

## **REZUMATUL TEZEI DE DOCTORAT**

### **„PERSPECTIVE ȘI RESTRIȚIONĂRI ÎN DEZVOLTAREA PIETEI DE CAPITAL DIN ROMÂNIA”**

Teza de doctorat cu titlul „**Perspective și restricționări în dezvoltarea pieței de capital din România**” a doctorandei Pătru-Mic (Mănescu) Dorina Nicoleta, având drept conducător științific pe dl. Prof. univ. dr. Pîrvu Gheorghe este structurată în șase capitole care includ spre final concluzii și dezvoltări ulterioare precum și bibliografia generală studiată, după cum urmează:

**Lista tabelor**

**Lista graficelor**

**Lista figurilor**

#### **INTRODUCERE**

#### **CAPITOLUL 1**

##### **ACTUALITATEA PIETEI DE CAPITAL ÎN SPAȚIUL ECONOMIC EUROPEAN**

###### ***1.1 Apariția și dezvoltarea pieței de capital în Europa***

###### ***1.1.1 Conceptul de piață de capital***

###### ***1.1.2 Premisele formării pieței de capital în spațiul economic european***

###### ***1.1.3 Originea și evoluția pieței de capital în Europa***

###### ***1.2 Caracteristici și tipuri de organizare a pieței de capital***

###### ***1.3 Globalizarea progresivă a pieței de capital***

###### ***1.4 Implicațiile actualei crize financiare asupra pieței de capital***

#### **CAPITOLUL 2**

##### **PIAȚA DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA. ÎNCEPUTURI ȘI EVOLUȚIE**

###### ***2.1 Impactul pieței de capital asupra funcționării și dezvoltării economiei românești***

###### ***2.1.1 Premisele legislative și instituționale ale formării și dezvoltării pieței de capital în România***

###### ***2.1.2 Consolidarea și sporirea rolului pieței de capital în dezvoltarea economiei românești***

###### ***2.2 Structura instituțională a pieței de capital***

###### ***2.3 Cererea și oferta de capital***

###### ***2.4 Piața primară și piața secundară***

###### ***2.5 Disfuncționalități în evoluția pieței de capital din România***

#### **CAPITOLUL 3**

##### **ROLUL BURSEI DE VALORI ÎN DEZVOLTAREA PIETEI DE CAPITAL DIN ROMÂNIA**

###### ***3.1 Scurt istoric al activității bursiere în România***

- 3.2 Rolul și funcțiile bursei în economia românească*
- 3.3 Înființarea și organizarea B.V.B.*
- 3.4 Mecanisme de tranzacționare și cotare –atuuri și limite*

#### **CAPITOLUL 4**

#### **ANALIZA FUNDAMENTALĂ ȘI TEHNICĂ A PIEȚEI DE CAPITAL DIN ROMÂNIA**

- 4.1 Analiza fundamentală-concept și indicatori*
- 4.2 Analiza tehnică - concept și indicatori*
- 4.3 Aprecierea activității pieței de capital cu ajutorul indicilor bursieri*
  - 4.3.1 Definirea și clasificarea indicilor bursieri*
  - 4.3.2 Modele generale de calcul a indicilor bursieri*
  - 4.3.3 Indicii pieței bursiere românești*

#### **CAPITOLUL 5**

#### **INSTRUMENTELE FINANCIARE ȘI OPERAȚIUNILE DESFĂȘURATE PE PIAȚA DE CAPITAL DIN ROMÂNIA. DESCHIDERI ȘI OBSTRUCȚII**

- 5.1 Instrumentele financiare folosite pentru investiții pe piața de capital din România*
  - 5.1.1 Acțiunile*
  - 5.1.2 Obligațiunile*
  - 5.1.3 Instrumentele financiare derivate*
- 5.2 Operațiunile desfășurate pe piața de capital cu valori mobiliare*
  - 5.2.1 Caracteristici și metode de intermediere a ofertelor publice*
  - 5.2.2 Etapele de desfășurare a ofertelor publice*
  - 5.2.3 Tipuri de oferte publice de valori mobiliare și evoluția acestora*
- 5.3 Studiu de caz privind oferta publică primară inițială de vânzare de acțiuni având atașate drepturi de alocare la S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A*
  - 5.3.1 Prezentarea emitentului*
  - 5.3.2 Date statistice privind oferta publică și perioada de derulare a acesteia*
  - 5.3.3 Rezultatele ofertei publice și evoluția acțiunilor TGN în perioada post-oferta*

