

Leonardo BADEA

GESTIUNEA PORTOFOLIULUI DE ACTIVE



Copyright © 2010, **Editura Pro Universitaria**

Toate drepturile asupra prezentei ediții aparțin

Editurii Pro Universitaria

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

Editurii Pro Universitaria

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

BADEA, LEONARDO

Gestiunea portofoliului de active / Leonardo Badea. - București : Pro
Universitaria, 2010

Bibliogr.

ISBN 978-973-129-487-2

336.763(075.8)

LA ÎNCEPUT A FOST CUVÂNTUL...

Globalizarea este un fenomen complex, greu de descifrat în toate sensurile sale, care se desfășoară la nivel internațional neavând însă dimensiunea planetară, pe care de altfel și-o dorește. Toate schimbările mediului economic au dus la schimbări de mentalitate, de cerințe, de nevoi. Dorința de înavuțire a devenit din ce în ce mai puternică iar „bogăția” se exprimă prin proprietăți financiare și imobiliare răspândite pe întreg globul. Economii au început să fie legate prin fire invizibile, astăzi informația este wireless și totul a căpătat altă dimensiune și viteză.

În prezent ne aflăm în fața confruntărilor induse de economia polivalentă finanțată printr-o piață financiară dezvoltată, în baza unor acțiuni speculative. Cum investim? Cum ne finanțăm proiectele? Cum ne dezvoltăm afacerile? Sunt întrebări care acum capătă noi sensuri. Știința în continuare caută răspunsuri pentru a găsi o „cale de urmat” în realizarea investițiilor financiare. Provocările sunt multiple, capcanele nenumărate, dar subiectul trebuie dezvoltat fiind de mare actualitate. Bineînțeles lucrarea este influențată în substanța sa de actualele paradigme ale teoriei financiare, dar lasă posibilitatea cititorului să tragă concluzii și să exerseze folosirea instrumentelor de analiză financiară.

Omul viitorului va fi un om informat, sofisticat, cu multiple cerințe iar competiția în societatea cunoașterii va îmbrăca forme multiple. Trebuie înțeles faptul că ne aflăm încă la începuturile dezvoltării științei finanțelor, iar ideile inovatoare în acest domeniu vor apărea în continuare. Criza financiară actuală care are fundament într-o criză a valorilor, existente de ceva vreme la nivelul societății umane, afectând viața, ideile și conceptele noastre, nu este decât semnalul pentru o nouă reșezare a ideilor economice.

Economia de mâine nu va mai fi ca cea de azi, ideile puse în slujba adevărului și a umanității vor fi altele. Să ne pregătim împreună pentru acest lucru gândindu-ne că provocările viitorului, și în domeniul financiar, vor fi nenumărate.

Autorul
Târgoviște, 2009

CAPITOLUL I

PIAȚA BURSIERĂ ÎN ROMÂNIA. GENERALITĂȚI

1.1. Piața financiară. Caracteristici. Segmentarea pieței financiare

Piața financiară – reprezintă un spațiu economico-financiar, unde se întâlnește cererea și oferta de active financiare în scopul confruntării acestora și stabilirii unui preț de echilibru, care poartă denumirea de curs bursier.

În acest sens, capătă o importanță deosebită componența și structura pieței financiare care cuprinde procesele de mobilizare a capitalurilor pe termen mediu, scurt și lung. Există mai multe concepte cu privire la segmentarea pieței de capital dar ele pot fi sintetizate pe două mari categorii.

Prima categorie are la bază al modul în care are loc transmisia posesiei titlurilor. Potrivit acestui concept piața financiară poate fi segmentată pe două componente principale:

1. piața financiară primară (piața primară);
2. piața financiară secundară (piața secundară).

1. Piața primară – este o **parte esențială a activității financiare** și ea semnifică acea **parte a pieței de capital**, unde se emit pentru prima dată **titlurile financiare**. Altfel spus, orice emisiune de titluri financiare se realizează pe piața primară. Aceasta este o piață care nu are o existență instituțională, având doar o existență conceptuală.

