

IMPORTANȚA PIETELOR DE CAPITAL ÎN CADRUL PIEȚEI FINANCIARE

drd. Andra Maria Gaina

The capital market is kindred to the financial one, because the implication of the financial market. Capital markets are not able to exist and to function properly.

Stock exchange is a branch of the capital market and is the main way of investing on the capital market. It appeared as a necessity of exchange and plays a large role in the world economy. Beside stock exchange, there is also a market that functions on the financial market- the OTC market (Over the Counter Market), where companies that are not respecting the criteria of stock exchange are transacted.

On the stock exchange are transacted shares and bonds, but an important aspect regards the contracts that appear: future and forward contracts, followed by hedging, spreading and arbitration operations.

The financial market is a way of finding information on trades, real time and historical index quotes, market statistics and specialized information.

1. Consideratii prealabile. Piețele de capital sunt specializate în domeniul tranzacțiilor cu active financiare pe termen mediu și lung. Aceste titluri financiare sunt reprezentate în principal de acțiuni și obligațiuni. Pe piața de capital apare o relație directă între posesorul de fonduri (investitorul) și cel aflat în căutare de resurse financiare și care va emite titluri, urmând ca în schimb să primească fondurile de care are nevoie. În literatura de specialitate, se folosesc de către unii autori noțiuni diferite pentru a descrie structura pieței. Spre exemplu, în literatura franceză, în locul noțiunii de piață financiară se folosește cea de piață a capitalurilor, aceasta incluzând piața creditului, piața valorilor mobiliare (numită în acest caz piață financiară) și piața monetară.

Piața de capital este structurată în două segmente diferite, dar interdependente: *pieța primară și piața secundară*. Piața primară (sau piața de „*mâna întâi*”) asigură emisiunea și prima vânzare-cumpărare a titlurilor financiare (spre exemplu, când o societate emite acțiuni la constituire), permițând finanțarea activității agenților economici prin atragerea capitalurilor financiare disponibile. Piața primară se organizează prin intermediul băncilor sau al societăților de valori mobiliare specializate pentru acest gen de operațiuni. Se realizează astfel distribuirea titlurilor de către emitenți și, respectiv a plasamentelor de către investitorii interesați, în cele mai bune condiții.

Piața secundară (sau piața de „*mâna a doua*”) este cea pe care investitorii și întreprinzătorii cumpără și vând valorile mobiliare emise și puse în circulație pe piața primară. Datorită existenței acestei piețe, investitorii care-și plasează capitalurile pe piața primară, pot ieși de pe piață înainte de scadența titlurilor cumpărate prin vânzarea lor. Astfel, piața secundară asigură o excelentă mobilitate și lichiditate a capitalurilor, extrem de bine venite pentru buna funcționare a oricărei economii. Pe piața secundară intervin *bursele de valori*, care presupun existența unor instituții ce dispun de spații pentru tranzacții unde se concentrează cererea și oferta de titluri financiare și se realizează negocierea, contractarea și executarea contractelor în conformitate cu un regulament cunoscut.

De asemenea, pe piața secundară mai întâlnim și *piețele interdealeri sau OTC* (over the counter) ce permit accesul la tranzacții unui număr mare de titluri ce nu îndeplinesc condițiile pentru a fi cotate la bursele propriu-zise. Ele nu au un spațiu delimitat de desfășurare, iar prețurile pot diferi mult de la o tranzacție la alta.

2. Bursa de valori și mărfuri. Bursa este cea mai importantă instituție a pieței de capital, specifică economiei de piață- ca formă organizată de schimb pentru mărfuri și valori, concentrând cererea și oferta de valori mobiliare negociate în mod deschis și liber pornind de la reguli cunoscute. Prin tehnici specifice aici se realizează vânzări-cumpărări de valori mobiliare tradiționale (acțiuni, obligațiuni, valute, bonuri de tezaur), cât și moderne (opțiuni sau contracte futures). Bursele au apărut ca urmare a unor necesități dictate de relațiile de schimb care joacă un rol central în economia mondială. Dezvoltarea acestora însă până la stadiul actual a reprezentat un proces istoric îndelungat și evolutiv. În această ultimă perioadă de timp, piețele bursiere au cunoscut o dezvoltare continuă (capitalizarea marilor burse atinge niveluri incredibil de mari) întreruptă doar în câteva momente (spre exemplu crash-ul din 1929 care a lăsat urme adânci în conștiința omenirii sau cel din 1987). Mai mult, în această epocă a globalizării se observă tot mai des o tendință de concentrare a piețelor bursiere. Astfel, se pot constata diverse încercări mai mult sau mai puțin reușite de fuziune a unor burse celebre în vederea creării unor entități bursiere mai puternice și mai competitive (spre exemplu EURONEXT rezultată din fuziunea burselor din Paris, Amsterdam și Bruxelles).

