

## **EFECTELE CRIZEI FINANCIARE ASUPRA PROCESULUI DE DEZVOLTARE A PIEȚEI DE CAPITAL DIN ROMÂNIA**

Prof.univ.dr. **Dan ARMEANU**

E-mail: darmeanu@yahoo.com

Asistent **Ana TUDORACHE**

E-mail: tudorache\_ana@yahoo.com

Academia de Studii Economice

București

Drd. **Sorin-Iulian CIOACĂ**

E-mail: cioaca\_sorin@yahoo.com

Drd. **Ana-Maria BURCĂ**

E-mail: burca.anamaria@yahoo.com

Academia de Studii Economice

București

### **Abstract:**

*Ultimii ani au fost marcați de provocări importante care au fost experimentate în toate domeniile, în special cel financiar. Criza de pe piețele financiare a avut consecințe importante asupra industriei bursiere, cele mai afectate fiind zonele emergente și, dintre acestea, România s-a remarcat prin amplitudinea efectelor induse. Evoluțiile de pe principalul segment al pieței la vedere din domeniul bursier intern relevă volatilitatea extremă manifestată în anii ce au urmat crizei subprime, în special în anul 2008. Aceste efecte au condus la deprecierea masivă a valorii de piață a majorității acțiunilor listate, concomitent cu reducerea capitalizării bursiere și a valorii de medii de tranzacționare. Reducerea valorii medii de tranzacționare nu a fost cauzată doar de retragerea investitorilor străini de portofliu, ci și de diminuarea semnificativă a prețului acțiunilor listate.*

*Criza financiară a afectat procesul de consolidare a pieței interne de capital, evidențiind cauzele care au favorizat contracția puternică resimțită (în special, cvasidenendența de capitalurile străine și lipsa unor investitori instituționali locali de calibrul, situație favorizată de demararea cu o mare întârziere față de celelalte state europene a reformei sistemului public de pensii).*

*În domeniul bursier din România, criza creditului a vulnerabilizat majoritatea companiilor listate și a indus volatilitate extremă, care a determinat reducerea apetitului pentru risc al investitorilor autohtoni. Ca urmare, este necesară identificarea de remedii față de starea actuală a domeniului bursier intern, care să creeze condițiile îndeplinirii de către acesta a rolului său esențial de canal alternativ de finanțare a companiilor.*

**Cuvinte cheie:** criza financiară, piața de capital, capitalizare bursieră, volum de tranzacționare, investiții străine

**Clasificare JEL:** G22

Această lucrare vizează realizarea unei analize asupra evoluției pieței interne de capital, în contextul crizei economice internaționale și relevarea principalelor cauze care au condus la comprimarea majoră a activității din domeniul bursier intern. Pentru aceasta, este necesară realizarea unei prezentări preliminare a structurii pieței interne de capital, a cadrului normativ care guvernează operațiunile din domeniul bursier, a modificărilor semnalate în structura investitorilor ce au efectuat tranzacții, precum și cauze ale acestei situații. Nu vom încheia acest articol fără a prezenta câteva posibile soluții de relansare a domeniului bursier intern.

### **Piața de capital din România**

Primele instituții specifice pieței interne de capital au apărut în țara noastră ca efect al aplicării Legii asupra bursei, mijlocitorilor de schimb și mijlocitorilor de mărfuri, prima bursă de valori fiind înființată în anul 1881, folosind modelul francez, iar operațiunile propriu-zise demarând în anul 1882 (*când, în Monitorul Oficial al României, erau publicate cotațiile companiilor tranzacționate*).

Evoluția domeniului bursier în România a fost marcată de perioade de consolidare la nivel instituțional, dar, în primul rând, la cel al cadrului normativ, așa cum sunt modificările operate în anii 1904 și - în special - 1929, când a fost adoptată “Legea Madgearu”, care a rezultat din unificarea legislativă a regimului bursei.

Perioada de refacere ce a urmat crizei economice din anii 1929-1933 a fost marcată de creșterea importanței operațiunilor derulate prin intermediul companiei “Bursa de efecte, acțiuni și schimb în București” (*precursor al actualei Bursa de Valori București*), ce au culminat cu atingerea - în anul 1939 - a maximului activității de tranzacționare (*pe piața de la București fiind tranzacționate 56 de titluri ale unor emitenți ce activau în domeniul bancar, al asigurărilor și al transporturilor*).

