**PIAŢA FINANCIARĂ**

Într-un capitol anterior discutam despre faptul că inflaţia generează incertitudine. Dincolo de imposibilitatea de a previziona valoarea viitoare a banilor, dimensiunile incertitudinii sunt greu de prins în tuşe fixe. Aceasta reprezintă o constantă a activităţii economice plasate în cadranul pieţei, generatoare de pierderi, dar şi de câştiguri. Speculatorii, spre exemplu, prin prisma informaţiilor de care dispun, manipulează semnalele pieţei în folosul propriilor interese şi, rareori, se confruntă cu pierderi. Modul acestora de a privi incertitudinea se raportează la atitudinea faţă de risc, implicit asumarea acestuia, atunci când avantajele urmărite depăşesc costurile.

Motivaţia câştigului este omniprezentă, ceea ce face ca fiecare dintre noi să se afle în postura speculatorului la un anumit moment dat. Imaginaţi-vă situaţia în care am primi suma de 1000 $, împrumutată acum ceva timp unui prieten, într-o perioadă în care cursul dolarului american ar fi în scădere. În acest caz, este lesne de înţeles că, din dorinţa de a obţine cât mai mulţi lei, vom aştepta un curs de schimb favorabil. Peste o săptămână, cotaţia dolarului creşte în raportul cu leul, de la 3,28 lei/1$ la 3,42 lei/1$. Dacă am fi realizat conversia în lei la momentul primirii banilor, am fi obţinut 3.280 lei. Schimbându-i la o săptămână distanţă, am obţinut 3.420, aşadar un câştig de 140 lei. Acesta poate fi considerat o recompensă pentru aşteptarea noastră, sau un câştig generat de adeverirea aşteptărilor de creştere a cursului dolarului. În cazul în care cursul ar fi scăzut şi mai mult, aveam la îndemână două opţiuni, fie aşteptam un raport de schimb mai bun, fie schimbam banii şi ne asumam pierderea.

1. *Piaţa financiară – mediu de gestiune a riscului şi costurilor de tranzacţie*

În momentul în care schimbul valutelor sau chiar a valorilor mobiliare se pretează la sume semnificative, admitem faptul că potenţialul câştig creşte în proporţii similare cu riscul. Cu toate acestea, persoanele care realizează astfel de tranzacţii nu sunt puţine, iar câştigurile obţinute depăşesc, de cele mai multe ori, imaginaţia umană. Într-un asemenea context, se impune încadrarea unor asemenea tranzacţii în perimetrul unor aranjamente instituţionale bine delimitate, care să asigure buna desfăşurare a acestora, precum şi transparenţa necesară, mijlocind raportul dintre cerere şi ofertă. Un astfel de mediu este reprezentat de piaţa financiară. Privită la modul general, *piaţa financiară, sau piaţa capitalului, cuprinde ansamblul tranzacţiilor care au drept obiectiv mobilizarea şi plasarea fondurilor financiare disponibile şi necesare, inclusiv reglementările şi instituţiile legate de derularea acestora.*

Piaţa capitalului mai poartă denumirea de piaţă financiară, întrucât aceasta asigură finanţarea suplimentară a activităţii economice. Fluctuaţiile violente ale ratelor de schimb, creşterile şi căderile pieţelor de valori mobiliare, precum şi legendarele câştiguri obţinute de participanţii din cadrul acestora, creează deseori impresia că pieţele financiare sunt asemenea unor cazinouri fără o funcţie economică reală. Aparte însă de a fi în umbră, pieţele activelor financiare îndeplinesc un rol economic- cheie, acela de *a asocia un preţ viitorului şi incertitudinii*.

Piaţa financiară poate fi privită drept loc de întâlnire a milioane de gospodării şi firme care doresc să realizeze un transfer inter-temporal de resurse. Unii pot opta pentru realizarea de economii, alţii pentru investiţii, etc. Astfel de operaţiuni se pot realiza fie pe cont propriu sau cu sprijinul unor intermediari care au rolul de a oferi consultanţa necesară şi de a limita, pe această cale, nivelul costurilor de tranzacţie. Aşa cum am învăţat în capitolele anterioare, intermediarii, prin prisma informaţiilor de care dispun, au rolul de a reduce costurile impuse de tranzacţionarea unui anumit bun, prin urmare, ideea rămâne validă, inclusiv în momentul în care obiectul schimbului este reprezentat de bani sau alte valori mobiliare, cum ar fi: acţiuni, obligaţiuni, etc. În acest caz, aici, sprijinul vine din partea intermediarilor financiari. Ei sunt cei care dirijează resursele de la cei care economisesc, către cei care au nevoie de împrumuturi sau chiar către investitori. Cu alte cuvinte, intermediarii financiari separă activitatea de economisire (consumul amânat) de activitatea de investiţie (crearea de capacităţi fizice productive).

Variabila *incertitudine* devine inerentă inclusiv atunci când avem în vedere procesele de economisire şi investiţii. Pe de o parte, în momentul în care achiziţionăm un activ, cum ar fi o acţiune de la o companie, sau deschidem un cont la o bancă, pornim de la încrederea că respectiva entitate va avea posibilitatea de a plăti dividendele, în cazul acţiunii, sau dobânda aferentă, în cazul depozitului deschis, conform înţelegerii. Pe de altă parte, există încrederea că entitatea care beneficiază de banii noştri, respectiv compania sau banca, vor avea capacitatea de a obţine câştigurile prevăzute. În ciuda acestor premise, nici una din cele două etape nu beneficiază de certitudine absolută, însă, un *atu al pieţelor financiare* este acela că, ele *contribuie la o mai bună gestionare a riscului*, şi, prin urmare a incertitudinii. Aşa cum este posibil să ne protejăm împotriva costurilor generate de accidentele de maşină, incendii, şomaj sau decese, prin intermediul asigurărilor, la fel putem să ne protejăm şi împotriva incertitudinii financiare. Cum se produce acest efect? Prin intermediul diversificării activelor.

Indivizii care economisesc îşi pot reduce riscurile prin deţinerea averii sub forma diverselor active. De asemenea, diversificarea poate fi oferită de piaţă sub forma unor elemente compozite în cadrul unui mixaj sau portofoliu, de active de risc de bază. Atunci când trebuie asumat un risc, pieţele financiare oferă un preţ al acestuia, denumit *primă de risc,* conform căreia rata dobânzii plătită pentru active tinde să fie cu atât mai mare, cu cât acestea prezintă un grad mai mare de risc. Cei care contractează împrumuturi au şi ei de câştigat de pe urma acestor pieţe: fiecare dintre ei, considerat separat, ar prezenta un risc mare şi ar trebui să ofere câştiguri pe măsură pentru a-i putea atrage pe investitorii prudenţi. Apelând la intermediari care îşi împart aceste riscuri, cei care se împrumută plătesc în final rate mai mici ale dobânzilor.

