

**UNIVERSITATEA DIN CRAIOVA
FACULTATEA DE STIINTE ECONOMICE**

TEZA DE DOCTORAT

**MANAGEMENTUL DE PORTOFOLIU PE
PIATA INTERNATIONALA DE CAPITAL**

**Conducator stiintific :
Prof. univ. dr. CONSTANTIN FOTA**

**Doctorand:
CRISTIAN VALERIU STANCIU**

CRAIOVA
2004
CUPRINS

TITLUL I. INTRODUCERE TEORETICA

Cap. I. Fundamentele teoretice ale pietei de capital

1.1. Piata financiara.....	8
1.2. Piata de capital.....	9
1.2.1. Concept,trasaturi, functii.....	10
1.2.2. Cererea si oferta de capital.....	13
1.2.3. Structura pietei de capital.....	15
1.2.3.1. Piata primara.....	16
1.2.3.2. Piata secundara.....	17
1.3. Valorile mobiliare.....	19
1.3.1. Consideratii generale.....	19
1.3.2. Actiunile.....	21
1.3.3. Obligatiunile.....	23
1.3.4. Valori mobiliare emise de stat.....	26
1.3.5. Valori mobiliare derivate si sintetice.....	28
1.4. Indicii bursieri.....	29
1.5. Intermediari pe piata de capital.....	31

Cap.II. Scurte consideratii asupra modelelor de selectie a portofoliilor

2.1. Importanta modelelor de selectie a portofoliului.....	34
2.2. Scurt istoric asupra evolutiei teoriei financiare.....	35

Cap. III. Teoria moderna a portofoliului

3.1. Teoria managementului de portofoliu. Modelul Markowitz.....	39
3.1.1. Consideratii de ordin general.....	39
3.1.2. Contributia lui Markowitz.....	41
3.1.3. Capitaluri de împrumut.....	53
3.2. Dezvoltari ale teoriei lui Markowitz: modelul Sharpe.....	59
3.2.1. Consideratii de ordin general.....	59
3.2.2. Simplificarea modelului Markowitz.....	60
3.2.3. Determinarea preturilor activelor financiare.....	62
3.3. Teoria pietei eficiente.....	65

Cap. IV. Noi evolutii în teoria managementului de portofoliu

4.1. Modele liniare si neliniare.....	68
4.1.1. Modelul de arbitraj APT.....	68
4.1.2. Modelul VaR.....	69
4.1.3. Modelele neliniare ale pietelor de capital.....	72
4.2. Finante comportamentale.....	75
4.2.1. Supraestimarea.....	76
4.2.2. Suprareactia.....	77
4.2.3. Aversiunea fata de pierdere.....	78
4.2.4. Calculul mental.....	79
4.2.5. Alte laturi ale comportamentului financiar.....	80
4.3. Modelul Buffet de investire si de gestionare a portofoliilor.....	81
4.3.1. Companii remarcabile.....	81
a) Rationalitate.....	83
b) Candoare.....	83
c) Imperativ institutional.....	83
4.3.2. Concentrarea investitiei.....	86
4.3.3. Rata mare a probabilitatilor.....	88
4.3.4. Orizontul lung de timp.....	88

TITLUL II. GLOBALIZAREA PIETEI INTERNATIONALE DE CAPITAL

Cap. V. Fenomenul de globalizare – trasaturi generale

5.1. Globalizarea – cea mai înalta forma de internationalizare a activitatii economice.....	91
5.2. Tendinte economice mondiale.....	97
5.3. Factori principali de influenta a transformarii sistemului financiar.....	99
5.4. Implicatiile procesului de globalizare asupra eficientei si stabilitatii sistemelor financiare.....	101

Cap. VI. Fenomenul de globalizare în teoria si practica economica

6.1. Internationalizarea si integrarea pietelor de capital nationale. Dimensiunea globalizarii.....	104
6.2. Piata internationala de capital si câstigurile obtinute din schimburile internationale.....	107
6.3. Piata internationala de capital.....	111
6.4. Analize asupra nivelului de performanta al pietei globale de capital.....	114
6.5. Piata financiara internationala.....	116

Cap. VII. Efectele fenomenului de globalizare asupra economiei mondiale	
7.1. Evolutia economiei mondiale sub influenta fenomenului de globalizare.....	125
7.2. Rolul companiilor transnationale în evolutia economiei mondiale.....	129

TITLUL III. RISCUL PE PIATA INTERNATIONALA DE CAPITAL. MANAGEMENTUL RISCULUI SI STRATEGIILE DE MANAGEMENT A PORTOFOLIILOR

Cap. VIII. Riscul pe piata internationala de capital	
8.1. Bazele teoretice ale riscului international.....	131
8.2. Riscul activitatii economice internationale.....	132
8.3. Conceptul de risc.....	133
8.4. Riscul si incertitudinea.....	134
8.5. Categoriile de riscuri internationale.....	136
8.6. Structura riscului total al unei investitii.....	144

Cap. IX. Produsele financiare derivate – instrumente flexibile de administrare a riscului	
9.1. Produsele financiare derivate – trasaturi generale.....	146
9.2. Utilizatorii produselor derivate.....	148
9.3. Contractele forward.....	149
9.4. Contractele futures.....	150
9.5. Contractele de optiuni.....	152
9.6. Tranzactiile swap.....	156
9.7. Utilizarea contractelor futures în strategiile privind managementul riscului.....	160

Cap. X. Strategii de constructie si management al portofoliului	
10.1. Strategii concurente de abordare a managementului de portofoliu.....	166
10.1.1. Managementul activ.....	166
10.1.2. Managementul pasiv.....	166
10.1.3. Argumente pro si contra managementului activ sau pasiv.....	167
10.2. Tehnici de constructie si revizuire a portofoliilor.....	168
10.2.1. Reguli generale.....	169
10.2.2. Tehnica CDVP.....	170
10.2.3. Tehnica CRP.....	171
10.2.4. Tehnica VRP.....	172

10.2.5. Tehnica DCA.....	173
--------------------------	-----

TITLUL IV. EXPERIENȚE ȘI TENDINȚE ÎN MANAGEMENTUL DE PORTOFOLIU DE PE PIATA DE CAPITAL A ROMÂNIEI

Cap. XI. Piata de capital în România – istoric.....	176
--	------------

Cap. XII. Înființarea pieței de capital în România, componenta esențială la tranziția la economia de piață