Un alt fenomen interesant a fost crearea unor piețe bursiere supranaționale adaptate noilor condiții economice și geopolitice ale ultimilor ani. În acest sens a apărut în 1996, EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) definită ca o piață paneuropeană. EASDAQ are cartierul general la Bruxelles și este recunoscută ca o piață reglementată în Belgia. Aici sunt cotate în principal societăți în creștere, și care activează în sectoare cu potențial ridicat (domenii de tehnologie înaltă: informatică, telecomunicații, biotehnologie etc). Este vorba de companii care doresc o cotație internațională, având în vedere că piețele lor sunt mondiale, concurenții și furnizorii sunt internaționali și de multe ori acționariatul lor include fonduri cu capital de risc strain.

3. Caracteristicile bursei . Bursa este *pieța de mărfuri și valori (bursele de mărfuri* tranzacționează bunuri generice, fungibile, cu caracter standardizabil, depozitabile și cu grad redus de prelucrare; **bursele de valori** sunt locuri unde se efectuează vânzarea/cumpărarea 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; *pieță "simbolică"* (este o piață dematerializată unde se încheie contractul dintre părți, identificarea și circulația mărfurilor realizându-se în afara acestei piețe. Aici se tranzacționează în principiu titluri rezultate din operațiuni financiare); *pieță liberă* (model perfect de piață), *pieță organizată* (tranzacțiile se realizează conform unor principii, norme și reguli cunoscute de participanți, se urmărește credibilitatea, seriozitatea); *pieță reprezentativă* (funcția centrală a bursei este de a stabili zilnic nivelul prețului, acel preț care asigură volumul maxim de tranzacții).

4. Rolul și funcțiile bursei în economie. Rolul principal al piețelor bursiere este acela de *finanțare a economiei* (agenților economici) prin mobilizarea capitalurilor pe termen mediu și lung. De asemenea, un alt rol important al bursei este acela că aceasta înlesnește circulația capitalurilor, titlurile financiare putând fi ușor transformate în

lichidități sau schimbate în alte titluri, prin vânzarea sau revânzarea lor pe această piață. Cea mai importantă funcție a bursei este că aici se efectuează tranzacțiile cu hârtiile de valoare afișate inițial pe piața primară de capital. După ce titlurile au fost emise și plasate la investitori, acestea pot fi tranzacționate liber la bursă datorită caracterului lor negociabil.

O altă funcție importantă a bursei este aceea că *asigură lichidități pentru economie*. Există posibilitatea tranzacționării libere a hârtiilor de valoare, cele anterior cumpărate pot fi vândute și ușor transformate în bani, garantând astfel investitorului că își poate recupera fondurile bănești plasate, bineînțeles la valoarea pe care o au la data respectivă pe piață. De asemenea, bursa este *locul și instrumentul unor reorganizări și restructurări sectoriale importante*. Pe piața bursieră are loc o redistribuire a finanțărilor în cadrul economiei: fondurile financiare sunt orientate spre domeniile rentabile sau de perspectivă, deoarece un investitor poate foarte ușor să vândă aici titlurile pe care nu le mai consideră a fi un plasament foarte bun și, să investească într-un sector pe care-l consideră mai atractiv.

Un alt aspect este cel al *achizițiilor de companii și al fuziunilor pe piața bursieră*, care sunt tot mai frecvente. Bursa facilitează aceste operațiuni și principalul instrument prin care se realizează sunt Ofertele Publice de Cumpărare ("tender offer"). Oferta Publică de Cumpărare este operațiunea derulată printr-o societate de intermediere, prin care un investitor anunță că este dispus să cumpere parțial (un anumit procent) sau toate acțiunile de pe piață ale unei societăți comerciale în care este interesat, la un preț ferm și într-o perioadă bine delimitată. Astfel, au loc majoritatea preluărilor, transferurilor și fuziunilor pe piața bursieră.

La bursă se stabilește și se afișează în permanență prețul de vânzare-cumpărare al valorilor mobiliare cotate. Piața bursieră oferă informații sistematice privind cursul titlurilor financiare cotate și implicit informații despre societățile listate și chiar despre economia respectivă în ansamblu. În acest sens un indicator important este *capitalizarea bursieră a unei firme listate*, care arată valoarea de piață a companiei respective: se calculează prin înmulțirea numărului total de acțiuni ale firmei respective cu valoarea cursului de piață al acestora. Pentru a evalua dimensiunile unei piețe bursiere se poate calcula și *capitalizarea bursieră totală*, adunând toate valorile de bursă (capitalizările bursiere) ale societăților listate pe piața respectivă.