1. *Activele tranzacţionate în cadrul pieţelor financiare*

Pentru a înţelege modul de funcţionare a pieţelor financiare, ne vom focaliza atenţia asupra elementelor care fac obiectul schimbului din cadrul acestora şi vom poposi, pentru început, asupra noţiunii de *active.* Din punct de vedere economic, în categoria activelor încadrăm acele bunuri care au capacitatea de a genera venituri în viitor. Rememorând tipologia veniturilor prezentată în capitolul 7, respectiv: profit, chirie, rentă, etc, putem nominaliza o parte dintre aceste active, respectiv *capitalul fix* (care generează profitul), *terenurile sau* chiar *clădirile*, dacă avem în vedere chiria sau renta, implicit *bunurile de folosinţă îndelungată*, dacă ne raportăm la serviciile de consum. Odată lămurită această chestiune, să trecem la bunurile tranzacţionate în cadrul pieţei financiare.

După cum însăşi titulatura pieţei sugerează,avem de a face cu aşa numitele *active financiare.* Ele generează, deopotrivă, venituri în viitor, însă, se subînţelege, de natură financiară, prin urmare încadrăm aici *depozitele în bani (monetare)* şi *semi-monetare*, respectiv *hârtiile de valoare de termen scurt,* prin care se fac plasamente pe perioade mai mici de un an (efecte de comerţ, bonuri de tezaur, certificate de depozit)şi *hârtii de valoare pe termen lung,*prin care se asigură plasamente pe perioade ce depăşesc un an (acţiuni şi obligaţiuni). Acestea din urmă ilustrează cele mai răspândite titluri de valori existente pe piaţă.

Firmele emit şi vând titluri de valoare în momentul în care au nevoie de resurse. Să luam exemplul unei companii, cum ar fi Antibiotice Iaşi. Atunci când firma are nevoie de surse financiare suplimentare pentru a-şi finanţa investiţia într-o nouă tehnologie în valoare de 50.000 € are la dispoziţie două opţiuni: *utilizează o parte din propriul profit, pe care îl reinvesteşte* în achiziţia cu pricina. Observăm că, în acest caz, investiţia este finanţată din resurse proprii. Dacă aceşti bani nu sunt disponibili, se va face apel la opţiunea secundă, aceea de a atragefondurile necesare, pe cale directă, sau indirectă, de la terţe persoane. Astfel, compania poate *să emită acţiuni,* cu o anumită valoare nominală înscrisă pe aceasta şi îşi va spori astfel capitalul social prin vânzarea lor.

Dacă avem în vedere *activitatea statuluisau a administraţiilorcentrale, a întreprinderilor publice*, etc. unde apar nevoi stringente de resurse financiare pentru a finanţa lucrări publice de amploare, acoperirea deficitelor bugetare, etc., lucrurile urmează aceeaşi logică. Prima opţiunea este reprezentată de utilizarea resurselor proprii, iar în cazul în care ele sunt insuficiente sau lipsesc cu desăvârşire, se recurge la varianta secundă, *emisiunea titlurilor de valoare*, de această dată, *a obligaţiunilor*. Prin emiterea de obligaţiuni primăria municipiului Iaşi, spre exemplu, se angajează să contracteze un împrumut pe termen lung de la o bancă comercială. Să presupunem că valoarea împrumutului este de 5 milioane €, iar durata acestuia este de 10 ani. În această situaţie, primăria se află în postura de debitor (datornic) şi se va angaja ca suma de 5 milioane € să fie rambursată băncii în intervalul de timp stabilit şi să asigure pe toată această perioadă *o dobândă anuală fixă*, indiferent de situaţia sa economico-financiară, ce poartă numele de *cupon*. Atât situaţia companiei Antibiotice, cât şi a primăriei ieşene reprezintă exemple de finanţare prin *surse atrase în mod direct.* Există însă şi cazuri în care sursele de finanţare pot fi accesate şi pe cale indirectă, prin intermediul *creditelor mijlocite de instituţiile financiare specializate* şi prin *valorificarea depozitelor monetare.*

1. *Cererea şi oferta de titluri financiare pe termen lung*

Aşa cum am văzut anterior, activele financiare oferă posesorului avantajul de a obţine venituri viitoare. Dacă cei care emit astfel de titluri financiare, respectiv societăţile comerciale, sau autoritatea guvernamentală, reprezintă *purtătorii ofertei*, ne interesează să descoperim care sunt reprezentanţii cererii. Ca orice decizie adoptată, achiziţia titlurilor financiare trebuie tratată în termeni de costuri şi beneficii, aşadar în termenii costurilor de oportunitate. Privind lucrurile din perspectiva *ofertanţilor,*acestea tind să fie destul de clare. Care este motivaţia lor de a emite acţiuni sau obligaţiuni? Fără îndoială, am răspunde, obţinerea de noi surse financiare pe termen lung, necesare pentru finanţarea investiţiilor. Astfel, prin emisiunea acţiunilor şi obligaţiunilor se va asigura oferta hârtiilor de valoare pe termen lung. Emisiunea acestor titluri financiare aduce *avantaje*semnificative, prin prisma resurselor atrase, însă, implică şi *costuri* pe măsură. Avem, astfel, în vedere *riscul asociat finanţării, respectiv diminuarea profitului pe titlu emis*. Pe de o parte, obligaţiunile prezintă un nivel al riscului mult mai ridicat faţă de acţiuni, întrucât cuponul lor trebuie plătit indiferent de situaţia economico-financiară a firmei. Pe de altă parte, şi acţiunile prezintă un dezavantaj, acela al diminuării profitului pe acţiune, ca urmare a creşterii numărului de acţionari.

Observăm, aşadar, faptul că sporirea ofertei de titluri financiare pe termen lung implică un *cost de oportunitate*, în momentul în care se omite dimensiunea raportului dintre emisiunea de titluri financiare cu venit fix si venit variabil. Pentru atragerea unor fonduri suplimentare semnificative se ajunge, uneori, la sacrificarea unei părţi din profitul ce revine pe fiecare acţiune. Aceasta reprezintă o problemă majoră pentru societăţile comerciale, în contextul în care se urmăreşte maximizarea profitului aferent fiecărui titlu financiarşi asumarea unui risc minim asociat finanţării.