12.1. Premisele apariției pieței de capital în România.....	180
12.2. Bursa de Valori București.....	182
12.2.1. Structura organizatorică.....	183
12.2.2. Structura funcțională a bursei.....	187
12.2.3. Actorii pieței bursiere.....	189
12.2.4. Sistemul de tranzacționare BVB.....	191
12.3. Piața extrabursieră în România.....	193
12.3.1. Formarea pieței extrabursiere în România.....	193
12.3.2. Instituțiile pieței extrabursiere în România.....	194
12.3.3. Sistemul de tranzacționare RASDAQ.....	205
12.4. BMFM Sibiu.....	207
12.4.1. Scurt istoric.....	207
12.4.2. Organizarea BMFM Sibiu.....	209
12.4.3. Actorii pieței BMFM Sibiu.....	210
12.4.4. Sistemul de tranzacționare.....	213

Cap. XIII. Probleme și premise ale dezvoltării pieței de capital din România

13.1. Funcția de finanțare a economiei reale a pieței de capital.....	215
13.2. Piața de capital și economia de piață funcțională.....	216
13.3. Activitatea de reglementare și supraveghere pe piața de capital.....	218
13.4. Circulația informației.....	219
13.5. Cultura populației în materie investitională.....	220
13.6. Accesul la Internet – premisa a dezvoltării pieței de capital.....	220
13.7. Fiscalitatea bursieră.....	221
13.8. Probleme ale pieței bursiere.....	222
13.9. Insuficiența dezvoltare a pieței derivatelor.....	223
13.10. Alte premise necesare pentru o piață de capital eficientă.....	224

Cap. XIV. Evolutii si perspective ale pietei de capital în România	
14.1. Evolutia BVB în anul 2003.....	225
14.2. Evolutia BER în anul 2003.....	232
14.3. Perspective ale pietei de capital românesti : fuziunea BVB cu BER.....	240
Cap. XV. Managementul de portofoliu pe piata de capital româneasca	
15.1. Scurte consideratii.....	243
15.2. Managementul de portofoliu în România.....	247
Cap. XVI. Influenta fenomenului de regionalizare si de globalizare asupra pietei de capital din România	
16.1. Consideratii asupra necesitatii integrarii pietei financiare românesti.....	252
16.2. Investitiile straine de portofoliu – motor al deschiderii si integrarii pietei de capital din România.....	253
16.3. Legea consolidata a pietei de capital si implicatiile ei asupra diversificarii internationale a portofoliului de titluri.....	257
16.3.1. Cadrul legislativ al pietei de capital – trecut, prezent si viitor.....	257
16.3.2. Modificari legislative aduse de legea consolidata a pietei de capital si consideratii privind consecintele acestora.....	259
16.3.3. Efectele legii consolidate a pietei de capital asupra managementului portofoliului de titluri.....	269
16.4. BVB si aliantele zonale.....	271
16.5. Aliante ale pietelor bursiere europene.....	272
Concluzii.....	275
Bibliografie.....	291

REZUMAT

Importanta temei cercetate rezida în faptul ca abordeaza segmentul pietei de capital, care are semnificatii teoretice evolutive si implicatii practice majore, decurgând din relatiile complexe dintre alocarea resurselor disponibile si utilizarea eficienta si optima a cererii de capital dintr-o economie. Existenta si gradul de dezvoltare a pietei de capital a devenit si pentru economia noastra nationala un criteriu si o conditie, un etalon al gradului de evolutie si dezvoltare a economiei de piata functionala.

Plasându-ne în sfera abordarilor teoretice, este importanta orice noua cercetare în domeniul teoriei financiare, pornind de la teoria moderna a managementului de portofoliu (teoriile lui Markowitz, Sharpe si Fama), dar si sub aspectul evolutiilor recente ale acesteia (modele liniare si neliniare, modelul Buffett si finantele comportamentale).

Sub aspect practic, pentru tema abordata este importanta realizarea unei radiografii a pietei interne de capital, pentru a surprinde principalele probleme cu care se confrunta, evolutiile si perspectivele ei în contextul integrării în piata unica de capital a Uniunii Europene.

De asemenea, în acest context , a fost abordat fenomenului globalizării, pentru a reliefa schimbarile intervenite în economia mondiala în ultimul timp, reflectate în liberalizarea globala a circulatiei capitalurilor, în posibilitatea accesului mai larg la sursele de finantare externe si pentru a sublinia ajustările intervenite în structura portofoliului de titluri prin aplicarea strategiilor de diversificare internationala.

Lucrarea este structurata pe patru titluri: “Introducere teoretica”, “Globalizarea pietei internationale de capital”, “Riscul pe piata internationala de capital. Managementul riscului si strategiile de management a portofoliilor” si “Experiente si tendinte în managementul de portofoliu de pe piata de capital a României”.

Primul titlu, intitulat “Introducere teoretica”, s-a dorit a fi punctul de plecare care sa asigure baza teoretica necesara abordării tuturor elementelor de natura teoretica si practica în cadrul tezei. În acest demers, în cele patru capitole ce formeaza acest titlu, au fost abordate, evidentiata si dezvoltate notiuni teoretice definitorii: piata financiara, piata de capital (concept, trasaturi, functii, structura), valorile mobiliare, intermediari pe piata de capital, principalele cercetari care formeaza teoria moderna a portofoliului

de titluri (modelul Markowitz, modelul Sharpe, teoria pietei eficiente), precum și noile evoluții în teoria managementului de portofoliu (modelul Buffett, finanțele comportamentale, modelul de arbitraj APT, modelul VaR și modele neliniare ale pietei de capital).

Astfel, s-a constatat că într-o economie națională există și funcționează piețe specializate în cadrul cărora cererea și oferta de active financiare se întâlnesc și se reglează, liber sau dirijat. Existența cererii și ofertei de active financiare caracterizează orice economie indiferent de gradul ei de dezvoltare, pentru că numai acestea pot duce la crearea resurselor necesare pentru dezvoltarea producției de bunuri și a serviciilor în cadrul firmelor. În acest sistem complex de piețe specializate, un rol deosebit de important îl ocupă piața financiară. Piața financiară este piața capitalurilor pe termen lung, piața pe care se emit și se tranzacționează valori mobiliare ce servesc drept suport al schimbului de capitaluri; este cea pe care se cumpără și se vând active financiare, fără a fi schimbată natura lor.