Bursa *reflectă* deosebit de exact *situația de ansamblu a unei economii*, precum și tendințele și perspectivele acesteia. Deosebit de utilă în acest scop este studierea indicilor bursieri, calculați ca o medie a evoluțiilor și a volumului tranzacțiilor pentru un eșantion reprezentativ de acțiuni sau pentru totalitatea acestora, la fiecare bursă în parte. Introducerea în bursă prezintă avantaje, cum ar fi: notorietate, mobilizarea de capital, consolidare financiară, cointeresarea angajaților. Odată cu intrarea pe piața bursieră trebuie îndeplinite și anumite condiții (informarea corectă a publicului, performanțe reale și constante, riscul pierderii contractului) și cerințe (lichiditate, eficiență, transparență, corectitudine, adaptabilitate). De asemenea, bursa facilitează *reorientarea și restructurarea activității economice*, dezvoltarea concurenței între firme și stimularea tranzacțiilor între corporații. Are rol de intermediar- realizând venituri din comisioane și în cadrul ei se efectuează comerțul cu titluri- în acest caz obținându-se profituri din diferite vânzări-cumpărări.

5. Managementul bursei. Pentru a-și îndeplini rolul, instituția bursieră este condusă de o serie de alte instituții specifice, abilitate în acest sens: a) *Organele de decizie*. *Organul suprem de conducere* a bursei este format din totalitatea membrilor plini ai

instituției și poartă diferite denumiri: Adunare Generală (în cazul bursei constituite ca societăți pe acțiuni), Asociația Bursei (în cazul asociațiilor fără scop lucrativ); b) *Organele de execuție* sunt formate din agajați cu funcții de conducere, exemple în acest sens fiind: departamentul pentru cotații, departamentul de supraveghere a pieței, departamentul de cliring, serviciile funcționale: administrativ, personal, tehnic, secretariat;c) *Organele consultative* sau Comitetele au rolul de a asigura consultanță de specialitate, ca de exemplu: comitetul de supraveghere, comitetul pentru membri, comitetul de etică bursieră, comitetul pentru operațiuni; d) *Organele de control* sunt formate din cenzori sau revizori contabili.

6. Organizarea și funcționarea bursei de valori. Bursa de valori este o instituție cu personalitate juridică, unde se întâlnește oferta de capital (investitorii) cu cererea de capital (întreprinderile) și care dispune de un spațiu bine delimitat, unde cu ajutorul intermediarilor autorizați și a unor mecanisme și procedee specifice se realizează negocierile și tranzacțiile cu valori mobiliare admise la cotă. Tranzacțiile se execută la bursă de către agenții de bursă și tradițional se desfășurau în ringul bursier. Astăzi, datorită mijloacelor electronice și a informaticii nu mai este necesară prezența efectivă a agenților în sala de negocieri. Unele burse continuă să păstreze și ringul bursier (cu fascinația sa caracteristică) dar folosesc și tranzacțiile electronice (New York Stock Exchange sau bursa de valori de la Tokyo - Tokyo Stock Exchange) sau utilizează numai tranzacțiile electronice (bursa de valori de la Londra - International Stock Exchange (ISE)). Esențial rămâne însă faptul că toate informațiile de piață în legătură cu prețurile și operațiunile sunt centralizate într-un singur loc - sala de negocieri.

Bursele pot fi organizate și administrate de către stat sau ca societăți private. Bursele de stat sunt instituții publice înființate și administrate de stat. Asemenea burse funcționează în Franța, Belgia sau România. Bursele private sunt înființate prin asocierea unor persoane fizice și/sau juridice. Bursa trebuie să elaboreze un Statut și un Regulament, care trebuie să respecte prevederile legale în vigoare privind piața bursieră și valorile mobiliare din țara respectivă. Bursele pot fi organizate sub forma unor societăți pe acțiuni dar ele pot îmbrăca și alte forme, de exemplu societăți non-profit. Astfel primele două burse din lume NYSE și Tokyo Stock Exchange sunt organizate ca și corporații non profit (not for profit corporation). O bursă privată, în sensul clasic, este cea din Germania.

