

**Evaluarea cunoștințelor fundamentale și de
specialitate**

FINANȚE

CAPITOLUL 1. IMPOZITUL CA PRINCIPAL VENIT AL STATULUI

In this world, nothing is certain but death and taxes. Benjamin Franklin (1706-1790)

1.1. Conținutul și rolul impozitelor

Sintetizând pluralitatea definițiilor ce există în literatura de specialitate, consideram că, impozitul reprezintă o formă de prelevare silită la dispoziția statului, fără contraprestație directă, imediată și cu titlu nerestituibil, a unei părți din veniturile sau averea persoanelor fizice și / sau juridice, în vederea acoperirii unor necesități publice.

Această definiție relevă că impozitul are următoarele **caracteristici**:

- a) este o prelevare silită, cu caracter obligatoriu, care se efectuează în numele suveranității statului, având la bază un temei legal;
- b) impozitul nu presupune și o prestație directă (și imediată) din partea statului. Prin aceasta, impozitele se deosebesc în mod esențial de taxe, în cazul cărora există un contraserviciu direct;
- c) prelevările cu titlu de impozit sunt nerestituibile, astfel că nici unul dintre contribuabili nu poate pretinde o plată directă din partea statului, pe baza impozitelor suportate. Prin aceasta, impozitele se deosebesc față de împrumuturile publice, care sunt purtătoare de dobânzi și rambursabile (amortizabile).

Față de cele arătate anterior, în completare, lucrările fiscale moderne, adaugă și alte elemente și caracteristici, legate în primul rând de calitatea de pârghie fiscală pe care impozitele o îndeplinesc din ce în ce mai mult. Această calitate nouă de-a fi o veritabilă pârghie economică - este legată adesea de "armonizarea intereselor publice cu cele individuale". Credem că este mult mai potrivit de-a privi acest aspect mai curând ca un "compromis" între interesele sociale și cele individuale sau de grup, din moment ce armonia este un ideal iar realitatea este, mai întotdeauna un compromis.

Tot aici trebuie menționată și interpretarea lui Maurice Allais, laureat al premiului Nobel pentru economie, conform căreia principiile generale ale fiscalității, într-o societate liberă și democratică ar trebui să fie următoarele:

1. Individualitatea, în sensul că fiscalitatea trebuie să fie unul dintre mijloacele de protejare a deplinei dezvoltări a personalității fiecărui cetățean, corespunzător propriei sale aspirații;
2. Nediscriminarea, prin promovarea unor reguli unitare, valabile pentru toți, astfel ca impozitele să fie stabilite fără discriminări, directe sau indirecte față de unii dintre subiecți sau față de unele grupuri sociale;
3. Impersonalitatea impozitelor principiu ce răspunde cerințelor profunde ale cetățenilor democrațiilor occidentale și presupune renunțarea la așa-zisele impozite sintetice asupra cifrei de afaceri sau asupra capitalului în favoarea impozitelor analitice, așezate asupra fiecărui bun sau asupra fiecărei activități în parte, ele fiind mai puțin ofensatoare decât cele sintetice adresate persoanelor și nu lucrurilor;

4. Neutralitatea impozitelor, în sensul că acestea nu trebuie să modifice alegerile cele mai eficiente ci, dimpotrivă, să fie favorabile unei gestionări cât mai eficiente a economiei.
5. Diferențierea tratamentului fiscal în raport cu legitimitatea veniturilor realizate de plătitori - veniturile lor legitime (meritate) cum ar fi cele provenite din muncă, etc., ar trebui să beneficieze de un tratament fiscal mai favorabil .

Nu de puține ori impozitul este perceput, ca o pedeapsă, ca o amendă. Distincția dintre ele nu apare întotdeauna ca fiind foarte clară și evidentă.

Instituirea și perceperea de către stat a impozitelor determina o importantă redistribuire a produsului intern brut. Prin aceasta, se manifestă rolul impozitelor pe plan financiar , economic și social, rol ce diferă de la o țara la alta.

Se poate spune că în concepția clasică despre impozite, se atribuie impozitului o menire pur financiară, singurul său scop fiind acela de a procura resursele necesare acoperirii cheltuielilor publice. Ca efect impozitul trebuie să fie neutru din punct de vedere economic și social.

În majoritatea țărilor lumii, **rolul cel mai important al impozitelor continuă să se manifestă pe plan financiar**, întrucât cea mai mare parte a resurselor financiare mobilizate de stat pentru acoperirea necesităților publice provin din încasările aferente impozitelor.

De câte ori se vorbește despre impozite, o problemă revine, parcă obsesiv: dacă impozitul este o plată acceptabilă pentru contribuabil. Pe de altă parte, justificare impozitelor este o chestiune intim legată de folosirea lor și de „buna-credință” a guvernului. Un impozit, mărimea lui, apar ca justificate atunci când ele sunt folosite ”corect”, conform intereselor cetățenilor.

În condițiile complexe ale mecanismelor pieței concurențiale și în legătură directă cu încercările statelor moderne de a utiliza impozitele ca mijloc de intervenție în economie, în practica financiară contemporană se remarcă o **anumită accentuare a rolului impozitelor pe plan economic**. În acest cadru, impozitele se folosesc ca pârgחii de politică economică - prin însuși modul concret în care sunt așezate și percepute.

Astfel, impozitele se manifestă ca și instrumente de stimulare sau de frânare a activităților economice, a consumului anumitor mărfuri său / și servicii. Totodată, impozitele pot impulsiona sau îngreădi relațiile comerciale cu exteriorul în ansamblu sau cu anumite țări.

Merită aici, amintită celebra remarcă “impozitul a încetat de a mai fi grăuntele de nisip care să jenez mecanismul pieței, ... , devenind unul dintre regulatoarele și motoarele acestui mecanism. Ca urmare, impozitul are atât rolul alimentării cu fonduri a bugetului statului, cât și pe acela al unui factor de echilibru în economie” (Gabriel Ardant, “Histoire de l’impôt”, Libraire Artheme Fayard, Paris, 1972, pag 136)

Pe **plan social**, rolul impozitelor se manifestă prin utilizarea lor ca instrument al redistribuirii unei părți importante a produsului intern brut. Aceasta redistribuire apare în procesul mobilizării la buget a impozitelor directe și indirecte și impune redistribuirea resurselor bugetare, utilizarea lor, (și) în raport cu criteriile de ordin social. Acest proces are o influență mai mult sau mai puțin intensă asupra comportamentului economic al diverselor categorii de contribuabili.

Efectul major al rolului impozitelor pe plan social îl reprezintă, în ultimă instanță, **creșterea presiunii fiscale globale** în majoritatea țărilor cu economie de piață concurențială și consolidată.

Aceasta sporire a fiscalității este expresia următoarelor **caracteristici ale evoluției impozitelor în perioada contemporană**:

- creșterea mai accentuată a încasărilor statului din impozite față de ritmul creșterii produsului intern brut;
- sporirea absolută și relativă a încasărilor din impozite, ca urmare a creșterii numărului de contribuabili a materiei impozabile, precum și a majorării unor cote de impozit;
- devansarea ritmului de creștere a venitului mediu pe locuitor de către ritmul de creștere al impozitului;

Chiar dacă se constată o creștere „generalizată” a impozitelor, nu trebuie uitat că fenomenul prezintă riscuri majore; de la o creștere „generală” la una excesivă nu este decât un pas, uneori foarte mic.

1.2. Clasificarea impozitelor

Impozitele se practică sub o diversitate de forme, corespunzător pluralității formelor sub care se manifestă materia impozabilă și numărul mare al subiecților în sarcina cărora se instituie. Înțelegerea modului în care impozitul poate fi sau acționează ca o pârghie financiară, depinde în primă instanță, de înțelegerea particularităților și categoriilor noțiunii de impozit. De aceea pentru a putea sesiza cu mai mare ușurință efectele diferitelor categorii de impozite pe plan financiar, economic, social și politic, se impune clasificarea corespunzătoare a acestora, în funcție de criteriile puse la dispoziție de știința finanțelor publice.

Aceste **criterii** sunt următoarele:

1. trăsăturile de fond și de formă ale impozitelor;
2. obiectul asupra cărora se așează;
3. scopul urmărit de stat prin instituirea lor;
4. frecvența perceperii lor la bugetul public;
5. după instituția care le administrează.

1. În **funcție de trăsăturile de fond și de formă**, impozitele sunt directe și indirecte. Acest criteriu poate fi reținut și drept criteriu al incidenței impozitelor asupra subiecților plătitori.

Impozitele directe sunt acelea care se stabilesc nominal, în sarcina unor persoane fizice și / sau juridice, în funcție de veniturile sau averea acestora, fiind încasate la anumite termene precizate cu anticipație. La impozitele de acest tip, subiectul și suportatorul impozitului sunt una și aceeași persoana, cel puțin în intenția legiuitorului. Tocmai de aceea, se spune că impozitele de acest tip au incidență directă asupra subiectului plătitor. Potrivit criteriului ce stă la baza așezării lor, impozitele directe sunt reale și personale.

Impozitele directe reale se mai numesc și obiective sau pe produs, deoarece se așează asupra materiei impozabile brute, fără a ține cont de situația subiectului impozitului. Aceste impozite se stabilesc în legătură cu deținerea unor obiecte materiale cum sunt pământul, clădirile, fabricile, magazinele, precum și asupra capitalului mobilier. În

această categorie se includ: impozitul funciar, impozitul pe clădiri, impozitul asupra activităților industriale, comerciale și profesiilor libere și impozitul pe capitalul mobilier.

Impozitele directe personale se așează asupra veniturilor sau averii, ținându-se cont și de situația personală a subiectului lor, de aceea, ele se mai numesc și impozite subiective.

Impozitele indirecte sunt instituite asupra vânzării unor bunuri, prestării anumitor servicii (la intern sau extern), fiind vărsate la bugetul public de către producători, comercianți sau prestatori de servicii și suportate de către consumatorii bunurilor și serviciilor cumpărate. În funcție de forma lor de manifestare, impozitele indirecte se grupează în: taxe de consumație, monopoluri fiscale și taxe vamale.

2. Având în vedere **obiectul asupra cărora se așează**, impozitele se clasifică în:

- ◇ impozite pe venit;
- ◇ impozite pe avere;
- ◇ impozite pe consum sau pe cheltuieli.

3. În funcție de **scopul urmărit** de stat prin instituirea lor, impozitele se clasifică:

- * impozite financiare, obișnuite;
- * impozite de ordine;

Impozitele financiare, obișnuite, sunt cele instituite de stat în scopul realizării celei mai mari părți a veniturilor bugetului public.

Impozitele de ordine sunt instituite în scopul limitării consumului unor bunuri sau restrângerii unor acțiuni, precum și pentru realizarea unor deziderate ce nu au un preponderent caracter fiscal. Astfel, pentru limitarea alcoolismului și a consumului de tutun statul instituie accize ridicate asupra alcoolului și tutunului. Astfel după cum am arătat, impozitele de ordine încearcă corectarea comportamentului persoanelor fizice și juridice atât prin forța coercitivă, prin suprataxare, dar în mod deosebit prin forța lor de stimulare, prin intermediul scutirilor și al detaxărilor.

4. Corespunzător **frecvenței percepției lor la buget**, impozitele se diferențiază în următoarele categorii:

- ▶ impozite permanente (ordinare);
- ▶ impozite incidentale (extraordinare).

Impozitele ordinare se percep cu regularitate, astfel că ele se înscriu în cadrul fiecărui buget public anual.

Impozitele extraordinare se instituie și se percep în mod excepțional, în legătură cu apariția unor obiecte impozabile ce se deosebesc esențial de cele obișnuite. (cazul supraprofitului de război).

5. Clasificarea impozitelor se realizează și **după instituția care le administrează**. Astfel în statele de tip federal impozitele se delimitează în:

- impozite federale;
- impozite ale statelor, regiunilor sau provinciilor membre ale federației;
- impozite locale.

În statele unitare impozitele se delimitează în:

- * impozite încasate la bugetul administrației centrale de stat;
- * impozite locale.

Un demers practic al clasificărilor noastre ar putea fi:

1. cunoașterea caracteristicilor de bază – minimale – ale oricărui impozit;
2. înțelegerea legăturilor ce există între diferitele categorii evidențiate de cele cinci criterii de clasificare.

1.3. Elementele tehnice ale impozitelor

Modul practic în care un anumit impozit are valențe de pârghie financiară își găsește reflectare în modul în care el este instituit. Pentru a înțelege acest aspect se pune problema cunoașterii elementelor specifice fiecărui impozit, în parte, cunoașterea elementelor tehnice.

Concepția cu privire la un anumit impozit își găsește reflectarea în legea de instituire a acestuia. Mai întâi în aceste legi, în preambulul lor, se motivează, necesitățile care au condus la introducerea noului impozit, funcțiunile pe care acesta le are de îndeplinit. Ulterior, se precizează toate datele tehnice, pe care trebuie să le cunoască atât contribuabilii cât și organele fiscale, pentru ca impozitul să fie corect stabilit și încasat la timp.

Concretizarea și individualizarea fiecărui impozit are o deosebită importanță, atât pentru organele fiscale, cât și pentru contribuabilii în sarcina cărora se instituie.

- ◆ **Subiectul impozitului sau contribuabilul**, este persoana fizică sau juridică obligată prin lege la plata impozitului. De obicei subiectul impozitului este, sau ar trebui să fie, și cel ce suportă plata lui. Dacă această incidență, subiect / suportator se verifică, impozitele respective sunt impozite directe. Uneori însă, această coincidență nu se verifică - cel care suportă efectiv plata, nu coincide cu cel care plătește impozitul. Avem de-a face cu ceea ce se numește incidența indirectă a impozitului. Se poate constata aici și fenomenul de repercusiune fiscală, transmiterea sarcinii fiscale. Rațiunea pentru care contribuabilul este obligat la plata impozitului este faptul că el deține materie impozabilă.
- ◆ **Suportatorul impozitului** - este persoana fizică sau juridică din ale cărei venituri sau avere se suportă efectiv impozitul. Acest element este important în legătură cu distincția fundamentală dintre impozitele directe și cele indirecte, așa după cum explicam la subiectul impozitului.
- ◆ **Materia impozabilă (Obiectul impozitului)** este bunul, venitul sau activitatea pentru care se datorează impozitele directe, precum și vânzarea - cumpărarea, valorificarea sau punerea în circulație a unor produse, bunuri și servicii în cazul impozitelor indirecte. Altfel spus obiectul impozitului poate fi reprezentat de: - veniturile realizate de contribuabili - averea pe care o deține - sau cheltuielile - consumurile pe care le realizează contribuabilii. Materia impozabilă, pentru a fi supusă impunerii, trebuie să fie măsurată și evaluată și de aceea prin lege trebuie precizată în mod expres unitatea de impunere.
- ◆ **Sursa impozitului** - indică din ce anume se plătește impozitul: din venit sau din avere. Este un element mai rar precizat, în mod expres în lege, el fiind de cele mai multe ori subînțeles. Ca sursă a impozitului, veniturile apar sub forma salariului, a profitului, a dividendului sau a rentei, în timp ce averea se prezintă sub forma de

capital sau de bunuri mobile sau imobile. La impozitele pe venit, obiectul coincide în toate cazurile cu sursa.

- ◆ **Unitatea de impunere** - este reprezentată de unitatea în care se exprimă mărimea obiectului impozabil. Aceasta are fie o expresie monetară (cazul impozitelor pe venit) fie diverse expresii fizice naturale (m², hectar, etc.) în cazul impozitelor pe avere.
- ◆ **Cota impozitului** - este mărimea impozitului, stabilită pentru fiecare unitate de impunere. Aceasta poate să fie o sumă fixă sau o cotă procentuală - stabilite proporțional, progresiv sau regresiv în raport cu materia impozabilă sau capacitatea contributiva a subiectului impozitului. Cotele procentuale pot fi proporționale progresive sau regresive.
- ◆ **Asieta fiscală** dă expresie modului de așezare a impozitului și cuprinde totalitatea operațiunilor realizate de organele fiscale pentru identificarea subiecților impozabili, stabilirea mărimii materiei impozabile și a quantumului impozitelor datorate statului.
- ◆ **Termenul de plată** precizează data până la care impozitul trebuie plătit. Acest termen are caracter imperativ, astfel că în cazul nerespectării sale sunt percepute majorări de întârziere. Periodicitatea de încasare a impozitelor este foarte diferită de la un impozit la altul. Influențează în acest sens volumul impozitului datorat, periodicitatea realizării veniturilor - sunt impozite care se încasează zilnic, altele se încasează la intervale regulate de timp (chenzina, luna, trimestru, an) iar altele nu sunt stabilite termene de plata ci momentele în care se achită (ex. la accize, plata se face odată cu cumpărarea mărfii)
- ◆ **Autoritatea și beneficiarul impozitului** - este puterea publică îndreptățită să instituie impozitul la care se adaugă organele care așează și percep în mod efectiv impozitul.
- ◆ **Facilitățile fiscale** - se refera la posibilitatea că actul legal să prevadă unele exonerări pentru anumite categorii de subiecți, unele perioade de scutire, unele reduceri de impozite sau unele restituiri de impozite după caz.
- ◆ **Sancțiunile aplicabile** - au în vedere întărirea responsabilității contribuabililor în ceea ce privește stabilirea corectă a obligațiilor fiscale și plata acestora în favoarea beneficiarului.
- ◆ **Căile de contestație** se refera la posibilitatea pe care o au contribuabilii de a se adresa cu plângeri, întâmpinări sau contestații organelor Ministerului Finanțelor.

1.4. Principiile impunerii

Privire generală. Impunerea reprezintă un complex de măsuri și operații - efectuate în baza legii - care au drept scop final stabilirea impozitului ce revine în sarcina unei anumite persoane fizice sau juridice. La baza politicii fiscale, a impunerii, stau niște reguli ce se cer a fi respectate. Aceste reguli, cu timpul s-au consacrat ca principii și criterii ale impunerii.

Principiile impunerii reprezintă un subiect disputat și controversat, deoarece de la o perioadă la alta, de la o școală economică la alta, de la un autor la altul, termenii cheie și

obiectivele sunt interpretate diferit. „Principiile pot fi interpretate în moduri diferite, ... , în funcție de cum este tratată și înțeleasă contradicția dintre echitate și eficiență”.

Astfel, impunerea are deopotrivă atât o latură de natura de **politică economică**, cât și una de ordin **tehnic** ce privește metode și tehnici utilizate pentru stabilirea mărimii obiectului impozabil și a cuantumului impozitului.

Din punct de vedere al politicii economice, actualmente, prin impunere se urmărește ca fiecare impozit nou introdus, sau existent în practica fiscală, să răspundă cerințelor mai multor principii: principiul de echitate; principiul de politică financiară; principiul de politică economică; principiul social-politic.

1. Principiul echității fiscale. Ideea justiției în materie de impunere a fost întotdeauna acceptată. În timp însă, noțiunea a primit interpretări diferite (chiar divergente), iar practic oricât s-a perfecționat politica fiscală, impozitele n-au reușit să fie absolut echitabile.

Teoretic, echitatea fiscală a fost înfățișată în mod diferit de către diferiții susținători ai școlilor de finanțe. În Evul Mediu, se considera echitabilă existența privilegiilor fiscale pentru nobili, biserică și cler. În Franța, circula chiar aforismul "Nobili servesc regele cu spada, clerul cu rugăciunile iar starea a treia cu banii".

De-a lungul istoriei, noțiunea de echitate, care dă substanță noțiunii de dreptate socială în domeniul impozitelor, a fost interpretată diferit. Timpul a condus la abolirea privilegiilor fiscale, înțelegându-se inechitatea lor.

Considerându-se că impunerea trebuie să fie universală, toți contribuabilii trebuie să plătească impozit și toți să fie tratați fiscal la fel - deci se pretindea o așa-zisa **egalitate în fața impozitelor**.

Egalitatea în fața impozitelor pornește de la ideea mai veche, că serviciile publice sunt în folosul tuturor și de aceea plata lor ar trebui să fie egală pentru toți cetățenii. Cu timpul însă acest principiu a fost încălcat, devenind discutabil, incompatibil cu evoluția și dezvoltarea vieții și gândirii economice. Astfel, în unele țări, anumite venituri, cum sunt cele realizate de pe urma plasamentelor în obligațiuni ale împrumuturilor de stat, nu se supun impunerii. De asemenea, tot o încălcare a principiului echității o constituie și practica de a scuti de impozit partea din veniturile societăților de capital destinată finanțării unor investiții din capital. Ceea ce părea discutabil sau chiar inacceptabil, într-un anumit mod de interpretare al echității fiscale apare însă într-o altă lumină dacă avem în vedere necesitatea obiectivă că impozitul trebuie să devină și o pârgie fiscală.

Astfel egalitatea în fața impozitului a fost înlocuită cu **egalitatea prin impozite**. Acestea din urmă presupune un tratament fiscal diferențiat în funcție de mărimea venitului și averii, de proveniența lor, în raport cu starea socială, cu situația personală a fiecărui plătitor.