Circuitul activelor financiare are loc între mulțimea ofertanților de fonduri, investitorii și mulțimea utilizatorilor acestora, iar finalitatea este satisfacerea nevoii economice, obținerea unui profit.

Investitorii plasează fondurile în scopul valorificării lor și utilizatorii mobilizează fondurile pentru a-și finanța propria activitate economică. Asistăm, astfel, la un transfer al unei părți din resursele financiare existente într-o economie, între cei care le dețin, prin disponibilizare, către agenții economici, care le folosesc. De asemenea, concomitent, se naște o relație feed-back de la utilizatorii de fonduri către investitorii inițiali, prin distribuirea profitului, obținut în urma valorificării resurselor financiare. Distribuția profitului poate fi înbcuită, într-o economie de piață, de distribuția riscului în situația în care fondurile care au făcut obiectul tranzacției au fost utilizate neprofitabil, iar cei doi parteneri devin “noduri ale unui circuit financiar al cărei finalizare poate fi profitul sau eșecul.”

La rândul ei, piața financiară este formată din trei mari sectoare, trei piețe distincte: piața bancară, piața monetară și piața de capital.

Au fost surprinse, în continuare, conceptul, principalele trasături, funcții precum și structura pietei de capital. Piața de capital reprezintă ansamblul relațiilor și mecanismelor prin intermediul cărora capitalurile disponibile și dispersate din economie sunt dirijate către agenții economici sau către orice entități publice și private care solicită fonduri.

Piața de capital este specializată pe tranzacții cu active financiare pe termen mediu și lung, prin intermediul lor asigurându-se transferurile de capitaluri disponibile către utilizatorii ale căror nevoi depășesc posibilitățile interne de acoperire. Principala motivație a unei piețe de capital rezidă în

economia și plasarea valorilor mobiliare ale agenților economici ce caută capital către posibili investitori, detinatori de excedente de capital.

Practica din România pune în evidență opțiunea pentru concepția anglo-saxonă, potrivit căreia piața de capital este o componentă a pieței financiare. Piața de capital se prezintă ca un mecanism de legătură între investitori și emitenți a căror decizie de investire privesc două obiective complementare: rentabilitatea, respectiv un grad înalt de fructificare a capitalurilor și lichiditatea, adică recuperarea cât mai operativă a capitalului investit. Surplusul monetar obținut prin rentabilitate da posibilitatea unor noi investiții în active cu grad ridicat de lichiditate. Îmbunătățirea structurii activelor din economie și accelerarea rotației capitalului investit în acestea reprezintă factor de sporire a rentabilității.

A fost abordat, în continuare, conceptul de management de portofoliu, privit prin prisma abordării teoretice a universului complex al teoriilor din acest domeniu.

Procesul de investire are multiple fațete: el poate să presupună a investi bani în obligațiuni, în acțiuni comune, în proprietăți sau orice alte active; el poate implica acțiuni speculative pe o piață în creștere sau vânzări short pe o piață în scădere; el poate să presupună alegerea de acțiuni „de creștere” sau „de valoare”, alegerea de obligațiuni, opțiuni și alte titluri financiare; el poate conduce la acumulare de fonduri sau disipare de resurse. Diversitatea și concurența sunt principalele atribute ale acestui domeniu efervescent.

În tot acest labirint, un loc important îl ocupă managementul de portofoliu, atât sub aspect teoretic, cât și sub aspect practic. Investitorii individuali, managerii de fonduri și investitorii instituționali trebuie să se decidă asupra obiectivelor ce vor fi urmărite și în funcție de acestea să selecteze dintre posibilele alternative de investiții.

Dezideratul actului de investiție presupune anumite opțiuni fundamentale. Ca parte a mecanismului de control al riscurilor, decizia trebuie să fie luată în baza selectării a multiple active pentru a putea construi un portofoliu care să echilibreze cele două elemente fundamentale, riscul și câștigul.

Un alt element care va determina succesul investiției este orizontul de timp; alegerea unei investiții pe termen scurt, mediu sau lung poate să conducă la un câștig avantajos sau, dacă alegerea nu are la bază teoria și tehnica de management de portofoliu, la o situație de pierdere.

Asadar, teoria și practica managementului de portofoliu reprezintă o recunoaștere a nevoilor personale și a stilului de viață al investitorului individual și o recunoaștere a imperativelor instituționale ale investitorilor

profesionisti (fondurile de pensii, bancile de investitii, fondurile de investitii, etc.). Ambele categorii de investitori trebuie sa cunoasca faptul ca aceasta piata atât de complexa cere cunoasterea tehnicilor de control a riscurilor si de apreciere în termeni reali a capitalurilor.

La temelia teoriei financiare în domeniul analizei portofoliului de titluri se afla H. Markowitz si W. Sharpe. Operele stiintifice ale celor doi cercetatori formeaza teoria moderna a portofoliului, nucleul dur al teoriei financiare.

În decursul unui deceniu, Markowitz si Sharpe au definit doua elemente importante ce au format teoria moderna a portofoliului (Markowitz, cu ideea sa ca echilibrul între câstig si risc depinde de diversificare, si Sharpe, cu definitia sa despre risc). Un al treilea element - teoria pietei eficiente – a venit din partea unui tânar asistent pe probleme de finante de la Universitatea din Chicago, Eugene Fama.

În ultimul timp, se contureaza noi curente de opinie în domeniul analizei si selectiei portofoliului de titluri financiare, curente ce se bazeaza pe o abordare total diferita, precum modelul Buffet si finantele comportamentale.

Modelul Buffet pune accentul pe termenul de „investitie focalizata” si se concretizeaza într-o strategie menita sa dea rezultate peste medie. Elementele de baza ale acestei strategii sunt considerate: identificarea unor companii remarcabile utilizând o serie de principii de afaceri, de management, de finante si de marketing; focalizarea investitiei prin construirea unui portofoliu format dintr-un numar cât mai mic de titluri financiare (între 3 si 15 titluri); utilizarea teoriei probabilitatilor pentru calculul proportiei investitiei optimale; portofoliul constituit trebuie pastrat pe un orizont de timp cuprins între 5 si 20 de ani.