2. Piața secundară – este acea **parte a pieței financiare** unde se derulează **tranzacțiile de titluri**, care au fost deja emise anterior. Altfel spus, în cadrul pieței secundare:

- au loc tranzacții financiare;
- se confruntă cererea cu oferta;
- se stabilesc prețurile (cursurile) pe piețele financiare.

Piața secundară se poate **clasifica** pe două subcomponente, și anume:

- a) piața bursieră;
- b) piața extrabursieră.

a) Piața bursieră – este acel segment pe care sunt cotate titlurile financiare aparținând societăților cu rezultate financiare și care îndeplinesc o serie de criterii minime privind performanțele financiare, managementul afacerii, transparența decizională, ineresul acordat acționarului minoritar.

b) Piața extrabursieră – este acel segment al pieței financiare care tranzacționează acțiunile societăților ce nu îndeplinesc criteriile minime pentru a fi cotate la Bursa de Valori, dar care îndeplinesc alte criterii de performanță stabilite pentru a accede pe piața extrabursieră. Este de obicei o piață bazată pe servicii electronice și pe un sistem electronic de tranzacționare. Din această cauză ea mai este cunoscută sub denumirea de **pieță OTC** (Over the Counter – piața la ghișeu; piața electronică). Este considerată ca o

piață pregătitoare care permite societăților doritoare să-și urmărească îmbunătățirea organizării și activității, în scopul accederii la bursă

A doua categorie urmărește segmentarea pieței financiare ținând cont de caracteristicile investiționale ale pieței. Astfel, în acest sens există două concepte fundamentale:

1. Conceptul european – Conform acestui concept, piața financiară este împărțită în:

- a) piața de capital;
- b) piața monetară.

a) Piața de capital – este acea componentă a pieței financiare, care are la bază investițiile în titluri financiare pe termen mediu și lung, adică cu o durată de plasament mai mare de un an, urmărindu-se posesia în vederea îmbunătățirii gestiunii afacerii finanțate.

b) Piața monetară – este acel segment al pieței financiare, specific investițiilor pe termen scurt, adică pe o perioadă mai mică de un an care sunt făcute în scopul derulării operațiunilor de plăți și încasări, îmbunătățirii fluxului de lichiditate, efectuarea de operațiuni speculative.

2. Conceptul american are la bază trei segmente ale pieței financiare datorită importanței pe care o acordă creditului ipotecar.

- a) piața de capital;
- b) piața monetară;
- c) piața ipotecară.

Evoluțiile economiei mondiale și apariția crizei financiare globale începând cu anul 2007 a reliefat lipsa de reglementări pentru funcționarea pieței de capital americane, care a avut drept efect apariția creditelor neperformante în domeniul ipotecar.

1.2. Principalele avantaje ale dezvoltării pieței financiare. Avantajele și riscurile cotării la bursa

Există o serie de **avantaje** ce decurg din extinderea pieței financiare pot fi sintetizate astfel:

- un plus de lichiditate pentru societățile comerciale și un preț redus al lichidității;
- încurajarea dezvoltării economiei pentru transparența investițiilor;
- apariția unor modalități facile de finanțare pentru agenții economici;
- încurajarea circulației bănești și a rentabilităților crescute.

Menirea bursei este, după cum am mai precizat, de a oferi întreprinderilor fondurile financiare de care au nevoie pentru realizarea unor proiecte de dezvoltare și de a facilita transformarea în lichidități a valorilor mobiliare (acțiuni, obligațiuni) atât în scopul valorificării performanțelor lor actuale, cât și/sau acoperirii riscurilor asociate acestora.

