

UNIVERSITATEA ROMÂNNO-AMERICANĂ BUCUREȘTI

George H. Ionescu

Ruxandra D. Vilag

Elena Stângă

Piețe de capital



Copyright © 2010, **Editura Pro Universitaria**

Toate drepturile asupra prezentei ediții aparțin

Editurii Pro Universitaria

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

Editurii Pro Universitaria

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
IONESCU, GEORGE H.

Piețe de capital / George H. Ionescu, Ruxandra D. Vilag,
Elena Stângă. – București : Pro Universitaria, 2010

Bibliogr.

ISBN 978-973-129-542-8

I. Vilag, Ruxandra

II. Stângă, Elena

336.76(498+100)(075.8)

Cuvânt înainte

Materia piețelor de capital și a burselor (piețe reglementate, în noua denumire europeană) este una deosebit de vastă. Pornită ca o disciplină aplicativă, ea poate fi completată cu un corp important de cunoștințe preluate de la alte discipline economice și juridice și se ambiționează să propună propria sa osatură conceptuală. De asemenea, disciplina amintită poate fi, la rândul său, dezvoltată ramificat, generând un arbore complex de materii derivate sau adiacente. Ea permite, în plus, dezvoltarea unor paliere deosebite de abordare, uzând de un instrumentar teoretic și aplicativ diferit, specific publicului cărui i se adresează: specialiști, profesioniști, medii academice, management, investitori în sens larg, studenți etc.

Această carte se adresează în primul studenților și acoperă programa analitică aferentă cursului de "Piețe de capital" predat la Universitatea Româno-Americană din București, studii de licență sau masterat. Cuprinderea sa, la nivelul suprafeței tematicii abordate și a adâncimii investigării subiectelor, este croită după bugetul de ore acordat cursului de bază. Cei care îl vor studia sunt presupuși a-și fi însușit noțiunile economice fundamentale, fără a dispune însă de cunoștințe avansate în materia investițiilor financiare. Manualul cuprinde o sinteză scrisă a informației practice utile viitorilor economiști cu privire la domeniul pieței de capital și a burselor de mărfuri și de valori contemporane. Inevitabil, bagajul informațional va fi întregit cu informații suplimentare furnizate la orele de curs propriu-zis și la seminarii. Contribuțiile referite vor aduce, interactiv, suflul vitalist și spectaculos al piețelor financiare, element specific care individualizează această materie dinamică, aflată într-o continuă redefinire, față de alte discipline economice.

Conținutul manualului, pe lângă noțiuni cuprinse în tezaurul comun al bogatei literaturi specifice de specialitate, include cunoștințe acumulate în cursul activității practice în domeniul bursier și

investițional, distilate prin experiența didactică, preponderent dar nu exclusiv universitară. O preocupare constantă a fost dubla referire, care să acopere atât modelele consacrate și exersate internațional în materie, cât și realizările contemporane autohtone. Ca în orice domeniu al cunoașterii și cu atât mai mult într-unul în care schimbările au loc de multe ori la intervale de timp mai scurte decât cele anuale, conținutul manualului va trebui periodic revăzut și completat.

România, țară care se află în plin efort de aliniere la standardele impuse de statutul de membru al Uniunii Europene, anunță iminente și substanțiale schimbări legislative și instituționale în domeniul piețelor reglementate. Autorii se declară avizați de necesitatea unor ediții revizuite și completate ale acestei cărți și își exprimă anticipat mulțumirea față de cei care, suplimentar, prin sugestiile și observațiile lor vor contribui la îmbunătățirea prezentului material.

Dedicăm această lucrare studenților noștri, prezenți și viitori și, nu în ultimul rând, tuturor celor care ne-au îndrumat și ne-au ajutat necondiționat de-a lungul timpului.

*Autorii
București 2010*

Capitolul I

Piața de capital și instituția bursieră

1.1 Multiplele înțelesuri ale noțiunii de “bursă”

De regulă, în afară de primul sens dat de limbajul comun, acela în care “bursa” reprezintă o alocație bănească sau un ajutor oferit cu titlu gratuit către o persoană (elev, student, cercetător) pentru a-și acoperi cheltuielile, mai există și un altul, pe care vom încerca în rândurile următoare să-l definim.