Finantele comportamentale reprezinta un studiu care cauta sa explice ineficienta pietei utilizând teorii psihologice. Observând ca oamenii adesea fac greseli si presupuneri ilogice atunci când e vorba de afacerile lor, teoria economica a început sa cerceteze profund conceptul psihologic pentru a explica irationalitatile în gândirea oamenilor, bazându-se pe elemente precum supraestimarea, suprareactia cauzata de influenta unor factori, aversiunea fata de pierdere, calculul mental si toleranta fata de risc.

În cel de-al doilea titlu, structurat pe trei capitole si intitulat „Globalizarea pietei de capital”, au fost surprinse principalele trasaturi ale procesului de globalizare, în special modul în care acest proces modeleaza si influenteaza piata internationala de capital si au fost evidentiate efectele fenomenului de globalizare asupra economiei mondiale.

Se remarcă faptul că economia internațională este marcată de o multitudine de mutații de fond care remodelează țesătura de interdependențe pe baza cărora ea funcționează. Dezvoltarea societății informaționale și adaptarea continuă a structurilor economice la modificările rapide ce au loc pe plan mondial plasează practic toate națiunile într-un proces continuu de restructurare și tranziție. Două forte principale, dinamice și în interdependență, conduc acest proces și anume: adâncirea procesului de globalizare a economiei mondiale și apariția și dezvoltarea aranjamentelor economice regionale.

Globalizarea poate fi definită ca fiind cea mai înaltă formă de internaționalizare a activității economice. Tendințele de globalizare se manifestă în economia mondială pe mai multe planuri: al integrării sistemului internațional de producție, al integrării unor piețe de marfuri sau servicii, al convergenței politicilor economice ale economiilor naționale. Fenomenul globalizării potențează și mai mult rolul informației ca resursă decisivă a dezvoltării economice în etapa actuală.

Asadar, poate printre cele mai importante schimbări manifestate la nivelul piețelor financiare mondiale au fost cele legate de fenomenul de accelerare a integrării și globalizării lor. Această evoluție, direct determinată de liberalizarea piețelor financiare naționale, progresul tehnologic rapid și salturile uriașe din domeniul telecomunicațiilor, a condus la apariția unor noi oportunități de investiții și finanțări pentru actorii piețelor financiare din toată lumea. Accesul mai simplu al corporațiilor sau indivizilor pe piețele financiare globale va conduce la optimizarea procesului de alocare a capitalului, și prin aceasta, la promovarea prosperității.

Tendințele economice mondiale par să se concretizeze în două direcții proeminente: dispariția tuturor barierelor în comerțul internațional de bunuri, servicii și active financiare; creșterea rolului pieței obligatiunilor în cadrul procesului de optimizare a alocării capitalului.

Este clar că, atât forma, cât și modul de operare a sistemelor financiare au suferit profunde schimbări sub impactul globalizării economiilor naționale. Sistemul financiar a suferit mutații considerabile sub directă influență a patru factori principali: intensificarea competiției între instituțiile financiare; creșterea competiției între piețe; noile cerințe privind transparența și profitabilitatea în industria financiară; intensificarea procesului de restructurare pentru a putea face față presiunii determinată de creșterea concurenței.

O primă consecință a procesului de globalizare se concretizează în îmbunătățirea eficienței macroeconomice a sistemelor financiare. Circulația liberă a capitalurilor, piețele interconectate și oportunitățile de acoperire a

riscului prevazute de noile instrumente financiare permit stabilirea unui echilibru optim între capacitatea totala de finantare si cererile de împrumut ale corporatiilor sau guvernelor. Nivelul ratei dobânzii de pe piata, stabilit pe baza raportului între cerere si oferta si încorporând si riscul specific, conduce la o alocare mai eficienta a capitalului.

Totodata, ridicarea barierelor de intrare pe pietele financiare, libera circulatie a informatiei, precum si concurenta înversunata de pe aceste pietele au condus la apropierea pietei financiare de piata cu concurenta perfecta. Astfel, extinderea pietelor financiare a permis rapida canalizare si transformare a economiilor în investitii. Reducând finantarile prin intermediul creditelor bancare, aceasta conducând la o anumita îngradire a creatiei monedei de cont, pietele financiare au permis finantarea economiei într-un mod mai putin inflationist.

O a doua consecinta a procesului de globalizare se reflecta în crearea unui nou cadru legislativ privind conducerea politicii monetare. Dereglementarile financiare au contribuit la schimbari de esenta în abordarea politicilor macroeconomice. Existenta economiilor deschise si interdependenta dintre sistemele financiare au condus la o revizuire generala a contextului în care politica monetara poate fi implementata. Pietele financiare pot penaliza o politica monetara care are drept rezultat cresterea inflatiei prin retrageri de capital, cu efect imediat de crestere a ratei dobânzii pe termen lung si/sau deprecierea cursului de schimb. În acelasi timp, mecanismul de transmisie a politicilor monetare a devenit mult mai diversificat si complex.

Pietele de capital din tarile dezvoltate sunt mai integrate si mai interdependente decât în urma cu 10-20 de ani. Masurile luate de diferitele tari în scopul dezvoltarii si cresterii eficientei sistemelor lor financiare au contribuit si la cresterea internationalizarii pietelor de capital. În acest context, masurile luate sunt: deschiderea pietelor de capital nationale investitorilor straini; încurajarea concurentei si liberalizarea pietelor bursiere nationale; renuntarea totala sau partiala la masurile de control valutar, care au încurajat investitiile internationale de portofoliu.

Dezvoltarea investitorilor institutionali si implicarea lor pe scara tot mai larga în investitii de portofoliu în strainatate din dorinta diversificarii plasamentelor a desavârsit acest proces. Noile tehnologii informatice si progresele în domeniul telecomunicatiilor au dus la o mondializare accelerata a pietelor financiare au redus autonomia pietelor nationale si le-au crescut semnificativ volatilitatea.

Libera circulatie a capitalurilor între tari a fost primul pas spre internationalizarea pietelor de capital nationale, iar masurile de eliminare a

restrictiilor de acest gen din legislatiile nationale au fost luate în multe cazuri la începutul anilor 1980. Libertatea miscarilor de capital pe plan international a deschis noi orizonturi agentilor economici pentru arbitrajul între pietele de capital nationale.