Odată delimitate aspectele care definesc oferta titlurilor financiare pe termen lung, să clarificăm componentele cererii. Cine sunt purtătorii cererii? În primul rând indivizii, apoi diversele instituţii financiare, cum ar fi: societăţile de asigurare, casele de pensii, etc. Aşa cum ofertanţii urmăresc atragerea de noi resurse financiare, reprezentanţii cererii cumpără astfel de titluri din dorinţa de a obţine câştiguri băneşti în viitor.

Achiziţionarea titlurilor financiare presupune un cost de oportunitate. Cumpărând acţiuni sau obligaţiuni în valoare de 10.000 lei, individul sacrifică şansa obţinerii unui venit viitor garantat de dobânda pe care ar obţine-o dacă ar depune banii la bancă. Cu alte cuvinte, randamentul titlurilor financiare (câştigurile pe care acestea le generează în viitor) trebuie să fie mai mare decât rata dobânzii practicată la depozite, pentru ca investiţia în hârtiile de valoare să fie rentabilă.

Să presupunem că posedăm 10.000 lei şi avem două opţiuni: prima ar fi să depunem banii într-un depozit, cu o scadenţă de doi ani, la o rată a dobânzii oferită de bancă de 7%. A doua opţiune ar fi să achiziţionăm o obligaţiune a cărei valoare nominală este de 12.000 lei, ce oferă un cupon de 2.000 lei, termenul de scadenţă fiind, de asemenea de doi ani. Preţul pe care îl plătim pentru a cumpăra obligaţiunea este de 10.000 lei, prin urmare, ne propunem să identificăm randamentul titlului de valoare pentru a face, mai apoi, comparaţia cu rata dobânzii. În mod cert, dacă, randamentul obţinut este mai mare de 7%, achiziţia obligaţiunii va fi mai eficientă decât depunerea banilor la bancă. Dacă, din contră, randamentul va fi mai mic de 7%, depunerea banilor într-un depozit va aduce un câştig suplimentar. În condiţiile în care rata dobânzii este de mărime egală cu randamentul obligaţiunii, indiferent de decizia pe care o vom lua, ambele opţiuni aduc venituri egale.

Randamentul obligaţiunii se obţine din relaţia de egalitate a *preţului obligaţiunii* cu *valoarea prezentă a fluxului asociat de venituri viitoare*. Estimarea valorii prezente a unui venit viitor reprezintă*actualizarea* respectivului venit. Pentru aceasta vom ţine cont de faptul că, venitul asociat, cuponul, rămâne acelaşi până la scadenţă, respectiv 2.000 lei. La finalul perioadei, emitentul obligaţiunii ne va plăti o sumă egală cu valoarea nominală plus cuponul. Relaţia de calcul a randamentului este:

, sau, pentru serii infinite.

unde: C - cuponul obligaţiunii; P - preţul obligaţiunii; O - valoarea nominală a obligaţiunii;

n - termenul de scadenţă; e - randamentul obligaţiunii.

Conform problemei, formula devine:

, care conduce la *e*= 28,74%.

Dat fiind faptul că randamentul obligaţiunii este de 28,74% > 7% (rata dobânzii oferită de bancă), deducem că investiţia în hârtia de valoare este mult mai rentabilă.

Dincolo *de randamentul titlurilor financiare*, există şi *alte criterii care influenţează cererea* lor, cum ar fi:

1. *Câştigul potenţial al titlurilor financiare*, aşadar, un câştig suplimentar cuponului, în cazul obligaţiunilor, sau dividendului, în cazul acţiunilor, care rezultă din creşterea cursului pentru aceste hârtii de valoare. Formula de calcul a câştigului potenţial este următoarea:

, adică  în cazul obligaţiunii noastre.

unde: *Cp–*câştigul potenţial*,* P1 - preţul actual al titlului financiar; P0 - preţul iniţial al titlului financiar, iar C reprezintă cuponul. Dacă am fi avut tranzacţionat acţiuni, cuponul era înlocuit de dividend. Astfel, dacă preţul obligaţiunii ar creşte de la 10.000 lei la 11.200 lei, câştigul nostru potenţial pe care l-am obţine dacă vindem obligaţiunea va fi egal cu

= 0,32, adică 32%.

1. *Riscul investiţiilor hârtiilor de valoare*, ca rezultat al incertitudinii pe care o presupune anticiparea fluxurilor de venituri viitoare. Aşa cum am subliniat anterior, obligaţiunile sunt mai puţin riscante faţă de acţiuni, întrucât ele oferă un venit fix. Dintre acestea, cele mai certe sunt obligaţiunile guvernamentale. În cazul acestora, riscul este unul cu atât mai mare, cu cât termenul de scadenţă este mai îndepărtat.
2. *Lichiditatea titlurilor financiare pe termen lung* – care vizează posibilitatea vânzării lor rapide, în condiţiile unor costuri de tranzacţie minime. Aceasta depinde de nivelul de dezvoltare a instituţiilor pieţei financiare; titlurile care se tranzacţionează la bursă beneficiază de o lichiditate sporită. Plasamentul ideal pentru orice posesor este acela care oferă siguranţă deplină, un risc de plasare cât mai mic, o rentabilitate înaltă însoţită de câştiguri potenţiale semnificative şi lichiditate sporită.
3. *Diferenţa dintre acţiuni şi obligaţiuni*

Deşi ambele sunt titluri de valoare, a căror emisiune constituie cea mai importanată formă de finanţare, condiţiile pe care acestea le implică trasează o linie de demarcaţie netă între acţiuni şi obligaţiuni. Să poposim asupra acţiunilor. Aşa cum am văzut şi în exemplul anterior, pentru ca o companie să poată atrage surse de finanţare prin emisiunea unor astfel de titluri de valoare, o primă condiţie este ca respectiva firmă să fie constituită ca *societate pe acţiuni*. Deducem de aici că un S.R.L. nu ar putea niciodată să recurgă la această cale, a emiterii de acţiuni, pentru a se finanţa. În cazul nostru, firma Antibiotice S.A. răspunde acestui prim criteriu. În acest caz, voi, în calitate de studenţi, dacă veţi cumpăra un anumit număr din acţiunile companiei, veţi dobândi contra-cost o anumită valoare. Suma pe care o plătiţi pentru a cumpăra un număr de 500 de acţiuni va fi egală cu 500\* valoarea nominală a fiecărei acţiuni (valoarea care este înscrisă pe fiecare acţiune). În cazul Antibiotice S.A., în care acţiunile au o valoare nominală de 100 Ron, veţi achita 500\*100 lei, adică 50000 lei. Odată cumpărate, aceste acţiuni vă *conferă dreptul de proprietate asupra unei părţi din capitalul firmei*, direct proporţional cu aportul adus la capitalul social al firmei, adică cei 50 de lei.