Prin termenul de bursă se pot defini:

a) instituția bursieră ca atare, spre exemplu New York Stock Exchange, London Stock Exchange, Chicago Board of Trade, Bursa de Valori București;

b) spațiul ca atare, în care au loc întâlnirile regulate ale operatorilor de piață, în vederea desfășurării și încheierii tranzacțiilor;

c) întrunirea (ședința) operatorilor, utilizându-se sintagme de genul: “bursa s-a deschis la 10:00 AM și s-a închis la ora 14:00 PM”;

d) totalitatea operațiunilor realizate în timpul ședințelor de tranzacționare, folosindu-se expresii precum: “bursa a fost agitată azi, cu numeroase operațiuni de lichidare a pozițiilor deținute”;

e) trendul cotațiilor înregistrat în cursul unei perioade de timp, apărând sintagme de genul: “în ultima perioadă, bursa s-a situat sub semnul taurului¹” (respectiv s-a înregistrat un trend crescător, n.a.).

Având în vedere cele amintite anterior, se pot identifica numeroase definiții ale bursei, dintre care se pot aminti:

¹ *bull market* (engl.);

1. *“Bursa este o instituție unde se negociază hârtii de valoare și valute străine sau unde se desfășoară tranzacții cu mărfuri”².*
2. *“Bursele sunt instituțiuni publice create în scopul de a reuni comercianți, industriași, bancheri, producători, armatori și asiguratorii, în vederea negocierii valorilor publice și private, monedelor, devizelor, mărfurilor, produselor, închirierii vaselor și acoperirii riscurilor de tot felul”³.*
3. *“Bursa este o piață organizată sau un centru pentru tranzacții cu titluri financiare sau mărfuri”⁴.*
4. *“Bursa de valori este o instituție cu personalitate juridică asigurând publicului, prin activitatea intermediarilor autorizați, sisteme, mecanisme și proceduri adecvate pentru efectuarea continuă, ordonată, transparentă și echitabilă a 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”⁵.*
5. *“Bursele sunt locuri unde mărfurile sunt cumpărate și vândute, în special materii prime ce fac obiectul comerțului internațional – cum ar fi grâul, petrolul, metalele, lâna etc. Majoritatea piețelor sunt grupate în marile orașe – Chicago, Londra și New York-ul fiind cele mai mari centre. Vânzarea și cumpărarea sunt realizate de brokerii ce-i reprezintă pe producători și utilizatori.*

² *Dicționarul explicativ al limbii române*, Ediția a II-a, Academia Română, Ed. Univers Enciclopedic, București, 1998

³ *Legea supra burselor*, 1929, Art. 1;

⁴ *Webster's Ninth New Collegiate Dictionary*, Merriam, Webster Inc., USA, 1977

⁵ *Legea nr.52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori*, Art. 2, pct. p);

Mărfurile pot fi tranzacționate ca “actuals” sau “futures”. Un comerciant de contracte “actuals” poate tranzacționa “spot” (cu livrare imediată) sau “forward” (cu livrare la o dată ulterioară). Un comerciant de contracte “futures” tranzacționează cumpărarea sau vânzarea unor mărfuri standardizate, la prețuri stabilite pentru un moment fixat în viitor.”⁶.

6. “Bursele de valori reprezintă piețe de capital oficiale unde se vând și se cumpără valori mobiliare. În cadrul acestor piețe participă bănci, instituții financiare, întreprinderi și companii industriale și comerciale care efectuează tranzacții cu valori mobiliare în scopul mobilizării de capitaluri financiare pe termen mijlociu și lung, solicitate de realizarea unor importante acțiuni economice și sociale pe plan național și internațional.”⁷.
7. “Bursa este o instituție nonprofit în cadrul căreia au loc tranzacții organizate cu titluri financiare, drepturi și titluri de mărfuri, executate după reguli stabilite, obligatorii pentru toți participanții; caracteristica principală a bursei este întâlnirea în același loc și în același timp a unei multitudini de cumpărători și vânzători care tranzacționează simultan mai multe obiecte. Fără a efectua tranzacții în folos propriu, bursa asigură condițiile ca ele să aibă loc după reguli stricte de licitație, cu participarea egală, indiscriminatorie a partenerilor de piață.”⁸.