În conditiile renuntarii la cursurile de schimb fixe între monedele diferitelor tari si trecerii la flotarea acestora, datorita cresterii volatilitatii cursurilor, s-a resimtit nevoia acoperirii riscurilor cu ajutorul instrumentelor financiare derivate.

Au fost surprinse câteva dintre schimburile cele mai semnificative care au afectat si structura sistemului financiar international, adaptându-l tendintelor de globalizare a pietelor: reducerea rolului sistemului bancar în finantarea întreprinderilor prin devoltarea pietei titlurilor de valoare; valul masiv de privatizari din economiile occidentale, care a încurajat dezvoltarea pietei de capital nationale; dezvoltarea investitorilor institutionali; internationalizarea investitiilor financiare.

Globalizarea înseamna integrarea pietelor financiare din întreaga lume într-o piata financiara internationala. Internationalizarea pietelor financiare trebuie privita în contextul evolutiilor care au loc în economia mondiala, în conexiune cu procesele si fenomenele economice, cu cresterea interdependentelor dintre economiile nationale, tinând cont de cooperarea în productie dintre firme situate în tari diferite si de amplificarea comerului international. Dezvoltarea internationalizarii pietelor este stimulata de integrarea economica regionala, ca si de revolutia în domeniul informaticii si al telecomunicatiilor, al caror progres s-a reflectat benefic si asupra dinamizarii fluxurilor de capital.

Gradul de globalizare a pietelor financiare nationale este diferit, în functie de produsele financiare avute în vedere: pe termen scurt sau pe termen lung, valute, obligatiuni sau actiuni.

O alta dimensiune a globalizarii pietelor este data si de originea participantilor. Daca avem în vedere aceasta, constatam implicarea masiva a investitorilor de origine americana în emisiunile internationale. De asemenea, talia investitorilor institutionali este importanta si ierarhizarea ar fi: pe primul loc – fondurile de investitii si pensii si societatile de asigurari americane; pe al doilea loc - cele japoneze si pe al treilea loc – investitorii institutionali europeni.

Atunci când indivizii selecteaza un activ, un important factor în luarea deciziei este riscul pe care-l presupune activul respectiv. Este cunoscut faptul ca oamenii au aversiune fata de risc. Spre exemplu, s-a demonstrat ca investitorii de pe piata valutara își bazeaza cererea pentru un anumit activ

financiar pe analiza riscului implicat de respectivul activ (masurat prin prima de risc), precum si pe analiza câștigului asteptat.

Daca oamenii au aversiune fata de risc, ei vor lua decizia achizitiei unui activ bazându-se atât pe venitul viitor asteptat, cât si pe analiza riscului legat de câștigul respectiv. Sub influenta aversiunii fata de risc, de exemplu, investitorii vor dori sa pastreze obligatiuni estimate în diferite valute, daca portofoliul de active financiare rezultat ofera combinatia dorita între risc si câștig, chiar daca dobânzile pe care le ofera respectivele obligatiuni sunt erodate de catre paritatile valutare. În general, un portofoliu al carui câștig fluctueaza puternic an de an este mai putin dorit decât un portofoliu care ofera acelasi câștig an de an, cu fluctuatii minore.

În acest context, s-a ajuns la concluzia ca schimbul international de active poate fi benefic ambelor parti angajate în aceasta operatiune prin faptul ca le permite sa reduca riscul investitiilor efectuate. Schimbul conduce la aceasta reducere a riscului prin posibilitatea ce le-o ofera participantilor de a-si diversifica portofoliile - de a-si repartiza averea pe un spectru larg de active. Reducerea riscului este, deci, motivul de baza al schimbului international de active, iar una din functiile pietei internationale de capital este aceea de a face diversificarea posibila.

Procesul de diversificare a evoluat în mod substantial ca rezultat al dezvoltarii accelerate a pietei internationale de capital pornind din anul 1970. Totusi, procesul de diversificare internationala a portofoliilor nu a atins înca, conform specialistilor, un nivel optim. Procesul lent de dezvoltare a diversificarii internationale a portofoliilor este un fenomen ce nedumireste, deoarece teoria economica a demonstrat ca exista avantaje majore ale diversificarii.

În cel de-al treilea titlu, intitulat „Riscul pe piata internationala de capital. Managementul riscului si strategiile de management a portofoliilor” si format din trei capitole, a fost tratat conceptul de risc, structura riscului precum si categoriile de risc incidente activitatii de investitii pe piata internationala de capital.

Motivul abordarii acestor elementele teoretice descrise mai sus este faptul ca fundamentele teoriilor decizionale clasice, bazate pe presupozitia certitudinii, sunt din ce în ce mai erodate de situatiile reale care nu corespund cerintelor de cunoastere completa si corecta a tuturor conditiilor si efectelor producerii unui eveniment. Ca o consecinta directa a acestui fapt, în teoria moderna a deciziei nu se mai opereaza cu certitudini absolute, cu estimari precise ale evolutiei unui anumit element sau fenomen, ci se recurge tot mai mult la estimari probabile, incerte, la notiuni ca risc si incertitudine. Cele mai multe decizii se iau în conditii de risc sau incertitudine, incompleta

cunoastere a uneia sau mai multor variabile fiind o constanta a activitatii economice si o cauza care explica într-o masura mai mica sau mai mare diferentele între rentabilitatea diverselor proiecte de afaceri.

Concluzia este ca riscul este privit ca un fenomen care provine din circumstante pentru care decidentul este în masura sa identifice evolutii posibile si chiar probabilitatea materializarii acestora, fara a fi însa în masura sa precizeze cu exactitate care din aceste evenimente se va produce efectiv. Se poate afirma ca riscul provine din imposibilitatea de a aprecia cu o anumita acuratete care este evenimentul posibil, identificat ca atare de decident si care se va materializa efectiv si va determina un anumit nivel al riscului. Chiar daca probabilitatea estimata pentru materializarea efectiva a unui anumit factor generator de risc este ridicata, decidentul nu poate fi sigur daca acel eveniment este cel care se va produce cu certitudine si nu un altul; este posibil chiar sa se produca un fenomen a carui probabilitate era apreciata la un nivel redus sau chiar un eveniment neprevazut.

Exista o larga varietate de riscuri investitionale; fiecare dintre acestia fiind determinata de anumiti factori generatori de risc, are anumite componente si forme de materializare care produc efecte dintre cele mai variate. Este important ca investitorii sa identifice cât mai multe dintre aceste aspecte pentru o cât mai corecta fundamentare a deciziei investitionale.