#### **CAPITOLUL 6**

#### **REALIZĂRI ȘI DIRECȚII DE DEZVOLTARE ALE PIEȚELOR DE INSTRUMENTE FINANCIARE ÎN ROMÂNIA**

- 6.1 Cercetare pe bază de chestionar privind nivelul de informare și interesul publicului față de Bursa de Valori București și investițiile financiare de pe piețele de instrumente financiare*
- 6.2 Evoluții și perspective ale pieței acțiunilor în România*
- 6.3 Evoluții și perspective ale pieței obligațiunilor în România*
- 6.4 Evoluții și perspective ale pieței instrumentelor financiare derivate în România*

#### **CONCLUZII ȘI DEZVOLTĂRI ULTERIOARE**

## ANEXE

### BIBLIOGRAFIE GENERALĂ

Conținutul informațional al tezei de doctorat poate fi sintetizat prin următoarele **CUVINTE – CHEIE**: piață de capital, globalizarea piețelor de capital, criză financiară, activitate bursieră, mecanisme bursiere de tranzacționare și cotare, Bursa de Valori București, funcțiile bursei, analiză tehnică, analiză fundamentală, indici bursieri, oferte publice de valori mobiliare, piața acțiunilor, piața obligațiunilor, piața instrumentelor financiare derivate, finanțarea prin sistemul bancar vs. finanțarea prin intermediul pieței de capital, cererea de capital, oferta de capital, piața primară, piața secundară, investiții financiare, disfuncționalități în evoluția pieței de capital, volatilitate, piețe mature de capital, piețe emergente de capital, lichiditate bursieră, capitalizare bursieră.

### SINTEZE

#### ale părților principale ale tezei de doctorat

Teza se axează pe problematica pieței de capital din România. Demersul nostru a urmat un fir logic și a început prin tratarea subiectului la nivel european, continuând cu prezentarea evoluției pieței de capital din România, a instituției sale centrale – Bursa de Valori București și cu efectuarea unei analize tehnice și fundamentale a principalelor categorii de instrumente financiare, a operațiunilor desfășurate cu acestea în scopul identificării realizărilor și formulării perspectivelor de dezvoltare ale piețelor de instrumente financiare din țara noastră.

Opțiunea noastră de a cerceta piața de capital din România din punct de vedere al perspectivelor și restricționărilor sale pornește de la creșterea rolului și importanței pe care aceasta o joacă în economia liberă concurențială.

**Primul capitol** debutează cu prezentarea conceptului de piață de capital în concepția anglo-americană și în cea continental-europeană, a premiselor, originilor și evoluției acesteia.

Pe baza literaturii de specialitate consultate, putem concluziona că între cele două abordări, diferențierile nu sunt de substanță, ci de denumire, de semnificație acordată termenului de piață financiară, respectiv termenului de piață de capital.

Pornind de la cele două viziuni asupra conceptului de piață de capital și ținând seama de reglementările din domeniul financiar precum și de operatorii existenți, putem afirma că practica din România pune în evidență o opțiune apropiată de concepția anglo-americană, potrivit căreia piața de capital este o componentă a pieței financiare alături de piața monetară, piața valutară și piața asigurărilor.

Cu toate acestea, există încă autori care optează pentru orientarea continental-europeană sau care nu fac nici o diferență între cei doi termeni, piață financiară și piață de capital.

Apariția și dezvoltarea piețelor de capital 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. Piețele de capital din spațiul economic european sunt

rezultatul unui proces evolutiv îndelungat, în prezent putându-se delimita mai multe tipuri de organizare ale acestora, pornind de la caracteristicile pe care le prezintă.

Organizarea piețelor de capital este influențată și de fenomenul globalizării care reprezintă principala caracteristică a stării actuale a economiei mondiale, teza conținând în acest sens un studiu privind evoluția numărului de companii străine listate pe primele 10 piețe de capital din lume în perioada 1995 – 2007. Rezultatele studiului ilustrează gradul ridicat de extindere a acestui fenomen.