Echitatea fiscală nu este înfățișată și ca **echitate aparentă** (sau matematică) respectiv **efectivă** (sau reală). De exemplu, aparent este echitabil ca doi angajați care pentru munca lor primesc același salariu să plătească același impozit pe salariu. Cei doi contribuabili ar fi astfel egali în fața impozitului. În realitate, însă dacă ei au un număr diferit de persoane în întreținere - dacă au o situație socială diferită - capacitatea lor contributivă diferă și de aceea echitatea reală este alta decât cea aparentă. Ei sunt egali din punct de vedere al echității muncii, dar, din punct de vedere al echității fiscale ei ar

trebui tratați diferit. Soluțiile alternative, în realizarea unei echități fiscale reale, în cazul enunțat anterior ar fi:

- diferențierea sarcinilor fiscale, la aceeași materie impozabilă realizată, în funcție de situația socială;
- păstrarea egalității sarcinilor fiscale, dar diferențierea diferitelor ajutoare sociale, în funcție de situația socială.

Se consideră, de către majoritatea specialiștilor, că ultima soluție este cea mai convenabilă, chiar dacă echitatea socială nu se mai realizează prin intermediul impozitelor ci ea este “împinsă” spre domeniul ajutoarelor sociale.

Echitatea fiscală nu este înfățișată și ca echitate pe orizontală respectiv echitate pe verticală.

Echitatea orizontală presupune compararea sarcinii fiscale pentru doi contribuabili ce realizează aceeași mărime de venit, dar din surse diferite. Pornind de aici, interpretările sunt însă diferite. Astfel într-o variantă se consideră echitabilă diferențierea sarcinii fiscale, pe când în cealaltă variantă se consideră echitabilă stabilirea unei sarcini fiscale egale. Fiecare variantă are avantaje și dezavantaje, susținători și adversari. Greu de decis care dintre variante ar fi cea mai echitabilă, cu atât mai mult cu cât o soluție de compromis pare imposibil de găsit. Ne exprimăm opinia că o anumită diferențiere a sarcinilor fiscale în funcție de sursele și de condițiile în care se realizează materia impozabilă este de multe ori justificată. De exemplu, ar părea ca justificată, cel puțin la prima vedere, o anumită diferențiere a sarcinilor fiscale atunci când este vorba de venituri obținute din muncă sau din depuneri bancare sau alte situații similare.

Spre deosebire de varianta precedentă **echitatea pe verticală** presupune compararea impozitelor datorate de două persoane ce realizează venituri de mărime diferită, dar din aceeași sursă. Se considera echitabil, în acest caz, ca cei ce realizează venituri mai mari să plătească impozit (procentual) mai mare.

Pentru a putea fi respectată echitatea în materie de impozite se cer a fi îndeplinite mai multe **condiții**:

- echitatea presupune existența unui minim neimpozabil, adică legiferarea scutirii de impozit a unui venit minim care să permită satisfacerea nevoilor de trai strict necesare. Acest minim trebuie să se justifice din punct de vedere economic - de exemplu la impozitul pe profit, la taxa pe valoarea adăugată s-ar cere ca minimul neimpozabil să-i asigure întreprinzătorului “supraviețuirea”. Minimul neimpozabil este întâlnit numai în cazul impozitelor directe (mai ales la impozitele pe venit) neavând aplicabilitate în domeniul impozitelor indirecte, ceea ce atestă lipsa de echitate a acestor impozite;
- Impunerea trebuie să fie universală, generală, adică toate persoanele fizice sau juridice ce dețin materie impozabilă - venituri dintr-o anumită sursă, care posedă un anumit gen de avere sau fac anumite cheltuieli - trebuie să plătească impozit. Aceasta condiție presupune și inexistența posibilităților de sustragere a unei părți a materiei impozabile de la impunere, altfel spus, impunerea să fie astfel stabilită și realizată încât să se evite evaziunea fiscală;
- sarcina fiscală - absolută și relativă - a fiecărui contribuabil în parte, este necesar să fie stabilită în funcție de puterea contributivă pe care acesta o deține : mărimea venitului sau a averii și sarcinile sociale;

- trebuie asigurată comparabilitatea sarcinii fiscale pe verticală și pe orizontală.

În concluzie, dintre sistemele de impunere cel mai echitabil sistem de impunere pare a fi cel care se bazează pe aplicarea cotelor progresive compuse (pe tranșe). Ar fi însă ireal să se afirme că utilizarea unei anumite progresivități în impunere, chiar dacă aceasta este destul de ridicată, rezolvă de la sine problema echității în acest domeniu. Astfel, legislația fiscală fiind destul de elastică oferă fie “porțițe de evaziune fiscală legală” fie se oferă o serie întreaga de facilități sau chiar privilegii fiscale. Echitatea fiscală impune cerințe firești, dar este doar unul dintre principiile impunerii. Noțiunea de echitate, interpretată strict, poate aduce atingeri grave celorlalte principii, de exemplu principiilor sociale.

2. Principii de politică financiară. În cadrul principiilor de politică financiară se urmărește ca sistemul fiscal, să se caracterizeze prin: randament fiscal ridicat, să fie stabil și elastic, tip și număr de impozite.

Randamentul fiscal, ca orice randament presupune raportarea rezultatelor la efort (sau invers), în cazul nostru raportarea sumelor atrase printr-un impozit la cheltuielile ocazionate. Pentru a se realiza un randament fiscal ridicat trebuie găsit raportul optim între încasările realizate prin intermediul unui impozit și cheltuielile de percepere. Pentru ca încasările să fie mari, trebuie respectate aceleași condiții ca și la echitate: impunere universală, să nu existe evaziune fiscală, iar aparatul fiscal să nu fie costisitor.

Astfel pentru ca un impozit să poată avea un randament fiscal ridicat se cer a fi îndeplinite mai multe condiții:

- ⇒ Impozitul să aibă un caracter universal, adică să fie plătit de toate persoanele (fizice sau juridice) care obțin venituri din aceeași sursă sau posedă același gen de avere. Universalitatea impozitului presupune, în aceeași măsură, ca întreaga materie impozabilă a unei persoane, să fie supusă impunerii.
- ⇒ Pentru eliminarea evaziunii fiscale este necesar să nu existe posibilități de sustragere de la impunere (pe căi legale sau frauduloase) a unei părți din materia impozabilă.
- ⇒ volumul cheltuielilor legate de stabilirea și perceperea impozitelor să fie redus la minimum necesar

Aceste cerințe sunt indiscutabil raționale, dar practic, sunt greu de realizat.

Un impozit poate fi apreciat ca fiind stabil, dacă nu este influențat, într-un sens sau altul, de mutațiile de ordin conjunctural ale economiei - să nu crească în perioadele de prosperitate, respectiv să nu scadă în perioadele de recesiune.

Aceasta înseamnă că randamentul unui impozit considerat stabil nu trebuie să sporească concomitent cu creșterea volumului producției și a veniturilor în perioada de înflorire economică și nici să scadă în perioadele nefavorabile ale ciclului economic. De menționat însă că, practic, în condițiile economice actuale stabilitatea impozitelor este dificil de realizat. În plus, de multa vreme, cerința stabilității a fost corelată cu necesitatea elasticității impozitelor.

În ceea ce privește **elasticitatea impozitului**, aceasta presupune ca impozitul să poată fi adaptat în permanență necesităților de venituri ale bugetului de stat. Un impozit este elastic dacă el poate să fie mărit sau micșorat în funcție de evoluția cheltuielilor

statului sau altfel spus, dacă se înregistrează o creștere a cheltuielilor bugetare este necesar ca impozitele să poată fi majorate corespunzător și invers.

Legat de tipul și numărul impozitelor, se poate spune că, teoretic, s-ar putea folosi unul sau mai multe impozite. Ideea cu privire la utilizarea unui singur impozit, s-a întâlnit atât în perioada capitalismului premonopolist (de exemplu, fiziocrații s-au pronunțat pentru introducerea unui impozit financiar unic, apoi, mai târziu, odată cu dezvoltarea marii industrii au apărut păreri privind instituirea unui impozit unic asupra materiilor prime), cât și în condițiile capitalismului contemporan.

Astfel, industriașul francez M.Schuller a sugerat ideea unui singur impozit asupra energiei, care să se substituie tuturor impozitelor de tip declarativ (bazate pe declarația contribuabililor). Acest impozit conceput a fi perceput pe unele produse (hidrocarburi, electricitate, cărbuni), se considera că ar evita cheltuielile de încălzire pe care le presupun celelalte impozite și ar suprima fraudele. Totodată, se considera că un astfel de impozit ar merge în întimpinarea progresului tehnic, deoarece cantitatea de energie consumată crește pe măsura ce se dezvoltă industria.

George Bernard propune un sistem de impozite concretizat într-un impozit anual direct, cu rate variabile, asupra valorii reale a capitalului fizic și asupra bunurilor de consum durabile. După părerea lui, acest impozit prezintă o serie de avantaje, cum sunt: posibilitatea unui control public; problemele capitalului fizic sunt mult mai bine studiate; ratele impozitului pe ramuri pot fi ajustate în funcție de unele criterii economice, sociale, politice, tehnologice, ecologice; sistemul de impozitare este mai ieftin.

În elaborarea acestei propuneri, autorul ei a avut în vedere faptul că toate impozitele existente în prezent sunt în final reflectate în prețuri, apreciind că nu este eficient să se stabilească impozit pe venit. Totodată, se considera că prin introducerea acestui impozit veniturile publice nu vor mai fi colectate pe baza fluxurilor monetare, ci pe baza mijloacelor productive (adică orice mijloc care face mai productivă activitatea omului). Cu alte cuvinte impunerea bazată în special pe factorul muncă ar fi, după părerea sa, inadecvată, considerând că este mai eficient și mai just ca ea să se bazeze pe munca trecută, pe factorul capital.

De menționat că, practic, idei de genul celor de mai sus n-au fost transpuse în viață, iar statele folosesc un număr mai mare sau mai mic de impozite în funcție de condițiile economice, politice și sociale existente în fiecare țară.

Practicarea unui singur impozit este apreciată de către majoritatea specialiștilor din țările capitaliste contemporane ca fiind irealizabilă și ineficientă. În acest sens se considera că un singur impozit stabilit pe baza puterii contributive a plătitorilor ar conduce la multe nemulțumiri, la accentuarea tendințelor evazioniste și de repercusiune a sarcinilor în seama altora.

Cu toate cele arătate, se considera de majoritatea specialiștilor că pluralitatea impozitelor este soluția momentan cea mai corespunzătoare, cu atât mai mult cu cât impozitul este activizat ca pârgie fiscală și fiecare obiect impozabil trebuie tratat într-un mod specific.

În concluzie, se poate afirma că un sistem fiscal poate fi apreciat numai prin prisma tuturor consecințelor sale pe plan economico-social și nu doar în funcție de tipul și numărul impozitelor.

Aprecieri privind consecințele și implicațiile de ordin economico-social ale unui sistem fiscal pot fi făcute urmărind aspecte, cum sunt: ce obiect are impunerea; veniturile (averea), cheltuielile sau amândouă; ce fel de cote de impozit se folosesc: fixe, proporționale, progresive sau regresive; ale căror clase și paturi sociale sunt veniturile (averea) și din consumul căror clase sau paturi sociale fac parte bunurile sau serviciile supuse impunerii; în ce măsura poate apărea sau nu, în unele cazuri, o dubla impunere, iar în altele o sustragere de la impunere a veniturilor sau averii, etc.

3. Principii de politică economică. De foarte multă vreme impozitul a devenit o veritabilă pârghie economică și de aceea prin introducerea unui nou impozit, statul urmărește deseori nu numai procurarea veniturilor necesare acoperirii cheltuielilor publice, ci și exercitarea unei anumite influențe în ceea ce privește impulsivitatea dezvoltării unor ramuri sau subramuri economice, stimularea ori reducerea producției sau consumului unor mărfuri, extinderea sau dimpotrivă, restrângerea relațiilor comerciale cu străinătatea.

Încurajarea sau descurajarea dezvoltării unei ramuri sau subramuri economice poate fi efectuată de către stat prin suprataxare sau reducere de impozite în mai multe variante cum ar fi: stabilirea unor taxe vamale ridicate la importul mărfurilor de același fel din alte țări; reducerea sau scutirea de impozite indirecte a mărfurilor autohtone; micșorarea impozitelor directe stabilite în sarcina producătorilor și comercianților autohtoni; facilitatea amortizării accelerate a capitalului fix, ceea ce conduce la reducerea profitului impozabil al societăților de capital din ramura respectivă și la posibilitatea înlocuirii rapide a acestuia.

Tot în acest sens acționează și acordarea de subvenții de la bugetul statului întreprinderilor care își desfășoară activitatea într-o anumită ramură sau subramură economică. Desigur soluția acordării de subvenții nu este una foarte simplă, deoarece aceasta are ca sursă, de regulă impozitele încasate de stat. Altfel spus, încurajăm pe de-o parte, descurajăm pe de alta.

Un alt caz este când impozitele sunt frecvent folosite în țările capitaliste pentru a influența comportamentul producătorilor agricoli în ceea ce privește producția obținută și veniturile realizate: un impozit stabilit în funcție de venitul mediu (prezumat) la hectarul de teren poate stimula interesul producătorilor să obțină o producție sporită la hectar și cu costuri mai mici, știind că pentru venitul suplimentar astfel obținut nu datorează impozit suplimentar.

Pentru a influența creșterea consumului anumitor mărfuri, statul procedează la micșorarea sau chiar la renunțarea la impozitele indirecte care se percep la vânzarea acestora. Dacă, dimpotrivă, se urmărește reducerea consumului, atunci se recurge la majorarea cotelor de impozit aplicat la vânzarea mărfii respective.

În vederea extinderii relațiilor comerciale cu străinătatea, statul apelează la încurajarea exportului prin restituirea parțială sau integrală a impozitelor achitate de exportatori pentru mărfurile vândute în afară. În această direcție poate acționa, de asemenea, reducerea taxelor vamale percepute la importul mărfurilor provenite din diferite țări.

În condițiile în care economiile naționale sunt confruntate cu crize economice, șomaj, inflație, la care s-a adăugat și criza energiei și a materiilor prime, impozitele sunt folosite, concomitent cu alte instrumente, în încercarea de redresare a situației

economice. Astfel, pentru stimularea investițiilor particulare se procedează la reducerea impozitului aferent venitului investit, de exemplu, în mașini, utilaje și alte echipamente.

Toate cele arătate anterior sunt modalități și cazuri în care impozitul este și trebuie să aibă calitatea de pârghie financiară.

4. Principii social – politice. Politica fiscală promovată de stat vizează, în mod frecvent, și realizarea unor obiective social-politice. Aceste principii cer ca în impunere să se țină seama de situația personală – socială - a plătitorului. Este cunoscută, de exemplu, practica acordării unor facilități fiscale persoanelor cu venituri reduse și celor care întrețin un anumit număr de copii și bătrâni.

Impozitele sunt folosite, de asemenea, pentru limitarea consumului unor produse care au consecințe dăunătoare asupra sănătății (tutun, băuturi alcoolice). Există și țări în care, pentru a se influența creșterea natalității se practică un impozit special asupra celibatarilor și persoanelor căsătorite fără copii.

Trebuie aici precizat că uneori politica fiscală este marcată și de interese pur politice: în perioada alegerilor, cei de la putere încearcă să atenueze (sau să promită reducerea ei) fiscalitatea sau să acorde privilegii și facilități fiscale unor categorii de contribuabili. După alegeri, se constată că situația economică, fiscală este cea cunoscută de fapt și în perioada alegerilor și trebuind să-și reconsidere poziția uită promisiunile electorale și impozitele cresc din nou.

Aici am putea adăuga însă ca promisiunile electorale, nu numai că de foarte multe ori nu sunt îndeplinite, ci chiar mai mult,

Capitolul 2. CAPITALUL ÎNTREPRINDERII ȘI PROCESUL INVESTIȚIONAL

2.1. Conținutul și structura capitalului

Capitalurile se formează la înființarea întreprinderii, se modifică prin creșterea sau diminuarea lor pe parcursul desfășurării de activități și se lichidează la încetarea existenței întreprinderii.

În funcție de proveniență și apartenență capitalurile întreprinderii pot fi:

1. capitaluri proprii;
2. capitaluri împrumutate.

1. Capitalurile proprii se formează din contribuții externe și contribuții interne. Contribuțiile externe cuprind aportul proprietarilor și, eventual, unele aporturi ale statului, ale altor colectivități și organisme specializate. Contribuțiile interne sunt resurse care se degajă, de regulă, din capacitatea de autofinanțare a întreprinderii.

Potrivit legislației actuale, în sfera capitalurilor proprii intră:

- capitalul social;
- rezervele asimilate capitalurilor;
- fonduri, provizioane și rezultate asimilate capitalurilor.

2. Capitalurile împrumutate se formează când întreprinderea își epuizează resursele proprii și recurg la îndatorare. Îndatorarea întreprinderilor se poate realiza pe termen mediu și lung, precum și pe termen scurt.

Finanțarea prin îndatorarea pe termen mediu și lung se face prin:

- creditul bancar pe termen mediu și lung;

- creditul obligatar.

Creditul bancar pe termen mediu și lung se solicită de întreprindere și se acordă de către băncile comerciale pe bază de programe bine definite, pe termene variabile.

Creditul obligatar reprezintă un împrumut pe termen lung prin emisiunea de titluri de credit. Instrumentul principal de realizare a creditului obligatar îl constituie obligațiunile.

Însumând capitalul propriu cu împrumuturile /datoriile/ pe termen mediu și lung se obține **capitalul permanent**.

Orice întreprindere, în afara nevoilor suplimentare pe termen mediu și lung de capitaluri, are nevoie și de resurse temporare pentru finanțare pe durate mai mici de un an. Nevoile temporare de capitaluri sunt generate, nu atât de procesul de producție cât, mai ales, de plasamentele în credit comercial oferit clienților sau de modul de gestionare a trezoreriei.

Împrumuturile pe termen scurt iau forma fie a creditului de furnizor, fie a creditului bancar pe termen scurt.

Creditul - furnizor ia naștere în momentul în care o întreprindere primește valorile materiale de la furnizor fără ca acesta să pretindă plata imediat.

Creditele bancare pe termen scurt sunt împrumuturi bazate pe creanțe comerciale sau credite de trezorerie acordate pentru nevoi vremelnice.

Însumând capitalul permanent cu datoriile pe termen scurt se obține **capitalul total** al întreprinderii.

În gestiunea financiară a întreprinderii, o problemă de un interes deosebit o reprezintă structura financiară, adică raportul optim dintre capitalurile împrumutate pe de o parte, și capitalul propriu, pe de altă parte. Structura financiară a întreprinderii este optimă atunci când se realizează un nivel cât mai ridicat de rentabilitate.

2.1.1. Capitalul propriu

Capitalul social

Crearea capitalului social

Capitalul social constituie un element al patrimoniului întreprinderii și este dat de totalitatea sumelor puse la dispoziție în mod permanent, de către proprietari sau asociați, sub formă de aport. Aportul asociaților în bani constituie modalitatea cea mai răspândită de creare a capitalului social. În mod practic, capitalul social exprimă sumele afectate definitiv funcționării societăților comerciale.

Capitalul social al societăților comerciale este reprezentat de **acțiuni**. Acțiunile sunt titluri de participare, sau înscrisuri tipărite de valoare egală, prin care se atestă dreptul de proprietate al posesorilor din capitalul social, în limita sumei înscrisă pe titlu, conferindu-i deținătorului dreptul de asociat. Deoarece capitalul social trebuie să fie subscris de către mai multe persoane, el este divizat în fracțiuni egale, pentru a permite fiecăruia să subscrie potrivit mijloacelor de care dispune sau potrivit dorințelor sale. Acțiunile pot face obiectul operațiilor de bursă, fiind cotate în funcție de cerere și ofertă.

Împărțind capitalul social la numărul acțiunilor sau părților sociale se află valoarea nominală a unei acțiuni sau părți sociale.

Potrivit Legii contabilității nr. 82/1991, capitalul social este egal cu valoarea nominală a acțiunilor sau părților sociale, respectiv cu valoarea aportului, în numerar sau în natură, a rezervelor încorporate și a profitului repartizat pentru majorarea capitalului, sau a altor operațiuni care conduc la modificarea acestuia. Prin aceste precizări se pun în evidență contribuțiile, externe și cele interne, la formarea capitalului social.

Acțiunile pot fi nominative și la purtător. Acțiunile nominative au înscrise numele deținătorului și se pot transmite altei persoane numai prin transcrierea tranzacției într-un registru la societatea emitentă. Acțiunile la purtător nu poartă nici un nume și se pot transmite fără nici o formalitate, altei persoane.

Acțiunea dă dreptul posesorului să primească la sfârșitul anului (după depunerea bilanțului), o cotă parte din profitul net al întreprinderii, numită **dividend**. Nivelul dividendelor depinde atât de mărimea profitului net al întreprinderii cât și de hotărârea adunării generale a acționarilor în ceea ce privește politica dividendelor. Pe considerentul că dividendul nu este o mărime fixă, acțiunile mai poartă și denumirea de titluri cu venit variabil.