⁶ J. H. Adam – *Dictionary of Business English*, Longman Edition, York Press, 1987;

⁷ I. Stancu, G. Anghelache, N. Dardac – *Piețe de capital și burse de valori*, Ed. Adevărul, București, 1992

⁸ V. Popescu – *Dicționar de termeni și expresii utilizate în tranzacțiile de bursă*, Ed. Voreep Ex Im, București, 1994;

1.2 Un scurt istoric al instituției bursiere

Se poate spune că apariția burselor, precum și evoluția lor ulterioară, a fost determinată de necesitățile economice ale vremurilor respective. Existența și funcționarea acestora au fost susținute de nevoia de satisfacere a noilor funcții, din ce în ce mai complexe, ale mecanismelor economiei de piață liberă. La origine, bursele nu au fost nici inventate și nici impuse de vreo persoană anume, ci pur și simplu au apărut ca instituții specifice atingerii unui anumit nivel al dezvoltării societății umane.

Evident că această afirmație nu este aplicabilă și țărilor în care dezvoltarea economiei de piață liberă a fost întreruptă pentru o anumită perioadă de timp – mai lungă sau mai scurtă – de apariția unui alt tip de economie, în speță economia de tip socialist, hipercentralizată (ca și în cazul țării noastre). În aceste cazuri bursele de mărfuri și de valori nu au apărut ca răspuns la o necesitate obiectivă a participanților la piață și nu certifică atingerea unui anumit nivel de dezvoltare economică, ci încearcă să impună într-un sistem moștenit de la un regim trecut, normele și principiile unei conduite comerciale caracteristice economiei libere de piață.

Încă din antichitate, în Imperiul Roman și în Grecia comerțul se desfășura într-un cadru organizat, respectând anumite locuri de întâlnire, anumite ore și intervale de timp bine determinate, pe baza unor reguli precise referitoare la mărfurile ce puteau fi tranzacționate, monedele și modul de plată sau modalitățile permise pentru executarea obligațiilor asumate⁹.

De exemplu, în Atena antică, *Agora* desemna inițial piața de mărfuri a acestui mare oraș¹⁰. Legea permitea existența unei categorii aparte de persoane ce se ocupau cu schimbul de monedă și care dețineau monopolul asupra împrumuturilor cu dobândă. Nici Roma nu se afla mult în urma Atenei: aici exista *Forum-ul* ca piață de mărfuri,

⁹ se practica o forma de comercializare la termen a mărfurilor de tipul cash-forward-ului modern, cu sau fără plata în avans;

¹⁰ ulterior, recunoscându-se importanța acesteia, a devenit locul de întâlnire al oamenilor politici;

având un loc prestabilit – *loggia* – în care se puteau întâlni negustorii și comercianții formând așa numitele *collegia mercatorum* (adunările comercianților). Pe tot întinsul Imperiului Roman existau o serie de centre de comerț, unde se puteau tranzacționa mărfuri venite din toate colțurile lumii cunoscute.

În ciuda decăderii ulterioare a acestor mari civilizații, principiile stabilite pentru organizarea și funcționarea piețelor comerciale au supraviețuit, perpetuându-se până în zilele noastre. Chiar dacă în perioada Evului Mediu marile rute comerciale au fost date uitării, iar locurile piețelor organizate au fost lăsate în ruină, mărfurile au continuat să fie tranzacționate, bineînțeles într-un volum mult diminuat, în mici piețe locale. Totuși, practica preanunțării piețelor ce urmau să aibă loc la anumite date și în anumite locuri, a renăscut sub forma târgurilor medievale.