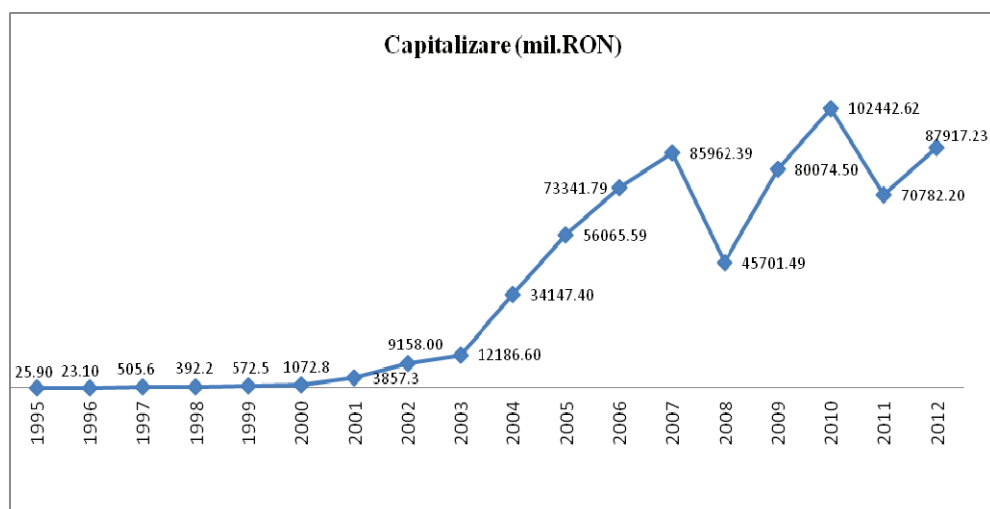
Ulterior perioadei comuniste, mediul economic autohton a fost invadat de o serie de firme ce își arogau titulatura de “bursă”/”burse de valori”, dintre care, în prezent, au rezistat pe piață și sunt autorizate ca operatori de piață (*în sensul directivelor europene incidente în materie, dintre care cea mai cunoscută este Directiva 2004/39/EC – Directiva Piețelor de Instrumente Financiare - Mifid*) doar două companii, Bursa de Valori București și Sibex- Sibiu Stock Exchange din Sibiu.

Bursa de Valori București a fost reînființată în anul 1995 în baza unei decizii emise de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, ca urmare a aplicării prevederilor Legii nr.52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori. Deși înființată la data de 1 aprilie 1995 și inaugurată oficial la data de 23 iunie 1995, primele tranzacții au fost realizate abia în data de 20 noiembrie 1995, situație care a repetat practic experiența precedentă, de inerție a mediului de afaceri la implementarea în sistemul economic autohton a unor mecanisme ce funcționau în țările vestice de foarte mult timp și și-au dovedit fiabilitatea și necesitatea.

An	Nr. sedinte de tranzacționare	Nr. tranzactii	Nr. actiuni tranzactionate (volum)	Nr. societati emitente	Nr. noi societati emitente	Nr. societati delistate
1995	5	379	42.761	9	9	0
1996	84	17.768	1.141.648	17	8	0
1997	207	609.651	593.893.605	76	59	0
1998	255	512.705	986.804.827	126	50	0
1999	253	415.045	1.057.558.616	127	15	14
2000	251	496.887	1.806.587.265	114	1	14
2001	247	357.577	2.277.454.017	65	3	52
2002	247	689.184	4.085.123.289	65	1	1
2003	241	440.084	4.106.381.895	62	0	3
2004	253	644.839	13.007.587.776	60	3	5
2005	247	1.159.060	16.934.865.957	64	5	1
2006	248	1.444.398	13.677.505.261	58	2	8
2007	250	1.544.891	14.234.962.355	59	3	2
2008	250	1.341.297	12.847.992.164	68	10	1
2009	250	1.314.526	14.431.359.301	69	3	2
2010	255	889.486	13.339.282.639	74	5	0
2011	255	900.114	16.623.747.907	79	6	1
2012	58	214.396	3.446.077.238	79	0	0