Acționarul fiind proprietarul acțiunilor și prin această calitate proprietarul unei părți din capitalul social poate să vândă titlurile respective. Observăm că deși acțiunile circulă de la un proprietar la altul, întreprinderea își desfășoară activitatea în mod normal și continuă să existe fără să fie afectată de schimbările produse prin vânzarea-cumpărarea acțiunilor. Fluxurile se derulează pe considerentul că acționarul nu este proprietar al patrimoniului întreprinderii.

În timp, ca urmare a unui complex de factori, prețul acțiunii poate oscila în jurul valorii nominale, sumă vărsată de către primul acționar la subscrierea capitalului social. Fiind tranzacționate la bursă, prin prisma raportului dintre cerere și ofertă, se stabilește zilnic prețul acțiunii, numit **curs**.

Acțiunile având o circulație aparte față de rotația capitalului real și datorită variațiilor de curs pot determina transferuri masive de capitaluri de la un proprietar la altul. În acest context, un acționar oarecare își vinde acțiunile fie pentru a-și disponibiliza capitalul în scopul reinvestirii în alte afaceri, fie în scop de speculă. Deținătorii de lichidități își cumpără acțiuni când estimează că prețul (cursul) acestora a atins nivelul minim, în scopul de a le revinde în momentul în care pe piață titlurile au atins cursul maxim.

Capitalul social al unei societăți comerciale este stabilit în mod obligatoriu prin contractul de societate și/sau statutul societății, iar orice modificare produsă în mărimea lui implică o schimbare corespunzătoare a acestor acte. Detalii privind statutul societăților comerciale, contractul de societate precum și alte aspecte legate de capitalul social sunt reglementate prin acte legislative.¹

La constituire, capitalul social este diferit ca mărime în funcție de tipul de societate comercială și anume: societate în nume colectiv; societate în comandită simplă; societate în comandită pe acțiuni; societate pe acțiuni; societate cu răspundere limitată.

¹ Legea 31/1990 privind societățile comerciale, în Monitorul Oficial nr. 126-127/1990 și completările ulterioare.

În timp, capitalul social poate suferi modificări prin majorare sau diminuare cu influențe corespunzătoare asupra patrimoniului întreprinderii.

Modificarea capitalului social

Dezvoltarea întreprinderilor prin expansiune sau modernizare, precum și acoperirea unor pierderi rezultate din activități de exploatare sau operațiuni financiare, necesită capitaluri suplimentare. Aceste nevoi suplimentare se pot acoperi prin majorarea capitalului social, operațiune realizată prin:

- aporturi noi în numerar și/sau în natură;
- încorporarea de rezerve sau altor resurse proprii;
- conversiunea obligațiilor, inclusiv a unor datorii ale întreprinderii;
- plata dividendelor în acțiuni sau conversiunea părților de fondator în acțiuni;
- fuziunea.

Sporirea capitalului social în numerar este o operațiune de finanțare directă deoarece întreprinderea procură noi lichidități. Aportul în natură, în mod practic, constituie o operațiune indirectă de finanțare.

Creșterile de capital prin aporturi noi în numerar se pot realiza prin două modalități, și anume:

- subscrierea de acțiuni suplimentare numai de către acționarii vechi, caz în care se procedează la o creștere a valorii nominale a acțiunilor deja existente. Această variantă se înfăptuiește, de regulă, cu greutate întrucât nu toți acționarii consimt să-și aducă aportul lor la majorarea de capital.

- emisiunea de noi acțiuni la care să poată subscrie atât vechii acționari cât și alții noi. Modalitatea în cauză este mai des practică deoarece elimină neajunsurile variantei precedente și ocrotește, în același timp, acționarii vechi.

Acțiunile emise pentru majorarea capitalului social se oferă, prin subscriere, în primul rând, acționarilor existenți în proporție cu numărul acțiunilor pe care le posedă deja, cu obligația ca aceștia să-și exercite dreptul de preferință într-un termen stabilit de adunarea generală. După expirarea acestui termen, dacă acționarii vechi nu și-au exprimat opțiunea, acțiunile vor putea fi subscribe public.

Pentru a majora capitalul, întreprinderea va trebui să emită un număr de acțiuni noi (N_{An}) egal cu raportul dintre creșterea capitalului social (ΔC_s) și valoarea de emisiune (prețul) a unei acțiuni noi (V_{En}), adică:

$$N_{An} = \frac{\Delta C_s}{V_{En}}$$

Emisiunea de acțiuni noi presupune două alternative: emisiunea la valoarea nominală a vechilor acțiuni și emisiunea la o valoare majorată, în funcție de valoarea bursieră a acțiunilor vechi.

Creșterea de capital prin emisiunea de acțiuni determină un efect de “diluare” a rentabilității acțiunilor întreprinderii prin împărțirea profitului net la un număr mai mare de titluri. În acest context, subscrierea de capitaluri suplimentare prin cumpărarea de acțiuni noi implică atribuirea unor **drepturi de subscriere** către acționarii vechi, ca o compensare a efectului de diluare a valorii capitalului lor.

Dreptul de subscriere la creșterea capitalului este un titlu de valoare negociabil. Deci, el poate fi vândut către noii acționari care doresc să subscrie la capitalul întreprinderii.

Cumpărătorul, pentru procurarea unei acțiuni noi, trebuie să dispună sau să achiziționeze un număr de drepturi de subscriere egal cu raportul dintre numărul total al acțiunii vechi (N_{Av}) și numărul de acțiuni noi (N_{An}), adică N_{Av}/N_{An} .

Valoarea de emisiune a unei acțiuni noi, pentru a fi atractivă, se stabilește la o mărime apropiată de valoarea de piață a acțiunilor vechi (V_{Pv}). Pentru a limita efectul de diluare, valoarea de emisiune nu poate coborî prea mult sub valoarea de piață, motiv pentru care variază între două limite: valoarea nominală (V_{Nv}) și valoarea de piață (V_{Pv}) a acțiunilor vechi. Deci putem scrie că:

$$V_{Nv} \leq V_{En} \leq V_{Pv}$$

O valoare de emisiune mai mică decât valoarea nominală nu se practică, iar o valoare de emisiune mai mare decât valoarea de piață îndepărtează cumpărătorii de acțiuni. Diferența dintre valoarea de emisiune și valoarea nominală reprezintă **prima de emisiune**. Ea se folosește pentru acoperirea cheltuielilor ocazionate de emisiunea și vânzarea acțiunilor noi, iar diferența se înscrie ca rezervă în pasivul bilanțului.

Ținând seama de aceste restricții, valoarea de piață a acțiunilor (V_P) vechi și noi se calculează în funcție de valoarea de piață a acțiunilor vechi și valoarea de emisiune a acțiunilor noi, după relația:

$$V_P = \frac{N_{Av} \cdot V_{Pv} + N_{An} \cdot V_{En}}{N_{Av} + N_{An}}$$

Teoretic, diferența dintre valoarea de piață înainte de creșterea de capital și valoarea de piață după creșterea de capital este egală cu dreptul de subscriere (D_S), adică:

$$D_S = V_{Pv} - V_P = V_{Pv} - \frac{N_{Av} \cdot V_{Pv} + N_{An} \cdot V_{En}}{N_{Av} + N_{An}}$$

În mod practic, dreptul de subscriere reprezintă pierderea de valoare a acțiunii vechi cu care trebuie recompensat deținătorul acesteia pentru a nu fi afectat de majorarea capitalului social. Acționarul vechi care nu acceptă subscrierea la creșterea capitalului vinde la bursă drepturile de subscriere, atașate, sub forma unui cupon negociabil, fiecărei acțiuni vechi pe care o deține. Prin vânzare, acționarul vechi încasează o sumă egală cu efectul de diluare sau pierderea de valoare a acțiunilor sale.

În acest caz, un acționar nou, pentru a intra în posesia de acțiuni, va plăti societății emitente valoarea de emisiune și va cumpăra de la un acționar vechi un număr de drepturi de subscriere ($n D_S$) egal cu raportul dintre numărul total de acțiuni vechi și numărul total de acțiuni noi, potrivit relației:

$$nD_S = \frac{N_{Av}}{N_{An}}$$

Acțiunile noi dau o serie de drepturi vechilor acționari, între care și cel preferențial de subscriere, deoarece împreună cu fondatorii societății au susținut eforturile acesteia

și au suportat pierderile anterioare. De asemenea, întreprinderea constituindu-și unele rezerve în timpul exercițiilor precedente la care noii acționari nu și-au adus contribuția, apare un motiv în plus pentru asigurarea dreptului preferențial al acționarilor vechi.

▪ Majorarea de capital prin încorporarea rezervelor constituie o operațiune fără fluxuri monetare, în sensul că nu aduce disponibilități bănești suplimentare. Încorporarea rezervelor în capitalul social se face, fie prin emisiunea de acțiuni suplimentare care se repartizează gratuit acționarilor existenți în proporția participării lor la constituirea capitalului social, fie prin creșterea valorii nominale a acțiunilor existente. Acest procedeu nu conduce la modificarea structurii capitalului întreprinderii și nici la schimbarea echilibrului financiar.

Majorarea capitalului social, ca urmare a încorporării rezervelor prin mărirea valorii nominale a acțiunilor existente nu schimbă numărul acțiunilor și, în consecință, dreptul fiecărui acționar asupra capitalului social rămâne același. Totodată, prețul (cursul) acțiunilor la bursă nu ar trebui să se modifice deoarece dividendul pe o acțiune, indiferent de valoarea ei, rămâne același.

Creșterea capitalului social ca urmare a încorporării rezervelor prin emisiunea de acțiuni suplimentare și distribuirea lor gratuită are drept consecință diminuarea părții pe care fiecare acțiune o deține în fondurile proprii ale întreprinderii. În acest caz, creșterea numărului acțiunilor conduce la o scădere a cursului acestora la bursă.

▪ Sporirea capitalului prin conversiunea obligațiilor inclusiv a unor datorii ale întreprinderii, presupune convertirea titlurilor de credit în cauză sau a datoriilor ajunse la scadență, în acțiuni. Operațiunea se realizează de regulă, prin emisiunea de noi acțiuni. Convertirea titlurilor de credit și a unor datorii în acțiuni nu este o operațiune directă de finanțare deoarece se realizează transformarea unei datorii în capital **neexigibil** fără să aducă lichidități suplimentare. Produce în schimb, modificări în structura financiară a întreprinderii.

▪ Majorarea capitalului social prin plata dividendelor în acțiuni sau conversiunea părților de fondator în acțiuni, se face cu aprobarea adunării generale a acționarilor prin creșterea valorii nominale a acțiunilor, de regulă, și mai rar prin emisiunea de noi acțiuni.

▪ Fuziunea conduce la majorarea capitalului social prin absorbirea unei societăți comerciale de către altă societate care subzistă singură.

Capitalul social al întreprinderii poate să fie și micșorat. Asemenea operațiune are loc atunci când aportul acționarilor se diminuează prin răscumpărarea acțiunilor sau prin scăderea pierderilor din capital.

Rezervele de capital și destinația lor

Rezervele constituie o componentă a capitalurilor proprii ale întreprinderii. Spre deosebire de capitalul social, rezervele nu sunt generatoare de dividende.

Rezervele de capital, după modul de constituire pot fi:

- rezerve legale;
- rezerve statutare;
- alte rezerve .

Rezervele **legale** sunt reglementate prin legi specifice. Așa de exemplu, Fondul de rezervă constituit la nivelul fiecărei întreprinderi este reglementat prin Legea

31/1990 și legea bugetară anuală. Cu alte cuvinte, legislația nu numai că nu interzice, dar obligă întreprinderile să-și constituie astfel de rezerve.

Fondul de rezervă, prevăzut de lege, se constituie în procent de până la 5% din profitul brut, dar nu mai mult de 20% din capitalul social al societăților comerciale și regiilor autonome, respectiv 25% din capitalul social al societăților comerciale cu capital integral sau parțial străin. Fondul de rezervă legal mai este alimentat și din excedentul obținut din vânzarea acțiunilor la un curs mai mare decât valoarea lor nominală, dacă acest excedent nu este întrebuințat la plata cheltuielilor de emisiune, precum și din excedentul rezultat din reevaluarea stocurilor.

Rezervele **statutare** se formează în măsura în care sunt prevăzute în statutul societăților comerciale și sunt în concordanță cu permisibilitatea legislației în materie. În general, aceste rezerve se constituie din profitul net sau pe seama costurilor și privesc rezervele pentru: reparații, indemnizații de concediu, finanțarea operațiilor în perioada de garanție, reduceri de prețuri, urmărirea debitorilor pentru cumpărări de mărfuri cu plata în rate etc. Unele din rezerve le întâlnim sub titulatura de fonduri.

Alte rezerve se constituie din reevaluări și, în mod facultativ, fie din profitul net al întreprinderii, fie din alte resurse.

Rezervele de capital sunt rezultatul exercițiului de exploatare al întreprinderii, al operațiilor ce se derulează în întreprindere și în afara ei.

Rezervele se folosesc pentru acoperirea pierderilor înregistrate în unele exerciții financiare, precum și pentru integrare în capitalul social. În cazul în care timp îndelungat rezerva legală nu se consumă, ea poate fi încorporată în capitalul social, situație în care se vor emite acțiuni suplimentare ce vor fi repartizate gratuit acționarilor existenți. Pe măsura consumării rezervelor, reîncep prelevările pentru refacerea lor.

Tipuri de fonduri, provizioane și rezultate – Modalități de constituire și folosire

Alături de capitalul social și rezerve, întreprinderile dispun de anumite fonduri și provizioane care se folosesc la finanțarea permanentă. Mărimea lor, în constituire și dimensionare, este prevăzută fie de legea anuală a bugetului de stat, fie prin legi specifice, fie prin statutul societății sau bugetul propriu de venituri și cheltuieli.

În sfera fondurilor precizate prin legislație, intră:

- fondul de participare la profit;
- fondul de cercetare-dezvoltare;
- fondul de premiere;
- fondul pentru acțiuni social-culturale;
- fondul creșterii surselor proprii de finanțare;
- fondul de investiții;
- alte fonduri.

• Fondul de participare la profit, se constituie în scopul stimulării și cointeresării materiale a salariaților la bunul mers al activităților întreprinderii. Se constituie din profitul net în cotă aprobată de adunarea generală a acționarilor, după închiderea exercițiului financiar. La întreprinderile cu capital de stat constituirea fondului de participare la profit se face într-o cotă de 10%, iar la firmele cu capital privat constituirea lui este facultativă. Fondul de participare la profit se utilizează pentru acordarea de prime salariaților în timpul sau la sfârșitul anului.

- Fondul de cercetare-dezvoltare, se formează pe seama costurilor de exploatare și a profitului brut. Titlul fondului sugerează și destinația lui principală: finanțarea cercetării fundamentale și aplicative cu scopul dezvoltării întreprinderii.

- Fondul de premiere, se poate constitui cu sumele incluse în cheltuieli, prevăzute în contractul colectiv de muncă, în limita fondului de salarii admisibil. Se folosește pentru premiarea salariaților.

- Fondul pentru acțiuni social-culturale, are ca principală sursă de alimentare sumele incluse în cheltuieli. Legislația în vigoare /legea 36/1994/ prevede aplicarea lunară a cotei de 1,5% asupra fondului de salarii realizat. De asemenea acest fond mai este alimentat cu: contribuțiile salariaților pentru tratament balnear și de odihnă; sumele pentru întreținerea copiilor în grădinițe; ajutoare; sponsorizări; subvenții de la bugetul public. Sumele colectate în fondul pentru acțiuni social-culturale se utilizează pentru finanțarea: cheltuielilor privind costul biletelor de tratament și odihnă; cheltuielilor de regie și hrană pentru creșe și grădinițe; cheltuielilor de regie la cantină; întreținerilor și reparațiilor la căminele pentru tineret; cheltuielilor culturale; cheltuielilor sportive; alte cheltuieli.

- Fondul creșterii surselor proprii de finanțare, numit și fondul de finanțare a activelor circulante, se constituie din profitul net cu scopul suplimentării capitalurilor destinate finanțării activelor circulante. În mod practic folosirea acestor sume conduce la creșterea Fondului de rulment net, sursă permanentă de finanțare a activelor circulante.

- Fondul de investiții, se folosește pentru constituirea unei surse destinate finanțării investițiilor din alte operațiuni cum sunt: sume rezultate din valorificarea materialelor obținute din dezmembrarea activelor fixe scoase din funcțiune; sume încasate din vânzarea activelor fixe; sume încasate din vânzarea activelor. Sumele de mai sus sunt diminuate cu cheltuielile făcute pentru operațiile respective. De asemenea, acest fond se mai alimentează cu sumele repartizate din profitul net realizat în exercițiul curent și sumele reținute în cursul anului din impozitul pe profitul datorat pentru sumele folosite din profitul net la investițiile productive. Fondul de investiții se folosește în plasamente pe termen lung, adică plata furnizorilor de imobilizări.

- Alte fonduri, sunt specifice unor întreprinderi din anumite ramuri cum ar fi: fondul pentru organizarea șantierului; fondul baracamentelor și amenajărilor provizorii; fondul de rezervă din prime pentru asigurări de viață; fonduri speciale cooperăției de consum și meșteșugărești etc.

Provizioanele sunt elemente ale capitalurilor proprii constituite în baza unor prevederi legale pentru acoperirea unor pierderi probabile. În mod practic, provizioanele reglementate reprezintă rezerve pentru activitatea viitoare și au un pronunțat caracter fiscal.

La nivelul întreprinderii se pot constitui următoarele tipuri de provizioane:

- provizioane pentru riscuri și cheltuieli;
- provizioane pentru deprecierea stocurilor și producției în curs;
- provizioane pentru deprecierea creanțelor;
- alte provizioane.

Provizioanele pentru riscuri și cheltuieli sunt rezerve constituite pe seama cheltuielilor de exploatare și financiare care se folosesc pentru acoperirea pierderilor sau a cheltuielilor viitoare care la data încheierii exercițiului financiar sunt posibile și

sigure, dar nedeterminate. Asemenea provizioane se constituie pentru: litigii; garanții acordate clienților; cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții; pierderi din schimb valutar, alte riscuri și cheltuieli. Nivelul provizioanelor se menține pe toată perioada în care riscurile și cheltuielile sunt posibile, fiind ajustate în funcție de factorii care intervin. Rezervele în cauză se folosesc în momentul în care riscul sau cheltuiala în cauză s-a produs.

Provizioanele pentru deprecierea stocurilor și producției în curs se constituie pentru acoperirea pierderilor cauzate de creșterea prețurilor la stocurile de materii prime și materiale, producție în curs de fabricație, produse finite, mărfuri, ambalaje etc. Aceste rezerve se constituie în cazul în care valoarea de inventar stabilită prin inventariere este mai mică decât valoarea contabilă a elementelor patrimoniale respective și au rolul de a acoperi riscurile conjuncturale în măsura în care acestea vor avea loc în exercițiile viitoare.

Provizioanele pentru deprecierea creanțelor sunt rezerve care se constituie atunci când apar creanțe neîncasate în termen și prezintă riscul de a nu fi recuperate integral sau parțial ca urmare a insolvenței sau falimentului acestora.

Alte provizioane se constituie pentru activele imobilizate, ca urmare a practicării normelor accelerate în procesul amortizării, sau pentru deprecierea titlurilor de plasament ca urmare a fluctuației cursurilor de pe piața financiară.

Rezultatele activităților privesc rezultatul raportat și rezultatul exercițiului

Toate fondurile, provizioanele și rezultatele exercițiului constituite în calitatea lor de resurse, reprezintă, incontestabil, capitaluri la dispoziția întreprinderii. Acestea, indiferent de destinația specială a lor, atâta timp cât nu a apărut nevoia pentru care s-au constituit, se folosesc împreună cu capitalul social la finanțarea activelor întreprinderii. Pe aceste considerente, adăugând capitalului social: rezervele, fondurile, provizioanele și rezultatele exercițiului se formează **capitalul propriu**.

2.1.2. Capitalul împrumutat

Capitalul împrumutat pe termen mediu și lung

Pe parcursul activității, iar în unele situații chiar din primul moment, întreprinderile își completează capitalul propriu cu împrumuturi pe termen mediu și lung. Solicitarea și folosirea unor asemenea împrumuturi sunt determinate de nevoi suplimentare permanente ce depășesc limitele capitalului propriu.

Datorită faptului că asemenea capitaluri împrumutate se află timp foarte îndelungat în circuitul întreprinderii, ele constituie împreună cu capitalurile proprii, așa numitele capitaluri permanente.

Această formă de îndatorare se realizează prin:

1. creditul bancar pe termen mediu și lung;
2. creditul obligatar.

Creditul bancar pe termen mediu și lung

Creditul bancar pe termen mediu și lung, reprezintă un împrumut care se obține de la o bancă comercială și care trebuie rambursat într-o perioadă mai mare de un an. În

mod obișnuit, asemenea credite sunt negociate direct între cei care le solicită și bancă sau, în unele situații, o altă instituție financiară.