Sub imperiul globalizării, bursele europene au început să se unifice între ele, teza prezentând principale alianțe care s-au succedat de-a lungul timpului. Cea mai importantă alianță a fost crearea în 2000 a pieței bursiere EURONEXT care a fuzionat în 2006 cu NYSE dând naștere la cel mai mare grup bursier NYSE EURONEXT, demonstrând astfel tendința de globalizare progresivă ce se manifestă în prezent nu doar la nivel european, ci chiar la nivel planetar.

Pe lângă avantajele pe care le aduce cu sine, globalizarea implică o serie de riscuri. Cel mai cunoscut risc este cel al crizelor financiare, în finalul primului capitol fiind analizate implicațiile pe care actuala criză financiară internațională le are asupra pieței de capital din Europa și implicit din România (gradul critic de subcapitalizare, migrarea investitorilor străini, nivelul redus de lichiditate, scăderea numărului de noi emitenți precum și posibilitatea înregistrării de falimente, fuziuni sau achiziții în rândul firmelor de brokeraj).

Pe baza cercetărilor efectuate asupra globalizării și asupra actualei crize financiare internaționale am ajuns la următoarele concluzii:

- globalizarea piețelor de capital emergente constituie o necesitate, dar se impune ca acest proces să se desfășoare treptat prin luarea în considerare a condițiilor interne și a posibilităților concrete ale fiecărei piețe de capital deoarece numai astfel se asigură o alocare și o circulație corespunzătoare a capitalului mondial;

- globalizarea este un fenomen dificil de controlat la scară planetară în complexitatea sa, deoarece disfuncționalitățile intervenite la nivelul unui subsistem pot crea mari crize la nivelul întregului sistem;

- criza financiară actuală nu este a globalizării ca fenomen ci a modului în care aceasta a fost realizată, fiind și una a incapacității de a gestiona globalizarea;

- gradul de corelație ridicat al pieței de capital românești cu piețele de capital din America și Europa;

- declinul puternic al B.V.B. la sfârșitul anului 2008 în comparație cu bursele mature, este similar cu cel înregistrat de bursele din Europa Centrală și de Sud - Est și se explică prin gradul ridicat de volatilitate caracteristic acestor burse emergente.

**Al doilea capitol** se concentrează asupra procesului de constituire și dezvoltare a pieței de capital în țara noastră, punându-se accentul pe impactul pe care piața de capital îl are în funcționarea și creșterea economiei românești.

Evoluția pieței de capital românești a urmărit fidel evoluția economiei în ansamblul său, cunoscând perioade de dezvoltare susținută înainte de criza economică din 1929-1933 și în perioada dintre criză și cel de al doilea război mondial. Instaurarea comunismului a însemnat și dispariția, pentru circa cincizeci de ani, a Bursei de Valori București care a fost ulterior reînființată de abia în anul 1995. În aceste condiții piața de capital în România, pe lângă îndeplinirea celor două obiective majore, general valabile în orice economie – asigurarea mobilității capitalului și finanțarea activității economice pe

criterii de eficiență economică, a îndeplinit un rol suplimentar, propriu economiilor de piață emergente, și anume acela de suport și catalizator al procesului de privatizare a economiei.

Pentru a ilustra rolul pieței de capital în buna funcționare a economiei am realizat o paralelă între finanțarea economiei pe baza creditelor bancare acordate societăților nefinanciare și finanțarea economiei pe baza pieței de capital, calculând ponderile deținute de creditele acordate societăților nefinanciare precum și de capitalizarea bursieră în cadrul PIB în perioada 2000 – 2008.

Din studiu a rezultat faptul că în perioada anilor 2000 – 2003, acoperirea necesităților financiare ale economiei se realiza mai mult pe baza creditelor bancare și într-o măsură mai mică prin intermediul pieței de capital. Ulterior în perioada 2004 – 2007, pe fondul reducerii continue a nivelului dobânzilor în sistemul bancar și al apariției unor noi societăți cotate pe piața de capital, situația s-a inversat. În anul 2008, ca urmare a declanșării crizei financiare internaționale asistăm la o revenire la situația înregistrată în perioada anilor 2000-2003.