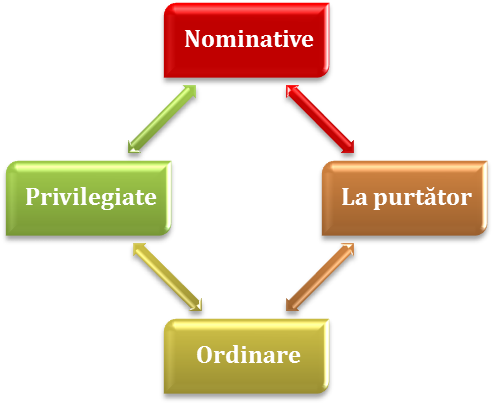
Aşa cum am învăţat, drepturile de proprietate constituie o „regulă a jocului” ce stabileşte atât privilegii, cât şi responsabilităţi. În acest caz, dreptul de proprietate pe care ni-l oferă posesia acţiunilor constă în:

* Dreptul la *o parte din profitul societăţii (dividendul),*aşadar un *venit variabil* ce depinde de rezultatele economico-financiare ale firmei;
* Dreptul de *a participa la vot* la alegerea consiliului de administraţie, respectiv *adoptarea deciziilor* de către adunarea generală a asociaţilor;
* Dreptul de *a fi informat* asupra gestiunii şi situaţiei economico-financiare;
* Dreptul de *a obţine o parte din capitalul firmei*, dacă aceasta este lichidată;
* *Obligaţia de a suporta* inclusiv *pierderile*, atunci când firma obţine rezultate necorespunzătoare.

Varietatea acţiunilor poate fi ilustrată grafic, conform figurii nr. 1

*Dispun de un dividend fix.*

*Au înscris numele deţinătorului şi pot fi transmise unei alte persoane doar prin transcrierea în registrul societăţii emitente.*



*Posesorul este cel care dispune de avantajele pe care acţiunea le conferă. Nu au înscris numele posesorului.*

*Dividendul depinde de dimensiunea profitului societăţii.*

**Figura nr. 1 Tipologia acţiunilor**

După natura contribuţiei, acţiunile pot fi: ***acţiuni în bani*** (sau în numerar) - care sunt dobândite prin cumpărarea efectivă sau prin compensare, prin creşterea capitalului pe seama profitului sau altor surse, precum şi prin combinarea acestor modalităţi; ***acţiuni de aport*** - obţinute pe baza unei contribuţii în bunuri (terenuri, clădiri, investiţii etc.) şi se acordă proporţional cu valoarea acestora. Conform regulamentului de funcţionare a pieţei financiare, *acţiunea nu poate fi niciodată rambursată*.În calitate de posesori a celor 500 de acţiuni, dacă doriţi să intraţi în posesia banilor, nu le puteţi revinde companiei care le-a emis, respectiv Antibiotice S.A, ci va trebui să le vindeţi pe piaţa financiară, la cursul pieţei. În acest context, vom sesiza din nou latura speculativă a caracterului uman, întrucât vom căuta să le vindem la un preţ mai mare decât valoarea lor nominală, pentru a obţine un câştig.

Spre deosebire de acţiuni, obligaţiunile reprezintă titluri de valoare care nu pot fi emise de oricine. De regulă, entităţile care apelează la emisiunea obligaţiunilor pentru a atrage resurse financiare sunt: statul,administraţia centrală şi locală pentru acoperirea deficitelor bugetare, întreprinderile publice, băncile şi, ca excepţie, firmele private pentru a finanţa lucrări importante de investiţii şi sporirea capitalului. Plecând de la acelaşi exemplu al primăriei Iaşi, dacă aceasta se va împrumuta prin emisiunea de obligaţiuni în valoare de 5 milioane €, care vor fi achiziţionate de o bancă comercială, aceasta va trebui să garanteze băncii un venit garantat fix (cuponul), indiferent de situaţia economico-financiară. Din acest punct de vedere, admitem o altă diferenţă dintre acţiuni şi obligaţiuni, aceea că, obligaţiunile garantează un venit fix, pe când acţiunile aduc un venit variabil. Similar acţiunilor, şi obligaţiunile se bucură de o clasificare destul de variată, ce poate fi vizualizată în figura nr.2, după cum urmează:

***Nominale***

***La purtător***

***Ordinare***

***Cu dobândă variabilă***

***Convertibile***

***DUPĂ MĂRIMEA DOBÂNZII***

*Dobânda anuală e stabilită la emisiune.*

*Posesorul primeşte un venit variabil determinat de o dobândă fixă şi o marjă stabilită.*

*O combinaţie între obligaţiune şi acţiune.*

**Figura nr.2. Tipologia obligaţiunilor**

În momentul în care banca se decide să tranzacţioneze obligaţiunile pe piaţa bursieră, valoarea fiecărui titlu (*cursul obligaţiunii*) nu mai *depinde de* rezultatele activităţii emitentului, a primăriei ieşene, ci de *evoluţia ratei dobânzii*. Cu alte cuvinte, cursul obligaţiunii va fi influenţat de toţi acei factori care influenţează rata dobânzii pe piaţa monetară. Cursul obligaţiunii poate fideterminat după relaţia:

**, unde:

C0 - cursul obligaţiunii; C - venitul fix adus de obligaţiune (cuponul); d' - rata dobânzii.

Să presupunem că BRD este banca ce cumpără obligaţiunile în cauză, iar o singură obligaţiune îi aduce băncii un venit garantat de 150 lei. În condiţiile în care rata dobânzii este de 10%, cursul obligaţiunii este: lei.

1. *Componentele pieţei financiare*

Menţionam la debutul capitolului faptul că activele financiare care se tranzacţionează la nivelul pieţei financiare cuprind atât hârtii de valoare pe termen scurt, cât şi cele pe termen lung. În mod inevitabil, cele două dimensiuni nu pot fi suprapuse, întrucât ar exista riscul apariţiei haosului. Din acest punct de vedere, se realizează structurarea pieţei financiare în două componente dominante: *piaţa capitalului pe termen scurt,* respectiv *piaţa capitalului pe termen mijlociu şi lung*, linia de demarcaţie fiind furnizată de factorul timp.

