unei asemenea desfășurări a evenimentelor, vânzătorul opțiunii poate cumpăra activul de bază în momentul încheierii contractului. Drept rezultat, la creșterea costului de curs al activului, el nu va avea cheltuieli suplimentare, căci va livra conform contractului activul deja existent. Dacă investitorul emite opțiunea call și nu-și asigură poziția prin procurarea activului de bază, apoi opțiunea se numește neacoperită. Dacă, în mod simultan, se procură și activul fundamental, se spune că opțiunea este acoperită.

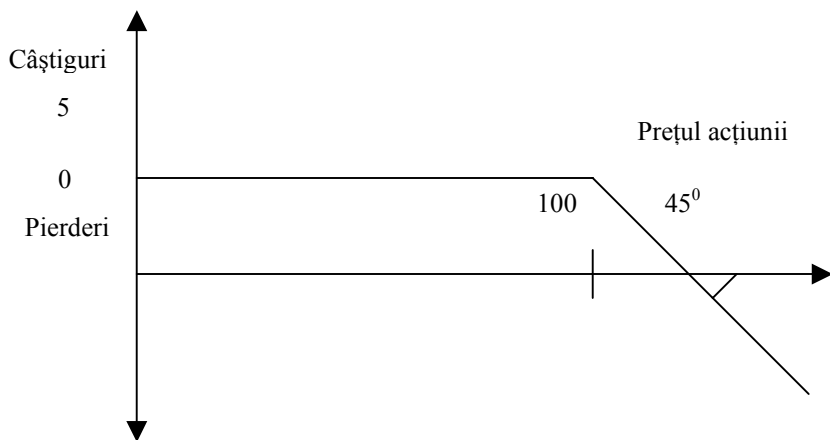


Figura 6.9. Câștigurile-pierderile vânzătorului de opțiune-call europeană

În calitate de activ de bază pentru opțiunea call poate fi contractul futures. În cazul executării opțiunii cumpărătorul ocupă poziția lungă în contractul futures. El capătă un câștig, egal cu diferența dintre prețul spot al contractului futures și prețul executării. Vânzătorul opțiunii ocupă poziția scurtă în contractul futures și suferă pierdere în mărimea diferenței dintre prețul spot al contractului futures și prețul executării.

Opțiunea put – oferă cumpărătorului opțiunii dreptul să vândă activul de bază sau să refuze să-l vândă. Investitorul procură opțiunea put, dacă așteaptă căderea costului de curs al activului fundamental. Să examinăm un exemplu de opțiune put.

Investitorul procură opțiunea put pentru acțiunea cu prețul de executare de 100 u.m. pentru 5 u.m. Să presupunem că, în momentul expirării termenului de valabilitate a contractului, prețul spot al acțiunii era de 80 u.m. În asemenea caz, deponentul cumpără acțiunea pe piața spot pentru 80 u.m. și execută opțiunea, adică o vinde la un preț de executare de 100 u.m. Câștigul lui va constitui:

$$100 - 80 = 20 \text{ u.m.}$$

Câștigul net, cu luarea în considerație a primei plătite, va constitui:

$$20 - 5 = 15 \text{ u.m.}$$

Să presupunem acum că prețul de spot către momentul expirării termenului de valabilitate a contractului a crescut până la 120 lei. În acest caz, opțiunea nu este executată, căci investitorul nu are posibilitatea s-o vândă la un preț mai înalt de executare. Însă, dacă el deține deja acțiunea, apoi este mai adecvat s-o vândă pe piața de spot pentru 120 lei, decât prin opțiune pentru 100 lei. Câștigurile-pierderile cumpărătorului de opțiune europeană sunt sugestiv prezentate în figura 6.10.