Tot în acest capitol am analizat structura instituțională a pieței de capital din România și am ajuns la concluzia că aceasta este una modernă capabilă să-i susțină creșterea, fiind rezultatul evoluției unui cadru normativ presărat cu numeroase momente de căutare a identității și direcției spre modele nord – americane sau europene. În cele din urmă, modelul european a prevalat, și includerea directivelor Uniunii Europene în legislația pieței de capital românești a fost realizată prin intermediul Legii 297 / 26 iunie 2004.

De asemenea, în cadrul acestui capitolul am prezentat cele două segmente ale pieței de capital dependente temporal: piața primară și piața secundară împreună cu modul de manifestare a cererii și ofertei de capital pe această piață.

Un alt aspect tratat în acest capitol a constat în precizarea principalelor disfuncționalități care au intervenit de-a lungul timpului în evoluția pieței de capital din România împreună cu modul în care acestea au luat naștere și modalitățile prin intermediul cărora au fost sau pot fi depășite.

Dezvoltarea lentă a pieței de capital din România și performanțele sale reduse înregistrate în perioada 1995-2002, perioadă în cadrul căreia și contextul economic românesc a fost defavorabil, se datorează următoarelor grupe de deficiențe care au intervenit în funcționarea sa:

- decalajului dintre restructurarea sectorului bancar și organizarea pieței de capital;
- decalajul dintre lansarea procesului de privatizare și crearea instituțiilor pieței de capital;
- decalajul dintre apariția pieței primare și crearea pieței secundare organizate.

Ulterior, piața de capital a crescut substanțial, perioada 2003 -2007 fiind una de boom, piața bursieră bătând record după record. Această creștere a pieței de capital a fost susținută de sporirea PIB, de continuarea procesului de dezinflație, de consolidarea tendinței de apreciere a monedei naționale, de scăderea ratelor dobânzii din sistemul bancar, lărgirea gamei de produse financiare tranzacționate la bursă precum și de trecerea de la un sistem de tranzacționare la altul mai performant ( în prezent o mare parte din acțiunile înscrise la cota BVB se tranzacționează prin sistemul electronic ARENA)..

Dacă în țările dezvoltate, piața de capital este cea care contribuie la creșterea economică, în țările cu piețe de capital în formare (cum este cazul României), dimpotrivă creșterea economică este cea care face viabilă piața de capital și dă dinamism bursei.

Prin amploarea și implicațiile sale, Bursa de Valori București s-a identificat cu economia românească și a parcurs împreună cu aceasta, toate sușurile și coborâșurile tranziției, a resimțit toate crizele financiare și politice și a marcat pozitiv fiecare moment de creștere.

Anul 2008 a reprezentat pentru Bursa de Valori București și pentru toți participanții pe piața bursieră autohtonă una dintre cele mai complicate perioade din istoria modernă a pieței de capital din România. După aproape un deceniu în care principalii indicatori și indici ai BVB au descris o tendință ascendentă, accentuată și susținută în ultimii ani de efectele asociate procesului de aderare a României la Uniunea Europeană, 2008 a fost marcat de inversarea abruptă a trendului crescător al cotațiilor și de diminuarea sensibilă a lichidității generale a pieței bursiere.

**Al treilea capitol** se focalizează asupra rolului Bursei de Valori București în dezvoltarea pieței de capital din România pornind de la un scurt istoric al activității bursiere în România.

Stabilirea rolului Bursei de Valori București s-a făcut în strânsă legătură cu funcțiile pe care aceasta le îndeplinește în economia românească. Aceste funcții se manifestă nu doar la nivel individual ci și la nivel microeconomic și macroeconomic.

România este o țară cu o economie emergentă care își pune amprenta și asupra modului în care Bursa de Valori București își îndeplinește funcțiile sale, în teză fiind analizat gradul total sau parțial de realizare a acestora.

Pentru a surprinde evoluția Bursei de Valori București am calculat, reprezentat și comparat grafic trendurile înregistrate de o serie de indicatori ai pieței bursiere reglementate în perioada 1995 – 2008 precum: numărul de tranzacții, numărul/volumul de acțiuni tranzacționate, valoarea tranzacțiilor, capitalizarea pieței reglementate a acțiunilor, mărimea tranzacției medii, valoarea medie a tranzacției. Astfel am ajuns la concluzia că aceștia au crescut în perioada de expansiune a economiei și au scăzut în perioada de recesiune a economiei demonstrând astfel faptul că bursa de valori este un adevărat barometru al economiei românești, care a reușit să-i surprindă toate aspectele pozitive și negative legate de funcționarea sa.