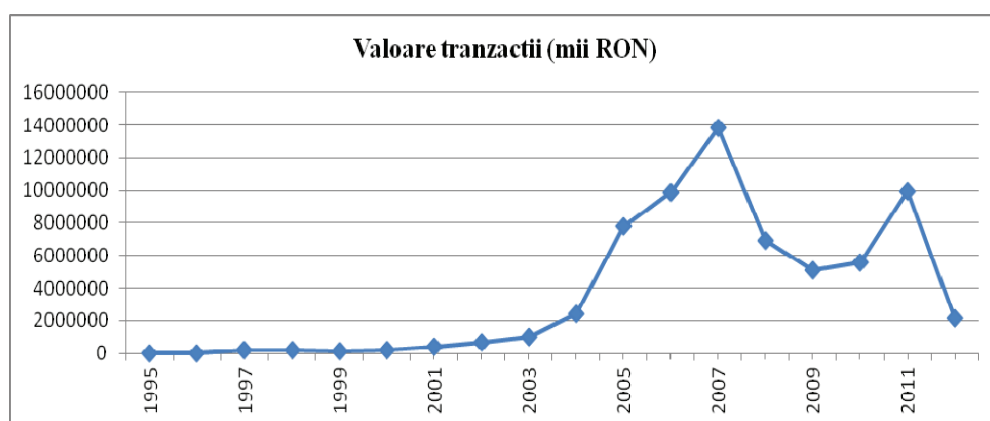
Sursa: [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)

Ulterior, adoptarea unei legislații în baza căreia a fost demarat procesul de privatizare în masă a facilitat creșterea vizibilității și importanței deținute de piața internă de capital în ansamblul economiei naționale, mai ales odată cu înființarea pieței RASDAQ (*folosind expertiza și consultanța oferită de specialiști americani, care au replicat modelul NASDAQ pe piața de capital din țara noastră*), privită ca un mecanism ce ar permite celor peste 8 milioane de proprietari de cupoane de privatizare să își înstrăineze pachetele primite de la statul român.

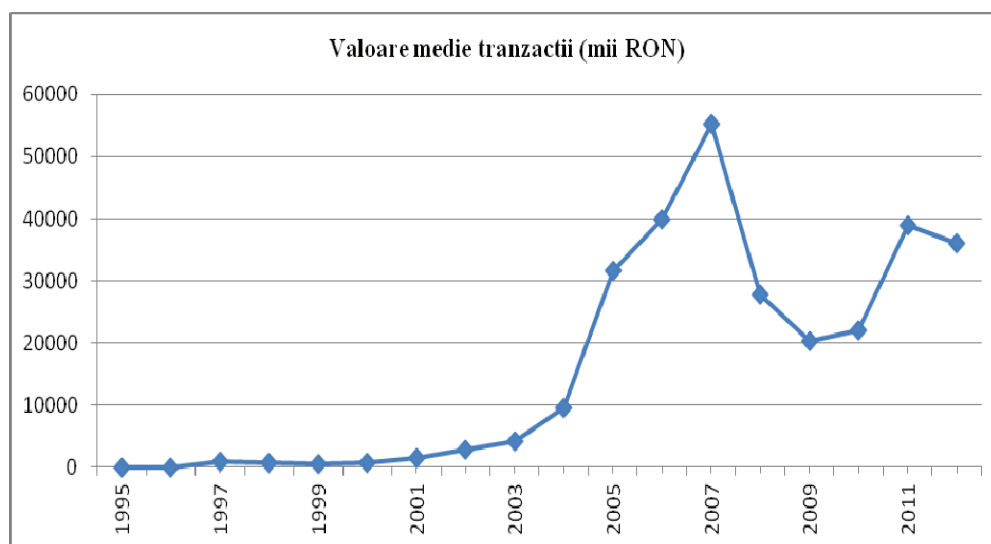


*Sursa: www.bvb.ro*

Ca urmare, capitalizarea bursieră a crescut exponențial în anii 1996-1999, de la 23,1 milioane de RON în anul 1996, la peste 572,5 milioane de RON în anul 1999, situație ce a fost determinată de cele 59 delistări realizate în anul 1997, 50 de listări în anul 1998 și 15 listări în anul 1999. Interesul mediului autohton de afaceri față de piața de capital, dar și gradul redus de educație financiară, au fost relevate de intrarea pe această piață a unui număr foarte mare de investitori care au înființat societăți de valori mobiliare (*intermediari definiți de Legea nr.52/1994*), context în care numărul acestora a crescut cu 517% în numai 3 ani (*numărul de intermediari financiari a crescut de la 28 în anul 1995 la nu mai puțin de 173 în anul 1998, acesta fiind totodată cel mai ridicat nivel înregistrat vreodată pe piața internă de capital*).