Pentru o întreprindere, atragerea de capital de pe piața financiară este funcția principală a bursei. Bursa este mijlocul prin care acționarii unei societăți își pot recupera banii investiți. Oferind spre vânzare acțiunile, se asigură transformarea lor în lichidități. De altfel, întreprinderea dorește introducerea și cotarea titlurilor în bursă din mai multe

motive. În primul rând, difuzarea titlurilor la public prin intermediul bursei permite acționarilor săi să intre în posesia capitalului și a plusvalorii care remunerează riscul acceptat odată cu investiția inițială și în același timp să-și diversifice portofoliile prin achiziția de titluri emise de alte firme. În al doilea rând, permite întreprinderii în cauză să facă apel la economiile publice, multiplicându-se astfel sursele de finanțare care nu mai sunt limitate, de data aceasta. În al treilea rând, prezența în bursă oferă o mai bună imagine a firmei, atât față de investitori, cât și față de partenerii actuali și viitori: dacă piața titlurilor este animată și în creștere, există șanse reale de sporire a notorietății și prestigiului ei.

Fără îndoială că introducerea în bursă, dincolo de avantajele menționate, este apreciată adesea ca generatoare de riscuri pentru acționarii inițiali care se văd în situația de a pierde controlul societății, dar și costisitoare, datorită comisioanelor la care este obligată și trebuie să le plătească firma în cauză la o asemenea decizie. De altfel, introducerea în bursă este o decizie strategică majoră pentru viața unei întreprinderi.

Avantajele sunt deci, evidente, dar ele sunt însoțite inevitabil și de riscul de a fi supusă intervenției operatorilor de pe piața financiară. Iată de ce o întreprindere, deși are suficiente motivații și este conștientă de efectele benefice ale cotației produselor sale în bursă, totuși ea trebuie să fie suficient de pregătită pentru a avea la îndemână mijloacele de prevenire a eventualelor surprize, inerente intrării pe piață.

Pregătirea necesită o perioadă mare de timp și vizează atât îmbunătățirea performanțelor sale economico-financiare, cât și, mai ales, punerea în aplicare a unui montaj financiar, prin care se urmărește structurarea capitalului potrivit reglementărilor bursiere. Un motiv în plus deci, pentru societățile emitente care solicită înscrierea la cerere în afara cotei și care reprezintă un exercițiu util de acomodare cu practicile pieței bursiere, dar și un examen care, o dată promovat, pregătește terenul pentru ascensiunea firmei și pentru înscrierea ei în cota oficială. Îmbunătățirea performanțelor se traduce în fapt într-o creștere a capacității de autofinanțare și prin aceasta într-o schimbare a structurii financiare, a raportului dintre capitalul propriu și sursele atrase, respectiv datoriile contractate.

Cotarea la bursă reprezintă o decizie foarte importantă în viața întreprinderii. Se știe că o societate este închisă dacă un număr limitat de acționari care sunt cunoscuți dețin capitalul acesteia, și se numește deschisă sau anonimă dacă există un număr de acționari care sunt necunoscuți și dețin capitalul ei. Pentru societățile cotate la bursă numărul de acționari este mare oferind un caracter public al finanțării.

Obiectivele cotării la bursă în cadrul gestiunii întreprinderii sunt:

1. Gestiunea capitalului.
2. Dezvoltarea întreprinderii.

1. Gestiunea capitalului

Cotarea la bursă a unei întreprinderi prezintă o serie de avantaje imediate foarte importante pentru dezvoltarea acesteia:

- capitalul deja divizat pe acțiuni devine mobil;
- mobilitatea capitalului oferă societății un plus de lichiditate;
- cotarea permite cunoașterea unui curs de tranzacționare în eventualitatea unei tranzacții viitoare;

- dispersia capitalului prin deținerea lui de către mai multe persoane duce la diminuarea riscului pentru deținătorii de capital;
- prin evoluția valorii acțiunilor, piața prezintă o apreciere obiectivă asupra riscului întreprinderii.

Altfel spus societățile cotate la bursă permit obținerea unui capital care altfel s-ar pierde deoarece acțiunile necotate nu sunt lichide și nu au un preț care să reflecte cererea și oferta în ceea ce privește deținerea capitalului respectiv.

2. Dezvoltarea întreprinderii

Capitalurile proprii ale întreprinderii provin de la acționari și din rezultatele nedistribuite. Pentru societățile închise care nu sunt cotate la bursă nu există necesitatea distribuirii dividendului și maximizării probabile a valorii acțiunilor. Cotarea la bursă permite creșterea numărului de acționari și a capitalurilor proprii bunuri care au un efect de pârghie asupra valorii organizației economice.