Pe piața bursieră regăsim trei mari categorii de participanți. Pe de o parte sunt cei aflați în căutare de resurse financiare și pe de altă parte cei doritori de plasamente. Însă, pentru ca cele două categorii să poată avea acces pe piața bursieră și să efectueze tranzacțiile pe care le doresc, ei trebuie să apeleze la cea de-a treia categorie, la serviciile unor intermediari. De regulă, acești intermediari sunt firme, așa numitele *societăți de bursă* sau cum mai sunt cunoscute sub numele de *firme de brokeraj* (sau case de brokeraj). În România acestea se numesc Societăți de Servicii de Investiții Financiare (SSIF). În această categorie a societăților de bursă pot intra doar societăți financiare sau, de la țară la țară, și bănci. Spre exemplu, în SUA, Japonia sau România numai societățile financiare sunt autorizate să efectueze operațiuni de tranzacționare pe piața secundară de capital, delimitându-se complet activitățile specifice pieței bursiere de cele bancare. Nu la fel stau lucrurile în Germania, unde băncile pot activa pe piața bursieră.¹

Societățile de bursă îndeplinesc două operațiuni importante. Ele pot executa tranzacții cu valori mobiliare în numele, pe contul și riscul clientului și în acest caz avem de a face cu o *firmă broker*. Pe de altă parte, o societate de bursă poate efectua operațiuni de comerț cu titluri acționând ca și contraparte în tranzacții – vânzător, când clientul cumpără,

¹ Constantin Fota, Comerț Exterior, Ed. ALMA, Craiova 1997, p. 405

și cumpărător, când el vinde - și în acest caz avem de a face cu o *firmă dealer*. În primul caz, firma broker este remunerată cu un comision calculat asupra rulajului de tranzacții efectuate, iar în al doilea caz, veniturile firmei dealer sunt reprezentate de diferența de preț (spread). Cel mai adesea însă, societățile de bursă îndeplinesc amândouă operațiunile, acționând atât ca intermediar (broker) cât și ca și comerciant de valori mobiliare (dealer), beneficiind astfel de ambele forme de venit. În acest caz avem de a face cu o firmă broker/dealer.

Societățile de bursă desfășoară efectiv tranzacțiile prin *agenți de bursă* (operatori de bursă). Aceștia pot fi profesioniști independenți, dar, de regulă, sunt angajați ai societăților de bursă. În categoria agenților de bursă se includ atât intermediarii de bursă (brokerii) cât și comercianții de titluri (dealers sau traders). Astfel, într-o societate de bursă regăsim următoarea structură: cei care efectuează efectiv tranzacțiile executând ordinele de vânzare/cumpărare atât ale clienților cât și în contul societății, apoi analiștii financiari și, în fine, personalul tehnic (ceea ce numim personalul din "back-office").

Traderii efectuează tranzacții urmărind în permanență "Ask-ul" și "Bid-ul" afișat pe monitoarele lor pentru a efectua cele mai profitabile tranzacții, bazându-se pe informații, intuiție și pe sfaturile analiștilor. Rolul acestora din urmă este de a studia întreprinderile cotate, de a căuta pe toate canalele informații și de a încerca să elaboreze modele probabile de evoluție pentru valorile mobiliare care interesează pe clienți sau pe firmă. Pentru ca bursa să funcționeze corect și "regulile jocului" să fie respectate, peste tot în lume au fost create organisme de supraveghere a piețelor bursiere, total independente de cei implicați într-un fel sau altul. Un exemplu este Security Exchange Commission (SEC) care supraveghează strict principalele burse americane printre care: NYSE, American Exchange și Chicago Board Option Exchange.

7. Organizarea și funcționarea piețelor OTC. Pentru tranzacționarea valorile mobiliare de la cât mai multe firme și mai ales ale celor care nu satisfac criteriile pentru a fi cotate la bursele tradiționale, în multe țări au fost create ceea ce numim piețele interdealeri sau OTC (Over the Counter Markets). Aceste piețe au cunoscut o dezvoltare deosebită în SUA și Japonia și au o structură tehnică informatizată, bazată pe un sistem electronic de tranzacționare. Ea este o piață nelocalizată, caracterizată prin lipsa unui spațiu fizic unde să se întâlnească cei care vând/cumpără valori mobiliare; legăturile dintre traderi și dintre aceștia și clienții lor sunt realizate cu ajutorul unei rețele de computere interconectate. Piețele interdealeri sunt create de societățile financiare - care acționează ca dealeri - aflate în concurență. Aici reglementarea tranzacțiilor este mai puțin fermă și cuprinzătoare, fiind făcută de asociațiile societăților financiare (dealeri) implicate pe această piață. Cei care stabilesc cursul valorilor mobiliare sunt formatorii de piață ("market makerii").

În ceea ce privește rolul piețelor OTC, pentru unele companii acestea reprezintă doar o etapă intermediară pentru accesul la bursele de valori oficiale. Cu toate acestea, importanța piețelor OTC nu trebuie redusă doar la rolul de "trambulină" pentru bursele de valori. Piețele OTC cotează de regulă un număr mult mai mare de companii decât bursele de valori clasice și o serie de companii decid să rămână pe aceste piețe deoarece apreciază serviciile oferite precum și comisioanele și costurile de cotare sensibil mai scăzute decât la bursele de valori.