Cu toate acestea, mediul economic internațional (*caracterizat prin volatilitate ridicată, generată de criza din Rusia, printre altele*) și cel intern (*criza economică severă, acompaniată de deprecieri semnificative ale monedei naționale, scandaluri financiare și prăbușiri de bănci comerciale*) au condus la menținerea valorii tranzacționate anual la niveluri foarte mici (*în intervalul 138 milioane RON – 184 milioane RON*), concomitent cu reducerea severă a valorii medii de tranzacționare, de la 940 mii lei (în anul 1997) la 549 mii lei (în anul 1999), pe fondul majorării numărului de acțiuni tranzacționate (*de la peste 593 milioane în 1997, la peste 1,05 miliarde în 1999*).



Sursa: [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)

Perioada 2000-2004 a fost caracterizată de admiterea la categoria bursei a unor societăți comerciale importante și în prezent (*care intră în componența indicilor BET sau BET-FI*), ceea ce a contribuit decisiv la creșterea semnificativă a capitalizării bursiere, de la 1,072 miliarde de RON la 34,147 miliarde de RON. Procesul de consolidare a fost relevat și la nivelul intermediarilor, al căror număr s-a redus la mai puțin de jumătate în perioada în cauză (de la 120 de societăți de valori mobiliare în anul 2000, la 67 în anul 2004).

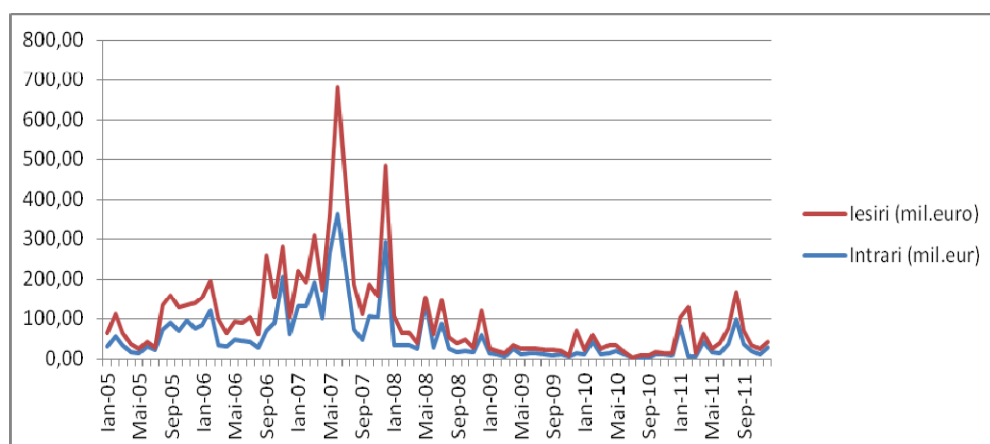
Cu toate acestea, principala evoluție notabilă din perioada analizată a fost derularea unui program foarte larg de delistări, urmare cărora, numai în anul 2001, au părăsit piața de la București 52 de companii.

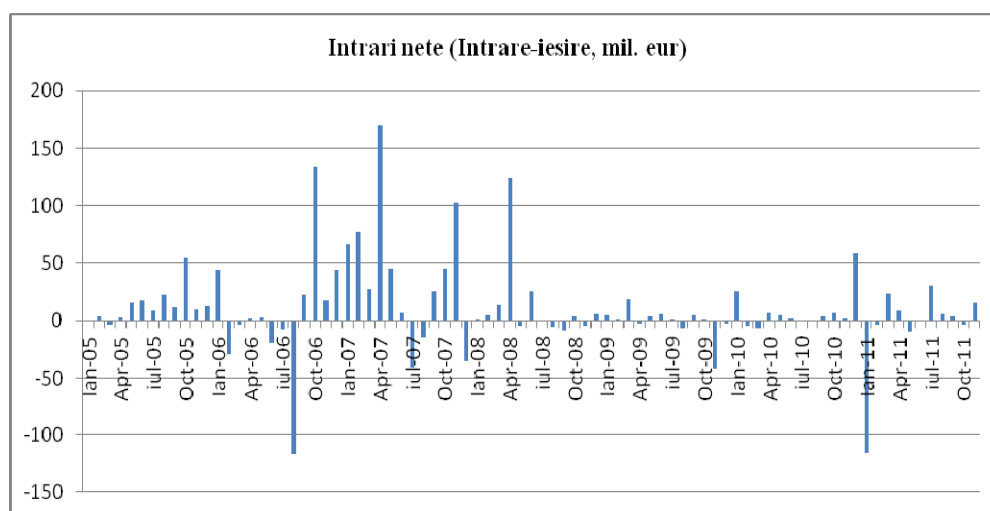
Dezvoltarea pieței interne de capital a fost impulsionată de adoptarea Legii nr.297/2004 privind piața de capital, care a preluat în legislația internă principalele prevederi ale acquis-ului comunitar în vigoare în acea perioadă, ca efort al autorităților române de îndeplinire a criteriilor de aderare a țării noastre la Uniunea Europeană (*criterii ce aveau corespondent în capitolul 3 de negociere – Libera circulație a serviciilor*).