Un rol important în cadrul strategiilor de management al riscului investitional îl ocupa produsele derivate. Tranzactionarea produselor derivate si conceptele si principiile de baza ale produselor derivate uzuale sunt usor de însusit si înteles cu toate ca pentru stabilirea pretului anumitor produse derivate se utilizeaza modele matematice complicate. Produsele derivate sunt utilizate din ce în ce mai mult de catre diversi jucatori pe piata, inclusiv guverne, trezorerii ai corporatiilor, dealeri si brokeri, ca si de investitori individuali.

În situatia actuala, managementul portofoliului pare sa fie blocat într-o lupta decisiva dintre doua strategii concurente: managementul activ al portofoliului si investitiile bazate pe indici.

Comparând cele doua strategii s-a ajuns la concluzia ca managementul activ al portofoliului, asa cum este practicat astazi, are slabe sanse sa depaseasca performantele unui indice. Teoria de baza a acestei strategii este: cumparam astazi tot ceea ce prevedem ca poate fi vândut curând cu profit, indiferent de ceea ce este. Punctul slab al acestei teorii este ca având în vedere natura complexa a universului financiar, prezicerile sunt imposibile. Ceea ce complica si mai mult aceasta baza teoretica nesigura

este efectul costurilor inerente care vin odata cu acest nivel înalt al activitatii de tranzactionare – costuri care micșorează profiturile nete ale investitorilor.

Deoarece nu provoacă cheltuieli echivalente, raportarea la indici este mai bună decât portofoliile administrate activ din mai multe puncte de vedere. Dar chiar și cel mai bun fond mutual raportat la un indice, care funcționează la apogeu, va aduce doar un câștig net egal cu profitul pieței globale. Investitorii care se raportează la un indice nu pot câștiga nici mai mult, nici mai puțin decât piața.

Din punctul de vedere al investitorului, atracția de bază a celor două strategii este aceeași: micșorarea riscului prin diversificare. Detinând un număr mare de acțiuni, reprezentând mai multe industrii și sectoare ale pieței, investitorii speră să creeze o pată de protecție împotriva pierderilor majore care ar putea surveni dacă ar avea toți banii investiți într-un anumit domeniu care a suferit un dezastru. În împrejurări normale (conform teoriei), anumite acțiuni dintr-un fond diversificat vor scădea, iar altele vor crește și să sperăm că acestea din urmă vor compensa pierderile. Managerii activi consideră că șansele cresc pe măsura ce numărul acțiunilor din portofoliu crește.

Sincronizarea cu piața a fost multă vreme una dintre cele mai mari probleme ale investitorilor. Achiziția la un preț prea mare a titlurilor financiare limitează câștigurile ce pot fi obținute; de asemenea, vânzarea titlurilor financiare din portofoliu la un preț mic poate conduce la pierderi. Dar, prețurile titlurilor financiare fluctuează, iar comportamentul investitorilor face ca uneori reacțiile lor să fie în totală opoziție cu activitățile pe care ar trebui să le angajeze pentru a obține beneficii de pe urma acestor fluctuații. În mod ideal, investitorii ar trebui să cumpere când prețurile sunt scăzute și să vândă când prețurile titlurilor financiare cresc. Dar, de obicei, investitorii ezită să cumpere când prețurile scad, temându-se că prețurile vor scădea și mai mult sau temându-se că prețurile în viitor nu vor mai crește. Când prețurile titlurilor financiare sunt foarte crescute, investitorii ezită să vândă, pentru că ei vor dori o maximizare a profiturilor lor și simt că prețurile vor crește și mai mult în viitor. Este necesară o disciplină deosebită pentru a putea cumpăra când prețurile titlurilor financiare sunt scăzute și pesimismul este prezent pe piața și pentru a putea vinde când prețurile titlurilor financiare sunt mari și un optimism exagerat este simțit pe piața.

Multi investitori sunt disciplinați și pot să se angajeze în asemenea activități, respectând condițiile descrise mai sus, cu condiția să cunoască fluctuațiile viitoare ale titlurilor financiare. Dar, aceste fluctuații s-au dovedit aproape imposibil de previzionat. Din această cauză au fost dezvoltate așa-

numite tehnici mecanice de management de portofoliu care sa simplifice problema sincronizarii cu piata si sa minimizeze emotiile implicate în activitatea de investitii, tehnici care au fost abordate si în cadrul prezentei lucrari.

Aceste tehnici pleaca de la premisa ca fluctuatiile preturilor titlurilor financiare sunt ciclice. Evidentele empirice par sa demonstreze ca aceste cicluri exista si ca ele sunt strâns legate de evolutiile înregistrate în activitatea economica. Mai mult decât atât, aceste tehnici pleaca de la premisa ca investitorii nu pot previziona directia urmatoarei fluctuatii a preturilor. Tehnicile mecanice încearca sa exploateze aceste fluctuatii si sa faca din acestea surse de profit pentru investitori.

Tehnicile mecanice au ca scop determinarea unor reguli legate de momentul în care ar trebui sa fie facuta o vânzare sau o cumparare si ce cantitate de titluri financiare ar trebui sa fie vândute sau cumparate. Aceste tehnici elimina emotiile deciziei deoarece au reguli de actiune predeterminate. Deseori aceste reguli vor conduce la actiuni care sunt contrare activitatilor majoritatii investorilor de pe piata.

În cel de-al patrulea titlu, intitulat „Experiente si tendinte în managementul de portofoliu de pe piata de capital a României ”, structurat pe sase capitole, s-a încercat realizarea unei radiografii a pietei de capital din România, surprinzând principalele probleme cu care se confrunta aceasta, evolutii si perspective ale pietei, precum si influenta fenomenului de globalizare asupra pietei de capital din România. În acest context, analiza a fost extinsa asupra mediului investitional din România, precum si asupra problematicii legate de managementul portofoliului de titluri pe piata de capital din România.

Trecerea la economia de piata implica reînfiintarea principalelor institutii de piata, printre care si cea a burselor de marfuri si valori. Procesul trecerii la o economie competitiva de piata implica parcurgerea unei perioade de timp îndelungate, cu etape individuale, distincte, cu strategii, obiective si tactici adecvate.

Tranzitia, însa, trebuie planificata, iar procesul de reforma si restructurare nu trebuie sa cunoasca sincope.

