

CUPRINS

INTRODUCERE	9
--------------------------	----------

Capitolul 1

DOCTRINE CONCEPTUALE ALE PIEȚEI FINANCIARE.....	11
--	-----------

1.1 Aspecte conceptuale și structurale ale pieței financiare	11
1.2 Evoluția pieței financiare.....	15
1.2.1 Impactul dereglementării asupra dezvoltării pieței financiare	23
1.2.2 Impactul globalizării asupra dezvoltării pieței financiare	28
1.2.2.1 Beneficiile și riscurile de natură economică ale globalizării financiare	30
1.2.2.2 Globalizarea piețelor financiare - premisă pentru criza actuală	32
1.3 Teste grilă	42

Capitolul 2

PIAȚA DE CAPITAL - COMPONENTĂ PRINCIPALĂ A PIEȚEI

FINANCIARE.....	47
------------------------	-----------

2.1. Aspecte generale privind piața de capital	47
2.2 Funcțiile pieței de capital	48
2.3 Segmentarea pieței de capital	49
2.4 Instrumentele financiare tranzacționate pe piața de capital.....	51
2.4.1 Acțiunile	53
2.4.1.1 Tipuri de acțiuni.....	56
2.4.1.2 Drepturi generate de emisiunea de acțiuni	58
2.4.2 Obligațiunile	60
2.4.2.1 Tipuri de obligațiuni.....	62
2.4.3 Titlurile de stat	63
2.4.4 Instrumente financiare derivate.....	65
2.5 Surse de finanțare	68
2.6 Aplicații rezolvate	76
2.7 Teste grilă	93

Capitolul 3

FUNDAMENTAREA DECIZIEI DE INVESTIRE PE PIAȚA DE CAPITAL	103
--	------------

3.1 Caracteristicile activității investiționale pe piața de capital.....	103
3.1.1 Rentabilitatea instrumentelor financiare în viziunea investitorului financiar...	105
3.1.2 Riscul în viziunea investitorului financiar.....	107
3.2 Gestiunea portofoliului de active financiare.....	108
3.3 Modele de gestiune a portofoliului de active financiare.....	110
3.3.1 Modelul Markowitz	110
3.3.2 Modelul de piață al rentabilității și riscului activelor financiare.....	114
3.3.3 Modelul de evaluare a activelor financiare - C.A.P.M.	120
3.3.4 Modelul de arbitraj - A.P.T.	123
3.4 Aplicații rezolvate	127

3.5 Teste grilă	130
-----------------------	-----

Capitolul 4

STUDIU PRIVIND EVOLUȚIA BURSELOR DE VALORI DIN EUROPA

CENTRALĂ ȘI DE EST 133

4.1 Sistemul financiar în context european	133
4.2 Caracteristicile burselor de valori din Europa Centrală și de Est	136
4.2.1 Activități de modernizare a centrelor bursiere europene	139
4.2.2 Integrarea burselor de valori din Europa Centrală și de Est	142
4.2.2.1 Piețe de capital emergente	143
4.2.2.2 Piețe de capital de frontieră	146
4.3 Analiza activității piețelor de capital din Europa Centrală și de Est în perioada 2004-2014	148
4.3.1 Analiza activității Bursei de Valori Budapesta	150
4.3.2 Analiza activității Bursei de Valori Ljubljana	156
4.3.3 Analiza activității Bursei de Valori Praga	161
4.3.4 Analiza activității Bursei de Valori Viena	165
4.3.5 Analiza activității Bursei de Valori Varșovia	171
4.3.6 Analiza activității Bursei de Valori Sofia	179
4.4 Teste grilă	184

Capitolul 5

EVOLUȚIA PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA 189

5.1 Istoricul activității bursiere în România	189
5.1.1 Evoluția activității bursiere în perioada 1881-1948	190
5.1.2 Evoluția activității bursiere după anul 1989	192
5.2 Instituțiile pieței de capital românești	193
5.2.1 Bursa de Valori București	194
5.2.1.1 Tranzacții bursiere derulate la Bursa de Valori București	195
5.2.1.2 Sistemul de tranzacționare al Bursei de Valori București	215
5.2.1.2.1 Componentele sistemului de tranzacționare	217
Componentele sistemului de tranzacționare al B.V.B. sunt următoarele:	217
5.2.1.2.2 Formarea cursului bursier	220
5.2.1.2.3 Tipuri de ordine	221
5.2.1.3 Evoluția indicatorilor bursieri ai Bursei de Valori București	231
5.2.2 Secțiunea de piață Rasdaq	270
5.2.3 SIBEX – Sibiu Stock Exchange	276
5.3 Aplicații rezolvate	291
5.4 Teste grilă	303