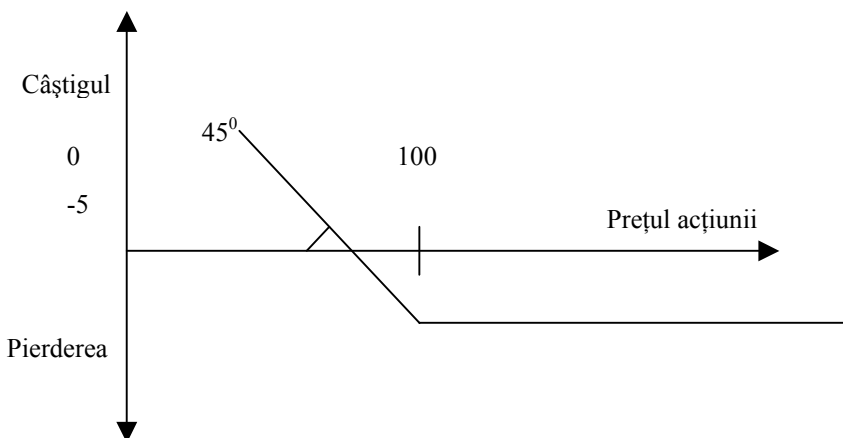


Figura 6.10. Câștigurile-pierderile cumpărătorului de opțiune put europeană

După cum se vede din figura 6.10, pierderea maximală pentru investitor constituie suma egală cu mărimea primei plătite, iar câștigul poate fi esențial în cazul unei mari scăderi a cursului activului de bază. Să formulăm regula generală de acționare pentru cumpărătorul opțiunii put. Opțiunea put europeană se execută, dacă, către momentul expirării termenului de valabilitate a contractului, prețul spot al activului de bază este mai mic decât prețul de executare și nu va fi executat, dacă el este egal sau mai mare decât prețul de executare.

Rezultatele tranzacției pentru vânzătorul opțiunii sunt inverse față de rezultatele cumpărătorului. Câștigul lui maximal este egal cu mărimea primei în cazul neexecutării opțiunii. Pierderea poate fi esențială dacă costul de curs al activului de bază va scădea mult. Câștigurile-pierderile vânzătorului opțiunii put europene sunt prezentate în figura 6.11. Opțiunea put poate fi acoperită, adică la emiterea opțiunii vânzătorul rezervă o sumă de bani suficientă pentru procurarea activului fundamental.

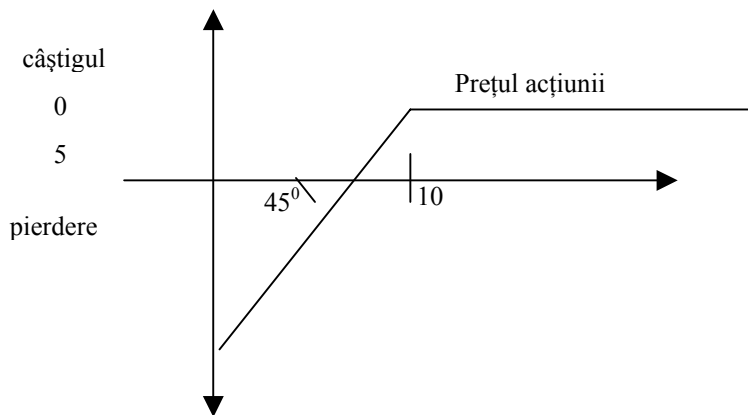


Figura 6.11. Câștigurile-pierderile vânzătorului de opțiune put europeană

Clasificarea opțiunilor după categorii

Toate opțiunile pot fi grupate în trei categorii:

- 1) opțiuni cu câștig;
- 2) opțiuni fără câștig;
- 3) opțiuni cu pierdere.

Opțiunea cu câștig este opțiunea care, la executarea ei, va aduce cumpărătorului venit.

Opțiunea fără câștig este opțiunea care, la executarea ei, va aduce deținătorului opțiunii un venit zero.

Opțiunea cu pierdere este opțiunea care, la executarea ei, aduce cumpărătorului pierdere.

Opțiunea call va fi cu venit, când $P > X$, fără venit când $P = X$ și cu pierdere când $P < X$, unde:

P – prețul spot al opțiunii la executare;

X – prețul executării opțiunii.