În concluzie putem afirma că analiza riscului nu se poate realiza decât în strânsă legătură cu rentabilitatea titlurilor și de aceea este necesară un studiu al corelației risc rentabilitate în funcție de caracteristicile investitorului. Pentru rezolvarea acestei probleme matematicienii care s-au ocupat de studiul problemei arbitrajului economic au propus noțiunea de utilitate, având drept scop realizarea unei baze științifice pentru alegerile de investiții. Astfel s-a stabilit o legătură între capitalul deținut de investitor pentru realizarea investiției, averea sa la un moment dat și posibilitatea de câștig sau altfel spus randamentul prognozat. De asemenea din prezentările realizate s-a putut trage concluzia faptul că există un risc caracteristic activității financiare a firmei risc ce se poate determina prin calculul ratelor financiare sau modelelor matematice consacrate. Pentru o organizație economică posibilitatea cotării la bursă reprezintă un atu în sensul dezvoltării activității și finanțării investiției. Cotarea la bursă permite obținerea unui plus de lichiditate și creșterea ratelor de rentabilitate ale capitalului, putându-se aprecia că există o legătură între riscul intern al firmei și cursul bursier al acțiunilor, datorită transparenței care trebuie să caracterizeze piața de capital, astfel informațiile financiare fiind publice și permițând o analiză financiară complexă din partea potențialilor investitori. Consider de asemenea că nu există suficiente instrumente statuate pentru determinarea legăturii existente între riscul intern al firmei, cursul acțiunilor și riscul deținerii de acțiuni la organizația economică considerată, cei mai des folosiți indicatori fiind randamentul dividendului, rată anuală de creștere, coeficientul de capitalizare, rata rentabilității cerute de acționar. Pentru a se putea surprinde analitic influența riscului asupra cursului acțiunilor trebuie să se apeleze la modelele bursiere și de asemenea să se calculeze indicatori de tipul unitate de risc pe unitate de rentabilitate sau unitate de rentabilitate pe unitate de risc folosindu-se prognoze realizate în baza scenariilor posibile (pesimist, moderat, optimist)¹.

1.3. Conceptul de bursă

Pornind de la limbajul comun, denumirea de **bursă** reprezintă o alocație, iar din punct de vedere etimologic această denumire provine din grecescul “**bursă**”, semnificând săculeț cu bani.

¹ L. Badaea, F. Mocanu – Piețe de capital. Analiza și gestiunea plasamentelor financiare, Editura Economică, București 2007.

Denumirea de „**bursă**” provine de la orașul Bruges, unde aceste adunări se țineau la Hotel des Bourses, numit așa după un senior din vechea și nobila familie **van den Boursen** care îl construise și pe al cărui frontispiciu erau sculptate în piatră trei punți (fr. bourse). Aici se întâlneau bancherii și negustorii pentru a negocia bani, metale prețioase, hârtii de valoare și mărfuri. Cu timpul, locurile de întâlnire ale comercianților au primit denumirea de burse.

Cea mai sugestivă definiție dată bursei este cea a lui **Fernand Brendel** – “**Bursa este ultimul etaj al unei piețe care nu se mai închide și care cuprinde și domină întreaga activitate economică**”.

Termenul desemnează o instituție cu putere de autoreglementare, specifică economiei de piață liberă. În esență, noțiunea indică locul de întâlnire a negustorilor și oamenilor de afaceri, în sensul unui spațiu de concentrare a cererii și ofertei. Acest conținut rezultă din definițiile date în limbajul de specialitate.

Bursa = Piața pe care se vând și se cumpără diferite mărfuri, în cantități mari, sau hârtii de valoare, cum ar fi acțiunile sau obligațiunile. În funcție de natura obiectului care este supus schimbului, bursele pot fi:

- **de mărfuri**, de obicei mărfurile care fac obiectul vânzării-cumpărării sunt omogene și nu trebuie să fie prezente la bursă pentru a fi tranzacționate;
- **de titluri de valoare**, caz în care obiectul vânzării-cumpărării îl constituie acțiunile, obligațiunile și alte hârtii de valoare.
- **valutare**, care au ca obiect de vânzare-cumpărare valute convertibile.