În prima componentă includem relaţiile care se formează prin atragerea şi plasarea fondurilor pe *termen scurt*, *de până la un an*. Ea are un rol deosebit în finanţarea pe termen scurt a activităţii economice. Este*o piaţă interbancară* prin care băncile se împrumută între ele, realizând o funcţie de compensare a excedentului şi deficitului de lichidităţi bancare. Tot această piaţă cuprinde şi operaţiunile cu activele financiare care au scadenţe scurte (cambii, bilete la ordin, bonuri de tezaur, certificate de depozit etc.), precum şi operaţiunile de scontare şi re-scontare a titlurilor de credit, în vederea procurării unor fonduri lichide înaintate de scadenţă. În componenta secundă includem acele relaţii care vizează atragerea de fonduri pe termen mijlociu (1 - 7 ani) şi lung (peste 7 ani).La rândul său, ea este formată din: *piaţa financiară mobiliară* (acţiuni, obligaţiuni şi alte titluri de valoare pe termen lung); *piaţa împrumuturilor pe gaj de titluri pe termen lung* (lombardul) şi *piaţa ipotecară*[[1]](#footnote-2)\*.

Dacă avem în vedere titlurile pe termen lung noi emise, cum ar fi acţiuni sa obligaţiunii, ele vor fi plasate pe aşa numita *piaţă primară, la un preţ de vânzare care poartă numele de curs.* Pe de o parte, emitenţii doresc să mobilizeze resurse, iar pe de altă parte, cei care achiziţionează respectivele titluri doresc să le plaseze pe termen lung. Preţul de vânzare nu trebuie să coincidă neapărat cu valoarea nominală a titlului în cauză. Dacă primăria municipiului Iaşi are nevoie urgentă de o anumită sumă de bani, aceasta poate opta să vândă obligaţiunile emise sub valoarea lor nominală (sub parii), urmând ca răscumpărarea lor să aibă loc la valoarea nominală (al parii). Este important de menţionat că *băncile sunt cele care mijlocesc de cele mai multe ori operaţiunilepe această piaţă primară*. Ele sunt cele care, în schimbul unui comision convenit plasează noile titluri în favoarea emitentului. Prin tranzacţionarea acestor hârtii de valoare emitentul obţine bani lichizi, fapt pentru care, firmele au avantajul de a-şi finanţa proiectele de investiţii, iar statul pe acela de a finanţa deficitul bugetar.

Dacă, avem în vedere tranzacţionarea unor titluri de valoare emise anterior, ele vor fi plasate pe *piaţa financiară secundară.* Aici, *tranzacţiile sunt intermediate* de *bursele de valori.* Cursul hârtiilor de valoare este puternic influenţat de această dată de raportul cerere-ofertă. Raţionând în termeni de cerere şi ofertă, ajunge la concluzia că şi aceste coordonate majore sunt, la rândul lor influenţate de veniturile anterioare generate de respectivele titluri, respectivele perspectivele viitoare, nivelul ratei dobânzii, rata inflaţiei, conjunctura economică, inclusiv aspecte care ţin de climatul social sau politic, intern şi internaţional.

Dacă General Motors are nevoie de fonduri pentru construirea unei hale noi va efectua o emisiune de acţiuni pe piaţa primară. Pentru cumpărător, aceste acţiuni reprezintă o investiţie financiară, el putând ulterior să le tranzacţioneze pe piaţa secundară de capital. Tranzacţiile de pe piaţa secundară nu generează venituri pentru GM, dar faptul că această piaţă există, face ca acţiunile să fie atractive, facilitând investiţiile real economice. Deducem de aici că acţiunile nou emise care nu au atractivitate pe piaţa secundară, nu pot avea succes pe piaţa primară de capital.

1. *Teoria pieţei eficiente de capital*

Trăim într-o lume dominată de asimetria informaţională, fapt pentru care, de foarte multe ori, eficienţa se rezumă la procesarea eficientă a informaţiilor disponibile. Dacă avem în vedere piaţa de capital, semnalele primordiale, informaţiile, sunt codificate în preţurile titlurilor de valoare[[2]](#footnote-3). Cu alte cuvinte, o piaţă de capital eficientă impune ca preţurile practicate să reflecte în totalitate întreaga informaţie disponibilă, relevantă, de altfel, pentru evaluarea titlurilor cotate. Aceasta înseamnă că întreaga informaţie referitoare la emitentul titlurilor trebuie să fie disponibilă pe piaţă, astfel încât investitorii să poată avea acces la ea. Se au în vedere elemente, precum: veniturile, dividendele, creditele istorice, prezente şi estimările viitoare ale acestora, ratele estimate de creştere, nivelul de risc al emitentului, etc. De asemenea sunt importante, cu relevanţă în tendinţele generale de evoluţie a preţului titlurilor, informaţiile cu referire la situaţia economică a ramurii industriale în care activează firma, abilitatea managementului şi chiar starea de sănătate a celui ce controlează activitatea companiei. Informaţia cu referire la titlurile financiare de pe piaţă trebuie să fie accesibilă actanţilor săi la un cost relativ scăzut, iar preţul titlurilor negociabile trebuie să includă întreaga informaţie relevantă ce poate fi obţinută.

Eficienţa pieţei de capital vizează două aspecte nodale:

♦ eficienţa operaţională;

♦ eficienţa alocării.

Prima categorie, cea a *eficienţei operaţionale*, are în vedere accesul ofertanţilor şi utilizatorilor de fonduri la costuri de tranzacţii mici. Acest lucru presupune ca intermediarii existenţi să fie într-o strânsă competiţie, astfel încât preţul serviciilor de intermediere pe piaţa de capital să fie minim. Legat de criteriu secund, acela al *eficienţei de alocare*, acesta se referă la relaţia dintre profit şi risc şi presupune ca preţurile să se stabilească astfel încât titlurile cu acelaşi nivel de risc să ofere acelaşi profit estimat. Într-o piaţă cu eficienţă la alocare, economiile care reprezintă,în fond, resursa ofertei de fonduri, sunt alocate prin investiţii într-un mod optim, astfel încât participanţii la piaţă să profite fiecare în parte.

Pentru ca o piaţă să fie eficientă este necesar ca preţurile să reflecte toate informaţiile relevante,în mod continuu, astfel încât orice nouă informaţie să fie integrată în preţul titlului imediat şi corespunzător cu importanţa ei, atât ca mărime cât şi ca sens. Aceasta înseamnă că atunci când apare o veste bună despre emitent, cei ce nu deţin titlul respectiv pot să-l cumpere la un preţ mai mare, alimentat de previziunile pozitive. Similar, în momentul în care pe o piaţă eficientă apar informaţii nefavorabile despre emitent, deţinătorii de titluri au libertatea de a le vinde la un curs diminuat, cauzat de panica instalată în urma veştii proaste. În general, asta înseamnă că investitorii nu pot să realizeze regulat venituri mai mari decât media pieţei. În condiţii de piaţă eficientă, acest lucru se realizează prin titluri cu risc foarte mare sau prin şansă.