Implementarea acestei legi a condus la reșezarea domeniului bursier și la consacrarea a doi operatori autorizați de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, care își desfășurau activitatea în zone diferite de tranzacționare – piața la vedere (*organizată de Bursa de Valori București, pe care s-au tranzacționat preponderent acțiuni și obligațiuni, mai nou fiind introduse la tranzacționare și produse structurate și drepturi*) și piața la termen (*organizată de Sibex- Sibiu Stock Echange, pe care, preponderent, se tranzacționează contracte futures având ca suport acțiuni listate la BVB, indici bursieri importanți sau metale prețioase*).

Îmbunătățirea cadrului macroeconomic și integrarea țării noastre în Uniunea Europeană au condus la creșterea vizibilității pieței acțiunilor de la București, fapt care a favorizat creșterea capitalizării bursiere până la 85 miliarde de RON (*în anul 2007*), concomitent cu creșterea de peste 110 ori a valorii medii zilnice de tranzacționare (de la 734 mii RON la peste 55,2 milioane RON).

Apariția primelor semne ale turbulențelor de pe piețele financiare internaționale a fost ignorată de investitorii de la bursa din București, fapt ce este explicat de maximele istorice atinse de majoritatea titlurilor listate (*mai ales în trimestrul IV 2007, după ce primele semne ale crizei subprime din SUA își făceau simțită prezența*).





*Sursa: www.bvb.ro, calcule proprii*

Evoluția ascendentă a pieței de capital din țara noastră (*piața la vedere fiind definită, până în anul 2010, doar de Bursa de Valori București, ulterior și de Sibex-Sibiu Stock Exchange*) a survenit în contextul unei exuberanțe iraționale ce se manifesta pe piețele mature de capital, vehiculele de investiții ale diverselor entități financiare – în căutarea de randamente superioare celor de pe piețele de origine – deschizând poziții, începând cu anul 2005, și în domeniul bursier intern.

Ca urmare, intrările nete majore au survenit începând cu partea a doua a anului 2006 și au continuat în prima parte a anului 2007, fiind determinate, printre altele, de integrarea țării noastre în Uniunea Europeană și consolidarea economiei interne, concomitent cu menținerea unei perspective pozitive asupra climatului macroeconomic. Aceste intrări nete de capital în domeniul bursier intern au fost generate și de necesitatea respectării de către acționarii majoritari ai unor companii românești a obligațiilor de inițiere și derulare unor oferte publice obligatorii de preluare în vederea delistării, precum și de interesul față de companiile la care statul român a scos pachete de acțiuni la vânzare folosind mecanismele Bursei de Valori București (*ceea ce a determinat, printre altele suprasubscrierea ofertei TRANSGAZ, realizată în anul 2007, de peste 40 de ori, ofertele primite având o valoare cumulată de peste 1,8 miliarde de euro, în condițiile în care statul român a vândut pachetul vizat pentru suma de 65 milioane de euro*).

Evoluția fulminantă a pieței la vedere organizate de Bursa de Valori București de la finele anului 2007 a mascat semnalele premature de risc sistemic asociate turbulențelor de pe piețele mature și a condus la mișcări de amploare a capitalurilor străine (în special, care se retrăgeau de pe piața de la București), care – având în vedere lipsa de adâncime a pieței și cvasidependența de capitalurile străine – au condus la înregistrarea de fenomene extreme la Bursa de Valori

București, ce au culminat cu suspendarea ședinței de tranzacționare în data de 8 octombrie 2008 (*pentru a preveni extinderea panicii iraționale a investitorilor autohtoni în special*).

Mai mult, volatilitatea excesivă ce a caracterizat anul 2008 a fost amplificată de insuficienta sofisticare a investitorilor interni, în special cei instituționali, care ar fi putut contrabalansa oferta mare de acțiuni venită de entitățile de tip hedge fund ce operau la București (*principalii investitori instituționali care pot intra în piață pentru realizarea de plasamente ce au preponderent efecte contraciclice, fondurile private de pensii, erau abia la începutul existenței lor, în condițiile în care reforma sistemului public de pensii, ce a condus la înființarea pilonului II, a demarat efectiv în luna septembrie 2007, plasamentele fiind realizate începând cu trimestrul II 2008, în special în active ale pieței monetare*).