Ca principal dezavantaj al piețelor OTC trebuie să admitem că din cauza reglementărilor mai permissive unele din aceste piețe OTC au putut fi teatrul unor tranzacții bursiere frauduloase. Cu toate acestea, în ultimii ani piețele OTC și-au câștigat un loc aproape la fel de important (dacă nu chiar mai important în anumite situații) ca și bursele de

valori clasice în ceea ce privește tranzacțiile bursiere. Acest lucru ne îndreptățește să considerăm bursele de valori și piețele OTC ca principale componente ale pieței bursiere și să le tratăm cu egală importanță. Cea mai importantă piață de acest gen este NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automatic Quotation), care a fost creată în 1971 în SUA. NASDAQ cota la începutul lui 1995 un număr impresionant de societăți: 4902, dintre care 85 din cele 100 de firme americane cu creșterea cea mai puternică. Capitalizarea bursieră era la acea dată de aproximativ 790 miliarde \$. NASDAQ oferea un grad ridicat de lichiditate și competitivitate, precum și o largă deschidere și accesibilitate pentru societățile tinere și în creștere.

8. Valorile mobiliare si bursa. Valorile mobiliare fac obiectul tranzacțiilor efectuate pe piețele bursiere. Ele reprezintă un capital financiar, numit uneori impropriu capital fictiv. Sunt titluri de proprietate sau de creanță care confirmă faptul că cel care le are în posesie este titularul unor anumite drepturi: dreptul asupra unei părți din capitalul emitentului, dreptul de a obține o parte din veniturile viitoare ale emitentului, dreptul de a participa la procesul de conducere sau alte drepturi. Principala lor caracteristică este negociabilitatea (spre deosebire de activele financiar- bancare), ceea ce facilitează circulația și transmiterea lor și mai ales transformarea lor în bani în orice moment pe piața bursieră. O altă caracteristică importantă a valorilor mobiliare este participarea la risc pe care o implică pentru posesorul acestora (ne gândim la riscul afacerilor celui care utilizează fondurile respective). Valorile mobiliare au, în general, o valoare nominală determinată la emisiune prin calcule și, ceea ce este mai important, o valoare de piață determinată la bursă, formată prin confruntarea cererii și a ofertei. Această valoare de piață este de fapt cursul titlului respectiv, prețul la care se tranzacționează pe piața bursieră.

În doctrină titlurile financiare au fost împărțite în trei mari categorii: primare, derivate și sintetice (produsele sintetice rezultă din diverse combinații ale caracteristicilor a diferite titluri financiare, pot fi diferite combinații între acțiuni și obligațiuni, dar și combinații de opțiuni put și call, sau de contracte futures cu contracte pe opțiuni).

9. Tranzacțiile cu titluri financiare primare. *Acțiunile* sunt valori mobiliare care, pe de o parte, asigură mobilizarea pe termen mediu și lung de fonduri financiare disponibile și dispersate din economie și transformarea acestora fie în capital social pentru firmele emitente, fie în resurse financiare la dispoziția societății comerciale pentru desfășurarea și dezvoltarea activității, iar pe de altă parte, dau dreptul posesorului la o anumită cotă procentuală din veniturile bănești ale firmei în care a investit. Indiferent însă dacă este vorba de acțiuni obișnuite sau preferențiale acestea îmbracă una din cele două forme: acțiuni la purtător (care nu poartă nici un nume înscris și se pot transmite fără nici o formalitate) și acțiuni nominative (care au înscris numele posesorului și se pot transfera numai prin transcrierea tranzacțiilor într-un registru).

În ultimii ani regăsim însă tot mai mult acțiunile într-o formă dematerializată, ca urmare a informatizării pe scară tot mai largă a piețelor bursiere iar proprietarul respectivelor acțiuni primește doar un extras de cont ca dovadă a deținerii respectivelor acțiuni. În ceea ce privește valoarea unei acțiuni aceasta se poate exprima sub mai multe forme, fiecare cu caracteristicile ei: ca valoare nominală, ca valoare de emisiune, ca valoare contabilă sau ca valoare de piață. Celelalte titluri primare sunt *obligațiunile*, care reprezintă titluri de credit ce exprimă un raport de împrumut între creditor (posesorul obligațiunii) și debitor (emitentul obligațiunii). Așa cum știm, obligațiunea este o creanță ce dă dreptul

celui care o posedă să primească un venit fix anual sub formă de dobândă. Datorită acestui fapt ele reprezintă valori mobiliare cu venit fix. Rata dobânzii este o cotă fixă din valoarea nominală și se numește cupon.