BIBLIOGRAFIE 315

Capitolul 1

DOCTRINE CONCEPTUALE ALE PIEȚEI FINANCIARE

Piața financiară este una dintre componentele cu o importanță primară în cadrul sistemului de piețe caracteristice economiei concurențiale de tip capitalist. Ca atare, scopul principal al acestui prim capitol este acela de a surprinde într-o manieră unitară/integrată evoluția pieței financiare, însă descrie pe scurt și elementele caracteristice ale pieței de capital, care vor fi dezbătute pe larg în următoarele capitole ale lucrării. Legat de acest scop, cercetarea întreprinsă nu și-a propus și nici nu susține abordarea completă a pieței financiare, ci doar evidențiază aspectele importante, atât cele cu impact pozitiv, cât și cele care au avut urmări mai puțin benefice, ce au contribuit la dezvoltarea, respectiv la declinul piețelor financiare și de capital în cadrul economiei moderne. Într-o primă parte a capitolului, este prezentată piața financiară, atât conceptual, cât și structural, pornind de la cele două concepte care o abordează în literatura de specialitate, conceptul anglo-saxon și cel continental-european. În continuare sunt indicați principalii factori care au stimulat evoluția pieței financiare și am adus o serie de argumente în susținerea afirmației că procesele de dereglementare și globalizare au contribuit la dezvoltarea pieței financiare, dar au produs și efecte mai puțin benefice în cadrul acesteia. După ce am demonstrat că procesele dereglementării și globalizării sunt principalele cauze ale crizei financiare actuale, am nominalizat o serie de măsuri de evitare, sau cel puțin de diminuare a impactului viitoarelor crize economico-financiare asupra sistemului financiar. În încheierea acestui capitol, atenția este îndreptată către piața de capital. Astfel, pentru început sunt prezentate funcțiile îndeplinite de aceasta în cadrul economiei moderne, după care capitolul continuă cu indicarea caracteristicilor celor două segmente componente ale pieței de capital, respectiv piața primară și piața secundară, iar în încheierea capitolului sunt surprinse o serie de trăsături specifice instrumentelor financiare tranzacționate pe piața de capital.

1.1 Aspecte conceptuale și structurale ale pieței financiare

Din punct de vedere conceptual, piața financiară este definită ca fiind „*locul de întâlnire a nevoilor de resurse financiare ale întreprinzătorilor cu disponibilitățile bănești ce aparțin populației sau ale altor agenți economici*”¹, rolul principal pe care îl îndeplinește aceasta constând în „*asigurarea armonizării dintre cererea și oferta de resurse financiare*”². Pe scurt, putem afirma că piața financiară „*se constituie drept cadru necesar pentru tranzacționarea instrumentelor financiare*”³. Într-o altă dimensiune, piața

¹ Niță Dobrotă, (coord.) - *Dicționar de Economie*, Editura Economică, București, 1999, pag. 348

² Victor Dragotă, Mihaela Dragotă, Oana Dămian, Eugen Mitrică - *Gestiunea portofoliului de valori mobiliare*, Editura Economică, București, 2003, pag. 12

³ Colectivul Catedrei de Economie și Politici Economice - *Economie: manual universitar*, Editura Economică, București, 2003, pag. 290

financiară reprezintă componenta indispensabilă pentru funcționarea economiei de piață, dar și un factor ce influențează atingerea și menținerea echilibrului economic național prin alocarea eficientă a economiilor în investiții private și publice, interne sau externe, oferind deținătorilor de capitaluri disponibile și dispersate în economie, posibilitatea de a le aloca într-o manieră cât mai eficientă pentru asigurarea dezvoltării întregii economii.

Din punctul de vedere al structurii, piața financiară cuprinde „*acele instituții și proceduri care facilitează toate transferurile de economii în schimbul tuturor titlurilor (valorilor mobiliare) care atestă dreptul de creanță asupra acestor economii*”⁴.

În literatura de specialitate⁵, structura pieței financiare este abordată pe baza a două concepții majore: concepția anglo-saxonă⁶ și concepția continental-europeană (de sorginte franceză).