Obiectivul strategic al societatii în tranzitie este formarea si dezvoltarea pietelor specializate, împreuna cu toate conexiunile cerute de legile economice, precum si a mecanismelor specifice de functionare, conform unui model de dezvoltare coerent si adaptat realitatilor tarii noastre.

Bursa de valori din România trebuie sa raspunda, în principal, cerintelor de mobilizare a capitalurilor pentru finantarea economiei nationale, a întreprinderilor publice si a celor private si de asigurare a unui

plasament avantajos pentru fondurile disponibile în rândurile largi ale populației. Trecerea la privatizare și dezvoltarea societăților cu capital străin pot să se realizeze pe baza juridică a societății anonime pe acțiuni. Bursa reprezintă tocmai piața pe care aceste titluri financiare pot fi comercializate, ea le conferă calitatea de hârtii de valoare și le dă în fiecare zi un pret - cursul de bursă. Rolul esențial al pieței de capital în prezent este acela de mecanism principal al transferului de proprietate dinspre sectorul de stat spre întreprinzătorii privați. Crearea unei piețe de capital organizate permite punerea în funcțiune a sistemului de relații specifice pentru o economie de piață, care oferă siguranța și transparența în emisiunea și distribuirea titlurilor de credit și de participatie. Bursa poate constitui garanția financiară a procesului de privatizare și, prin aceasta, stimulentele acestui proces.

Cea mai importantă condiție pentru crearea unei burse de valori este existența unor firme mari, care întrebuințează un important volum de capital, constituit sub forma titlurilor financiare, respectiv acțiuni și obligațiuni. Proprietatea acestor hârtii de valoare trebuie să fie repartizată la un număr mare de acționari sau creditori, așa încât tranzacțiile cu valorile respective să necesite o piață de concentrare a cererii și ofertei - bursa cu intermediarii săi.

De asemenea, bursa de valori este un important canal de absorbție a capitalului străin, care prin alăturare la capitalul românesc contribuie la redresarea economiei naționale și constituie un mecanism de alocare a capitalului către activitățile cu adevărat rentabile din economie. Tot bursa este cea care instituie un sistem riguros de raportare a datelor reale privind rezultatele financiare ale firmelor ale căror acțiuni sunt cotate la bursă.

Existența și gradul de dezvoltare la un moment dat al bursei de valori într-o economie națională reprezintă un etalon al gradului de evoluție și dezvoltare a economiei de piață din țara respectivă. Piața de capital românească încă nu a ajuns la nivelul așteptărilor și speranțelor noastre, iar dezvoltarea ei se confruntă cu diverse probleme, probleme pe care am încercat să le surprindem în continuare în paralel cu trecerea în revistă a premiselor necesare dezvoltării ei viitoare.

Piața de capital trebuie privită și în România ca o alternativă la sistemul bancar în demersul de mobilizare a fondurilor necesare întreprinderilor. Acest lucru devine cu atât mai evident în cazul firmelor foarte mari, pentru care normele prudentiale bancare care leaga expunerea băncii față de un singur debitor de capitalurile proprii devin un inconvenient.

Însă, s-a observat că piața de capital din România nu-și îndeplinește rolul de finanțator al economiei, dovada cea mai graitoare în acest sens fiind sumele mici atrase de companiile românești în perioada 2001-2003, prin emisiuni publice de acțiuni. Principalele motive ale rămânerii în urmă a

pietei de capital din România fata de tarile din jur tin de dezvoltarea economiei reale si de problemele cu care aceasta se confrunta în continuare.

O alta problema este cea legata de circulatia informatiei. Circulatia informatiei necesare luarii unor decizii de investitii pe piata de capital din România nu se desfasoara la un nivel corespunzator. Daca în ceea ce priveste informatiile despre preturile actiunilor cotate lucrurile stau bine, aceste informatii fiind accesibile imediat (inclusiv prin Internet), nu acelasi lucru putem sa-l spunem în legatura cu informatiile despre societatile cotate, în România putându-se vorbi de o asimetrie informationala. Transparenta informationala si piata informata sunt concepte care exista în legislatie si în teoria economica si mai putin în practica. Exista în continuare societati cotate despre care exista informatii periodice sporadice cu privire la situatia societatii si evolutia ei, fapt cu efecte negative asupra fundamentarii corecte a deciziei de investire, mai ales în cazul investitorilor individuali.

Un alt obstacol în calea dezvoltarii pietei de capital românesti este cultura în materie investitionala a populatiei. Cultura populatiei în materia investitiilor pe piata de capital nu a constituit o preocupare majora în tara noastra, piata de capital ramânând o necunoscuta pentru o mare parte a populatiei. Acest fenomen este observabil pe piata de capital si pe piata fondurilor mutuale, decalajul între nivelul de penetrare al instrumentelor de pe piata de capital si cel al asigurarilor si produselor bancare continuând sa fie foarte ridicat în perioada 2001-2003.

Cu toate aceste probleme, evolutia viitoare a pietei de capital din România se anunta favorabila. Diminuarea dobânzilor practicate în sistemul bancar si conturarea unui profil descrescator al randamentelor acceptate de Ministerul Finantelor Publice la licitatiile pentru titlurile de stat emise în acest an, randamentele în scadere ale plasamentelor în valuta, depozite la banci sau în titluri de stat au facut ca un numar tot mai mare de investitori sa caute alternative de investire pentru fructificarea cât mai eficienta a resurselor financiare de care dispuneau. Un alt factor ce influenteaza nivelul de dezvoltare al pietei de capital din România este cel legat de legislatia în materie. În ultimul timp s-au facut eforturi serioase cu privire la modificarea cadrului legislativ ce guverneaza piata de capital din România, eforturi ce au avut ca finalitate intrarea în vigoare a legii consolidate a pietei de capital, o lege de inspiratie europeana ce va asigura un mediu de dezvoltare favorabil. Prin aparitia Legii 297 / 2004 privind piata de capital s-a urmarit, în principal, atingerea unui obiectiv specific si absolut necesar, având în vedere procesul de integrare al României în Uniunea Europeana, si anume alinierea legislatiei în materie la standardele Uniunii Europene. În acest sens, s-au preluat, pe de o parte, o serie de directive europene în materie, iar pe de

alta parte, s-a preluat modelul legislativ european si anume reglementarea globala a pietei. Noua lege aduce cu sine o serie de noutati care vor conduce la o evolutie favorabila a pietei de capital: intrarea bancilor pe segmentul de prestari de servicii financiare, adecvarea capitalului societatilor de servicii de investitii financiare, organizarea fondului de compensare a investitorilor, modificari în activitatea fondurilor mutuale care vor asigura un management mai eficient al resurselor si simplificarea procedurilor privind atragerea investitorilor, simplificarea procedurilor de finantare de pe piata de capital. Cel de-al treilea factor ce va influenta în mod pozitiv evolutia viitoare a pietei de capital este viitoarea fuziune între Bursa de Valori Bucuresti (BVB) si Bursa Electronica RASDAQ (BER).