Opțiunea put se va solda cu câștig, dacă $P < X$, fără venit când $P = X$ și cu pierdere când $P > X$.

Concluzii

Orice societate în tranziție își propune ca obiectiv crearea și dezvoltarea unei piețe specializate, respectiv piața de capital care să permită intermedierea transferului de fonduri de la investitori către emitenți. În acest context, formarea și dezvoltarea pieței de capital în România este considerată o componentă esențială a procesului de restructurare a economiei românești, de creare a mecanismelor și instituțiilor specifice economiei de piață.

Deoarece funcționarea normală a pieței de capital asigură reorientarea și restructurarea activității societăților comerciale în funcție de cerințele pieței, oferă modalități de finanțare mult mai rapide atât statului, administrației publice centrale și locale, cât și societăților comerciale, putem considera că piața de capital trebuie să fie nu numai o simplă componentă a economiei de piață, ci un barometru al activității fiecărui emitent, în parte, și al economiei, în ansamblu.

În ceea ce privește piața de capital românească, acest deziderat de barometru al activității economiei nu a fost realizat.

Astfel, societățile nu folosesc piața de capital ca sursă de finanțare, deoarece există manageri care reacționează negativ la propunerea de a utiliza această sursă de finanțare existând teama că se va pierde controlul asupra procesului de decizie, dacă vor apărea noi acționari. Un alt element care a generat insuficienta utilizare a pieței de capital a fost politica adoptată de stat pe piața monetară prin oferirea unor dobânzi la certificate de trezorerie ridicate, comparativ cu câștigurile oferite de plasamentele pe piața de capital, situație unică în lume, deoarece, după cum se știe, plasamentele în valori emise de stat sunt sigure.

Piața de capital, prin intermediul bursei de valori, facilitează accesul la capital pentru investiții, lipsa accesului putând avea următoarele consecințe:

- posibilități limitate de diversificare a riscurilor. Firmele pot opta pentru alte modalități de acoperire a riscurilor, însă adoptarea unor astfel de strategii se face cu prețul creșterii pe termen lung;
- companiile pot avea probleme în găsirea echilibrului dintre capital și împrumuturi.

Diversificarea instrumentelor de economisire și a serviciilor oferite investitorilor este destul de redusă. De altfel, în România, tranzacționarea obligațiunilor pe piața de capital a început să fie utilizată abia după 1999, iar titlurile de stat, deși există cadrul legal, nu se tranzacționează încă. De asemenea, faptul că pe piața secundară nu se tranzacționează bonuri de tezaur împiedică populația să participe direct la procesul de stabilire a nivelului dobânzilor.

Nivelul redus sau chiar inexistent al dividendelor comparativ cu rata inflației, oferite acționarilor de către societățile comerciale a generat o reducere a atractivității acestora pentru investitorii de portofoliu. Ceea ce este grav este că această atitudine este una deliberată.

De asemenea, climatul inflaționist și mai ales politica prin care Guvernul și Banca Națională corelează dobânzile cu nivelul inflației au creat confuzie în analizele ce pot fi făcute asupra venitului anticipat în cadrul acțiunilor cotate la Bursa de Valori București și Rasdaq.

Nivelul ridicat al comisioanelor percepute de instituțiile pieței pentru serviciile oferite a generat o reducere a numărului de societăți care ar fi putut fi cotate pe piață. Statul, prin politicile promovate, a generat situația în care utilizarea pieței de capital de către investitorii autohtoni și străini, de cele mai multe ori, în scopuri speculative.

În acest context, se impune consolidarea pieței de capital pentru a oferi un viitor industriei valorilor mobiliare din România, prin reinventarea rolului pe care piața bursieră trebuie să-l joace în finanțarea dezvoltării companiilor și a economiei, în general. O piață bursieră cu o altă anvergură în cadrul sistemului financiar din România, care să se apropie de indicatorii de eficiență și lichiditate ai piețelor europene, va asigura suportul pentru a influența, în mod pozitiv, cererea pentru valorile mobiliare emise de companiile românești, din partea investitorilor autohtoni și străini, dar și oferta de valori mobiliare disponibile pe piața bursieră.