Un alt aspect tratat în acest capitol a constat în prezentarea modului de înființare și organizare a B.V.B., teza detaliind organigrama acestei instituții și subliniind necesitatea schimbării formei de organizare a B.V.B. prin finalizarea procesului de listare a acțiunilor sale pe propria piață reglementată de tranzacționare.

În ultima parte a acestui capitol am identificat avantajele și dezavantajele mecanismelor de tranzacționare și de cotare care s-au succedat la B.V.B. de la înființare până în prezent. Concluzia la care am ajuns în urma studiului acestor mecanisme de tranzacționare și de cotare este că acestea s-au adaptat în permanență astfel încât B.V.B. să fie capabilă să facă față competiției mondiale, să asigure interconectarea cu alte sisteme bursiere din lume precum și să asigure diseminarea în timp real a informației bursiere.

Piața de capital este cel mai bun barometru al schimbărilor care au loc în lume, ea evoluând în funcție de evenimentele macro sau micro economice, geopolitice, sociale,

fiscale, militare și chiar diplomatice care se manifestă atât pe plan național cât și internațional.

În acest context cei care doresc să pătrundă pe piața de capital trebuie să cunoască caracteristicile pieței de capital a țării respective, situația economică a țării în cauză, precum și o serie de date despre societățile care sunt listate pe piața de capital, astfel încât să-și aleagă cele mai bune titluri de capital din punctul lor de vedere, precum și momentul oportun pentru a intra sau ieși de pe piața de capital. Pornind de la aceste aspecte, în cel de al **patrulea capitol** al tezei am realizat analiza tehnică și fundamentală a pieței de capital din România, urmărind totodată mișcarea principalilor indicatori și indici bursieri de a lungul timpului.

Valorile înregistrate atât de indicatorii de analiză fundamentală cât și de cei de analiză tehnică, calculați la nivelul pieței de capital din România permit distingerea a patru etape în evoluția acestei piețe:

- etapa inițială de constituire a pieței de capital (anii 1995-1996);
- etapa de imaturitate a pieței caracterizată prin regres și scădere generalizată a prețurilor (1997-2000);
- etapa pieței în curs de maturizare caracterizată prin creșterea generală a prețurilor (2001-2004);
- etapa de relativă maturitate a pieței caracterizată printr-o puternică corelație cu alte piețe (2005-2008).

În **capitolul 5** am definit noțiunile de instrumente financiare, acțiuni, obligațiuni, instrumente financiare derivate, caracteristicile lor, modalitatea de clasificare precum și funcțiile pe care acestea le îndeplinesc pe piața de capital.

Un alt aspect care l-am abordat în acest capitol se referă la operațiunile desfășurate pe piața de capital din România, la caracteristicile acestora, metodele de intermediere utilizate, etapele de desfășurare precum și principalele tipuri întâlnite la noi în țară.

Numărul și tipul ofertelor publice derulate pe o piață de capital sunt indicator al gradului de dezvoltare al respectivei piețe. Pornind de la acest considerent am urmărit evoluția numărului de oferte publice pe principalele categorii ale acestora în perioada 2002-2008 și am ajuns la concluzia ca piața de capital românească nu a fost dependentă de ofertele publice care reprezintă cale normală de consolidare a unei burse, ci de procesul de privatizare în masă care a condus la listarea unui număr uriaș de companii, sărindu-se astfel peste etapa importantă a ofertelor publice inițiale de acțiuni.

Listarea prin oferte publice conduce la un mediu economic mult mai sănătos precum și la o bursă cu o capitalizare mai bună. În acest sens am elaborat un studiu de caz privind oferta publică primară inițială de vânzare de acțiuni având atașate drepturi de alocare la S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A., ofertă ce a marcat un moment de referință pe piața de capital din România prin cele trei premiere înregistrate: cea mai mare valoare a acțiunilor puse în vânzare, cel mai mare grad de subscriere și prima ofertă publică căreia i-au fost atașate drepturi de alocare. Succesul înregistrat de această ofertă publică inițială demonstrează faptul că piața de capital din România este insuficient exploatată la capitolul oferte publice și că există potențial mare de absorbție a unor astfel de oferte publice de către piață.