Perioada pentru care se acordă aceste împrumuturi variază în cazul creditului pe termen mediu între 1 și 5 ani iar a creditului pe termen lung peste 5 ani.

Creditul pe termen mediu și lung prezintă unele avantaje față de creditul obligatar și anume:

- rapiditate în acordare. Deoarece solicitantul negociază limita creditului direct cu cei care îl acordă, documentele legate de obținerea împrumutului sunt minime, ca atare, decizia de acordare se ia în termenul cel mai scurt.

- flexibilitate viitoare. În cazul schimbării condițiilor economice avute în vedere la data acordării creditului bancar, întreprinderea poate solicita modificarea condițiilor contractuale iar banca, în mod tacit, poate conveni asupra schimbărilor cerute.

- costuri reduse. Costurile creditului fiind date, de regulă de dobândă, pe perioada acordării creditului, rata dobânzii poate să fie variabilă sau fixă. Indiferent de formă, nivelul dobânzii pentru creditul bancar pe termen mediu și lung este mai mic decât în cazul creditului obligatar, acesta din urmă fiind mai costisitor.

În prezent unele bănci comerciale acordă credite pe termen mediu și lung în cadrul unor programe de finanțare aflate sub supravegherea diferitelor ministere. Așa de exemplu există programe de finanțare pe termen mediu și lung derulate prin Ministerul Muncii și Protecției Sociale în vederea finanțării firmelor mici și mijlocii din domeniul producției cu condiția angajării de șomeri (la fiecare șomer angajat se acordă 10 milioane lei împrumut). Pentru asemenea credite rata dobânzii se stabilește la jumătate din rata de refinanțare a Băncii Naționale.

De asemenea, unele credite pe termen mediu și lung s-au acordat, în special, pentru întreprinderile agricole, cu dobândă subvenționată. Aceste împrumuturi au fost restrictive și contractul de credite a avut clauze ferme și penalizatoare.

Creditul obligatar

Creditul obligatar se obține prin emisiunea de titluri de credit, în principal de obligațiuni. Obligațiunea este un înscris care exprimă împrumutul contractat de o persoană juridică pentru o sumă și durată determinate, cu persoana care l-a subscris.

Împrumuturile pe bază de obligațiuni sunt o formă deosebită a creditului pe termen mediu și lung, caracterizându-se prin emisiunea publică de titluri negociabile. În acest caz, fiecare obligațiune reprezintă o fracțiune a datoriei contractate de către întreprindere.

Odată cu lansarea împrumutului prin subscripție întreprinderea este obligată să publice un prospect de emisiune care să cuprindă informații capabile să asigure pe viitorii creditori că întreprinderea este solvabilă. Prospectul conține informații cu privire la mărimea capitalului social și a rezervelor, situația patrimoniului social potrivit bilanțului aprobat, suma împrumutului obligatar, numărul obligațiunilor care urmează să fie emise precum și acelor care au mai fost emise, valoarea nominală a obligațiunilor, durata împrumutului, rata dobânzii precum și sarcinile care grevează imobilele societății.

Orice tip de obligațiune se caracterizează prin:

- valoarea nominală, care servește drept bază de calcul a dobânzii;

- rata dobânzii care, de regulă, este fixă, motiv pentru care înscrisurile se mai numesc și valori cu venit fix;

- prețul de emisiune care reprezintă suma plătită de investitor pentru a cumpăra o obligațiune și care poate să fie mai mare (cu primă de emisiune), egal sau mai mic decât valoarea nominală;

- prețul de rambursare este prețul pe care întreprinderea îl plătește la scadența deținătorului de obligațiune și care poate să fie egal sau mai mare (cu primă de rambursare) decât valoarea nominală a obligațiunii;

- modalitatea de rambursare a împrumutului care se referă la: rambursarea prin amortismente constante; rambursare prin anuități constante; rambursare la scadență.

În ceea ce privește procedeul de rambursare, acesta poate fi prin răscumpărare la bursă (când cursul este avantajos pentru întreprindere) și prin tragere la sorți.

Întreprinderea emitentă poate să-și reducă datoria, răscumpărând la bursă, în anumite situații, obligațiuni la un preț ce poate fi inferior valorii de rambursare.

Persoanele care acordă împrumuturi sub formă de obligațiuni, spre deosebire de acționarii care sunt coproprietari, nu posedă decât un drept de creanță asupra întreprinderii. Drepturile juridice legate de obligațiuni sunt identice.

Potrivit legislației (Legea 31/1990), o societate pe acțiuni poate emite obligațiuni la purtător sau nominative, pentru o sumă globală care să nu depășească $\frac{3}{4}$ din capitalul social existent. În același timp, se prevede și un prag de valori a obligațiunii individuale.

Deținătorul obligațiunii poate păstra înscrisul până la scadență și să încaseze anual dobânda. În cazul în care are nevoie de capital lichid pentru a-l reinvesti în afaceri, deținătorul poate vinde obligațiunile la bursă la un preț (curs) mai mare sau mai mic decât valoarea nominală, în funcție de perspectivele întreprinderii. Vânzarea obligațiunilor la bursă și schimbarea prin acest transfer a proprietarilor nu afectează cu nimic activitatea întreprinderii emitente care achită dobânda la sfârșitul anului celor ce prezintă înscrisurile.

În practica economiei de piață se pot utiliza mai multe tipuri de obligațiuni și anume:

- obligațiuni simple sau clasice, se caracterizează prin număr, durată, rata dobânzii, valoare nominală, prețul de emisiune și condițiile de amortizare. Dobânda se plătește anual pe baza unui cupon care se detașează de la obligațiune. Prețul de emisiune fiind inferior valorii nominale, diferența sporește dobânda reală deoarece aceasta se calculează asupra valorii nominale și nu asupra prețului de emisiune. Rambursarea obligațiunilor are loc la termene stabilite în momentul lansării împrumutului potrivit unui tabel de amortizare;

- obligațiuni cu dobânzi variabile, reprezintă titluri de credit pe termen mediu a căror dobândă este revizuită periodic (trimestrial sau semestrial), în funcție de nivelul dobânzii de bază la care se adaugă o marjă care constituie elementul negociabil. Prezintă avantajul că riscul se împarte între debitor și creditor;

- obligațiunile convertibile în acțiuni, se caracterizează prin dreptul pe care îl dau deținătorilor de a-și transforma creanțele, după amortizare, în acțiuni. Operațiunea se poate face în cadrul unei anumite perioade iar rata dobânzii este mai mică decât la obligațiunile simple. Odată cu emisiunea se stabilește și proporția de conversiune, adică raportul dintre acțiuni și obligațiuni convertibile;

- obligațiuni cu bonuri de subscripție la acțiuni, conferă deținătorului dreptul de a subscrie la acțiunile pe care le va emite întreprinderea în viitor, la un anumit preț și în condițiile prevăzute în contractul de emisiune. În astfel de cazuri acționarii societății vor renunța la dreptul lor preferențial de a subscrie la noile acțiuni în favoarea creditorilor care prezintă asemenea bonuri. Bonurile, ca anexă a obligațiunilor vor fi negociate separat la bursă, fiind în felul acesta cotate pe piața financiară. Și la aceste obligațiuni, rata dobânzii este mai mică decât la cele clasice;

- obligațiuni cu cupon zero, sunt obligațiunile fără dobândă dar cu primă de rambursare. Prima de rambursare este dată de diferența dintre prețul de emisiune foarte mic și valoarea nominală a obligațiunii, care se rambursează la scadență. În final, venitul realizat echivalează cu o anumită dobândă anuală capitalizată pe toată durata împrumutului;

- obligațiuni riscante, se emit în cazuri de fuziuni, preluări și restructurări de întreprinderi. Presupun un risc ridicat, motiv pentru care rata dobânzii este mai mare decât în cazul bonurilor de tezaur;

- obligațiuni perpetue, caracterizate prin aceea că titlurile nu au stabilită scadență pentru rambursarea împrumutului. În acest caz, emitentul nu-și asumă obligația de rambursare, schimbarea deținătorului efectuându-se la bursă. S-au dovedit atractive prin practicarea unei rate a dobânzii mai mare decât la obligațiunile clasice. Prin folosirea acestor tipuri de obligațiuni împrumutul are un caracter permanent și ca urmare dispare diferența dintre capitalul propriu și capitalul împrumutat.

În situația unor împrumuturi internaționale se emit așa numitele euro-obligațiuni. La asemenea titluri apelează societățile comerciale multinaționale. Euro-obligațiunile nu sunt legate de o anumită piață, particularitate ce le conferă un circuit internațional.

Capitalul împrumutat pe termen scurt

Ca urmare a insuficienței capitalului permanent, pe parcursul ciclului de exploatare întreprinderea își completează nevoia de capitaluri cu împrumuturi pe termen scurt. Capitalul împrumutat pe termen scurt poate să provină din:

- creditul comercial acordat de furnizori;
- creditul bancar pe termen scurt.

Creditul comercial acordat de furnizori, numit și credit de furnizori, apare ca urmare a existenței între partenerii de afaceri a unor înțelegeri sau contracte referitoare la condițiile de livrare, termenele și modalitățile de plată. Existența unei distanțe în timp între momentul livrării produselor și momentul plății, generează la cumpărător existența unor capitaluri care îmbracă formă materială sau bănească și pe care acesta le folosește fără costuri.

Creditul bancar pe termen scurt este destinat acoperirii nevoilor temporare de funcționare ale întreprinderii. El se poate acorda sub formă de:

- creanțe comerciale;
- credite de trezorerie.

Creanțele comerciale se acordă sub formă de titluri de credit prin instrumente specifice, cum ar fi: biletul de ordin, cambia și cecul. Aceste înscrisuri sunt cunoscute și

sub denumirea de efecte de comerț. Cu ajutorul lor, întreprinderea primește credit dar poate și acorda, la rândul ei, astfel de credit.

Creditele de trezorerie sunt acordate întreprinderii pe termen de până la un an de zile, iar rata dobânzii este variabilă pe durata de angajare a creditului.

După negocierea creditului de trezorerie, înțelegerea dintre client și bancă se concretizează prin semnarea unui contract de credit. Acesta cuprinde: suma împrumutată; rata dobânzii; scadențarul cu sumele aferente; garanțiile aduse pentru obținerea creditului; alte condiții.

Față de creditarea pe termen mediu și lung, creditarea bancară pe termen scurt prezintă unele avantaje legate de costurile mai reduse și flexibilitate în acordare și garantare. Problematika creditului pe termen scurt fiind legată de gestiunea activelor circulante, urmează să fie aprofundată în capitolul privind finanțarea acestora.

2.2. Forme de materializare a capitalului întreprinderii

Capitalul total al întreprinderii, urmărit pe surse de proveniență, este reflectat în pasivul bilanțului. Odată procurat, capitalul este utilizat prin plasamente pe termen lung și scurt în așa numitele active.

Plasamentele de capital pe termen lung se materializează în active imobilizate, iar plasamentele pe termen scurt în active circulante.

Elementele structurale ale activelor imobilizate, având o durată îndelungată de imobilizare a capitalului, își recuperează valoarea de intrare în mod diferit, după cum este vorba de active imobilizate amortizabile sau active imobilizate neamortizabile.

Activele imobilizate amortizabile - corporale și necorporale - cuprind: construcțiile, amenajarea de terenuri, alte active imobilizate, precum și cheltuielile de constituire, de cercetare și dezvoltare, fondul comercial etc.

Activele imobilizate neamortizabile se referă la titluri de participare și creanțe legate de participații. O întreprindere poate avea interese în desfășurarea activității altor întreprinderi. În acest context, calea principală de participare la luarea deciziilor în întreprinderile vizate o reprezintă cumpărarea de titluri de proprietate și participarea la formarea capitalului lor social. Recuperarea capitalului imobilizat se face, în acest caz, prin vânzarea titlurilor pe piața financiară și nicidecum prin amortizare.

Activele circulante cuprind plasamentele de capital făcute pe durate de timp, de regulă mai mici de un an. Ele sunt ușor transformabile în disponibilități bănești care se pot folosi fie pentru onorarea obligațiilor scadente, fie pentru efectuarea de noi plasamente în stocuri materiale sau chiar în active imobilizate.

Activele circulante se deosebesc între ele atât după natura și permanența lor în circuit cât și după rapiditatea transformării lor în lichidități. În funcție de aceste caracteristici, activele circulante se pot structura în:

- valori de exploatare, determinate nemijlocit de ciclul de exploatare, în sfera cărora intră stocurile de materiale pentru producție; stocurile de producție în curs de fabricație; și stocurile de produse finite. Aceste tipuri de stocuri reprezintă partea relativ constantă, stabilă, a activelor circulante;

- valori realizabile, caracterizate prin transformarea lor în lichidități în termen scurt. Se includ aici, creanțele rezultate din creditul comercial și portofoliul de titluri de valoare achiziționate pentru speculații la bursă;

- disponibilități bănești (lichidități), reflectate în: soldurile conturilor deschise la bancă; sumele existente în casierie; precum și în alte valori.

2.3. Costul capitalului întreprinderii

2.3.1. Considerații privind costul capitalului

Într-o economie de piață folosirea unor resurse diferite de capital implică anumite costuri, de regulă, proporționale cu valoarea (prețul lor). Ca urmare, din punct de vedere financiar sursele de formare a capitalului trebuie structurate de așa manieră încât să ofere informațiile necesare atragerii și folosirii capitalului, care presupun costurile cele mai reduse.

Determinarea mărimii costului capitalului constituie o problemă majoră în managementul întreprinderii, cel puțin pe considerentele că:

- asigură o creștere a eficienței activităților prin folosirea de capitaluri ieftine;
- permite maximizarea valorii întreprinderii prin minimizarea costurilor tuturor intrărilor de capital;
- oferă informații cu privire la alegerea unei structuri financiare optime, adică a raportului optim dintre capitalurile împrumutate și capitalurile proprii;
- contribuie la finanțarea unor decizii financiare legate de: leasing, mărimea necesarului fondului de rulment, rambursarea creditului obligatar, etc.

Sursele proprii de capital (acțiunile) trebuie remunerate, (de regulă, prin plata de dividende) și ca atare, ceea ce constituie venit pentru acționari, reprezintă cheltuială pentru întreprindere. De asemenea, sursa capitalurilor împrumutate fiind variată, costurile de procurare sunt diferite prin nivelul dobânzilor sau veniturilor fixe practicate. Uneori, chiar și în cazul în care întreprinderea dispune, la un moment dat, de lichidități care urmează să fie fructificate în afara întreprinderii cu o anumită rată de venit, această rată poate fi considerată ca și cost de oportunitate a capitalului.

Costul de oportunitate este dat de valoarea producției care s-ar obține folosind un anumit capital, în altă activitate decât cea de referință. Exprimă de fapt, costul șansei pierdute.

Practic, costul capitalului este dat de rata de capitalizare cerută de investitorii de capital fie că sunt acționari, fie că sunt creanțieri. Altfel spus, costul capitalului este exprimat prin efortul financiar pe care trebuie să-l facă întreprinderea pentru achiziționarea capitalului necesar realizării obiectivului de activitate. Deci veniturile obținute pentru investitorii de capital, exprimate prin rentabilitatea cerută pentru a-și plasa capitalurile, reprezintă costurile capitalului achiziționat. Acest cost al capitalului constituie randamentul minim obținut de investitori în măsură să garanteze deținătorilor de lichidități (acționari, creditori) un câștig comparabil cu cel pe care l-ar putea obține pe piață în aceeași clasă de risc.

În altă ordine de idei, capitalul fiind un factor de producție înseamnă că, la fel ca ceilalți factori, și acesta are un cost. În final, costul utilităților create este dat de suma costurilor tuturor factorilor participanți în activitățile desfășurate.

Pasivul bilanțului grupând capitalurile întreprinderii, după sursa de proveniență, în capitaluri proprii și capitaluri împrumutate, impune o cercetare a costurilor acestora potrivit grupării respective.

2.3.2. Costul capitalului propriu

Finanțarea activităților desfășurate în întreprindere se face și pe seama capitalurilor proprii care își au costul lor de finanțare.

Costul capitalului propriu este egal cu rata de capitalizare pretinsă de acționari. Această rată de capitalizare corespunde ratei de randament minimă, care impulsionează furnizorul de capital să cumpere acțiuni iar pe acționar să renunțe la vânzare. Rata de randament este influențată de mărimea dividendului sperat, care la rândul lui depinde atât de mărimea profitului anual cât și de hotărârea adunării generale a acționarilor cu privire la repartizarea profitului net.

Costul capitalurilor proprii, privit ca o speranță de remunerare a acționarilor, exprimă în parte, valoarea de piață a întreprinderii. Înseamnă că, fluxurile nete de trezorerie degajate pe parcursul exercițiului anual servește în fapt, la remunerarea investitorilor de capitaluri. Creditorii având prioritate în a fi remunerați cu dobânda convenită, acționarii vor fi remunerați după regula „restului”, cu diferența pozitivă rămasă dintre fluxurile nete de trezorerie și dobânzile plătite, adică profitul net. Acest fapt determină o variabilitate mare a valorii capitalurilor proprii care, într-o anumită măsură, se propagă asupra valorii întreprinderii.

În situația în care fluxurile de trezorerie nete sunt egale sau mai mici decât dobânzile care trebuiesc plătite creditorilor, atunci aportul capitalurilor proprii este zero. Pe măsura creșterii profitului net crește și valoarea întreprinderii.

Costul capitalului propriu poate să fie privit și prin prisma costului explicit și a costului implicit. Costul explicit presupune un flux monetar de ieșire care, de fapt, îl ocazionează toate aporturile de capital din afara întreprinderii (acțiunile cu dividende iar împrumuturile cu dobândă). Costul implicit sau costul de oportunitate nu comportă fluxuri monetare de ieșire (plăți) ci presupune formarea unor resurse de finanțare care se folosesc imediat (profitul, rezervele, diferite fonduri). Astfel de capitaluri proprii apar ca fiind „gratuite” însă, practic, ele au un cost întrucât aparțin acționarilor și dacă ar fi date acestora s-ar putea plasa cu remunerație.

Ca regulă generală, teoria financiară modernă acceptă remunerarea capitalurilor proprii la o rată a pieții egală cu rata dobânzii fără risc, plus o primă de risc.

Rata dobânzii fără risc este dată de dobânda minimă pe care ar putea-o primi acționarii dacă și-ar investi capitalurile în plasamente fără nici un risc (de exemplu în titluri de stat). Prima de risc asigură o majorare a rentabilității cerută de acționari, prin care să se compenseze riscul asumat de aceștia când s-au hotărât să investească lichiditățile în acțiuni.

Costul capitalului propriu ține cont de randamentul acțiunilor și creșterea previzibilă a dividendelor. Aceasta înseamnă că valoarea actuală a acțiunilor este egală cu valoarea fluxurilor de lichiditate (ieșiri) pe care deținătorii de acțiuni o vor primi în viitor (valoarea actualizată a remunerației) plus valoarea finală a acțiunilor când acestea se vând.

Dacă perioada de păstrare a acțiunilor este lungă, adică acționarii nu consideră oportun să le vândă, fluxurile de lichidități aferente acțiunilor sunt formate exclusiv din dividende. În acest caz, valoarea actualizată a acțiunilor prezintă o importanță mai mică, în schimb deținătorii de acțiuni au șansa de a beneficia de creșterea economică a întreprinderii și, astfel, să obțină creșteri de dividende de la un an la altul.

Pentru evaluarea cât mai corectă a acțiunilor influențate de caracterul probabilistic al veniturilor viitoare, s-au construit diferite modele. Modelul economiștilor Gordon și Shapiro s-a bucurat de o utilizare largă³

Acest model de evaluare a acțiunilor se bazează pe actualizarea dividendelor, fără a se ține seama de risc într-o manieră explicită. Constituie, de fapt, o variantă simplificată a modelului valorii actualizate, potrivit căruia valoarea unei acțiuni este egală cu valoarea actualizată a fluxurilor de lichidități viitoare pe care le generează în dividende și prețul (cursul) de vânzare.

Prețul acțiunii în momentul „t” (0,1,2,...,n) este prețul actualizat format din fluxurile viitoare actualizate concretizate în dividende și prețul acțiunilor vândute, care se exprimă prin relația:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{V_1}{1+r}$$

în care:

V_0 = valoarea inițială a acțiunilor;

D_1 = dividende la momentul t_0 ;

V_1 = valoarea acțiunilor în momentul t_0 ;

r = rata rentabilității cerută de investitori

Prețul acțiunilor în momentul t_1 devine:

$$V_1 = \frac{D_2}{1+r} + \frac{V_2}{1+r}$$

Înlocuind pe V_1 în relația de mai sus obținem

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{D_1}{1+r} + \frac{\frac{D_2}{1+r} + \frac{V_2}{1+r}}{1+r} = \frac{D_1}{1+r} + \left(\frac{D_2}{1+r} + \frac{V_2}{1+r} \right) \frac{1}{1+r} = \\ &= \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{V_2}{(1+r)^2} \end{aligned}$$

Generalizând, relația devine:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

sau

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

³ Gordon Mi, Shapiro E, Capital Equipment Analyses: the Required Rate of Profit: Management Science, vol 3/1956

Întrucât în expresia $\frac{V_n}{(1+r)^n}$ numitorul crește continuu, valoarea expresiei tinde spre zero.