Concluzionând, putem spune că activitatea pe piața de capital românească este bună, dar pentru ca aceasta să se ridice la standardele europene este necesar a se întreprinde o serie de măsuri care vizează îmbunătățirea cadrului legislativ existent prin armonizarea acestuia cu Directivele Uniunii Europene în

domeniul pieței de capital, creșterea interesului marilor companii față de piața de capital, printr-o informare cât mai completă și exactă asupra activității desfășurate și folosirea tuturor facilităților pieței de capital, creșterea interesului față de piața de capital prin atragerea unor societăți importante care acționează în economia românească, elaborarea de legi și regulamente care să asigure creșterea activității pe piață și evitarea retragerilor de pe piață, asigurarea implementării principiilor de conducere corporativă la cel puțin 50% din emitenții listați la bursă. De asemenea, se impun următoarele măsuri:

- dezvoltarea unui sistem electronic eficient pentru raportarea și diseminarea informațiilor cu privire la societățile emitente;
- creșterea siguranței, integrității și credibilității pieței;
- reducerea costurilor de tranzacționare;
- listarea pe piața bursieră și a altor valori mobiliare de genul: titluri de stat, obligațiuni ipotecare, drepturi de preferință, warante, certificate de depozit;
- pregătirea operațiunilor de piață cu instrumente financiare derivate și implementarea noilor tehnici de tranzacționare (vânzare în lipsă și tranzacțiile în marjă).

BIBLIOGRAFIE

1. Abil L., - *Dicționar bursier*, Editura Economică, București, 1994
2. Alexandru P., George M., (coordonatori), *Dicționar de relații economice internaționale*, Editura Enciclopedică, București, 1993
3. Anghel N., Popa A.,- *Piețe de capital și eficiența investițiilor*, Editura NORA, Craiova, 1996
4. Anghelache G., - *Bursa și piața extrabursieră*, Editura Economică, București, 2000
5. Anghelache G.,- *Piețe de capital și tranzacții bursiere*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1993
6. Barbu V, Cădariu B.,- *Piețe de capital, burse de valori și mărfuri*, Editura Eftimie Murgu, Reșița, 2003
7. Bădiță M., Baron T., Korca M., - *Statistică pentru afaceri*, Editura Eficient, București, 1998
8. Băilășteanu G.,- *Diagnostic, risc și eficiență în afaceri*, Editura Mirton, Timișoara, 1995
9. Belletante B.,- *La Bourse, temple de la speculation ou marche financier*, Hatier, Paris, 1987
10. Braudel F.,- *Jocurile schimbului* , Editura Meridiane, București,1979
11. Cărpenaru D. S., - *Drept comercial român* , Editura All, București, 1996
12. Chițu, C. Piețele bursiere – componente ale pieței de capital
<http://members.tripod.com/cet29/>, 1999
13. Ciobanu G.,- *Bursele de valori și tranzacțiile la bursă*, Editura Economică, București, 1997
14. Constantinescu N.N.,- *Dileme ale tranziției la economia de piață*, Editura Ager – Economistul, București, 1992
15. Cordureanu C.,- *Piețe financiare și operațiuni bursiere*, Editura Mirton, Timișoara, 1994
16. Crețoiu G.,- *Economie politică*, Casa de editură și presă ȘANSA SRL, București, 1993
17. Dobrotă N.,- *Economie politică*, Editura Economică, București, 1997
18. Dobrotă N., (coord.) - *Economie Politică*, Editura Economică, București 1995
19. Duhnea E., - *Rolul bursei de mărfuri agroalimentare și avantajele participării României la operațiunile de bursă*, Teză de doctorat, ASE, București, 1981
20. Duțescu A.,- *Informația contabilă și piețele de capital*, Editura Economică, București , 2000
21. Fătu S.,- *Piața românească de capital privită din interior*, Editura Vok, București, 1998
22. Fota C., Roșu Hamzescu I., Ilinca G., Mărginean M., - *Bursa la îndemâna întreprinzătorului*, Editura Mondo –Ec, Craiova, 1992
23. Frâncu M.,- *Piața de capital*, Editura „Tribuna Economică”, București, 1998
24. Gallais D.,- *Bursa – origine și evoluție*, Editura Teora, București, 1998
25. Ghilic M.B.,- *Bursa de Valori*, Editura Economică, București, 1997
26. Gradu M., - *Tranzacții bursiere*, Editura Economică, București, 1995
27. Haidumac C., Rogojeanu A.,- *Introducere în economia de piață*, Editura Economică, București, 1997
28. Hamansiu C., - *Codul General al României, Volumul XVII*, . Editura "Librăria Universală", Alcalay Co., București, 1947
29. Isachoen A.J., Hamilton C.,- *Să înțelegem economia de piață*, Editura Economică, București, 1996
30. Kaufman P.J.,- *The Concise Handbook of Futures Markets*, 1986
31. Minica M.,- *Microeconomie*, Etitura Mirton, Timișoara, 2004
32. Mishin F.S., Eakins S.G.,- *Financial Markets Institutions*, Addison Wesley, forth edition, 2003
33. Paves L., - *Comment se defendre en bourse*, Editura Dunod, Paris, 1986
34. Popa I.,- *Bursa*, Editura Adevărul, București, 1999
35. Popa I.,- *Bursa*, vol. I și II, Colecția Bursa, București, 1994