Astfel, anul 2008 a fost anul mai multor premiere pe piața de la București, printre care și faptul că a suferit cea mai mare depreciere a capitalizării bursiere din istoria recentă, de la peste 85 miliarde de lei în anul 2007 la circa 45,7 miliarde de lei în 2008, determinată practic de deprecierea cu peste 50% a majorității titlurilor listate și reducerea cu doar 10% a numărului de acțiuni tranzacționate (*de la 14,2 miliarde în anul 2007, la 12,8 miliarde în anul 2008*).

Căderea abruptă din anul 2008 a fost parțial recuperată în anii 2009 -2011, situație ce este evidențiată de creșterea valorii capitalizării bursiere (*de la 45 miliarde de lei în 2008 la 70 miliarde de lei în 2011*) și este continuată și în trimestrul I 2012 (*când capitalizarea bursieră depășea 87 miliarde de lei, la finele trimestrului I*).

Situația aparent atipică, a creșterii capitalizării bursiere din anii 2009 și 2010, este determinată de trendul puternic pozitiv înregistrat de principalele acțiuni listate la Bursa de Valori București începând cu trimestrul II 2009 (*creșteri de 61.68% pentru indicele BET, 66.55% pentru indicele BET-XT, 37.31% pentru BET-C și 90.33% pentru BET-FI*) și de includerea în calcul a capitalizării a valorii de piață a ERSTE BANK AG (*singura companie listată la categoria Internațional de la Bursa de Valori București*).

Deși începutul de an 2012 indică o creștere a interesului investitorilor români și străini față de domeniul bursier intern (*favorizată de modificarea pragului de deținere și vot în capitalul social al celor 5 societăți de investiții financiare, de concentrarea acționariatului în cadrul unor emitenți importanți etc.*), acesta se menține încă într-un nivel de subdezvoltare în raport cu potențialul optim și rolul pe care ar trebui să îl joace în ansamblul economiei naționale, situație ce este determinată –în principal - de lipsa unei strategii clare de consolidare a pieței de capital din România, atât din partea autorității de reglementare, cât și al fiecăreii părți implicate (investitori instituționali, societăți de servicii de investiții financiare etc.).



Ca urmare, pentru a consolida sistemul bursier intern, trebuie avute în vedere, ca posibile soluții:

- Întărirea capacității instituționale a autorității de supraveghere, care să elaboreze și implementeze o strategie proprie de dezvoltare a pieței de capital, în special prin soluționarea aspectelor ce țin de competența sa (și care ar trebui să readucă încrederea investitorilor în piața de capital din România);
- Preocuparea conducerilor și acționarilor celor doi operatori de piață pentru demararea unor programe clare de dezvoltare a activității fiecăruia, care să vizeze exploatarea avantajelor competitive aferente (specializarea Bursei de Valori București pe intermedierea de operațiuni circumscrise pieței la vedere, în timp ce Sibex-Sibiu Stock Exchange să valorifice experiența relevantă pe administrarea pieței la termen);
- Preocuparea fiecărui intermediar de a atrage la cota bursei companii din domenii foarte performante și competitive, care în prezent nu se regăsesc în ariile economice cu reprezentare pe piața de capital (firme ce activează în domeniul IT, al tehnologiilor inovative etc.);
- Creșterea vizibilității pieței interne de capital, prin demararea de programe de informare a publicului investitor față de avantajele și riscurile asociate investirii la bursă, ca un canal alternativ de finanțare a economiei reale.

## **BIBLIOGRAFIE**

1. Stancu, Ion, *Piețe financiare și gestiunea portofoliului*, 2002
2. Armeanu, Dan, *Teoria generală a portofoliului*, Editura Universității Româno-Britanie, 2009
3. Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, *Rapoarte anuale 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 și 2011*
4. Bursa de Valori București, *Rapoarte anuale 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 și 2011*, <http://www.bvb.ro>
5. \*\*\* - [www.cnvmr.ro](http://www.cnvmr.ro)
6. \*\*\* - [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)
7. \*\*\* - [www.wall-street.ro](http://www.wall-street.ro)
8. \*\*\* - [www.insse.ro](http://www.insse.ro)
9. \*\*\* - [www.zf.ro](http://www.zf.ro)
10. \*\*\* - [www.primet.ro](http://www.primet.ro)