O problemă majoră care a stat în calea evoluției pieței de capital din România a reprezentat-o și o reprezintă, în continuare, cultura insuficientă în materie investițională a

populației, așa cum rezultă din cercetarea empirică pe bază de chestionar efectuată în cadrul **ultimului capitol** al tezei. Pornind de la rezultatele acestei cercetări, considerăm că educația bursieră încă de pe băncile școlii și informarea bursieră periodică a populației reprezintă două condiții esențiale pentru dezvoltarea Bursei de Valori București.

În continuarea acestui capitol, au fost analizate evoluțiile principalelor piețe de instrumente financiare din România evidențiindu-se atât factorii care au obstrucționat dezvoltarea acestora cât și acei factori care au favorizat-o. Analiza realizărilor piețelor de instrumente financiare permite conturarea perspectivelor de evoluție ale acestora în timp:

- piața acțiunilor a înregistrat o dinamică accentuată în sensul creșterii până în anul 2007, însă odată cu declanșarea crizei financiare internaționale perspectivele sale de evoluție pe termen scurt sunt mai puțin încurajatoare;

- piața obligațiunilor nu și-a demonstrat maturitatea în anii de dinaintea declanșării crizei financiare internaționale însă începând cu sfârșitul anului 2008, ne așteptăm la o creștere a dimensiunii sale dacă avem în vedere faptul că instrumentele financiare cu venit fix reprezintă un refugiu ideal pentru investitori în momentele delicate ale burselor de valori ca cel actual;

- în contextul crizei financiare internaționale, perspectivele de evoluție a pieței instrumentelor financiare derivate sunt oportune, deoarece prin intermediul acesteia investitorii se pot proteja împotriva riscurilor asociate diferitelor active financiare tranzacționate pe piața spot.

În partea de **concluzii și dezvoltări ulterioare** am realizat o analiză SWOT a pieței de capital din România și am ajuns la concluzia generală că aceasta se află într-o perioadă de relativă maturitate și că are bine conturate structura, capacitatea, cadrul organizatoric și mecanismele pieței care să-i asigure creșterea din momentul în care mediul economic internațional va deveni favorabil.

Cu toate acestea, dezvoltarea Bursei de Valori București nu s-a încheiat, piața de capital din România fiind încă departe de aș fi atins potențialul de dezvoltare la nivelul tuturor componentelor sale: piața acțiunilor, piața obligațiunilor și piața instrumentelor financiare derivate. Astfel în finalul tezei am propus spre aplicare un set de măsuri de stimulare a creșterii pieței de capital din România.

Date fiind perspectivele mai puțin încurajatoare care planează la ora actuală asupra economiei, atât la nivel internațional cât și pe plan intern reflectate printr-o pierdere a încrederii în plasamentele pe piețele de capital, perioada care urmează se anunță a fi una dificilă. În acest context este necesar ca piețele financiare internaționale să se stabilizeze urmând ca în timp să asistăm la o revenire a investitorilor la sentimente mai bune privind bursa. Încrezători în fundamentele economice solide ale companiilor listate, considerăm că acestea vor înlocui în cele din urmă neîncrederea și sentimentele negativiste care domină piața în această perioadă și bursa își va relua trendul ascendent pe termen lung.

Cercetarea întreprinsă în cadrul acestei teze a cuprins arii tematice diverse, legate de problematica pieței de capital din România și are cu siguranță limitele ei, ca orice acțiune umană. Ceea ce ne dorim este ca etapele parcurse până acum să deschidă un drum pentru cercetarea viitoare, pentru toți cei interesați de acest subiect. Prin lucrarea de față s-a dorit identificarea principalelor restricții care au apărut în dezvoltarea pieței de capital românești, prezentarea măsurilor prin care acestea pot fi eliminate astfel încât



perspectivele de evoluție pe termen lung să fie favorabile și să încurajeze populația să investească în instrumentele financiare existente pe această piață.