În cazul în care perioada deținerii titlurilor în portofoliu este lungă, adică deținătorul nu are în vedere vânzarea previzibilă a titlurilor, valoarea actualizată a unui titlu se stabilește exclusiv pe baza fluxurilor de lichidități anuale pozitive, neglijându-se valoarea reziduală a cărei scumpire este imprevizibilă. Astfel, relația de mai sus devine:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

Potrivit relației, valoarea prezentă a unei acțiuni comune este dată de suma tuturor plăților viitoare de dividende actualizate indiferent de orizontul investiției. Estimarea dividendelor fiind greu de îndeplinit, în practică se consideră o rată constantă de creștere a dividendelor g (unde $g < r$), și atunci putem scrie:

$$D_i = D_0(1+g)^i$$

Înlocuind valoarea lui D_i în relația de mai sus, avem:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g)^i}{(1+r)^i} = D_0 \sum_{i=1}^n \frac{(1+g)^i}{(1+r)^i}$$

Rezolvând ecuația pentru determinarea lui „ r ”, în final se ajunge la formula:

$$V_0 = \frac{D_1}{r-g};$$

$$\text{de unde: } r = \frac{D_1}{V_0} + g$$

Această metodă de estimare a costului acțiunilor comune se numește și metoda actualizării fluxului de numerar.

Costul capitalului propriu privește și profitul nedistribuit, precum și acțiunile nou emise.

Profitul nedistribuit, componentă a capitalului propriu, are un cost dimensionat la nivelul ratei venitului cerut de investiții pentru acțiunile comune. Acest cost se bazează pe argumentul că dacă întreprinderea poate reinvesti profiturile în cauză la o rată superioară celei cerute de investitori, atunci averea acționarilor va crește. Deci, costul profitului nedistribuit este același cu cel al capitalului obținut din acțiuni comune.

Costul acțiunilor nou emise este mai mare decât costul profiturilor nedistribuite cu cheltuielile privind emisiunea și vânzarea acestora. Pentru calculul costului capitalului obținut prin emisiunea de noi acțiuni comune se folosește formula:

$$r = \frac{D_1}{V_0(1-E)} + g$$

unde:

E - costul procentual al emisiunii de noi acțiuni.

În concluzie, modelul Gordon-Shapiro de evaluare a capitalului propriu exprimă legătura dintre cursul bursier al acțiunilor întreprinderii, pe de o parte, și profit, respectiv politica de repartizare a profitului, pe de altă parte. Alte tratamente de analiză

financiară fac distincție între valoarea de creștere a titlurilor și valoarea de randament, în funcție de care se distribuie profit, apoi se calculează costul capitalului propriu.

2.3.3 Costul capitalului împrumutat

Întreprinderile își completează resursele de finanțare prin intermediul capitalurilor împrumutate care se concretizează în credite bancare și împrumuturile obligatate. Ambele forme ale datorii trebuie compensate de către întreprindere prin plata de dobânzi și acoperirea altor cheltuieli financiare.

Costul împrumutului este dat de diferența dintre sumele primite cu titlu de împrumut, pe de o parte, și vărsămintele făcute pentru rambursările periodice, plata remunerației și a altor cheltuieli financiare aferente capitalului împrumutat, pe de altă parte.

Costul real al împrumutului se calculează în funcție de operațiunile pe care le presupune și menționate prin cheltuielile contractuale. Astfel, pentru un credit clasic, fără comisioane diverse, fără primă de emisiune sau rambursare, costul împrumutului este dat de dobânda nominală.

Costul creditului bancar pe termen mijlociu urmează frecvent evoluția ratei bancare pe termen scurt, în timp ce creditul pe termen lung urmează evoluția costului obligațiunilor pe piața financiară. Întrucât creditele bancare nu presupun cheltuieli suplimentare precum creditele obligatate, costul actualizat al creditelor bancare se apropie foarte mult de rata nominală a dobânzii, deseori identificându-se cu aceasta.

Nivelul costului creditului bancar, respectiv dobânda absolută depinde de trei elemente: mărimea creditului, rata dobânzii și perioada de creditare. În funcție de aceste valori costul creditului bancar este dat de relația:

$$D = \frac{C_r * r * t}{100}$$

unde:

D = dobânda exprimată în sumă absolută

C_r = mărimea creditului

r = rata dobânzii exprimată în procente

t = perioada de creditare

Dacă perioada de creditare este exprimată în luni (t_e) sau în zile (t_z) relația de mai sus se prezintă astfel:

$$D = \frac{C_r * r * t_e}{12 * 100}, \quad \text{respectiv } D = \frac{C_r * r * t_z}{360 * 100}$$

În situația în care dobânzile bancare sunt deductibile fiscal costul capitalului împrumutat (C_{SC}) este influențat cu economiile obținute din impozite, folosind formula:

$$C_{SC} = D - D * K = D(1 - K)$$

unde:

K = rata impozitului pe profit

Pentru creditele pe termen mediu și lung cu perioada mai mare de un an se calculează și dobânda compusă ceea ce înseamnă că, la sfârșitul fiecărei perioade de plasament dobânzile se adaugă la capital, în continuare, generând și ele costuri.

Costul creditului se calculează astfel:

$$S_{rf} = C_r(1+r)^n$$

iar

$$D = S_{rf} - C_r$$

în care:

C_r = mărimea creditului inițial;

S_{rf} = suma finală, respectiv creditul inițial plus dobânda aferentă la sfârșitul perioadei de plasament;

r = rata dobânzii;

n = numărul de ani (perioade) pentru care se calculează dobânda compusă.

În calculul costului creditului obligatar se ia în considerare în plus, față de cazul creditului bancar, cheltuielile de serviciu ale împrumutului.

2.3.4. Criteriile financiare specifice deciziei de investiții

Departajarea variantelor pentru luarea deciziei de investiție se face în funcție de mai multe criterii, după cum este în discuție și analiză o decizie unică, pentru un singur proiect sau o decizie-program pentru mai multe tipuri de proiecte.

Pentru alegerea proiectului optim de investiție, din mai multe variante posibile, la nivelul unei întreprinderi se folosesc drept criterii:

1. costul producției;
2. rata rentabilității contabile;
3. termenul de recuperare a investiției;
4. valoarea netă actualizată;
5. rata internă de randament;
6. indicele de profitabilitate.

1. Criteriul costurilor de producție se aplică pentru două tipuri de investiție:

a) investiția de înlocuire a unui utilaj independent care determină o creștere a producției;

b) investiția de înlocuire a unui utilaj care nu modifică nivelul producției.

În primul caz (a) se pune problema comparării costurilor de producție obținute pe unitatea de produs, prin folosirea celor două tipuri de utilaje.

Pentru calculul costului unitar al producției fabricată cu noul utilaj (k_1), se iau în considerare: costurile de producție totale rezultate din exploatarea noului utilaj (K_1); valoarea investiției (I); durata de recuperare a investiției (D_r); rata minimă a randamentului (R_r); cantitatea de produse fabricate cu noul utilaj (Q_1). Relația de calcul este:

$$k_1 = \frac{K_1 + \frac{I}{D_r} + I \cdot R_r}{Q_1}$$

După cum se observă, costurilor totale anuale le sunt adăugate fluxurile din încasări concretizate în amortisment și profitul separat. Firesc, se va adopta proiectul de investiție dacă costurile unitare obținute cu noul utilaj vor fi mai mici decât cele realizate cu utilajul vechi.

În cel de al doilea caz (b), când investiția nu modifică nivelul producției, se calculează economiile la costurile de producție (E_c) determinate de această investiție. În determinarea economiilor se ia în calcul, la costurile de producție anterioare (K_0) și valoarea rămasă neamortizată (V_r) sau după caz cea reziduală, aferentă duratei de recuperare a ei (D_{rv}), adică:

$$E_c = K_0 + \frac{V_r}{D_{rv}} - K_1 + \frac{I}{D_r}$$

Pe baza economiilor la costurile de producție - care iau în considerare costurile de producție anuale și amortismentul - și a valorii investiției mai puțin valoarea reziduală, se calculează rata randamentului proiectului (R_{rp}), după relația:

$$R_{rp} = \frac{E_c}{I - V_r} \times 100$$

Proiectul de investiție referitor la înlocuirea utilajului se va accepta dacă rata randamentului obținută este mai mare decât rata randamentului minim (R_{rm}) propusă de întreprindere sau cel puțin egală, adică $R_{rp} \geq R_{rm}$.

2. Rata rentabilității contabile. Utilizarea acestui criteriu presupune alegerea unei rate de rentabilitate, care folosește în calcul fie profitul net mediu ($\overline{P_n}$), fie fluxurile de încasări (cash-flow) medii (\overline{CF}). Rata rentabilității contabile (R_{rc}) se calculează având la numărător profitul net mediu anual sau fluxurile de încasări medii anuale, iar la numitor cheltuiala totală cu investiția (I):

$$R_{rc} = \frac{\overline{P_n}}{I}; \text{ sau } R_{rc} = \frac{\overline{CF}}{I}$$

Profitul net mediu anual se calculează ca raport între suma profitului net anual (P_n), aferent perioadelor de referință, și durata de recuperare a investiției (D_r). Respectiv, fluxurile de încasări medii anuale se calculează ca raport între suma fluxurilor de încasări anuale (CF) și durata de recuperare a investiției. Relațiile de calcul sunt:

$$\overline{P_n} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{mi}}{D_r} \quad \text{iar} \quad \overline{CF} = \frac{\sum_{i=1}^n CF_i}{D_r}$$

Potrivit acestui criteriu, proiectul de investiție poate să fie ales numai dacă rata rentabilității contabile este superioară unei anumite rate fixată dinainte, corelată fiind cu alți indicatori. Așezând proiectele de investiție în ordinea descrescătoare a indicatorilor

se alege varianta cu rata rentabilității contabile cea mai mare față de rata rentabilității fixată inițial.

Criteriul ratei rentabilității contabile prezintă neajunsul că nu folosește date actualizate.

3. Termenul de recuperare a investiției

Exprimă numărul de ani acceptat de întreprindere pentru recuperarea investiției inițiale (I):

Recuperarea se realizează atunci când fluxurile de încasări cumulate (cash-flow), degajate de investiție, sunt egale cu investiția. În cazul în care sumele anuale de cash-flow sunt egale pe durata de recuperare, se folosesc relațiile:

$$T_R = \frac{I}{CF_a} \text{ și } \sum_{i=1}^n CF_i - I = 0$$

unde:

T_R = termenul de recuperare a investiției;

CF_a = fluxurile de încasări anuale (cash-flow);

$\sum_{i=1}^n CF_i$ = fluxurile de încasări cumulate pentru perioada “ i ” din durata

de recuperare a investiției.

În situația în care, pe durata de folosință a unei investiții suma anuală de cash-flow este diferită, calculul termenului de recuperare se face în două etape:

- în prima etapă se calculează, la sfârșitul fiecărui an, investiția nerecuperată (I_N), după relația:

$$I_N = I - \sum_{i=1}^n CF_i ;$$

- în etapa a doua, atunci când suma de recuperat este mai mare decât fluxurile de încasări din anul următor (CF_{i+1}), pentru a stabili timpul necesar recuperării (T_{nr}) se determină raportul dintre suma investiției rămasă de recuperat (I_R) și cash-flow anului următor folosind relațiile:

$$\text{dacă: } \left(I - \sum_{i=1}^n CF_i \right) > CF_{i+1} ;$$

$$\text{rezultă: } T_{mr} = \frac{I - \sum_{i=1}^n CF_i}{CF_{i+1}}$$

Întreprinderea, pentru a putea folosi acești indicatori, își fixează o durată maximă de recuperare a investiției în intervalul căreia se alege proiectul cu termenul de recuperare cel mai mic.

Acest criteriu asigură o alegere a variantelor de investiție în funcție de rapiditatea recuperării capitalului investit, ceea ce permite o evaluare rapidă a riscurilor. Totodată, prin modalitatea de alegere a variantei optime se exclud investițiile care recuperează capitalul investit într-o perioadă mai mare de timp, deoarece riscul de nerecuperare crește proporțional cu această perioadă.

Prin faptul că termenul de recuperare ignoră fluxurile de încasări de după perioada de recuperare, care nu la puține investiții ce presupun noi tehnologii sporesc în timp, elimină de la selecție proiectele de investiții cu o rentabilitate considerabilă, dar pe termen lung.

În anumite cazuri, unele întreprinderi folosesc o variantă a termenului de recuperare și anume, termenul de recuperare actualizat. Acesta se definește ca fiind timpul necesar recuperării investiției prin intermediul fluxurilor viitoare de încasări actualizate.

4. Valoarea netă actualizată

În perioada de recuperare a investiției se pune problema comparabilității în timp a eforturilor și efectelor investiției. Pentru a putea confrunța cheltuielile de investiție cu fluxurile de încasări ce vor rezulta din exploatare, se reține ca moment de referință data punerii lor în funcțiune. În continuare, se calculează capitalizarea alocărilor anuale de capital pentru finanțarea investițiilor și actualizarea recuperărilor anuale de capital prin fluxurile de încasări rezultate pe durata de viață a investiției.

Astfel, o sumă cheltuită azi va deveni peste “n” ani echivalentă cu o sumă mai mare, în funcție de factorul de fructificare (capitalizare) a capitalului pe piața financiară. În schimb, o sumă ce se va obține în viitor se va echivala azi cu o sumă mai mică, proporțional cu dobânda încasabilă până în momentul viitor al obținerii primei sume.

Așadar, o sumă (S_0) plasată cu o rată a dobânzii (d), după “n” ani devine altă sumă (S_1):

$$S_1 = S_0(1 + d)^n$$

Dacă luăm invers, valoarea actuală (S_a) a unei sume (S) care se va încasa în “n” ani va fi egală cu:

$$S_a = \frac{S}{(1 + d)^n}$$

unde:

d = rata de actualizare

Din relațiile de mai sus: $(1+d)^n$ reprezintă factorul de capitalizare (fructificare) iar $\frac{1}{(1+d)^n}$ se numește factorul de actualizare.

Pentru decizia de investiție actualizarea operează, în special, pentru fluxurile de încasări (cash-flow) generate de punerea în exploatare a investiției.

Plasamentele de capital pentru finanțarea investițiilor sunt efectuate pe o perioadă scurtă de timp și, de obicei, nu necesită calcule pentru capitalizarea sumelor avansate decât pentru durate mai mari de executare a lucrărilor de investiții.

Actualizarea fluxurilor de încasări rezultate din exploatarea investițiilor ridică unele probleme ale corectitudinii calculelor. Astfel, în primul rând, se pune problema realismului previziunii fluxurilor de încasări (cash-flow) având în vedere aproximările privind încasările și plățile diferențiale. În al doilea rând, rata de actualizare nu este ușor

de ales între rata inflației, rata dobânzii de piață, rata medie de rentabilitate pe economie, rata de risc etc.

Practic, în actualizare se optează fie pentru rata medie a dobânzii corectată cu rata inflației și cu o primă de risc, (pentru proiectele de investiție finanțate din capitalurile proprii), fie pentru costul mediu ponderat al capitalului, corectat cu riscul economic și financiar al îndatorării (în cazul proiectelor de investiție finanțate din capitalurile proprii și cele împrumutate).

Valoarea netă actualizată operează, pe de o parte, cu fluxurile de încasări (amortisment și profit net) și valoarea investiției, iar, pe de altă parte cu factorul de actualizare. Ca urmare, valoarea netă actualizată (VNA) a unei investiții este egală cu diferența dintre fluxurile de încasări actualizate și cheltuielile cu investiția (I), adică.

$$VNA = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot \frac{1}{(1+d)^i} - I$$

unde:

CF_i = fluxurile de încasări (cash-flow) ale anului “i”;

$$\frac{1}{(1+d)^i} = \text{factorul de actualizare pentru anul “i”}.$$

Valoarea netă actualizată indică creșterea valorii pe care o speră întreprinderea dacă adoptă proiectul de investiție. Dacă valoarea netă este pozitivă înseamnă că va crește capitalul propriu, iar în cazul când valoarea netă actualizată va fi negativă, valoarea întreprinderii va scădea și proiectul de investiție se va respinge.

5. Rata internă de randament.

Este definită ca fiind rata de actualizare care asigură egalitatea dintre fluxurile de încasări sperate actualizate și cheltuielile de investiții. Rata internă de randament (RIR), practic, poate să fie găsită rezolvând ecuația următoare, în care necunoscuta este RIR:

Pornind de la egalitatea:

$$\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+RIR)^i} = I \text{ obținem } \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+RIR)^i} - I = 0$$

Din relație, rezultă că rata internă de randament este rata de actualizare care face ca valoarea netă actualizată să fie zero.

Calculul ratei interne de randament conduce la ecuații de ordin superior ce nu pot fi rezolvate manual decât prin tatonări repetate ale unor rate de randament care apropie tot mai mult cei doi termeni ai egalității.

Rata internă de randament trebuie să fie mai mare sau cel puțin egală cu rata medie a dobânzii de piață sau cu costul mediu ponderat al capitalului. Cu cât rata internă de randament este mai mare cu atât investiția este mai rentabilă.

Dezavantajul acestui criteriu de selecție a investițiilor privește ipoteza puțin realistă a reinvestirii constante în întreprindere a fluxurilor de încasări, în fiecare an, la o rată de rentabilitate egală cu rata internă de randament. Pentru eliminarea acestui

neajuns, unii specialiști² presupun un indicator corectat. El pornește de la posibilitatea reinvestirii fluxurilor de încasări la o rată medie de rentabilitate a întreprinderii rezultată din exercițiile anterioare. În funcție de rata medie se calculează o rată internă de randament mult mai aproape de realitate în evaluarea proiectelor de investiție.

În alegerea proiectelor de investiție este preferabil să se combine criteriul ratei interne de rentabilitate cu criteriul valorii nete actualizate.

6. Indicele de profitabilitate

Exprimă rentabilitatea relativă a investiției pe întreaga durată de viață a acesteia. Indicele de profitabilitate (IP) se determină ca raport între fluxurile de încasări de investiție actualizate și investiție, potrivit relației:

$$IP = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+d)^i}}{I}$$

Acest criteriu ne arată valoarea actuală a cash-flow pentru un cost de 1 leu investiție. Proiectul de investiție se poate accepta numai dacă indicele de profitabilitate este mai mare decât unu ($IP > 1$). Întreprinderea trebuie să fie indiferentă dacă $IP = 1$ și să respingă proiectul dacă $IP < 1$. În situația existenței a două sau mai multe proiecte de investiție concurente, se alege proiectul cu indicele de profitabilitate cel mai mare.

Prezentând câteva din cele mai utilizate criterii de evaluare a proiectelor de investiție, se poate constata că ele pot conduce la decizii diferite de utilizare a capitalurilor. Firesc, se pune întrebarea: care este cel mai bun criteriu?

Pentru a răspunde la această întrebare considerăm că alegerea criteriului trebuie legată de îndeplinirea următoarelor cerințe:

- calculele să ia în considerare toate fluxurile de încasări ale investiției (amortismntul, profitul, valoarea reziduală ș.a.) care se degajă pe toată durata de viață;
- valorile să fie actualizate încât să reflecte faptul că un leu încasat mai devreme este mai valoros decât un leu primit, în timp, mai târziu;
- obiectivul să fie maximizarea valorii întreprinderii, a capitalului acesteia.

2.5. Evaluarea fluxurilor de încasări ale investiției în condiții de incertitudine

Orice investiție prezintă o doză de nesiguranță întrucât se desfășoară în condiții de risc. În cazurile în care riscurile sunt mai mari aprecierea fluxurilor de încasări se face urmărind mai multe etape:

- evaluarea fluxurilor de încasări în diferite ipoteze;
- determinarea coeficienților de probabilitate;
- calculul probabilității fluxurilor de încasări.

² Parienté S., Analyse et mathématique financières, Librairie Vuibert, Paris, 1991, p. 118-119.

• Evaluarea fluxurilor de încasări în diferite ipoteze se face pornind de la distribuția unor probabilități avându-se în vedere ipoteze: favorabile, medii și pesimiste. În funcție de aceste ipoteze se stabilesc, fie direct fluxurile de încasări, fie randamentele fiecărei ipoteze.

• În continuare, fiecărei ipoteze îi este atribuit un anumit coeficient de probabilitate. Acești coeficienți de probabilitate se stabilesc fie în mod subiectiv de către decident, în baza experienței proprii, fie din seria statistică a anilor precedenți.

• În baza informațiilor obținute în cele două etape se calculează probabilitatea fluxurilor de încasări anuale (speranța matematică), adică a fluxurilor din amortismente și profituri anuale folosind relația:

$$S_m = \sum_{i=1}^n F_i \cdot P_i$$

unde:

S_m = probabilitatea fluxurilor de încasări anuale (speranța matematică);

F_i = fluxurile de încasări anuale;

P_i = coeficientul de probabilitate.