În viziunea anglo-saxonă, după cum notează și Gabriela Anghelache, „*piața de capital formează împreună cu piața de monetară și piața asigurărilor ceea ce se numește, cu un termen atotcuprinzător, piața financiară*”⁷. Din punctul de vedere al acestei concepții, pe piața monetară se realizează atragerea și plasarea capitalurilor pe termen scurt; pe piața de capital, sinonimă cu piața instrumentelor financiare care asigură investirea capitalurilor pe termen mediu și lung, „*se tranzacționează titluri financiare cu scadența mai mare de un an*”⁸; în timp ce piața asigurărilor oferă produse care pot fi privite în calitatea lor atât de mijloc de economisire, cât și de mijloc de compensare a pierderilor survenite în urma apariției unui eveniment nefast asigurat.

În viziunea continental-europeană, „*piața de capital are o structură complexă, care cuprinde piața monetară, piața ipotecară și piața financiară*”⁹. În cazul primelor două componente, piața monetară, care reprezintă piața titlurilor pe termen scurt, și piața financiară, văzută ca piața titlurilor financiare pe termen lung, se creează „*o relație directă între deținătorul și utilizatorul de fonduri*”¹⁰, obiectul de negociere fiind același, respectiv capitalul utilizat în finanțarea economiei, singura diferență între cele două componente fiind dată de durata operațiunii. Ultima componentă, piața ipotecară, este „*o piață specifică finanțării, achiziționării și construcției bunurilor imobiliare, pe care acționează instituțiile ce acordă împrumuturi sub forma creditului ipotecar și organismele speciale de refinanțare care asigură reîntregirea fondurilor băncilor creditoare și băncilor ipotecare*”¹¹.

În România, pot fi întâlnite ambele abordări ale pieței financiare. Ca localizare în timp, dacă în trecut (1 decembrie 1882, momentul înființării Bursei de Valori București), a fost evident preponderentă orientarea continental-europeană, explicabilă prin apropierea în special de literatura de specialitate franceză, după reînființarea pieței de capital (21 aprilie 1995, data reluării activității Bursei de Valori București), predominantă este

⁴ Ion Stancu - *Finanțe*, Editura Economică, București, 2002, pag. 74

⁵ Gabriela Anghelache - *Bursa și piața extrabursieră*, Editura Economică, București, 2000, pag. 11; Gabriela Anghelache, - *Piața de capital. Caracteristici, Evoluții. Tranzacții*, Editura Economică, București, 2004, pag. 13; Halpen, P.; Weston, F.; Brigham, E. - *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998, pag. 54.

⁶ Termenul „anglo-saxon” este cel tradițional, un termen actual fiind cel „anglo-american”.

⁷ Gabriela Anghelache - *Piața de capital în context european*, Editura Economică, București, 2009, pag. 15

⁸ Blake, D. - *Financial Market Analysis (Second Edition)*, John Wiley & Sons Ltd., 2000, pag.21.

⁹ Gabriela Anghelache, Op. cit. (2009), pag. 15

¹⁰ Pîrvu Gheorghe - *Macroeconomie*, Editura Universitaria, Craiova, 2004, pag. 36.

¹¹ Gabriela Anghelache, Op. Cit. (2000), pag. 12-13.

orientarea anglo-saxonă, opțiune argumentată de utilizarea în practica majorității țărilor membre ale Uniunii Europene, dar și de sistemul de supraveghere național adoptat, cu structură foarte dispersată, putând fi astfel identificate diferitele segmente ale pieței financiare în funcție de existența unei entități de supraveghere.

Ca atare, în țara noastră, până la data de 29 aprilie 2013, constatăm existența a patru componente structurale ale pieței financiare: (1) piața monetară (Banca Națională a României - B.N.R.); (2) piața de capital (Comisia Națională a Valorilor Mobiliare - C.N.V.M.); (3) piața asigurărilor (Comisia de Supraveghere a Asigurărilor - C.S.A.) și (4) piața pensiilor private (Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Privat - C.S.S.P.P.). În acord cu tendințele existente la nivel mondial, cu directivele Uniunii Europene¹² și cu ideea conform căreia nu se justifică autorități separate pentru piața monetară, piața asigurărilor și piața de capital, începând cu data de 30 aprilie 2013, Autoritatea de Supraveghere Financiară, înființată prin Ordonanța de Urgență a Guvernului nr. 93/2012, publicată în Monitorul Oficial, Partea I nr. 874 din 21 decembrie 2012, a preluat toate atribuțiile și prerogativele Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare (C.N.V.M.), Comisiei de Supraveghere a Asigurărilor (C.S.A.) și Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private (C.S.S.P.P.) Rolul autorității nou creată este de a asigura un cadru mai bun de supraveghere a piețelor, instituțiilor, activităților și instrumentelor financiare din sectorul nebancar.