Prețul la care se fac tranzacțiile depinde de cererea și oferta exprimată înainte de deschiderea bursei și se numește cotație sau curs. Acest curs se face public prin listele de cursuri ale bursei sau prin afișaj electronic care se realizează în sala de tranzacții. Cursul se comunică în acest mod, pentru fiecare produs, titlu de valoare sau valută.

Bursa își desfășoară activitatea periodic, de obicei zilnic și se implică direct comitetul bursei, reprezentanți ai diferitelor bănci, brokerii și joblerii. Brokerii realizează tranzacțiile în numele unor firme, bănci sau persoane fizice, iar joblerii efectuează tranzacțiile în nume propriu, dar în favoarea clienților lor.

Bursa de mărfuri - Bursa care are ca funcție de bază centralizarea și mijlocirea tranzacțiilor comerciale pentru mărfuri fungibile - înrudite calitativ, substituibile și perfect convertibile. Tranzacțiile cu bunuri au la bază caracteristicile definiției ale mărfurilor:

- a) proprietăți de natură fizică;
- b) disponibilitatea de livrare;
- c) locul unde sunt disponibile.

Proprietățile de natură fizică generează cererea inițială pentru acel bun; disponibilitatea de livrare și locul influențează nivelul prețului. Bursele de mărfuri au încetat să mai reprezinte doar spațiul fizic unde se derulează tranzacțiile, devenind din ce în ce mai mult locuri unde se vând și se cumpără contracte având ca obiect bunuri pentru care disponibilitatea fizică sau cea de ordin spațial devin de natură secundară¹.

¹ <http://www.economica.md/dictionar-economic/bursa-de-marfuri.html>

Bursele de mărfuri sunt centre ale vieții comerciale, piețe unde se tranzacționează bunuri care au anumite caracteristici:

- sunt bunuri generice, care se individualizează prin măsurare, numărare sau cântărire;
- sunt fungibile, adică pot fi înlocuite unele prin altele;
- au caracter standardizabil, în sensul că marfa poate fi împărțită pe loturi omogene, apte de a fi livrate la executarea contractului încheiat în bursă;
- trebuie să aibe un grad redus de prelucrare, ca o condiție a caracterului de produs de masă, nediferențiat, omogen.

Bursele de mărfuri tranzacționează contracte cu executare imediată prin livrarea efectivă a mărfii și plata prețului, respectiv contractele spot sau piața la vedere. De asemenea, bursele de mărfuri găzduiesc piețele specializate, care asigură condițiile pentru încheierea de tranzacții cu contracte la termen de tip forward. Și nu în ultimul rând, bursele de mărfuri găzduiesc azi tranzacții cu instrumente financiare derivate.

În România bursele de mărfuri administrează piețe de interes public și asigură membrilor și clienților condiții centralizate de negociere pentru operațiuni de:

a) vânzări și cumpărări la vedere ori la termen pe piața la disponibil, având ca obiect bunuri fungibile și mobile prin natura lor sau bunuri fungibile și mobile prin anticipație, precum și orice alte bunuri calificate de bursa de mărfuri ca fiind tranzacționabile;

b) vânzări și cumpărări la vedere ori la termen pe piața la disponibil, având ca obiect titluri reprezentative de mărfuri, de tipul recipisei de depozit, warantului, conosamentului și al altora asemenea, agreate și calificate de bursa de mărfuri ca fiind tranzacționabile;

c) vânzări și achiziții de mărfuri, servicii sau lucrări pe piața licitațiilor;

d) vânzări și achiziții de creanțe comerciale pe piața creanțelor;

e) vânzări și achiziții de mărfuri și / sau produse pe o piață mixtă.