Dacă proiectele de investiție au aceeași valoare inițială și oferă aceleași fluxuri medii anuale de amortismente și profituri, se va proceda la reprezentarea grafică a distribuției probabilităților.

Varianta care oferă intervalul de variație cel mai mic și, corespunzător, probabilitatea realizării medii a fluxurilor de încasări fiind mai mare, este mai eficientă.

Riscul, inerent oricărei investiții, este funcție de variabilitatea în timp a fluxurilor de încasări anuale din amortisment și profit. De aceea, riscul se poate micșora fie prin ecartul tip al fluxurilor așteptate de la media întregului interval studiat, fie prin coeficientul de variație.

Prin ecartul tip (σ) fluxurile sperate se calculează folosind relația:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (F_i - \bar{F})^2 \cdot P_i}$$

unde:

\bar{F} = fluxurile de încasări medii pe intervalul studiat, calculat în funcție de probabilitate;

Ecartul tip, cu cât este mai mic adică mai depărtat de unitate și mai aproape de zero, cu atât riscul este mai mic și varianta de investiție acceptabilă.

În cazul în care proiectele de investiție analizate au același ecart tip, riscul poate fi cuantificat prin coeficientul de variație. Coeficientul de variație (K_v) se calculează ca raport între ecartul tip și media fluxurilor de încasări așteptate, după relația.

$$K_v = \frac{\sigma}{\bar{F}}$$

Varianta de proiect care are coeficientul de variație mai mic înseamnă că prezintă un risc mai mic și se poate accepta.

Capitolul 3. AMORTIZAREA CAPITALULUI PLASAT ÎN ACTIVE IMOBILIZATE

3.1. Amortismentul și implicațiile lui financiare

În procesul folosirii activelor imobilizate, partea din valoarea care se recuperează prin intermediul realizării producției crește continuu, regăsindu-se sub forma amortismentului, în timp ce valoarea rămasă scade mereu până în momentul scoaterii din funcțiune a imobilizărilor corporale și necorporale.

Așadar, amortismentul se formează în tot timpul corespunzător duratei normale de funcționare a activelor imobilizate, urmând ca abia după constituirea lui integrală (ca regulă generală) să fie folosit pentru achiziționarea sau construirea altor active, care să le înlocuiască pe cele vechi, scoase din folosință. Această diviziune în timp, între recuperarea valorii de intrare și reproducția fizică formează baza teoretică a amortizării, a necesității constituirii amortismentului.

Luând în considerare aceste caracteristici se constată că amortismentul produce implicații de natură financiară în gestiunea întreprinderii, puse în evidență prin dublul caracter și dublul rol al amortismentului.

Conținutul lor nu poate fi dezvăluit decât printr-o analiză aprofundată a amortismentului în gestiunea financiară de unde rezultă dublul caracter al acestuia. Astfel, pe de o parte, amortismentul reprezintă o resursă bănească, porțiune disponibilizată a capitalului permanent care poate fi utilizată în orice scop productiv de către întreprindere (ca sursă de finanțare a investițiilor sau pentru completarea fondului de rulment net). Pe de altă parte, amortismentul este și un element al costurilor de producție, calitate în care influențează direct profitul întreprinderii, aceasta stabilindu-se între cifra de afacere și costul de producție aferent cifrei de afacere.

La nivelul întreprinderii, amortismentul, în cele două ipostaze ale sale, exprimă interese contradictorii. În calitate sa de resursă bănească, parte disponibilizată a capitalului permanent, întreprinderea are interesul de majorare a amortismentului pentru acumularea de resurse în vederea expansiunii. Dimpotrivă, în ipostaza de element al costurilor de producție, întreprinderea este tentată spre reducerea amortismentului.

Aceste implicații rezultate din gestiunea financiară a întreprinderii, schematic se pot prezenta astfel, figura 3.1,

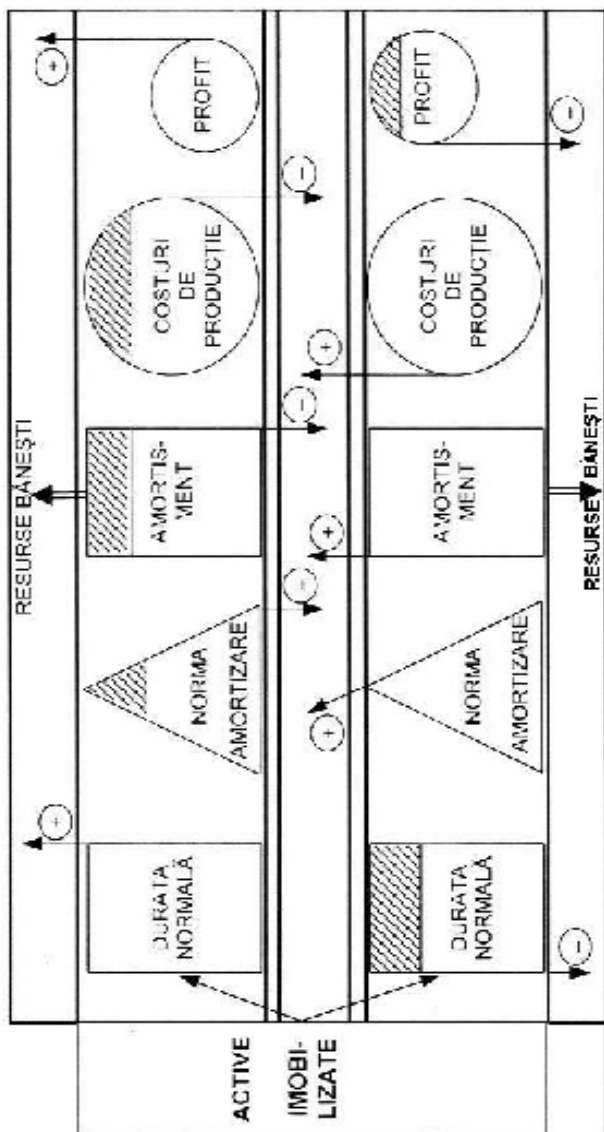


Figura 3.1

Influența unor factori asupra amortismentului și implicațiile lui financiare

După cum reiese din schema prezentată, orice creștere a duratei normale de funcționare a activelor imobilizate conduce la norme de amortizare mai mici, amortisment mai mic, costuri de producție mai mici și profit mai mare. Respectiv, diminuarea duratei normale de funcționare face să crească normele de amortizare, amortismentul anual, costurile de producție iar profitul să scadă.

Din variația amortismentului se constată că influențele sunt diferite asupra profitului și mărimii resurselor pentru finanțare. În acest sens, precizăm că nici sporirea amortismentului și nici scăderea lui nu se vor regăsi în întregime în sporul de resurse bănești ale întreprinderii, deoarece din creșterea de profit se vor plăti și dividende, iar diminuarea de profit conduce și la scăderea dividendelor. Pentru întreprindere situația

cea mai bună ar fi reprezentată de reducerea duratelor de funcționare, prin aceasta asigurându-se o sporire a capitalului disponibilizat și destinat pentru reinvestire.

Apreciind amortismentul prin prisma conținutului său de capital lichid destinat reinvestirii, reiese dublul rol al amortismentului în procesul reproducției și anume: cel al asigurării reproducției simple; și cel al participării la producția lărgită.

Ca urmare a deprecierei activelor imobilizate în procesul folosirii lor, mai mult sau mai puțin lent, s-a recurs la recuperarea treptată a valorii de intrare spre a putea asigura finanțarea înlocuirii în momentul scoaterii din funcțiune. În acest mod se asigură producția simplă.

Dar, nici o întreprindere nu acumulează amortismentul spre a-l folosi numai în momentul înlocuirii activului imobilizat complet amortizat, ci îl folosește mai degrabă, cu ocazia primei investiții de înfăptuit, ceea ce face ca masa activelor imobilizate să crească fără utilizarea altor resurse financiare. În acest caz, amortismentul are o anumită capacitate de multiplicare, ceea ce îi asigură un rol de reproducție lărgită. Raportul dintre masa amortizabilă a activelor imobilizate în fiecare an următor și masa amortizabilă din primul an al primului ciclu reprezintă coeficientul de multiplicare al amortismentului.

De asemenea, în condiții normale, ca urmare a creșterii progresului tehnic, sporește productivitatea muncii ceea ce permite creșteri apreciable ale producției și o ieftinire (relativă) a produselor. Dacă întreprinderea ar decide să-și înlocuiască echipamentele complet uzate, instalate cu ani în urmă, cu echipamente perfect identice cu cele pe care le casează, atunci ar cheltui mai puțin decât fosta valoare de intrare. Pe seama diferenței, ar finanța achiziții de echipamente suplimentare.

Însă, de regulă, nici o întreprindere nu înlocuiește echipamentele uzate cu altele identice ci, cu ocazia înlocuirii introduce echipamente perfecționate din punct de vedere tehnic, corespunzătoare cerințelor viitorului și nicidecum trecutului. Noile echipamente, fie cu funcțiuni mai multe, fie cu randamente mai mari, reprezintă, în raport cu utilajele înlocuite, o reluare lărgită a activității.

Teoretic, valoarea inițială a activelor imobilizate, se va regăsi parțial în formă materială neschimbată a acestora, la valoarea rămasă iar diferența în formă bănească prin amortismentul realizat.

3.2. Normele de amortizare

Odată cunoscută valoarea de intrare a activelor imobilizate, pentru calculul amortismentului anual este necesară determinarea normelor de amortizare în funcție de durata de funcționare.

Prin normă de amortizare se înțelege mărimea procentuală care exprimă intensitatea cu care se amortizează un activ imobilizat în decurs de un an. Aplicând această mărime procentuală asupra valorii de intrare sau, după caz, asupra valorii de amortizat se obține amortismentul anual care se va include în cheltuielile de exploatare ale anului de plan.

Pentru unele ramuri ale industriei, în special cele extractive, norma de amortizare se calculează în funcție de rezerva exploatabilă.

După cum între procesul de amortizare și uzare există o legătură indisolubilă, în sensul că uzura reprezintă baza obiectivă a amortizării, tot așa între norma de amortizare și intensitatea uzurii există o legătură directă. Înterdependența se exprimă prin aceea că, un activ imobilizat cu cât se uzează fizic și moral mai repede, adică are o durată mai mică de funcționare, cu atât norma de amortizare va fi mai mare și invers. Așadar, rezultă că mărimea normei de amortizare este invers proporțională cu durata de funcționare a unui activ imobilizat.

În practica financiară sunt folosite mai multe metode de calcul a normelor de amortizare, dintre care cele mai reprezentative sunt:

1. metoda normelor egale;
2. metoda normelor diferențiate în timp.

1. Metoda normelor egale, caracterizează sistemul liniar de amortizare și constă în calcularea și utilizarea aceleiași norme de amortizare pe întreaga durată normală de funcționare (D_n). Înseamnă că amortismentul anual este egal pe toată durata de funcționare a activului imobilizat. Norma de amortizare (N) se calculează ca un raport procentual între amortismentul anual (A) și valoarea de intrare a activului imobilizat amortizat (V_i). Deci, plecând de la relațiile:

$$A = \frac{V_i}{D_n} \quad \text{și} \quad N = \frac{A}{V_i} \times 100$$

obținem:

$$N = \frac{1}{D_n} \cdot 100$$

De aici rezultă că, normele de amortizare pentru activele imobilizate se pot determina, fără a avea nevoie de valoarea de intrare, pe baza duratelor normale de funcționare stabilite prin legislația privind “clasificația și duratele normale de funcționare”.

Metoda normelor egale se folosește cel puțin din două motive: simplitate în aplicare și calcul pe de o parte, respectiv, aprecierea imediată a valorii rămase de către investitori și a randamentului activelor, pe de altă parte.

Considerațiile teoretice, ce stau la baza acestei politici de amortizare, constau în proporționalitatea dintre timp și uzura activelor imobilizate. Deși relativ simplu de aplicat, sistemul de amortizare liniar nu ia în considerare uzura morală, cunoscut fiind faptul că influența progresului tehnic nu este liniară, ci exponențială.

2. Metoda normelor diferențiate în timp, are la bază ideea potrivit căreia în decursul duratei normale de serviciu a activelor imobilizate, în fiecare an normele de amortizare se micșorează sau se măresc succesiv, în funcție de randament și grad de uzură. Metoda normelor diferențiate în timp se poate aplica în două variante: cu norme de amortizare regresive și norme de amortizare progresive.

Varianta normelor de amortizare regresive este indicată categoriilor de active imobilizate care sunt mai mult expuse uzurii morale (de exemplu: mașini unelte;

agregate; utilaje etc.) tocmai pentru a combate din timp efectele de ordin financiar ale uzurii. În cadrul acestei variante, norma de amortizare (N_k) se stabilește după formula:

$$N_k = \frac{Dn - (K - 1)}{\sum n} \cdot 100$$

în care:

D_n = durata normală de funcționare;

K = anul pentru care se calculează amortismentul;

$\sum n$ = suma anilor "n" din durata normală de funcționare, unde $\sum n = \frac{n(n+1)}{2}$

Prin aplicarea variantei normelor regresive, amortismentul grevează costul producției cu sume descrescătoare. Concepția de la care se pleacă în calculul amortismentului, folosind normele regresive, este aceea că descreșterea normelor de amortizare corespunde scăderii capacității de producție a activelor imobilizate, pe măsură ce acestea se învechesc. Aplicând normele regresive în calculul amortismentului, se realizează sistemul accelerat de amortizare. Aplicarea normelor regresive se justifică prin aceea că asigură:

- ◆ concordanța între norme, pe de o parte, și starea tehnică și randamentul, pe de altă parte;
- ◆ procurarea mai rapidă a resurselor financiare necesare investițiilor pe termen mediu și lung;
- ◆ micșorarea pierderilor provocate de uzura morală,
- ◆ reducerea valorii rămase neamortizate, ca urmare a scoaterii din uz a activelor imobilizate înainte de termen.

Aplicarea acestor norme prezintă și unele dezavantaje:

- procesul de amortizare contravine desfășurării obiective a uzurii fizice;
- transformă o parte din profit în amortisment la începutul duratei normale de funcționare;
- complică munca de calculare și evidență a amortismentului;
- nu permite cunoașterea la un moment dat a valorii reale a activelor imobilizate, întrucât între uzura reală și amortisment apar diferențe mari.

Varianta normelor de amortizare progresive, se caracterizează prin aceea că amortismentul crește de la un an la altul, după formula progresiei aritmetice, adică amortismentul este mai mic în primii ani de funcționare și mai mare spre sfârșitul duratei. Varianta, se recomandă a fi aplicată activelor imobilizate cu durată de funcționare îndelungată (de exemplu: la clădiri) și corespunde timpului efectiv al uzurii fizice. Formula de calcul este:

$$N_k = \frac{k}{\sum n} \cdot 100$$

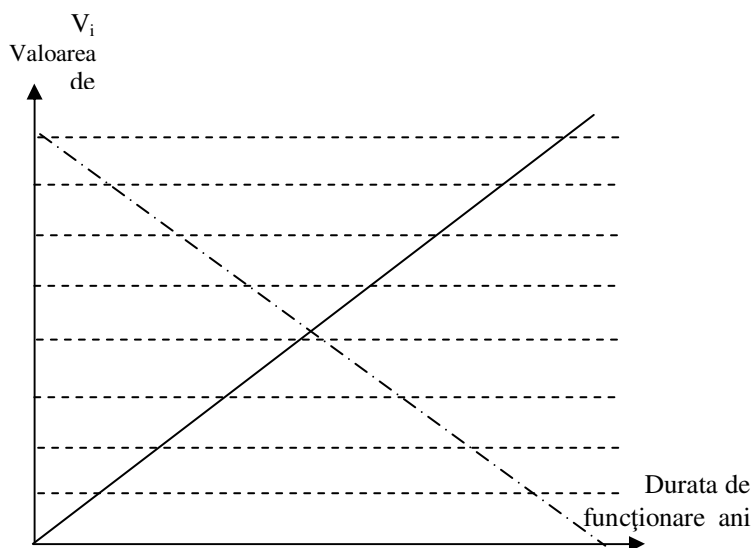
Concepția care stă la baza variantei normelor progresive este aceea că norma și amortismentul trebuie să crească, corespunzător accelerării gradului de uzură, pe măsura învechirii și deprecierei normale a activelor imobilizate. Această variantă

prezintă unele dezavantaje circumscrise faptului că se creează o neconcordanță între amortisment și evoluția randamentului utilajelor care nu este descrescător în aceeași proporție cu creșterea uzurii, datorită și lucrărilor de întreținere și reparații.

De regulă, o astfel de variantă nu poate fi aplicată pe toată durata de funcționare a unui activ imobilizat, ci numai împreună cu o altă politică de amortizare (liniară sau regresivă). Practica a demonstrat că varianta normelor progresive este utilă a fi aplicată numai pe durata punerilor parțiale în funcțiune a unor obiective și cel mai târziu până la atingerea parametrilor proiectați. În felul acesta s-ar degreva costurile pe perioadele de început ale unui obiectiv, când producția este mai mică.

Metoda normelor diferențiate în timp este mai cunoscută în practica financiară sub denumirea de metoda "Softy" adică a sumei cifrelor anilor din durata de funcționare a activului imobilizat. Varianta descrescătoare sau crescătoare a normelor de amortizare se obține prin raportarea numărului de ordine "n" al anului, pe scara duratei de viață, la suma cifrelor anilor.

Legătura dintre amortisment și perioada de amortizare folosind metoda normelor egale și a celor diferențiate în timp se prezintă astfel, figura 4.2



Legenda:

- *amortizare liniară;*
- · - · - · - *amortizare regresivă;*
- *amortizare progresivă.*

Figura 4.2. Comparabilitatea normelor de amortizare proporționale cu timpul

Față de aceste metode clasice de calcul a normelor de amortizare s-au creat diferite alte variante în funcție de condițiile concrete din economie, rezultând diferite sisteme de amortizare.

3.3. Regimurile de amortizare a capitalului imobilizat în active fixe

3.3.1. Sistemul variabil de amortizare

În economia întreprinderii există situații în care amortismentul se calculează în funcție de utilizarea activului imobilizat prin cantitatea extrasă, numărul de kilometri parcurși sau numărul de ore de funcționare. Astfel, în cazul ramurilor extractive norma de amortizare se exprimă în lei pe 1.000 tone rezervă exploatabilă pentru activele fixe a căror durată de folosință este exprimată în funcție de durata de exploatare a zăcămintelor. Această normă de amortizare se recalculează din cinci în cinci ani la minele de cărbuni, cariere, precum și la cheltuielile de investiții pentru descoperță, și din zece în zece ani la saline. Recalculări se fac anual în cazul când intervin schimbări de minim 10% în volumul rezervelor exploatabile.

În asemenea cazuri, amortismentul anual (A_z) se calculează folosind relațiile:

$$N_z = \frac{V_{ir}}{R} \quad \text{și} \quad A_z = N_z * E_z$$

în care:

N_z = norma de amortizare, în lei, pe 1.000 tone rezervă exploatabilă;

V_{ir} = valoarea de intrare a activelor imobilizate;

R = rezerva exploatabilă de substanță minerală utilă, în mii tone, existentă la începutul fiecărui exercițiu financiar;

E_z = extracția anuală de substanță minerală utilă, în mii tone.

În cazul construcțiilor aparținând unor incinte miniere care deserveșc mai multe mine, precum și pentru construcțiile instalațiilor de preparare, cu organizare independentă de exploatările miniere pe care le deserveșc, amortismentul anual se calculează pe baza următoarelor formule:

$$N_z = \frac{V_{ir}}{R_1 + R_2 + \dots + R_n} \quad \text{și} \quad A_z = N_z * E_{z_{R_1+R_2+\dots+R_n}}$$

în care:

R_1, R_2, \dots, R_n = rezerva exploatabilă a fiecărei mine deserveșc de incinta centrală respectivă.

În practica financiară, pentru activele imobilizate a căror durată normală de funcționare se formulează și în mii km sau în ore de funcționare, amortismentul anual se poate calcula în baza unei norme de amortizare determinată, în funcție de modalitățile în care sunt exprimate duratele de funcționare.

Astfel, pentru mijloacele de transport auto a căror durată normală de funcționare se exprimă și în mii km parcurși, amortismentul anual (A) se calculează în funcție de valoarea de intrare (V_i) sau valoarea medie a unui autovehicul supus amortizării (\bar{V}_i), a

normelor analitice de amortizare (N) corespunzătoare, și a parcursului programat anual (P_a), după relația:

$$A = \frac{V_i * N * P_a}{100} \quad ; \text{ unde: } P_a = \frac{P_n}{D_n}$$

în care:

P_n = parcursul normal total exprimat în mii km;

D_n = durata normală de funcționare exprimată în ani.