1. *Bursa de valori*

*Bursa de valori* este principala instituţie de intermediere a vânzărilor şi cumpărărilor de titluri financiare pe piaţa secundară. Ea funcţionează după „reguli ale jocului” obligatorii pentru toţi agenţii economici. *Bursele de valori sunt pieţe specializate unde se negociază valute şi orice valori mobiliare sub formă de efecte comerciale, efecte publice sau alte hârtii de valoare, acţiuni, etc., inclusiv metale preţioase*. Aceasta este o piaţă organizată pentru titluri financiare, o piaţă de capital, componentă a aşa-numitei *economii simbolice* (economia financiară). Bursele au apărut şi s‑au dezvoltat în secolul al 18-lea, în strânsă conexiune cu derularea revoluţiei industriale, ca urmare a necesităţii de formare a capitalurilor prin împrumuturi pe termen lung şi au luat amploare odată cu extinderea societăţilor comerciale pe acţiuni. Soluţia a fost identificată în emisiunea de hârtii de valoare. Operaţiunile la bursele de valori s-au intensificat după primul război mondial, mai ales, în cadrul ţărilor industrializate. SUA, Japonia, Marea Britanie reprezintă centre de referinţă la nivel mondial, deţinând circa 75% din capitalizarea bursieră mondială.Obiectul de activitate al burselor de valori s‑a diversificat. Tangenţial acţiunilor şi obligaţiunilor emise de societăţile anonime şi de cele în comandită pe acţiuni, care deţin ponderea majoritară, acestea vizează inclusiv tranzacţionarea unor hârtii de valoare precum: cambii, obligaţiuni emise de stat, bonuri de tezaur, titluri de rentă, diverse alte efecte comerciale şi efecte publice, valute, aur şi alte metale preţioase, bijuterii, perle şi pietre preţioase.

În general, pentru crearea unei burse de valori sunt necesare *trei condiţii*: existenţa în zona respectivă sau în apropiere a unor societăţi anonime de mare anvergură; difuzarea acţiunilor şi obligaţiunilor emise de acestea la un număr mare de acţionari - existenţa acţiunilor numai în mâinile statului sau în cele ale unui număr mic de acţionari face inutil comerţul la bursa de valori legat de vânzarea - cumpărarea acestora; reglementarea activităţii de tranzacţii prin norme legislative, cu rolul de a ocroti libera concurenţă în comerţul de bursă.

Bursele de valori facilitează acumularea capitalurilor necesare finanţării activităţilor economice şi dirijării fluxului acestora spre ramurile economice cele mai rentabile. Acest rol este îndeplinit, mai ales, prin vânzarea - cumpărarea de acţiuni şi obligaţiuni ce aparţin societăţilor pe acţiuni. Pe durata valabilităţii lor, ele pot fi vândute de acţionari unor terţe persoane, iar prin aceasta apar două forme de existenţă a capitalului: *capitalul real*, format din bunuri materiale şi mijloace băneşti şi *capitalul fictiv*, reprezentat de efectele financiare emise pentru constituirea capitalului real. Prin tranzacţiile la care sunt supuse aceste efecte financiare, în timp, valoarea capitalului fictiv se autonomizează de cea a capitalului real. Ele pot avea evoluţii separate şi diferite. Capitalul real se valorifică în procesul de producţie, sporindu‑şi valoarea, pe când cel fictiv îşi modifică valoarea în procesul operaţiunilor de bursă. Situaţia economică a societăţilor emitente este cea care determină evoluţia cursului acţiunilor. În timp ce evoluţia capitalului fictiv este determinată de influenţa operaţiunilor speculative şi de modificarea cursurilor acţiunilor, în funcţie de raportul dintre cerere şi ofertă, evoluţia capitalului real este determinată de rezultatele activităţii economice sau de politica de emisiune a noilor acţiuni şi obligaţiuni.

Pe piaţa bursieră se întâlnesc, prin mijlocirea unor persoane autorizate (brokeri, jobberi), cererea de titluri din partea celor care dispun de capital bănesc cu oferta de titluri din partea deţinătorilor acestora. Cererea şi oferta se transmit prin *ordinele de bursă*în care se prevăd: denumirea titlului (acţiuni ale societăţii X, obligaţiuni provenite din împrumutul Y etc.), natura operaţiunii (vânzare, cumpărare), numărul de titluri, preferinţele de preţ, termenul pentru efectuarea tranzacţiilor etc. Toate ordinele de bursă sunt colectate şi centralizate de către agenţii bursieri, care, pe baza dispoziţiilor ce le conţin, trec la *fixarea cursului (preţului de tranzacţie)* pentru fiecare titlu. Nivelul şi evoluţia cursului sunt influenţate de mai mulţi factori, precum: cererea şi oferta din respectivele titluri, care la rândul lor depind de mărimea anterioară a dividendului şi perspectivele sale de viitor; dinamica preţurilor, rata dobânzii, starea generală a conjuncturii economice interne şi internaţionale, optimismul (pesimismul) întreprinzătorilor etc.

O anumită imagine pentru rentabilitatea achiziţionării unei acţiuni se obţine prin determinarea indicatorului *numărul ani dividend (Nad****)*** pornind de la mărimea dividendului obţinut în perioada anterioară sau dividendul anual previzibil (D), în funcţie de cursul (preţul) la care se achiziţionează acţiunea (C):



Acest indicator arată numărul de ani în care poate fi amortizat preţul plăţii pentru achiziţionarea unei acţiuni prin dividendul realizat sau previzibil. Operaţiunea este mai profitabilă pentru cumpărător, cu cât indicatorul este mai mic. Un factor extrem important asupra cursului titlului de valoare este *rata dobânzii*. Creşterea sa reduce cererea pentru titluri şi determină micşorarea cursului acestora pe piaţa bursieră şi invers. Mărimea dobânzii (D) depinde de mărimea capitalului avansat (C), rata dobânzii (d') şi perioada pentru care se acordă împrumutul (n):



Dacă am deţine o obligaţiune cu un venit anual fix de 10.000 lei, în condiţiile unei rate a dobânzii de 10%, cursul său (Cs) pe piaţa bursiera va fi:

 lei

unde: D – reprezintă, în acest caz, venitul anual garantat la emisiune.