Odată cu trecerea timpului, târgurile încep să devină locuri de întâlnire periodică ale comercianților, totodată, notându-se și apariția unei anumite forme de specializare. Astfel, încă din secolul al XII-lea deveniseră cunoscute și frecventate târgurile din Paris, Veneția, Lyon, Anvers, Geneva, Frankfurt, Lvov etc. Aceste târguri erau situate la întretărirea unor mari rute comerciale, locale și regionale, iar din acest motiv tranzacțiile au început să fie încheiate în diferite monede.

În secolul al XIII-lea, târgurile medievale din Anglia și Franța puteau fi deja considerate destul de mari și complexe pentru acele vremuri. Un fapt de real ajutor pentru dezvoltarea acestor târguri medievale au fost apariția în Anglia anulului 1215 a *Magnei Charta*, act legislativ ce făcea referire la organizarea și funcționarea acestor târguri. Tot în această perioadă au început să se contureze tranzacțiile la termen. Chiar dacă majoritatea covârșitoare a tranzacțiilor se făcea pe bani și livrare imediată, a început să fie consemnată o nouă practică comercială care presupunea contractarea cu livrare ulterioară a mărfurilor, pe bază de mostre oferite în prealabil.

Având suportul și susținerea acestor acte oficiale, treptat, în timp s-au impus anumite reguli stricte pentru desfășurarea tranzacțiilor comerciale, fiind concepute și primele codificări ale contractelor comerciale, ale documentelor de transport și depozitare, ale efectelor de comerț, ale scrisorilor de credit, ale garanțiilor etc. De asemenea, a fost

statuat principiul autoreglementării, în baza căruia târgurile și breslele își puteau organiza instanțe de arbitraj și de judecată formate din negustori. Tot în această etapă au apărut “polițele de târg” (*lettre de foire/ change de foire* - fr.) ca fiind titluri de valoare plătibile ulterior (la târgul următor) și care puteau fi trase de un bancher asupra altui bancher. În practică, aceste titluri de valoare se concentrău în posesia câtorva bancheri mai mari, care le regularizau între ei prin compensare prin același procedeu care este întâlnit și în zilele noastre la băncile de compensare¹¹ și casele de cliring¹², instituții absolut indispensabile funcționării burselor moderne.

Între principalele contribuții ale târgului medieval la dezvoltarea comerțului modern, se pot evidenția principiile regulamentelor proprii și ale arbitrajului, precum și practici comerciale formale. Oricine încălca prevederile legilor comerciale putea fi privat de a mai face tranzacții comerciale, cu și de către ceilalți negustori. Acest principiu al autoreglementării, întâlnit în legea engleză și aplicat ulterior și în colonii, a fost adoptat ulterior de către primele burse americane.

Cu timpul, importanța târgurilor regionale a început să scadă, ele fiind din ce în ce mai des înlocuite de centre comerciale specializate, cunoscute în Europa sub denumirea de bursă (*bourse, boerse, beurs, bolsa etc.*), o nouă instituție, ce se putea adapta mai bine schimbărilor majore ce se produceau în această nouă epocă.

În ceea ce privește etimologia denumirii de bursă, nu se poate afirma cu tărie că cercetătorii au o părere comună. Se afirmă că denumirea provine de la o celebră familie de hangii din Bruges (Belgia) care purtau numele de **Van der** (den) **Beurs** (sau Burse/ Boerse/ Purse). Hanul ținut de această familie¹³ se pare că avea sculptat pe frontispiciul de la intrare trei pungi¹⁴. Între secolele al XIII-lea și al XVI-lea hanul a servit drept loc de întâlnire al comercianților care încheiau aici afaceri. Se spune că locul devenise atât de cunoscut încât a ajuns neîncăpător, iar hangii au construit o aripă separată a hanului, special destinată acestor activități. Mai mult chiar, în această aripă au început să aibă

¹¹ *Settlement Bank* (engl.);

¹² *Clearing House* (engl.);

¹³ numit chiar “*Hotel des Bourses*”;

¹⁴ *bourses* (fr.)