Emitenții de obligațiuni sunt nu numai societățile comerciale dar și statul sau diverse organisme administrativ teritoriale ale acestuia (în acest caz vorbim de obligațiuni de stat sau bonuri și bilete de trezorie cum mai sunt cunoscute). Acestea sunt instrumente prin care statul mobilizează fonduri disponibile atât din interiorul țării cât și de pe piețele financiare internaționale. Obligațiunile pot fi și ele nominale sau la purtător. Ca și în cazul acțiunilor, majoritatea sunt la purtător și sunt dematerializate, toate acestea în scopul facilitării tranzacționării lor. Obligațiunile pot fi răscumpărate la scadență de către emitent care va plăti și dobânda aferentă, sau pot fi vândute, înainte de scadență, pe piața bursieră. Având în vedere că pot fi tranzacționate pe piețele secundare de capital, obligațiunile - la fel ca și acțiunile - au pe lângă valoarea nominală și un curs la bursă, ce poate fi mai mare sau mai mic decât valoarea nominală în funcție de rezultatele și de perspectivele emitentului. Tranzacționarea obligațiunilor pe piețele bursiere, schimbarea proprietarilor, variația cursului, nu afectează cu nimic societatea emitentă care va trebui să răscumpere la scadență obligațiunile de la cel care le prezintă și să achite acestuia și dobânda stabilită.

Există mai multe tipuri de obligațiuni:

- a) *Obligațiuni clasice* (obișnuite) care au o scadență determinată, iar dobânda (fixă) se plătește periodic.
- b) *Obligațiunile indexate* sunt acelea la care emitentul se obligă de a le actualiza dobânda (valoarea) în funcție de un anumit indice (spre exemplu funcție de indicele inflației).
- c) *Obligațiuni cu durată de viață variabilă*, care permit emitentului sau posesorului să modifice scadența acestora, adică durata împrumutului. Aceasta poate să însemne prelungirea duratei împrumutului sau rambursarea înainte de scadență. Oricare din aceste operațiuni, în funcție de cine este solicitată și de sensul ei (prelungire sau scurtare) implică plata unor bonusuri sau penalizări la suma de rambursat.
- d) *Obligațiuni participative*, care așa cum arată și numele dau posibilitatea investitorului de a participa la rezultatele favorabile ale societății în care a investit. Astfel, pe lângă dobânda stabilită inițial, posesorul de obligațiuni participative mai primește sume suplimentare alocate din profitul net sau din rezerve special constituite în acest sens.
- e) *Obligațiuni cupon unic* sunt acelea la care dobânda nu se plătește periodic ci se capitalizează și se plătește o singură dată la scadență.
- f) *Obligațiuni cupon zero* sunt acelea pentru care nu se plătește distinct dobânda (deci nu au cupon) câștigul investitorului rezultând din aceea că sunt emise la un preț sub paritate iar la scadență se rambursează la valoarea nominală (cu alte cuvinte dobânda convenită îmbracă forma unei prime de emisiune).
- g) *Obligațiuni convertibile* sunt cele care oferă posibilitatea investitorului de a le preschimba în acțiuni ale societății emitente. Raportul de conversie, perioada de conversie, precum și alte condiții de conversie trebuie să fie prevăzute în prospectul de emisiune.
- h) *Obligațiuni rambursabile în acțiuni* sunt acelea care se amortizează prin acțiuni ale societății emitente.
- i) *Obligațiuni rambursabile prin anuități constante* sunt acele obligațiuni la care emitentul va plăti investitorului anual o sumă constantă (anuitate) care include dobânda aferentă creditului cât și o parte din valoarea împrumutului.
- j) *Obligațiuni rambursabile prin tragere la sorți* se rambursează cu anticipație de emitent; stabilirea celor care vor face obiectul rambursării anticipate se realizează prin tragere la sorți.

k) *Obligațiunile "murdare" (junk bonds)* au atașat un grad de risc foarte mare, deoarece banii mobilizați sunt folosiți pentru afaceri a căror reușită este incertă dar cu un profit potențial imens. Desigur și nivelul dobânzilor este proporțional cu riscul pe care îl implică aceste afaceri.

l) *Obligațiuni ale statului* (bilete sau bonuri de tezaur) sunt emise de către stat și prin acestea se mobilizează fonduri la dispoziția statului. Sunt considerate ca fiind cele mai sigure plasamente, deoarece au garanția statului și astfel riscul atașat lor ar fi nul.

m) *Obligațiunile străine* sunt titluri emise de către societăți din alte țări decât cea din care se realizează împrumutul.

n) *Euroobligațiunile* (eurobonds) sunt acele obligațiuni exprimate în eurovalute, plasate și tranzacționate simultan pe piețele de capital ale mai multor țări, de către un consorțiu bancar internațional.²