ASF are rolul de a dezvolta un cadru integrat de reglementare și supraveghere a piețelor financiare nebancare, a participanților și operațiunilor pe aceste piețe. Astfel, ASF are menirea de a favoriza coordonarea, colaborarea și schimbul de informații între piețe și instituții, în special pentru asigurarea stabilității sectorului financiar nebancar. În acest sens, ASF exercită atribuții de autorizare, reglementare, supraveghere și control asupra:

- *societăților comerciale de asigurare, de asigurare-reasigurare și de reasigurare, a societăților mutuale, denumite asigurători, respectiv reasuratori, precum și a intermediarilor în asigurări, supravegherea asigurătorilor și reasurătorilor care își desfășoară activitatea în sau din România, supravegherea activității intermediarilor în asigurări și reasigurări, precum și a altor activități în legătură cu acestea*, conform prevederilor Legii nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările în România, cu modificările și completările ulterioare, Legii nr. 32/2000 privind activitatea de asigurare și supravegherea asigurărilor, cu modificările și completările ulterioare, Legii nr. 260/2008 privind asigurarea obligatorie a locuințelor împotriva cutremurelor, alunecărilor de teren și inundațiilor, republicată, Legii nr. 503/2004 privind redresarea financiară și falimentul societăților de asigurare, cu modificările ulterioare;

- *intermediarilor de operațiuni cu instrumente financiare; societăților de servicii de investiții financiare; organismelor de plasament colectiv; societăților de administrare a*

¹² După declanșarea crizei financiare din anul 2008, în vederea creșterii nivelului de supraveghere financiară, pentru o mai bună coordonare a activității autorităților de reglementare, precum și în ideea de a diminua riscul de contagiune și pentru a garanta buna aplicare a directivelor și regulamentelor UE, la nivelul Uniunii Europene s-au înființat mai multe organisme de supraveghere, cele mai importante luând ființă în anul 2011, respectiv: Autoritatea Bancară Europeană (EBA, European Banking Authority) cu rol în monitorizarea și supravegherea recapitalizării băncilor; Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA, European Securities and Markets Authority) cu atribuții în domeniul supravegherii piețelor de capital și Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA, European Insurance and Occupational Pensions Authority) cu atribuții în monitorizarea și supravegherea sectorului asigurărilor și pensiilor private.

investițiilor; consultanților de investiții financiare; piețelor de instrumente financiare; operatorilor de piață și de sistem; depozitarilor centrali; caselor de compensare-decontare; contrapărților centrale; operațiunilor de piață; emitenților de valori mobiliare; Fondului de compensare a investitorilor; altor persoane fizice sau juridice ce desfășoară activități conform prevederilor Legii nr. 297/2004 privind piața de capital, cu modificările și completările ulterioare, Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 32/2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de administrare a investițiilor, precum și pentru modificarea și completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital, Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 25/2002 privind aprobarea Statutului Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 514/2002, cu modificările și completările ulterioare, Legii nr. 253/2004 privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și în sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare, cu modificările și completările ulterioare, Ordonanței Guvernului nr. 9/2004 privind unele contracte de garanție financiară, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 222/2004, cu modificările și completările ulterioare, Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 227/2007, cu modificările și completările ulterioare;

- sistemului de pensii private, conform Legii nr. 411/2004 privind fondurile de pensii administrate privat, republicată, cu modificările și completările ulterioare, Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2005 privind înființarea, organizarea și funcționarea Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private, aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 313/2005, cu modificările și completările ulterioare, Legii nr. 204/2006 privind pensiile facultative, cu modificările și completările ulterioare, Legii nr. 187/2011 privind înființarea, organizarea și funcționarea Fondului de garantare a drepturilor din sistemul de pensii private, Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 61/2008 privind implementarea principiului egalității de tratament între femei și bărbați în ceea ce privește accesul la bunuri și servicii și furnizarea de bunuri și servicii, aprobată cu modificări prin Legea nr. 62/2009;

- tuturor entităților, instituțiilor, operatorilor de piață și emitenților de valori mobiliare, precum și operațiunilor și instrumentelor financiare reglementate de legislația secundară emisă anterior intrării în vigoare a prezentei ordonanțe de urgență de către Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, Comisia de Supraveghere a Asigurărilor și Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private în sprijinul și pentru implementarea legislației primare aferente pieței financiare.