În continuare, pentru determinarea amortismentului efectiv se calculează o normă unică de amortizare (N_u), exprimată în lei/1.000 km, prin raportarea amortismentului anual la parcursul programat anual aferent mijloacelor de transport supuse amortizării, astfel.

$$N_u = \frac{A}{P_a}$$

Norma unică se folosește la calculul amortismentului efectiv în raport cu parcursul realizat în cursul lunii (P_r), după formula:

$$A = P_r * N_u$$

Pentru activele imobilizate a căror durată normală de funcționare se exprimă în ani și ore de funcționare, amortismentul se poate calcula folosind mai multe etape:

a) se stabilește un normativ anual (θ_N), în ore de funcționare, prin raportarea duratei de funcționare exprimată în ore (DN_o) la durata normală de funcționare exprimată în ani (D_n), astfel.

$$\theta_N = \frac{DN_o}{D_n}$$

b) se determină o normă de amortizare în lei pe oră de funcționare (N_A) prin raportarea valorii de intrare (V_i) la durata normală de funcționare exprimată în ore, potrivit relației:

$$N_A = \frac{V_i}{DN_o}$$

c) calculul amortismentului anual (A), după formula:

$$A = \theta_N * N_A$$

În prezent, potrivit Legii 15/1994 privind amortizarea capitalului imobilizat în active corporale și necorporale, activele imobilizate au exprimată durata normală de funcționare numai în ani, iar pentru cele la care amortismentul s-a calculat în funcție de mii km parcurși și orele de funcționare, s-a recalculat durata de serviciu rămasă exprimată în ani, față de care s-a calculat, corespunzător, amortismentul.

3.3.2. Sistemul accelerat de amortizare

Sistemul accelerat de amortizare se caracterizează prin faptul că, în prima parte a duratei normale de funcționare a activelor imobilizate amortizabile, amortismentele sunt supraevaluate față de media anuală, iar în a doua parte, sunt subevaluate. Întrucât amortismentele anuale pornesc de la un nivel maxim în primul an de funcționare și se reduc pe măsura trecerii timpului, sistemul de amortizare se mai numește și regresiv.

În literatura de specialitate, după cum și în practica financiară, sistemul accelerat de amortizare este abordat sub diferite variante:

1. cu normă de amortizare variabilă;
2. cu normă de amortizare constantă,
3. cu normă medie anuală multiplicată;
4. cu normă de amortizare combinată.

1. Sistemul accelerat de amortizare cu normă variabilă are la baza calculului amortismentului anual valoarea de intrare constantă a activelor imobilizate (V_i) pe toată perioada de funcționare, în timp ce norma de amortizare este regresivă, Deci, putem scrie:

$$A = \frac{V_i * N_k}{100}$$

unde:

A = amortismentul anual;

N_k = norma de amortizare regresivă pentru anul "k" din durata normală de funcționare.

În fiecare an amortismentul va descrește și se va calcula potrivit relației:

$$A_j = \frac{V_i * N_{kj}}{100},$$

unde: $j = \overline{1, n}$

2. La sistemul accelerat de amortizare cu normă constantă, valoarea de intrare a activului imobilizat (valoarea de amortizat) este variabilă de la un an la altul. În acest caz, baza de calcul a amortismentului o constituie valoarea rămasă neamortizată, calculată ca diferență între valoarea de intrare și amortismentele anilor anteriori.

Modelul de calcul al amortismentului anual este:

$$A_i = N_c * V_i (1 - N_c)^{i-1}$$

unde:

N_c = norma de amortizare constantă;

V_i = valoarea de intrare a activului imobilizat;

i = anul pentru care se calculează amortismentul.

Demonstrația este imediată având la bază aplicarea unui procent constant asupra valorii rămase a activului imobilizat:

$$A_1 = N_c * V_i$$

$$A_2 = N_c [V_i - V_i * N_c] = N_c * V_i (1 - N_c)$$

$$A_3 = N_c [V_i - V_i * N_c - V_i * N_c (1 - N_c)] = N_c * V_i (1 - N_c)^2$$

.....

$$A_i = N_c * V_i (1 - N_c)^{i-1}$$

Luând în considerare valoarea rămasă (V_r) putem scrie că:

$$A_1, A_2, \dots, A_n = \frac{V_{r_1} * N_c, V_{r_2} * N_c, \dots, V_{r_n} * N_c}{100}$$

3. Sistemul accelerat cu normă medie anuală multiplicată poartă denumirea și de sistem degresiv, și constă în multiplicarea normei de amortizare proporțională (sau liniară) cu unul din coeficienții următori:

- a) 1,5 dacă durata normală de utilizare a activului imobilizat este cuprinsă între 2 și 5 ani;
- b) 2,0 dacă durata normală de funcționare a activului imobilizat este între 5 și 10 ani,
- c) 2,5 dacă durata normală de utilizare a activului imobilizat este mai mare de 10 ani.

Utilizarea regimului de amortizare degresivă se aprobă de către consiliul de administrație, respectiv de responsabilul cu gestiunea patrimoniului.

Amortismentul în varianta sistemului degresiv se aplică sub două alternative:

- fără influența uzurii morale (varianta AD₁);
- cu influența uzurii morale (varianta AD₂).

Pentru calculul amortismentului în prima alternativă - fără influența uzurii morale - se procedează astfel:

- în primul an de funcționare se aplică la valoarea de intrare a activului imobilizat norma de amortizare calculată potrivit precizărilor de mai sus;
- pentru anii următori se aplică aceeași normă, dar de fiecare dată la valoarea rămasă. Acest calcul se continuă până în anul de funcționare în care amortismentul anual rezultat este egal sau mai mic cu/decît amortismentul anual liniar (proporțional), calculat pentru perioada rămasă.

Din acel an și până la expirarea duratei normale de funcționare se trece la sistemul de amortizare proporțional sau liniar.

Cea de a doua alternativă din sistemul degresiv de amortizare - cu influența uzurii morale - permite amortizarea capitalului imobilizat în active fixe într-o perioadă de timp mai mică decît durata normală de folosință, diferența în ani reprezentând influența uzurii morale. Pentru activele imobilizate care au o durată normală de funcționare de până la 5 ani inclusiv nu se aplică regimul de amortizare degresiv cu influența uzurii morale, ci numai prima alternativă, adică fără influența uzurii morale.

Pentru calculul amortismentului după sistemul degresiv, cu influența uzurii morale, se au în vedere:

- valoarea de intrare, pentru primul an și valoarea rămasă pentru anii următori din durata normală de funcționare;

- durata normală de funcționare potrivit catalogului;
- norma de amortizare în regim de amortizare degresivă;
- perioada în care se calculează amortismentul;
- durata de utilizare în cadrul căreia se realizează amortizarea integrală, din care: în regim de amortizare degresivă și în regim de amortizare liniară.

În final, prin diferența între durata normală de funcționare și durata de utilizare în care se realizează amortizarea integrală, se stabilește durata de utilizare aferentă uzurii morale pentru care nu se mai calculează amortisment.

Așadar, amortismentul se va calcula aplicând la valoarea rămasă a fiecărui an norma de amortizare, după caz, pentru regimul de amortizare degresivă sau liniară, adică:

$$A = \frac{V_r * Na}{100}$$

Întreprinderile care utilizează regimul de amortizare degresivă nu au obligația să scoată din funcțiune activele imobilizate, amortizate înainte de expirarea duratei normale de funcționare, însă nu vor mai calcula amortismentul anual aferent perioadei de timp care corespunde cu uzura morală.

Efectul uzurii morale are influență asupra mărimii duratelor de utilizare cu regim de amortizare degresivă și regim de amortizare liniară în sensul reducerii primei durate și majorării celei de a doua ca număr de ani. Durata de utilizare cu regim de amortizare degresivă, în varianta luării în calcul a uzurii morale, va fi mai mică decât în varianta amortizării degresive fără luarea în calcul a uzurii morale, iar durata de utilizare cu amortizare liniară va fi mai mare în varianta luării în calcul a uzurii decât în varianta fără luare în considerare a uzurii morale.

4. Sistemul accelerat de amortizare cu normă combinată constă în calculul amortismentului, în primul an de funcționare, în proporție de 50% din valoarea de intrare, iar pentru exercițiile următoare norma de amortizare se determină după sistemul proporțional (liniar) în funcție de anii de utilizare rămași.

Sistemul accelerat de amortizare cu variantele descrise elimină neajunsurile sistemului proporțional, micșorând pierderile în cazul survenirii uzurii morale și creând, în același timp, disponibilități sporite pentru investiții.

În același timp, sistemul accelerat de amortizare are un efect mai puțin benefic. Astfel, prin supradimensionarea amortismentului în primii ani cresc cheltuielile de exploatare și implicit costurile de producție care conduc la o diminuare a profitului. Prin reducerea profitului se diminuează veniturile bugetului de stat precum și dividendele convenite acționarilor. Singurul interes ocrotit imediat este cel al întreprinzătorului care-și disponibilizează mai rapid capitalul și reduce paguba în cazul apariției uzurii morale:

3.3. Programarea amortismentului anual al activelor imobilizate

Sistemul proporțional de amortizare se caracterizează prin aceea că amortismentele anuale sunt egale între ele, pe toată durata normală de funcționare, motiv pentru care este cunoscut și sub denumirea de sistem liniar.

Programarea amortismentului anual și repartizarea lui pe trimestre nu reclamă previzionare pe fiecare număr de inventar al activelor imobilizate.

Practic, în etapa elaborării programelor pentru anul următor (bugetul de venituri și cheltuieli; situația costurilor de producție etc.) este suficientă cunoașterea sumei globale a amortismentului. În acest scop, toate activele supuse amortizării se vor ordona în funcție de norma de amortizare (sau durata normală de funcționare), calculându-se amortismentul pe grupă iar prin însumare se obține amortismentul anual pe întreprindere.

Pentru determinarea amortismentului anual este necesar să se delimiteze două elemente caracteristice: baza de calcul și norma de amortizare.

Baza de calcul folosită în programarea amortismentului anual diferă după cum existentul de active imobilizate de la începutul anului este sau nu influențat în cursul anului de intrări sau ieșiri în/sau din/ funcțiune.

În general, dacă în cursul anului nu se petrece nici o modificare în volumul și, deci, în valoarea activelor imobilizate supuse amortizării, amortismentul anual (A) se calculează cu ușurință, prin aplicarea normelor de amortizare (N), corespunzătoare duratelor normale de funcționare, asupra valorii de intrare a activelor fizice (V_i) adică:

$$A = \frac{V_i * N}{100}$$

Dar, în realitate, de cele mai multe ori se prevede o anumită mișcare a activelor imobilizate în cadrul întreprinderii, respectiv intrări prin investiții sau ieșiri prin casare. Ca urmare, la aceeași grupă de active fixe valorile de amortizat anual vor fi diferite, ceea ce înseamnă că va trebui să determinăm așa numita valoare medie anuală a activelor imobilizate pe fiecare grupă în parte. În acest scop se regrupează activele imobilizate potrivit duratelor normale de funcționare.

Pentru a răspunde necesităților unui calcul realist privind valoarea medie anuală a activelor imobilizate se folosesc datele programului de investiții, a planului de punere în funcțiune a activelor imobilizate, prevederile planului de casare și bineînțeles, datele inventarierii anuale (de la 31 decembrie ale anului de bază).

Valoarea medie anuală (\bar{V}_a) se determină pornindu-se de la valoarea de intrare a activelor imobilizate existente la începutul anului de plan (V_i), la care se adaugă valoarea medie anuală a activelor imobilizate planificate a intra în funcțiune în cursul anului (\bar{V}_{ai}) și se scade valoarea medie anuală a activelor imobilizate planificate a ieși din funcțiune în aceeași perioadă (\bar{V}_{ae}). Deci putem scrie:

$$\bar{V}_a = V_i + \bar{V}_{ai} - \bar{V}_{ae}$$

În ceea ce privește valoarea medie anuală a activelor imobilizate programate a intra în funcțiune în cursul anului, ea se obține ca o mărime medie ponderată a valorii de intrare cu numărul lunilor întregi de funcționare a activului imobilizat până la sfârșitul anului de plan, totul împărțindu-se la numărul de luni dintr-un an calendaristic.

Respectiv, valoarea medie anuală a activelor imobilizate programate a ieși din funcțiune se obține înmulțindu-se valoarea de intrare a activelor fixe scoase din patrimoniul întreprinderii, în cursul anului, cu timpul de nefuncționare exprimat în luni întregi până la sfârșitul anului, totul raportat la numărul de luni dintr-un an. Formulele de calcul sunt:

$$\bar{V}_{ai} = \frac{V_i * t_i}{T} \quad \text{și} \quad \bar{V}_{ae} = \frac{V_i * t_e}{T}$$

în care:

V_i = valoarea de intrare;

t = numărul de luni întregi, din luna următoare celei de intrare, respectiv de ieșire, a activelor imobilizate până la sfârșitul anului de plan;

$T = 12$, reprezintă numărul lunilor din anul calendaristic.

Cunoscând valoarea medie anuală a activelor imobilizate supuse amortizării și norma de amortizare stabilită în funcție de durata de funcționare, se poate determina amortismentul anual (A), adică:

$$A = \frac{\bar{V}_a * N}{100}$$

Sistemul proporțional de amortizare prezintă avantaje și dezavantaje. Dintre avantaje amintim:

- simplitate în aplicare, întrucât permite folosirea unei metode globale de calcul al amortismentelor lunare;
- încărcarea costurilor de producție lunare cu o cheltuială fixă, care este amortismentul;
- influență constantă asupra profitului, motiv pentru care sistemul este agreat de către organele fiscale ale statului.

Dezavantajele se referă la:

- slăbiciunea întreprinzătorului la pierderile provocate în cazul survenirii uzurii morale;
- ritmul lent al refacerii capitalului imobilizat în active corporale și necorporale.

Avantajele pe care le oferă sistemul proporțional de amortizare, comparativ cu neajunsurile, sunt mai mari, motiv pentru care sistemul se bucură de o aplicabilitate mare în țările cu economie dezvoltată.

Capitolul 4. CREANȚELE, PROFITUL ȘI STRUCTURA FINANCIARĂ A ÎNTRINDERII

4.1. Sfera creanțelor și evaluarea potențialului clienților

În domeniul creanțelor întreprinderii față de terți o pondere însemnată îl deține creditul comercial consimțit clientului.

Întreprinderile își vând utilitățile create fie direct cu numerar, fie pe credit. În primul caz, ele intră imediat în posesia unităților monetare, iar, în cel de-al doilea caz, al creditului comercial, întreprinderile urmează să încaseze valoarea bunurilor și serviciilor într-o perioadă următoare. Dacă clientul nu plătește, întreprinderea înregistrează o pierdere din debitori rău platnici. Pentru evitarea acestor neajunsuri întreprinderea elaborează variante ale politicii de credit comercial.

Practic, creditul comercial are o accepțiune mai largă decât cea a clienților și cuprinde:

- a) creditele vânzărilor, care exprimă transferul de proprietate a bunurilor și serviciilor vândute pe credit;
 b) creditele cumpărător, care reprezintă plățile în avans.

În general, întreprinderea se află în dubla calitate, pe de o parte, de împrumutător, prin acordarea creditului comercial – numit credit client, iar pe de altă parte, de beneficiar al creditului comercial primit de la furnizori – numit credit furnizor, figura 4.8

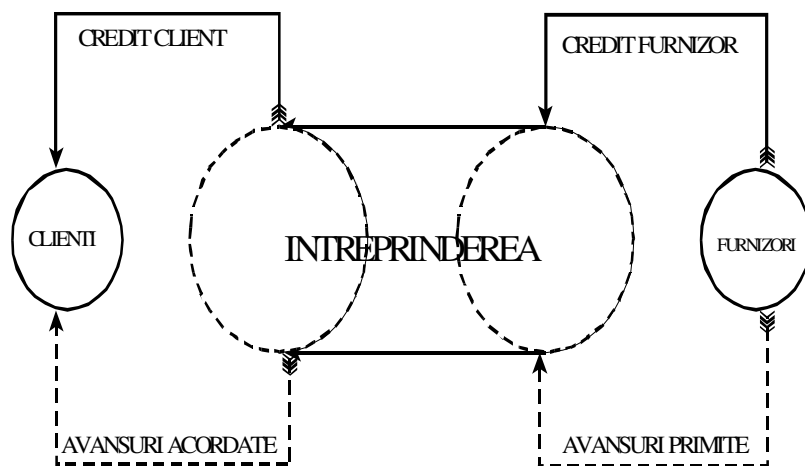


Figura 4.8. Forme de credit comercial

Ținând seama de particularitățile pe care le prezintă, putem defini creditul comercial ca fiind un împrumut pe care și-l acordă direct participanții pe o piață, fără intervenția unei instituții financiare.

Firește, în tematica de față nu ne preocupăm creditul furnizor (se va trata ca resursă de finanțare curentă) ci numai creditul client, ca formă a creditului comercial*.

Creditul comercial este un credit pe termen scurt care variază de la câteva zile până la 90 de zile și nu este explicit purtător de dobândă. Între cele două părți condițiile impuse la acordarea creditului comercial se negociază, acestea fiind determinate, în special, de situația furnizorului privind: poziția pe care o ocupă pe piață; produsele pe care le oferă pieței; situația financiară etc.

Păstrarea clienților actuali precum și atragerea de noi clienți necesită un proces continuu de informare, analize și evaluare a situației lor economico-financiară și a poziției concurențiale a acestora. Informațiile privind clienții se obțin, în cea mai mare parte a lor de la bănci, care pot oferi clasificări de ordin general (nu date precise care țin de secretul profesional), cum ar fi clienți cu: scadențe dificile; proteste pentru neplata obligațiilor scadente; incapacitate de plată; plăți neregulate ș.a.

Informații necesare evaluării clienților se mai pot obține și de la organisme specializate cum ar fi: registrul comerțului; registrul de amanetare; registrul ipotecilor și cadastrului; registrul întârzierilor de la plata impozitelor și taxelor către bugetul de stat etc. Din paleta informațiilor se calculează o serie de indicatori care permit evaluarea clienților cum ar fi: fidelitatea, solvabilitatea, capacitatea de plată, mărimea întreprinderii, managementul acesteia, forma juridică, sfera relațiilor etc.

* În tratarea de față, folosim noțiunea de credit comercial numai cu înțeles de credit - client

În plus, teoria și practica financiară din țările cu economie de piață dezvoltată au elaborat modele de estimare a riscurilor și a probabilității ajungerii unui client în stare de faliment. Se iau în calcul, în acest context, seturi de indicatori semnificativi privind eficiența activităților și ulterior se construiește o funcție matematică care se cercetează și analizează, pentru a surprinde corelația acestor indicatori cu starea de faliment. De pildă, modelul elaborat de Conan Joël și Holder Michel reprezintă o funcție de departajare sectorială ce asociază scorul cu probabilitatea de falimentare³. Modelul construit pe un eșantion de 200 întreprinderi industriale franceze fundamentează metoda scorurilor și are funcția:

$$Z=0,87x_1 +0,10x_2 - 0,16 x_3 - 0,22 x_4 -0,24 x_5$$

unde:

z = scorul, metoda fiind numită și a scorurilor

x₁ = raportul dintre cheltuielile financiare și cifra de afaceri (fără taxe);

x₂ = raportul dintre cheltuielile de personal și valoarea adăugată;

x₃ = raportul dintre activele circulante (fără stocuri) și activul total;

x₄= raportul dintre capitalurile permanente și pasivul total;

x₅ = raportul dintre excedentul brut de exploatare și datoriile totale

Interpretarea funcției scor „Z”, este următoarea:

- un scor egal cu 0,210 este echivalent cu o probabilitate a riscului de faliment de 100% ;

- un scor egal cu - 0,068 semnifică o probabilitate de faliment de 50%;

- un scor egal cu - 0,164 indică o probabilitate de faliment de 10%.

Pragul limită admis pentru scorul unui client este de - 0,068. Orice client cu un scor mai mare are o probabilitate de a da faliment mai mare de 50% și în consecință există riscul de neplată a datoriilor.

Metoda scorurilor constituie un model important de selecție a clienților dar cu neajunsurile produse de sursa informațiilor culese din exteriorul întreprinderii. De aceea, metoda este completată cu informații calitative privind productivitatea muncii, investițiile nerentabile, scăderea competitivității, calitatea managementului, pe baza cărora se alcătuiesc modele mai detaliate privind riscul de faliment.

De asemenea, o modalitate de evaluare a clienților o constituie metoda ABC, după care clienții se clasifică în:

- grupa A, clienți foarte importanți reprezentând 60% din soldul total al creanțelor și aproximativ 10% din numărul clienților;

- grupa B, clienți importanți cu 30% din soldul total al creanțelor și circa 30% din numărul lor;

- grupa C, clienți de mică importanță, reprezentând aproximativ 10% din totalul creanțelor și circa 60% din numărul lor.

În funcție de această clasificare se impune o supraveghere nuanțată a clienților: atentă și permanentă; strânsă sau lejeră. Față de această stare se stabilesc plafoane ale soldului creanțelor iar atunci când sunt depășite se declanșează de îndată acțiuni ferme de restabilire a echilibrului.

Asemenea momente conduc la calculul duratei medii de încasare a unui client după relația:

$$\text{Durata medie de încasare a clientului „i”} = \frac{\text{Soldul mediu a creantei clientului „i”}}{\text{Cifra de afaceri realizată cu clientul „i”}} \cdot 360$$

³ Holder M, Loeg J, Portier G, Le score de l’entreprise, Nouvelles Editions Fiduciaires, 1989 p. 136-137

Rezultatul obținut se compară cu durata medie de încasare a clienților din grupa respectivă iar depășirile peste limitele stabilite conduc la măsuri de supraveghere atentă și permanentă a clienților în cauză.