Din această varietate de obligațiuni investitorul va alege acel tip care se potrivește cel mai bine cu profilul și cu trebuințele sale. Lucrul cel mai important pe care trebuie să îl analizeze este gradul de risc al respectivelor titluri și înțelegem prin aceasta pericolul ca emitentul să înceteze plata dobânzilor sau chiar să nu ramburseze împrumutul. Un indicator principal al acestui risc este rata dobânzii anunțată, dar există și agenții specializate în evaluarea acestui risc. Acestea sunt agențiile de rating pentru obligațiuni (și nu numai) care efectuează evaluări cu privire la riscul ca societatea emitentă să nu onoreze obligațiile asumate prin prospectul de emisune. Aceste evaluări iau în considerare mai mulți factori derivați din activitatea emitentului, și mai ales câțiva indicatori legați de performanțele acestuia: indicatori de profitabilitate, de lichiditate, de îndatorare, de gestiune etc. Concret aceste agenții oferă informații clare privind bonitatea unui emitent prin acordarea unor calificative acestuia. Printre cele mai cunoscute agenții de rating, pe plan internațional se numără: Moody's, Standard&Poors, Fitch IBCA etc. În ceea ce privește tranzacțiile cu titluri financiare primare, în literatura de specialitate se face o distincție între *tranzacțiile de tip american* (specifice și piețelor asiatice) și cele de *tip european*.

10. Tranzacțiile de tip american cu titluri primare. Tranzacțiile de tip american pot fi de trei feluri: *for cash* (pe bani gheață), *on margin* (în marjă sau în cont de siguranță) și *short sale* (vânzare în absență sau din împrumut).

1. *Tranzacțiile pe bani gheață* (for cash) sunt acele operațiuni bursiere la care cumpărătorul trebuie să achite integral cu bani titlurile pe care le-a achiziționat și, respectiv vânzătorul trebuie să posede și să remită imediat brokerului (la care a dat ordinul) titlurile care fac obiectul tranzacției. Legat de momentul executării contractului pe piețele de tip american regăsim în practică următoarele tipuri de tranzacții: *cu lichidare imediată (cash delivery)* când executarea (livrarea/plata titlurilor) are loc chiar în ziua încheierii contractului bursier, *cu lichidare normală (regular settlement)* când executarea efectivă a contractului se face după/într-un anumit număr de zile de la încheierea contractului, *cu lichidare pe bază de aranjament special*, de regulă prin înțelegerea părților, *cu lichidare la emisiune (when issued)* pentru titlurile financiare care încă nu au fost emise, dar se cunoaște data la care va avea loc emisiunea. Pentru efectuarea acestor tranzacții "for cash" investitorul își deschide la societatea de brokeraj prin care operează un cont de investiții simplu sau cu plata cash. Aici se ține evidența operațiilor efectuate de investitor, a titlurilor pe care le posedă acesta, a cursurilor etc.

2. *Tranzacțiile în marjă sau în cont de siguranță* (on margin) sunt acelea din care investitorul poate obține din partea societății de brokeraj sau a băncii de investiții cu

² Ion Stoian, Emilia Dragne, Mihai Stoian, "Comerț internațional", Ed. Caraiman, 1997, pg.774

care lucrează împrumuturi în vederea încheierii și executării operațiilor de bursă. Pentru obținerea acestei creditări investitorul trebuie să își deschidă un cont special numit cont de siguranță sau cont marginal. Aici se va ține evidența titlurilor comercializate pe credit, a prețurilor acestora, precum și a creditelor primite și a plății garanțiilor pentru acestea. În practica americană există două tipuri de conturi de siguranță în funcție de poziția pe care o ia investitorul față de evoluția pieței în cadrul tranzacțiilor pe care le efectuează: cont de siguranță de tip M (long margin account) și cont de siguranță de tip V (short margin account).³

3. *Vânzările descoperite sau în absență (short sale)* pot fi definite ca acel procedeu folosit pe piețele bursiere prin care un speculator vinde valori pe care nu le posedă la momentul tranzacției, dar le împrumută de la societatea de brokeraj, urmând să le restituie acesteia până la data stabilită. Restituirea presupune cumpărarea valorilor respective la prețul pieței de la data scadenței împrumutului, preț pe care investitorul îl estimează că va fi mai mic decât cel de la momentul vânzării, diferența reprezentând profitul său.

11. Tranzacțiile de tip european cu titluri financiare. Tranzacțiile pe piețele europene se împart în două mari categorii: *tranzacții la vedere* și *tranzacții la termen (forward)*. La rândul lor tranzacțiile la termen pot fi tranzacții ferme sau condiționate.

1. *Tranzacțiile la vedere (fr. au comptant)* sunt acelea în care lichidarea contractului (plata și livrarea titlurilor) se efectuează imediat sau într-o perioadă foarte scurtă. Echivalentul lor pe piețele de tip american sunt tranzacțiile "cash delivery". Pentru buna desfășurare a tranzacțiilor la vedere este necesar ca, în momentul în care investitorul a transmis ordinul de cumpărare brokerului să vireze și suma corespunzătoare în cont. De asemenea, vânzătorul trebuie să pună la dispoziția brokerului titlurile în momentul în care a dat ordinul de vânzare sau într-o perioadă foarte scurtă.