Creşterea ratei dobânzii la 20% determină scăderea cursului obligaţiunii:

 lei

După cum se poate observa, bursa este o instituţie foarte sensibilă la ceea ce se întâmplă în viaţa economică, socială sau politică. Un simplu zvon cu privire la înrăutăţirea condiţiilor de producţie şi desfacere ale unei societăţi atrage după sine scăderea cursului acţiunilor acesteia. Modificările de cursuri devin mult mai puternice în cazul apariţiei unor evenimente neprevăzute, precum războaie, revoluţii, catastrofe naturale etc. Deseori, acestea sunt influenţate şi de manevre necinstite, regizate de principalii acţionari care se coalizează împotriva celor mici. De exemplu, primii lansează zvonul ca o societate pe acţiuni întâmpină dificultăţi financiare. Micii acţionari necunoscând realitatea vor urmări să‑şi vândă acţiunile deţinute la firma respectivă. Drept urmare, oferta de acţiuni creşte, cursul acestora scade, iar marii acţionari vor avea posibilitatea să le cumpere la un preţ cu mult sub valoarea lor nominală. Atunci când se dovedeşte că a fost un simplu zvon, situaţia firmei respective fiind cu totul alta, cererea pentru acţiunile sale începe să crească, antrenând creşterea cursului acestora, moment în care marii acţionari le vor vinde şi îşi vor însuşi profituri consistente.

Fiecare membru al bursei este reprezentat de către *agenţii de bursă* care negociază în numele şi pe contul clientului, corespunzător ordinelor primite de la acesta. În unele ţări (Anglia), pe lângă broker se mai întâlneşte şi dealer denumit şi jobber, care intră în legătură cu comitetul bursei prin intermediul brokerului. Jobberul stabileşte cotaţiile bursei rezultate din jocul cererii şi ofertei şi le înscrie pe panourile bursei, pe baza ordinelor transmise de brokeri. Jobberul poate să încheie şi operaţiuni pe cont propriu. El are posibilitatea să vândă efectele financiare la un curs uşor superior celui la care cumpără, de aici rezultând profitul său. De exemplu, acţiunile unei societăţi pe acţiuni cotează la bursă 250/252 dolari. Aceasta înseamnă că ele se cumpără cu 250 dolari şi se vănd cu 252 dolari. Câştigul jobberului rezultă din diferenţa dintre cursurile de vânzare şi cele de cumpărare, în acest caz de 2 dolari pentru fiecare acţiune şi creşte odată cu volumul tranzacţiilor. Modificarea cursurilor se exprimă în puncte. *Punctul reprezintă subdiviziunea minimă a unităţii monetare în care se exprimă preţul de bursă*.

În cazul burselor de valori *operaţiunile* care au loc pot fi *la vedere şi la termen.* *Operațiunile la vedere* constau în cumpărarea sau vânzarea de efecte financiare cu livrarea şi achitarea la încheierea tranzacţiei, sau în cel mult două zile lucrătoare de la aceasta, la cursul existent pe piaţă. În acest caz, momentul tranzacţiei coincide cu cel al formării cursului şi execuţiei sale.

*Operaţiunile la termen* constau în cumpărarea sau vânzarea de efecte financiare cu livrarea şi achitarea lor la un termen stabilit şi la preţul convenit în momentul încheierii tranzacţiei. În acest caz, momentul încheierii tranzacţiei nu mai coincide cu cel al execuţiei sale. Operaţiunile la termen pot fi *a la hausse şi a labaisse.*.

Diferenţa constă în perspectivele diferite al investitorilor în ceea ce priveşte evoluţia cursului. În cazul operaţiunilor *a la hausse* operatorul *cumpăra* titluri la un curs redus sperând la o creştere a acestuia până la scadenţă. În al doilea caz investitorul *vinde,* anticipând o reducere a preţurilor pe piaţă în momentul executării contractului.

La rândul lor, acestea sunt de două categorii: ferme şi cu primă. *Operaţiunile ferme* presupun executarea contractului prin cedarea efectivă a efectelor financiare şi achitarea preţurilor acestora la termenul convenit. În cazul *operaţiunilor la termen cu primă sau cu caracter opţional*, unul dintre agenţi îşi rezervă dreptul ca la scadenţă să opteze, în schimbul plăţii unei prime stabilite, între a renunţa la contract, ori, în raport de *"tipul"* primei să se declare vânzător, cumpărător sau chiar să dubleze ori să tripleze numărul titlurilor supuse tranzacţiei. Bursele de specialitate în asemenea operaţiuni se numesc burse de opţiuni.

Aceste operaţiuni pot fi clasificate în:

* *Operaţiuni cu primă simplă "a la hausse"* care oferă posibilitatea cumpărătorului de a alege între executarea sau rezilierea contractului, în funcţie de situaţia existentă la termenul de scadenţă. De exemplu: un client, anticipând o urcare a cursului unui titlu cotat cu 100 dolari, cumpără cu primă 100 de titluri la preţul de 105 dolari fiecare, din care 5 dolari reprezintă prima. La scadenţă se pot ivi două posibilităţi: fie titlul a urcat, presupunem la 120 dolari, şi cumpărătorul a realizat un profit potenţial de 15 dolari pe titlu, fie acesta a scăzut la 90 dolari, condiţie în care, în schimbul primei renunţă la contract, suferind o pierdere limitată la 5 dolari pe titlu, în loc de 10 dolari, dacă ar fi fost cumpărător. La un curs constant, el va opta pentru una din variante, pierderea fiind aceeaşi, în ambele cazuri, 5 dolari, (prima depusă);
* *Operaţiuni cu primă compusă "a la baisse"* prin care vânzătorul îşi rezervă dreptul de a alege între executarea sau rezilierea contractului, în funcţie de evoluţia cursului. De exemplu: un agent anticipând o scădere a cursului vinde printr‑un contract la termen cu primă 100 de titluri la cursul de 105 dolari fiecare, din care 5 dolari reprezintă prima. La scadenţă pot exista şi în acest caz două posibilităţi: fie cursul titlului a scăzut, presupunem la 90 dolari şi vânzătorul, executând contractul, a realizat un profit de 10 dolari la fiecare titlu vândut, fie a crescut la 110 dolari, condiţie în care el renunţă la contract, suferind o pierdere limitată la 5 dolari pe titlu, cât reprezintă prima cedată, în loc de 10 dolari. La acelaşi curs îi va fi indiferentă poziţia; chiar dacă vinde sau reziliază contractul, pierderea este tot de 5 dolari (prima depusă).
* *Operaţiuni cu prima dublă sau dublă opţiune*, se caracterizează prin dreptul comerciantului de a se declara, în ziua lichidării, fie vânzător, fie cumpărător, în funcţie de evoluţia cursului. El va fi vânzător când cursul a scăzut (în cazul nostru, la 90 dolari pe titlu) sau cumpărător, atunci când cursul a crescut (la 120 dolari), prima dublă plătită oferindu‑i posibilitatea să aleagă între aceste două variante.
* *Operaţiuni facultative multiple*, prin care una din părţi obţine dreptul de a multiplica (de două, trei ori,etc.) valoarea contractului. Pentru a obţine acest drept, speculatorul *a la hausse* plăteşte un preţ majorat faţă de preţul zilei, iar speculatorul *a la baisse* vinde cu un preţ ceva mai mic decât preţul zilei.