Bursa de valori - Piața financiară secundară care facilitează vânzarea și cumpărarea titlurilor de valori (acțiuni, obligațiuni, etc) emise anterior. Activitățile de vânzare-cumpărare se efectuează numai prin intermediul agenților de schimb (brokeri, curtieri, jobleri). Consiliul bursei stabilește zilnic cursul, în funcție de cerere și ofertă pentru fiecare titlu de valoare și îl face public prin intermediul listelor de cursuri ale bursei sau prin afișaj electronic, în sala de tranzacții. Bursa de valori nu acceptă negocierea titlurilor de valoare emise de societățile comerciale care se află la un moment dat în dificultăți financiare sau care prezintă un risc financiar¹

Bursele de valori adăpostesc tranzacții asupra unor titluri financiare, fiind instituții ale pieței financiare. Titlurile financiare sau instrumentele financiare care fac obiectul tranzacțiilor bursiere sunt instrumentele bursiere, iar pentru bursele de valori, titlurile primare sunt caracteristice, cuprinzând aici acțiunile, obligațiunile și titlurile de stat. Generic, titlurile tranzacționate în burse de valori sunt denumite **valori mobiliare**.

Astfel în "**Legea română asupra burselor**" din 1929 - "Legea Madgearu" - se arată că „**bursele sunt instituții publice create în scopul de a reuni pe comercianți, industriași, producători, armatori și asigurători în vederea negocierii valorilor**

¹ <http://www.economica.md/dictionar-economic/bursa-de-marfuri.html>

publice și private, monedelor, devizelor, mărfurilor, produselor, închirierii vaselor și acoperirii riscurilor de tot felul”¹.

Prin urmare, bursa este o piață, care se particularizează prin obiectul tranzacțiilor și modul de organizare și funcționare.

În domeniul dreptului se apreciază că bursele sunt instituții unde se negociază (se vând și se cumpără) valori mobiliare sau mărfuri, după o procedură anumită și numai de către anumiți intermediari, sub supravegherea autorităților.

1.4. Istoricul bursei de mărfuri

1.4.1. Premisele apariției pieței bursiere

Premisele apariției pieței bursiere sunt:

Concentrarea tranzacțiilor - s-a manifestat din cele mai vechi timpuri, în locuri ușor accesibile și care să permită realizarea unui volum cât mai mare de tranzacții, trecând prin fazele de târguri, centre industriale, etc.

Necesitatea apariției și dezvoltării normelor imperative ce au reglementat această piață.

Încă din Roma antică exista un document numit “colegium mercatorum” ce reglementa desfășurarea acestor tranzacții.

În 1771, în timpul Mariei Tereza, este dată prima reglementare în materie de burse, cu referire la bursele de valori.

Acest cadru legal permite dezvoltarea instituției ca atare.

3. Dematerializarea schimbului - tranzacțiile se fac cu simboluri ce simbolizează o anumită marfă, iar unitatea de măsură este contractul.

4. Comerțul cu bunuri viitoare – se dezvoltă ca urmare a diferenței de timp datorată transportului sau sezonității producției în raport cu consumul.

5. Tranzacționarea efectelor de comerț (warantul, trata, cambia, conosamentul).

1.4.2. Apariția și formarea bursei de mărfuri

Apariția și dezvoltarea Bursei de Valori este strâns legată de dezvoltarea schimburilor comerciale. Pentru prima dată, putem considera că a avut loc însă această apariție în cadrul Imperiului Roman.

În acest sens, în cadrul Imperiului roman există o clasă privilegiată denumită publicani, care avea drept sarcină încasarea impozitelor și taxelor și se ocupa de construcția de temple, basilici, drumuri și dotarea armatei romane.

În acest sens, în funcție de competențele lor, ei au emis hârtii care să permită transmiterea dreptului de încasare a unei părți din obligațiile cetățenilor către stat.

Vânzarea se făcea, de obicei, în locurile special amenajate din basilici. O continuare a activității bursiere o putem identifica în perioada dezvoltării comerțului în secolul al XIV-lea și al XV-lea, în cadrul orașelor italiene (din Nordul Italiei: Genova, Veneția, Florența) și pentru țările de jos (Belgia și Olanda).

¹ G. Anghelache – Bursa și piața extrabursieră, Editura Economică, București, 2000.