Pe piața tranzacțiilor la vedere se pot vinde/cumpăra toate felurile de active financiare (mai puțin cele special destinate tranzacțiilor la termen). Cu toate acestea, ponderea tranzacțiilor la vedere este relativ mică în totalul tranzacțiilor bursiere și aceasta în principal datorită faptului că tranzacția nu poate fi încheiată fără ca inițiatorul ei să posede la momentul respectiv, pe de o parte fondurile bănești necesare și pe de altă parte, valorile mobiliare. O categorie specială de tranzacții la vedere sunt *oferțele publice secundare*. Oferta publică primară se referă la prima emisiune de titluri a unei societăți și este caracteristică pieței primare de capital. Oferta publică secundară (sau simplu oferta publică cum o vom numi în continuare) vizează pachete de titluri financiare deja emise și care se negociază pe piețele bursiere. Astfel, oferta publică este operațiunea bursieră prin care un investitor face cunoscut public că este interesat în achiziția, respectiv vânzarea unui pachet de acțiuni specificate, la un anumit preț ferm și într-o perioadă de timp prestabilită. Pentru lansarea unei oferte publice, indiferent de felul ei este nevoie de avizarea acesteia de către autoritatea care reglementează și supervizează buna funcționare a pieței bursiere (în țara noastră Comisia Națională a Valorilor Mobiliare - CNVM). În acest scop trebuie ca cel ce dorește lansarea ofertei să întocmească un prospect de ofertă.

2. *Tranzacțiile la termen (forward)* sunt toate tranzacțiile cu valori mobiliare încheiate pe piețele bursiere care urmează a se lichida la o anumită scadență la un preț fixat (curs la termen). Acestea au ca suport produse bursiere primare: acțiuni, obligațiuni, bonuri

³Ioan Popa, *Bursa*, Ed. Adevărul, vol.I, București, 1994, p. 145

de tezaur etc, iar la scadență se primește/ livrează tocmai ceea ce s-a negociat, respectiv contravaloarea acelor titluri. Cursul, scadența și celelate prevederi sunt stipulate în contractul la termen încheiat la momentul inițierii tranzacției.⁴

Un contract *forward* este un acord între două părți, vânzător și cumpărător, de a livra și respectiv de a plăti la o anumită dată viitoare o marfă, valută sau un activ financiar la un preț stabilit în momentul contractării. Contractul este determinat, în elementele sale esențiale (obiect, preț, scadență), în momentul perfectuării tranzacției; rămâne însă incertă valoarea acestuia la lichidare (deci *rezultatul virtual* al contractului), ținând seama de faptul că între momentul încheierii contractului și cel al executării lui, prețul mărfii, valutei sau activului financiar se modifică pe piață. Prin urmare, vânzătorul sau cumpărătorul poate înregistra diferențe favorabile sau nefavorabile de preț (deci profit sau pierdere în urma tranzacției), după cum prețul la lichidare este mai mare sau mai mic decât cel contractual. Așadar, printr-un contract *forward* cumpărătorul se obligă să cumpere o anumită marfă sau valoare (activ financiar sau valută) la un preț stabilit în momentul încheierii contractului (preț *forward*), la o scadență fixă. Contractul *forward* apare ca un bloc compact, cumpărat la o anumită dată și menținut până la expirare. Acest contract urmează să fie lichidat numai la scadență, iar rezultatul lui virtual depinde de prețul zilei (preț *spot*) din momentul expirării contractului.

Să presupunem că în momentul t_0 se încheie un contract la prețul 100 (preț *forward*), cu lichidare la termen. La scadența contractului (t_n) prețul *spot* pentru activul care face obiectul contractului ajunge la 120. În acest caz, deținătorul contractului (cumpărătorul) are un câștig unitar de 20 (primește activul la 100 și îl poate vinde la 120. Dacă, dimpotrivă, prețul scade în perioada (t_0, t_n) la 80, cumpărătorul înregistrează o pierdere unitară de 20. Atunci când prețul *spot* la scadență este egal cu prețul *forward* din contract, cumpărătorul nici nu câștigă, nici nu pierde. Pentru un vânzător situația este perfect simetrică: la o creștere a prețului acesta pierde diferența dintre prețul *spot* de pe piață și prețul *forward* din contract, la o scădere a prețului el câștigă aceeași diferență.

⁴ Constantin Fota, *Comerț Exterior*, Ed. ALMA, Craiova 1997, p. 91.