Bursele de valori au un rol deosebit de important în mecanismul de funcţionare a economiei de piaţă:

* Ele reprezintă o *piaţă permanentă a hârtiilor de valoare*, ce oferă posibilitatea transformării operative, într‑un termen scurt, a capitalului real în capital bănesc şi invers, (lichiditate ridicată). Totodată se facilitează acordarea de credite de către bănci, deoarece ele acceptă efectele de comerţ şi alte hârtii de valoare atunci când pot urmări la bursă cotaţiile acestora, pentru ca astfel, să se poate proteja faţa de debitorii incerţi.
* Bursa de valori *se apropie* cel mai mult de unele dintre *cerinţele pieţei cu concurenţă perfectă*: mobilitatea capitalului şi intrarea liberă pe piaţă. Prin bursă capitalul se poate transfera operativ de la o firmă la alta, sau de la o ţară la alta contribuind la orientarea acestuia spre domenii mai profitabile ale activităţii economice.
* Bursa de valori *contribuie la formarea capitalului marilor firme* întrucât favorizează procesul de concentrare a economiilor populaţiei şi acumulărilor firmelor private. Ea are rolul *de releu între surplusul de fonduri neutilizate şi necesităţile economice, transformând economiile în capital*.
* Activitatea bursieră duce la *dezvoltarea concurenţei* dintre firme şi prin aceasta la asanarea economiei de unităţi falimentare sau cu rentabilitate redusă. Investitorii vor evita emiterea de noi acţiuni în ramurile sau unităţile cu capacitate concurenţială slabă.
* Bursa de valori este un *barometru extrem de sensibil al stării economiei*. Indicele bursei dă expresia evoluţiei de ansamblu a pieţei bursiere, şi prin aceasta, a economiei respective. La bursa din Wall Street (New York) se utilizează cunoscutul indice Dow Jones, la bursa din Tokio - indicele Nikkei, la bursa din Londra - indicele Financial Times.

*Indicele de bursă reprezintă,* de regulă, *media aritmetică ponderată a cotaţiilor zilnice de închidere la titlurile de valoare reprezentative*. Evoluţia activităţii bursiere, reflectată de indice, poate să arate o direcţie ascendentă (o piaţă "sub semnul taurului" sau bull market), sau o direcţie descendentă (o piaţă "sub semnul ursului" sau bear market), fiecare din acestea având un ecou rapid în ansamblul vieţii de afaceri. Volumul tranzacţiilor şi evoluţia cursurilor reacţionează brusc, uneori cu anticipaţie, la modificarea conjuncturii economice. Adesea, scăderea bruscă a cursurilor este semnalul declanşării unei crize (a rămas înscrisă în istorie ziua de 29 octombrie 1929, "marţea neagră" a bursei de acţiuni din New York, care a premers declanşării marii crize economice mondiale din 1929 - 1933). Exemplul concret al crizei recente atestă deopotrivă acest aspect.

Alte instituţii semnificative ale pieţei capitalului sunt: comisia hârtiilor de valoare, casele de brokeraj; piaţa OTC sau piaţa extrabursieră.*Comisia hârtiilor de valoare* este o instituţie prin care autorităţile se implică în mod indirect pe piaţa capitalului. Deoarece pe acestă piaţă se emit şi circulă valori mari sub forma hârtiilor de valoare, există riscul lansării unor titluri financiare fără acoperire, cu toate consecinţele ce pot decurge de aici. Pentru a se evita acest lucru, în ţările cu o economie de piaţă, s‑au creat instituţii centrale pentru atestarea acestor valori mobiliare prin: înregistrarea lor şi confirmarea prospectelor de emisiune, atestarea şi urmărirea activităţii brokerilor şi a caselor de brokeraj, controlul activităţii burselor de valori şi aprobarea înfiinţării de noi burse.*Casele de brokeraj* au rolul de a asigura legătura dintre piaţa primară şi cea secundară şi mai departe, pe piaţa secundară, între cei ce vând şi cei ce cumpără titluri de valoare. Instituţia de brokeraj funcționează pe trei nivele: *brokerul* (agentul de bursă) care este o persoană fizică ce practică meseria de mijlocitor în circulaţia hârtiilor de valoare; *asociaţiile de brokeri* care grupează aceste persoane fizice în funcţie de specializarea lor pe anumite categorii de hârtii de valoare şi pe anumite firme ale căror titluri sunt cotate la bursă şi *casa de brokeraj*, respectiv sediul în care brokerul intră în contact cu clienţii săi, primeşte ordinele de cumpărare şi vânzare pe baza cărora acţionează apoi la bursa de valori. Casele de brokeraj au următoarele funcţii: introducerea noilor titluri de valoare pe piaţa primară, efectuarea de tranzacţii pe piaţa secundară a capitalului prin intermediul brokerilor, care acţionează în numele şi pe baza dispoziţiilor primite de la posesorii titlurilor de valoare, efectuarea de tranzacţii pe cont propriu (dealing), când ele operează cu titluri aflate în proprietatea lor, gestionarea portofoliilor clienţilor şi, la cerere, păstrarea în custodie a hârtiilor de valoare, inclusiv acordarea de consultaţii în probleme de investiţii financiare.

*Piaţa OTC (Over The Counter Market*) *sau piaţa extrabursieră* asigură circulaţia hârtiilor de valoare care nu sunt cotate la bursa de valori. În cadrul acestei pieţe, în ţara noastră, un loc special revine pieţei RASDAQ (Romanian Association SecuritysDealers Automatic Quantification). Aceasta funcţionează după principiile bursei de valori, găzduind tranzacţiile hârtiilor de valoare, în special a acţiunilor care nu sunt tranzacţionate pe piaţa bursieră.

1. \*  Ipotecaeste un titlu de valoare care ateståcå o persoanåfizicåsaujuridicå a primit de la o bancåspecializatå o sumå de banipentrucontinuareaorirelansareaafacerilor, sauînaltescopuri, înschimbulgarantåriisumei respective cu o valoareimobiliarå (clådiri, terenuri). [↑](#footnote-ref-2)
2. Fama, Eugene,RandomWalksStock-MarketPrices, *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1. (Jan., 1965), p. 34-105. [↑](#footnote-ref-3)