Toate acestea au contribuit la crearea unui mediu economic favorabil activitatilor economice si investitiilor (investitiile directe si transferurile de capital au crescut în 2003 fata de anul anterior cu cca. 25%), inclusiv cele de portofoliu, iar mentinerea si în 2004 a acestor tendinte pozitive poate constitui un suport solid pentru cresterea în continuare a activitatii pe piata de capital din România.

Cum era firesc, sistemul financiar românesc nu putea fi ocolit de asa numita "era informationala", caracterizata prin procesul de globalizare a economiei si accentuarea concurentei în domeniul financiar - bancar.

Piata de capital a facut fata unui proces dinamic si complex de adaptarea a structurilor sale la noile cerinte ale internationalizarii.

Atragerea investitiilor straine va continua sa fie principala preocupare a factorilor de decizie din România. O tara poate atrage investitii straine utilizând mai multe pârgii: poate sa faciliteze intrarea fluxurilor de capital prin modificarea cadrului legal - administrativ în sensul simplificarii procedurilor aplicabile în acest domeniu ; poate sa acorde diferite facilitati oricarui tip de flux de intrare de capital strain, indiferent de tipul de investitie (directa sau de portofoliu) sau poate sa se concentreze numai asupra unor anumite tipuri de investitii. În general, sunt utilizate toate aceste masuri, formând un cadru unitar.

Atractivitatea economica a unei tari pentru investitiile straine rezida în avatajele pe care le prezinta tara respectiva pentru investitori de diferite tipuri. Unii investitori straini cauta sa investeasca în tari cu o piata larga si în continua crestere, alti investitori cauta tari cu un potential ridicat de resurse naturale si, în sfârșit, exista investitori care doresc sa investeasca pentru a pune bazele unui filiale eficiente si competitive care sa exporte în toata zona produsele societatii mama. Exista si alti factori, cu caracter general, care au o influenta considerabila în atragerea investitiilor straine: stabilitatea politica

si macroeconomica, cost al resurselor naturale si umane redus, existenta unei infrastructuri bine pusa la punct.

Principala prioritate în stimularea dezvoltarii pietei de capital pare sa fie cea legata de sprijinirea fondurilor de investitii straine, care reprezinta principalii investitori institutionali pe piata de capital româneasca.

Legat de accelerarea procesului de internationalizare si globalizare ce se manifesta si la nivelul pietei de capital din Românai, una dintre cele mai importante reglementari statuate prin legea consolidata a pietei de capital este cea care se refera la libera circulatie a serviciilor de investitii financiare, reglementare ce va avea ca efect participarea activa la piata unica a capitalului din Uniunea Europeana. Orice S.S.I.F. va putea presta servicii de investitii financiare atât într-un stat membru, cât si într-un stat nemembru. La rândul lor, oricare dintre intermediarii autorizati si supravegheati de autoritatea competenta dintr-un stat membru pot presta în România, în limita autorizatiei acordate de statul membru de origine, servicii de investitii financiare, în mod direct sau printr-o sucursala, în baza principiului liberei circulatii a serviciilor, fara a fi necesara obtinerea unei autorizatii din partea C.N.V.M.

Noile reglementari ale legii consolidate a pietei de capital precum si liberalizarea totala a contului de capital vor avea implicatii deosebite asupra managementului de portofoliu, în special asupra structurii portofoliilor investitorilor români, persoane fizice si juridice, dar si asupra politicilor de administrare a riscurilor. Este cunoscut faptul ca numarul si calitatea valorilor mobiliare tranzactionate la Bursa de Valori Bucuresti si pe Piata Rasdaq justifica interesul scazut de a fi incluse într-un portofoliu.

Libera circulatie a serviciilor, statuata prin legea consolidata a pietei de capital va conduce la modificari importante asupra portofoliilor investitorilor de-a lungul a trei etape. Într-o prima etapa, în cautarea unor randamente mai mari si urmarind reducerea riscului prin diversificare internationala, multi dintre investitorii români (persoane fizice si juridice) vor trece la restructurarea si recalibrarea portofoliilor prin adaugarea în structura acestora a titlurilor financiare achizitionate de pe bursele europene, titluri caracterizate printr-o stabilitate mai mare a randamentului si printr-un risc redus. În aceasta etapa, pe lânga riscul de piata si riscul specific titlurilor financiare internationale cumparate, investitorii vor trebui sa urmareasca si sa administreze eficient riscul valutar, risc ce apare odata cu internationalizarea portofoliului. În cea de-a doua etapa, SIF-urile vor trece la o politica de diversificare internationala a propriilor portofolii. Prin aceasta politica, SIF-urile vor urmari reducerea riscurilor portofoliilor (prin diversificare) si cresterea randamentelor prin posibilitatea de alegere dintr-o

gama larga de valori mobiliare si alte instrumente financiare. În cea de a treia etapa, ponderea investitorilor care vor detine în structura portofoliilor proprii titluri financiare achizitionate de pe piata de capital europeana va creste, având în vedere, pe de o parte, maturizarea investitorilor autohtoni, iar pe de alta parte, inexistenta riscului valutar, risc eliminat prin trecerea României la moneda unica euro.

Nu putem discuta de efectele fenomenului de globalizare asupra pietei de capital din România fara a analiza procesul de extindere al Uniunii Europene. Continuarea procesului de extindere a Uniunii Europene si dezvoltarea tehnologiilor de tranzactionare ar putea schimba configuratia pietelor de capital în urmatorii ani. Noua tendinta pare sa fie constituirea unor piete regionale, toate bursele eur opene aflându-se în stadiul de analiza a celor mai bune solutii.