36. Popescu T., - *Dreptul comerțului internațional*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 1983
37. Popescu V., - *Bursa și tranzacțiile cu titluri financiare*, Clubul Român, București, 1992
38. Prahoveanu E., - *Economie politică*, Editura Eficient, București, 1996
39. Robinson S., - *Management financiar*, Editura Teora, București, 1997
40. Samuelson N., - *Economie politică*, Editura Teora, București, 2000
41. Spătaru L., - *Societățile comerciale și piața de capital*, Editura Economică, București, 1999
42. Stancu I., - *Finanțe – Teoria piețelor financiare*, Editura Economică, București, 1998
43. Stancu, I Finanțe - Teoria piețelor financiare. Finanțele Întreprinderii. Analiza și gestiune financiară Ed. Economică, București, 1998
44. Stănescu, C.; Ișfănescu, A; Baicusi, A. *Analiza economico-financiară*. Ediția a II-a, Ed. Economica, București, 1999;
45. Stickel, S. "Predicting individual analyst earnings forecasts", *Journal of Accounting Research* 28, 1990
46. *** Almanah - *Bursa de Valori București – istoric*, București, 2004
47. *** Introducere în studiul piețelor de obligațiuni, Editura Reuters, 2002
48. Buletin lunar Bursa de Valori București, Decembrie 2004
49. Buletin economic legislativ, nr.8-1996 - Valorile mobiliare și reglementarea tranzacțiilor cu valori mobiliare
50. Buletine semestriale 1997 - 2004 Bursa de Valori București, Supliment al revistei „Piața financiară”
51. Colecția Juridică,- *Piața de capital. Culegere de acte normative*, Editura All Educațional, București, 1996
52. Legea nr.52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori
53. Ordinul pentru aprobarea Regulamentului nr.4/1996, privind autorizare a agenților de valori mobiliare în vederea vânzării acțiunilor dobândite în urma Programului de privatizare în masă
54. Raport de activitate privind CNVM 1994-1996, București, 1997
55. Raport anual Bursa de Valori București, 2001, 2002, 2003

www.kmarket.ro

www.bvb.ro

www.rasdaq.ro

Redactor literar – Constantin Crăciun
Rectificare computerizată – Tatiana Boico
Procesare computerizată – Feofan Belicov

Semnat pentru tipar 23.05.05
Format 60 × 84 1/16. Rotaprint. Coli editoriale 18.1
Coli de tipar 23,8. Tirajul 100 ex. Comanda

Tipografia Departamentului Editorial-Poligrafic al A.S.E.M.
Str. Mitropolit Bănulescu-Bodoni 59,
Tel: 22-27-68