În acest sens, al reglementării și supravegherii, ASF are următoarele obiective:

- promovarea stabilității activității de asigurare și apărarea drepturilor asiguraților;
- asigurarea bunei funcționări a piețelor de instrumente financiare, promovarea încrederii în aceste piețe și în investițiile în instrumente financiare, precum și asigurarea protecției operatorilor și investitorilor împotriva practicilor neloiale, abuzive și frauduloase;

- asigurarea unei funcționări bune a sistemului de pensii private și protejarea intereselor participanților și ale beneficiarilor;

- întărirea capacității intermediarilor autorizați de pe piața de capital de a preîntâmpina riscuri operaționale (cu accent special pe riscul de eroare umană și de fraudă) și sporirea siguranței mecanismelor de evidențiere a deținerilor clienților și de tranzacționare pe piețele reglementate. ASF urmărește ca piețele de capital să ajute mai mult economia în condițiile în care finanțarea bancară este preponderentă. Pentru acest

ultim obiectiv, ASF întreprinde un proces de transparentizare, reanalizare și ajustare a tarifelor și comisioanelor percepute, astfel încât acestea să fie competitive în concurență regională cu alte piețe, să încurajeze atragerea de capitaluri și investitori.

1.2 Evoluția pieței financiare

Studiile teoretice și empirice¹³ asupra economiilor moderne au relevat o relație de interdependență între dezvoltarea economică a unui stat și dezvoltarea pieței financiare, cunoscut fiind faptul că, peste tot în lume, piața financiară constituie un factor activ de influențare a condiției macroeconomice. De aceea, sesizând impactul demonstrat pe care îl are evoluția pieței financiare asupra stării generale a economiei, factorii de decizie cu rol determinat în imprimarea unei direcții evolutive a acesteia s-au aliniat anumitor modele și doctrine economice¹⁴, care i-au determinat o anumită direcție de evoluție.

În literatura de specialitate se precizează faptul că, de-a lungul timpului, evoluția pieței financiare a fost stimulată de:

- **Regula celor 3D:**

- *dezintermedierea*, care a limitat expansiunea sistemului bancar, marcând trecerea de la un sistem economic în care principalii finanțatori ai societăților comerciale erau băncile, la un sistem bazat pe relația directă dintre deținătorii de fonduri (oferta de capital) și solicitanții de fonduri (cererea de capital);

- *dereglementarea*, care a crescut mobilitatea capitalurilor pe plan internațional și a condus la crearea a numeroase produse și tehnici, în special, în domeniul financiar-bancar. Propagându-se în toate țările industrializate, autoritățile acestora au arătat reticență până atunci față de orice reformă profundă având convingerea generalizată că „*finanțele moderne sunt, înainte de toate, oportuniste*”¹⁵ și că domeniul financiar necesită un anumit conformism, dereglementarea a impus modernizarea structurilor financiare rigide prin reformarea burselor și autorizarea produselor financiare noi sau deja existente¹⁶, dar interzise pe teritoriul anumitor state ale lumii, precum Marea Britanie, Franța, Germania și Japonia. Astfel, în primii cinci ani de după anul 1979, considerat an de start al procesului de dereglementare, lumea financiară internațională a evoluat mai mult decât în ultimii cincizeci, iar reținerea autorităților legată de reformarea sistemului financiar s-a dovedit a fi, în perioada anilor '80 total greșită, dar pertinentă pentru că, după cum vom vedea în prezenta lucrare, au existat și efecte negative ale procesului ce au afectat evoluția piețelor financiare;

¹³ Akerlof A. George - *The Market for „Lemons”*: *Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, in: Quarterly Journal of Economics, 1970, Vol. 84, pag. 488-500; Adalbert Winkler - „*The dual role of financial markets in economic development: engine of growth and source of instability: a survey of economic theory with reflections on the East Asian financial crisis*”, Frankfurt am Main: IPC, Internationale Projekt Consult, 1998; Monireh Dizaji, Naghmeh Sharifi, Fahimeh Esmaeli - „*Modern economy, electronic financial markets and economic growth in selected countries*”, International Journal of eBusiness and Egovernment Studies, Vol 4, No 2, 2012

¹⁴ Doctrina economică a lui Adam Smith - *Avuția națiunilor. Cercetare asupra naturii și cauzelor ei*, vol.I, București, Editura Academiei, 1965; doctrina economică marxistă - *Capitalul*, vol.1, în Marx Engels: Opere, vol. 23, București, Editura Politică, 1966; teoria keynesistă - *Teoria generală a folosirii mâinii de lucru, a dobânzii și a banilor*, București, Editura Științifică, 1970, pag. 41-47

¹⁵ Duflo, Claude - *Piețe financiare*, Editura Economică, București, 2002, pag. 52

¹⁶ Este vorba de obligațiunile cu rată variabilă sau de instrumentele financiare derivate