Analizând sfera creanțelor se cuvine să mai precizăm că în structura lor mai sunt cuprinse:

- debitele generate de avansurile acordate personalului;
- creanțele asupra bugetului de stat ca urmare a vărsămintelor de impozite și taxe necuvenite acestuia;

- sumele virate în cadrul grupului prin operații în participație;

- sumele rămase de vărsat din capitalul social, precum și cele privind sporirea capitalului social.

De regulă, o parte din aceste creanțe sunt rezultatul unui management ineficient și, ca atare, ele pot să lipsească.

În procesul de gestiune a clienților întreprinderea își creează un compartiment specializat sau recurge la contractarea serviciilor unei firme specializate de afacturare (de factoring). Asemenea firme care practică servicii de afacturare cumpără facturile întreprinderii la valoarea lor - mai puțin comisionul de afacturare – și se ocupă de gestiunea clienților până la încasare. Folosind astfel de servicii întreprinderea își păstrează clienții prin facilitățile de decontare acordate și elimină riscurile provocate de clienții insolvabili.

4.2. Titlurile de plasament și eficiența lor

4.2.1. Rațiunea plasamentelor de capital în titluri de valoare și structura lor

Întreprinderile, din activitatea curentă, pot realiza temporar excedente de trezorerie. Asemenea capitaluri disponibile urmează să fie fructificate pe termen scurt cât mai profitabil pentru a justifica menținerea în circuit a capitalului în cauză.

O cale principală de fructificare a acestui capital, temporar disponibil, o constituie plasamentele în titlurile de valoare, care se pot realiza pe piața financiară. Asemenea tranzacții făcute de întreprindere pe piața financiară au drept scop de a realiza o rată a profitului cel puțin egală cu rata rentabilității concurentului.

Întreprinderile pot face tranzacții pe piața financiară pe termen scurt, în titluri de valoare cu venit variabil (acțiuni), titluri de valoare cu venit fix (obligațiuni) și în opțiuni (drepturi de a cumpăra și vinde titluri de plasament la un preț preferabil). Pe termen lung tranzacțiile pe piața financiară sunt mai diversificate, mai ales, în operațiunile cu acțiuni și obligațiuni precum și în gama derivatelor financiare.

Întrucât plasamentele de capital în titluri de valoare pe termen scurt, au caracter temporar, întreprinderea nu poate păstra titlurile în cauză, de regulă, până la sfârșitul anului. În acest context, câștigurile nu se rezumă la dividendele ori dobânzile aferente titlurilor exercițiului anual, ci la diferențele de curs favorabile de la o zi la alta, ori la câștigurile din speculațiile la bursă. Profitul scontat nu se formează din dividendele convenite acțiunilor deținute sau din venitul fix (dobânzi) aferente obligațiunilor în posesie, deoarece acestea se plătesc la sfârșitul exercițiului anual, pe baza datelor din bilanț (excepție întâlnim în cazul efectuării tranzacțiilor în perioadele respective).

Plasamentele pe termen scurt în titluri de valoare sunt considerate, în exclusivitate, investiții financiare și, ca atare, ele diferă față de plasamentele capitalului în finanțarea curentă a ciclului de exploatare. În acest sens, investițiile în titluri de plasament presupun inginerii financiare care cer pricepere și iscusința, pe de o parte, în alegerea momentului efectuării plasamentelor iar, pe de altă parte, în cel al lichidării acestora, știind că pe piața financiară se produc schimbări rapide. Alegerea momentului efectuării tranzacțiilor pe piața financiară trebuie să fie făcut atunci când se poate obține o

rată a rentabilității cât mai mare și, respectiv, există posibilitatea transformării rapide a titlurilor în lichidități.

Întreprinderile care dispun temporar de capitaluri și doresc să le fructifice în titluri de valoare, trebuie să elaboreze o politică rațională în acest domeniu pentru formularea de strategii adecvate. Elaborarea unei asemenea politici presupune cunoașterea temeinică a portofoliilor existente pe piața financiară și a strategiilor societăților emitente.

Întreprinderile pentru efectuarea tranzacțiilor în cauză trebuie, de regulă, să apeleze la intermediarii financiari (societăți de valori mobiliare, societăți de administrare a investițiilor etc.). Cu toate acestea se cere, un minim de reguli care să fie cunoscute și de către investitorii obișnuiți, considerați neinformați. Dintre acestea amintim:

- factorii care influențează asupra formării și modificării prețurilor titlurilor de valoare;
- modul de derulare a tranzacțiilor, de executare a ordinelor primite de intermediari și a comisiunilor percepute;
- limitele zilnice ale variației prețurilor și pragul de cotare;
- conduita agenților de bursă
- vânzarea titlurilor de valoare considerate de „viitor”, atunci când conjunctura oscilează, și evitarea cumpărării titlurilor al căror curs este într-o scădere rapidă și accentuată;
- cumpărarea numai de titluri apreciate ca fiind „conducătoare” pe piață;
- formularea preferințelor spre titluri de valoare aparținătoare întreprinderilor care se află în al doilea an al relansării afacerilor;
- vânzarea titlurilor din portofoliu atunci când dividendele aferente lor se reduc;
- manifestarea reținerii față de titlurile întreprinderilor care sunt în „fierbere”;
- urgentarea vânzării titlurilor din portofoliu în caz de înrăutățire a situației financiare a emitentului ș.a.

Practica de pe piața financiară a demonstrat că titlurile foarte rentabile sunt în același timp și foarte riscante. Pentru a elimina riscul pierderii de capital, întreprinderea trebuie să decidă formarea unei structuri din titluri de valoare care se concretizează în portofoliu.

Portofoliul este constituit din totalitatea titlurilor de valoare de care dispune o întreprindere, la un moment dat, concretizat în acțiuni, obligațiuni sau titluri derivate, achiziționate prin investiții financiare. Fiind o totalitate de titluri de valoare, fiecare având caracteristici specifice, portofoliul presupune și o anumită structură.

Gestiunea portofoliului are ca obiectiv stabilirea unei structuri eficiente, în sensul că pentru același grad de risc să ofere o rată a rentabilității mai ridicată sau invers, pentru același randament să prezinte un grad mai redus de risc. De asemenea, trebuie menținute în structura portofoliului numai acele titluri la care se prevăd randamente superioare în viitor.

În general, deținătorii de portofolii pot fi:

- investitori individuali, persoane fizice sau juridice caracterizate prin deținerea de resurse financiare reduse și înzestrate cu o putere de reacție nesemnificativă pe piață;
- societăți de valori mobiliare care pot investi în nume propriu pentru speculații bursiere pe termen scurt și care se caracterizează prin lichidități medii, dar pot avea reacții prompte în raport cu evoluția pieței de capital;
- investitorii instituționali, care au ca obiect al activității tocmai investirea în valori mobiliare și care dispun de resurse financiare mari și au o viteză de reacție mare la cerințele pieței (de ex. societăți de investiții financiare, societăți bancare etc.)

Practic, pentru întreprinderi este mai rentabil să investească prin investitori instituționali datorită experienței acestora și puterii financiare mari de care dispun.

Portofoliul de titluri de valoare, prin structura lui, trebuie să fie echilibrat în sensul cuprinderii de plasamente din diverse ramuri și zone geografice, evaluate în unități monetare diferite. Prin această structură, probabilitatea producerii unor riscuri de pierdere a capitalului investit este mai mică întrucât apariția unor dificultăți financiare concomitent în toate ramurile economiei este puțin probabilă. Aceste considerente nu trebuie să constituie un motiv de diversificare excesivă a titlurilor din portofoliu. Teoria și practica financiară oferă modele de structură a portofoliului.

Întreprinderile, pentru a evita producerea unor riscuri „nefericite” – cu pierderi mari, ca urmare a scăderii cursului titlurilor – în afara tranzacțiilor de vânzare – cumpărare, pot încheia un contract de opțiune potrivit căruia cel ce dorește să cumpere sau să vândă titluri este autorizat să aștepte un interval de timp până la luarea deciziei definitive. În acest context opțiunea conferă investitorului dreptul de a cumpăra sau de a vinde un anumit număr de titluri, într-un interval dat de timp la un curs fixat în prealabil, denumit curs de exercițiu.

Contractele de opțiune se mai numesc și contracte cu primă, întrucât solicitantul plătește o primă care îi va permite să opteze pentru executarea sau neexecutarea contractului. Contractele de opțiune sunt oferite de burse specializate și privesc opțiunile de cumpărare „call-option”, respectiv, opțiunile de vânzare „put-option” fiind standardizate.

Pentru efectuarea de plasamente în titluri de valoare întreprinderea trebuie să folosească toate informațiile posibile, unele exprimate în indicatori de eficiență, astfel încât să poată alege structura de portofoliu cea mai rentabilă.

4.2.2 . Asupra unor indicatori de eficiență a titlurilor de plasament

În procesul de investire și gestiune a capitalului în titluri de plasament, teoria financiară a formulat ca obiectiv esențial optimizarea corelației dintre rentabilitate și risc. Această preocupare este tot mai necesară în corelațiile unei volatilități (care desemnează variațiile cursului bursier) crescând de valori mobiliare în raport cu variațiile pieței de capital, ceea ce determină o relație directă între rentabilitate și risc. Înseamnă că o rentabilitate mai mare este însoțită de un risc mai mare și invers.

Pentru a se putea informa permanent „consumatorii” de titluri de plasament , practica financiară a construit mai mulți indicatori care privesc, deopotrivă, atât titlurile de valori mobiliare cât și portofoliul acestora. Dintre indicatorii respectivi amintim:

1. Rentabilitatea titlului de valoare. Într-o asemenea investiție calculul rentabilității are în vedere două componente ale câștigului: dividendul sau dobânda și creșterea valorii de piață. Dividendele, în cazul acțiunilor, constituie o promisiune potrivit căreia întreprinderea emitentă va repartiza o parte din profitul realizat ca dividende deținătorilor de titluri. În cazul obligațiunilor câștigul sperat îl va constitui dobânzile sau venitul fix aferent valorii nominale.

În același timp, motivația investițiilor financiare o constituie și o altă componentă a rentabilității și anume, creșterea valorii de piață în raport cu prețul ei de achiziție. Această motivație este cea care asigură o circulație bursieră a titlurilor.

Față de cele de mai sus, rata rentabilității unei acțiuni se calculează după relația:

$$R_{it} = \frac{D_i + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} 100$$

unde:

R_{it} = rata rentabilității titlului „i” în momentul „t”;

D_i = dividendul sperat;

P_t = prețul (cursul) acțiunii „i” în momentul „t” care variază de la 1 la n;

P_{t-1} = prețul (cursul) de achiziție al titlului „i” în momentul „t-1”.

Asemenea considerații se pot face și în legătură cu rentabilitatea unei obligațiuni.

Așadar, rentabilitatea unui titlu de plasament este dată, pe de o parte, de raportul $\frac{D_i}{P_{t-1}}$ pe care emitentul o poate asigura investitorului de capital, iar pe de altă parte, de creșterea în timp a prețului (cursului) respectiv de raportul $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ (care exprimă creșterea valorii sau diminuarea ei).

Însumând cele două câștiguri obținem rentabilitatea titlului financiar.

2. Riscul titlului de valoare. Pentru calculul acestui indicator se apelează la teoria probabilităților, respectiv la parametrii repartiției diferitelor rentabilități (înregistrate statistic) și la legile probabilității care surprind cel mai bine aceste rentabilități ale valorilor mobiliare. Așadar, este vorba de o abatere care ar putea avea loc de la evoluția medie a cursului de bursă. Mărimea acestei abateri, posibile în viitor, este dată de variația ratei rentabilității titlului din fiecare zi față de o rentabilitate medie pe întreg intervalul considerat.

Pentru o evaluare a riscului cât mai concludentă se alege un interval de timp suficient de mare și mai ales cu numeroase tranzacții ale titlului. Mărimea riscului pe titlu se calculează în fiecare zi operațională în bursă.

În vederea caracterizării celor două variabile aleatoare – rentabilitatea și riscul – teoria probabilităților a reținut ca relevanți următorii parametri:

- valoarea medie a rentabilității (\bar{R}), care se calculează astfel:

$$\bar{R} = \sum_{i=1}^n R_i P_i$$

unde:

P_i = probabilitatea de apariție (pondere) a riscului (frecvența acestuia);

$i = 1, 2, \dots, n$ observări statistice

- dispersia rentabilităților față de valoarea medie (σ^2), calculată ca sumă a pătratelor diferențelor ponderate cu probabilitatea de apariție, adică:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i$$

- abaterea medie pătratică (σ), calculată prin rădăcina pătratică a dispersiei:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Față de cele de mai sus, relația de calcul al riscului titlului de valoare este:

$$\sigma_{it} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i}$$

Prin simetria abaterilor posibile, în raport cu media, se poate admite că riscul este măsurabil prin valorile negative ale abaterilor, iar creșterea rentabilității prin valorile pozitive ale abaterilor.

3. Rentabilitatea portofoliului de titluri de valoare. Întreprinderea este interesată în rentabilitatea întregii sale investiții, motiv pentru care, în fiecare zi, se calculează nu numai rentabilitatea pe feluri de titluri, ci și rentabilitatea portofoliului. Un portofoliu se constituie în proporții diferite de participare a

unora și a altora dintre titluri. La o anumită combinație optimă de participare a titlurilor se poate obține o performanță superioară.

Rentabilitatea portofoliului (R_p) se calculează ca o medie ponderată a rentabilităților individuale sperate (medii) ale titlurilor din portofoliu după relația:

$$R_{pt} = \sum_{i=1}^n X_i * \bar{R}_i(t)$$

în care:

R_{pt} = rata rentabilității portofoliului în momentul „t”;

x_1, x_2, \dots, x_n = ponderea titlurilor individuale componente ale portofoliului,

unde: $x_1+x_2+\dots+x_n=1$;

\bar{R}_i = rata rentabilității (medii) fiecărui titlu „i”.

Din relația de mai sus rezultă că rentabilitatea portofoliului este direct proporțională cu rentabilitățile titlurilor componente dar și cu ponderea de participare a fiecărui titlu la compunerea portofoliului. Pentru a crește rentabilitatea portofoliului este suficient să creștem ponderea titlului celui mai rentabil. Dar această creștere de rentabilitate este însoțită și de creșterea riscului, motiv pentru care este necesar să fie cercetat.

Riscul portofoliului de valoare. În funcție de avantajul diversificării unui portofoliu se poate aprecia că, riscul acestuia depinde, în primul rând, de numărul de titluri care îl compun. Aceasta, ca urmare a compensării variațiilor contrare ale rentabilității titlurilor componente. Totodată este semnificativă structura portofoliului în sensul că atunci când titlurile au ponderi relativ egale în compunerea portofoliului, riscul acestuia este mai mic decât în cazul în care o acțiune deține 90% din portofoliu iar celelalte acțiuni ocupă restul de 10%. Pe de altă parte, un portofoliu format din acțiuni ale unor societăți recunoscute și împărțite, va fi mai puțin riscant decât un portofoliu ce cuprinde titluri ale unor societăți mici și care nu sunt cotate la bursă.

Relația de calcul a riscului portofoliului „p” în momentul „t” adică σ_{pt} este:

$$\sigma_{pt} = \sqrt{\sum_{i=1}^n X_i^2 * \sigma_{it}^2}$$

unde:

σ_i = riscul titlului „i” din structura portofoliului;

x_i = ponderea titlului „i” în portofoliul „p”

Așadar, riscul portofoliului de „n” titluri reprezintă suma titlurilor combinațiilor posibile între rentabilitățile titlurilor componente (inclusiv propriile dispersii), în funcție de ponderile de participare a titlurilor la compunerea portofoliului.

În practica bursieră se mai calculează și alți indicatori de apreciere a eficienței titlurilor financiare cum ar fi: indicele bursier și coeficientul de volatilitate al portofoliului.

4.3. Pragul de rentabilitate

Pragul de rentabilitate exprimă relația dintre nivelul cheltuielilor și volumul vânzărilor. În acest sens, cheltuielile totale de exploatare se grupează în: cheltuieli fixe și cheltuieli variabile.

Cheltuielile fixe, sau convențional constante, sunt formate din amortismente, chirii, prime de asigurare, cheltuieli generale ș.a. Nivelul lor este independent de mărimea producției. De regulă, această

independență operează pe anumite intervale de variație ale producției deoarece atunci când producția atinge un anumit nivel și mărimea cheltuielilor fixe se modifică într-un sens sau altul.

Cheltuielile variabile, considerate operaționale, sunt cheltuielile determinate în mod direct de fazele procesului de exploatare, ceea ce înseamnă că evoluția lor depinde de variația volumului producției. Se includ în această categorie consumurile de materiale, salariile, sumele asimilate lor etc.

Determinarea pragului de rentabilitate are la bază supoziția constanței cheltuielilor variabile pe unitatea de produs și este reprezentat de acel punct critic în care vânzările acoperă cheltuielile aferente lor. Un anumit volum al vânzărilor trebuie să fie anticipat și realizat pentru a acoperi cheltuielile variabile și cele fixe, în caz contrar întreprinderea va avea pierderi.

Cunoașterea punctului critic prezintă importanță în procesul de previziune a profitului, întrucât relația cheltuieli – producție - profit poate fi influențată prin investițiile efectuate în active imobilizate și modificarea raportului dintre activele imobilizate și cele circulante. Firesc, schimbarea acestui raport conduce la modificarea proporției dintre cheltuielile fixe și cele variabile.

În practică, pragul de rentabilitate care indică volumul vânzărilor la nivelul căruia întreprinderea obține profit se calculează sub forma:

- pragului de rentabilitate zero;
- pragului de rentabilitate sperat.

▪ **Pragul de rentabilitate zero** sau punctul mort, este dat de acel volum al producției, respectiv al vânzărilor, la nivelul căruia se recuperează în totalitate cheltuielile efectuate, fără a se obține încă profit. Cunoașterea acestui punct critic prezintă importanță pentru întreprindere întrucât nerealizarea producției și a vânzărilor stabilite va conduce la pierderi. Cu alte cuvinte, pragul de rentabilitate zero constituie limita sub care nu se poate cădea decât cu riscul falimentului.

Pragul de rentabilitate zero se calculează pornind de la relația:

$$Q_M P_r = CF + Q_M C_v, \quad \text{de unde: } Q_M = \frac{CF}{P_r - C_v}$$

în care:

Q_M = volumul fizic al producției (vânzărilor);

P_r = prețul de vânzare pe unitate de produs;

CF = cheltuielile fixe totale;

C_v = cheltuieli variabile pe unitatea de produs.

Din relația de mai sus deducem doi factori liniari de determinare al pragului de rentabilitate și anume: mărimea cheltuielilor fixe și diferența dintre prețul de vânzare unitar și cheltuielile variabile pe unitatea de produs, respectiv, marja asupra cheltuielilor variabile. În situația în care cresc cheltuielile fixe ori se reduce diferența dintre prețul de vânzare și cheltuielile variabile unitare, atunci pragul de rentabilitate va fi mai mare și invers.

Dacă întreprinderea are în fabricație mai multe produse⁴, cazuri preponderente, atunci se ia în calculul pragului de rentabilitate cifra de afaceri (CA) și nu volumul fizic al produselor. În asemenea situații ne interesează acea sumă a încasărilor, la nivelul căreia întreprinderea își va acoperi cheltuielile totale, fără a obține profit.

Pentru calculul cifrei de afaceri care exprimă pragul de rentabilitate zero (CA_M) sau punctul critic, se pleacă de la relația:

⁴ Giurgiu A, Finanțele firmei, Presa Universitară Clujeană, 2000 p. 220

$$CA_M = CF + C_v Q$$

Știind că, la nivelul întreprinderii, cheltuielile variabile dețin o proporție relativ constantă în cheltuielile totale, deci implicit și în cifra de afaceri (vânzări), relația de mai sus se poate scrie astfel:

$$CA_M = CF + \frac{C_v Q}{CA} CA_M$$

în care:

raportul $\frac{C_v Q}{CA}$ reprezintă o constantă. Ecuația de mai sus se poate scrie:

$$CA_M - \frac{C_v Q}{CA} CA_M = CF$$

$$CA_M \left(1 - \frac{C_v Q}{CA} \right) = CF$$

de unde:

$$CA_M = \frac{CF}{1 - \frac{C_v Q}{CA}}$$

Potrivit relației, cifra de afaceri aferentă punctului critic sau pragului de rentabilitate zero este egală cu raportul care are la numărător cheltuieli fixe cuprinse în cifra de afaceri, iar la numitor, diferența dintre unitate și ponderea cheltuielilor variabile în cifra de afaceri.

▪ **Pragul de rentabilitate sperat** se calculează în funcție de nivelul ratei rentabilității economice, care satisface cel mai bine interesele întreprinderii. În acest context, profitul vizat sau propus a se obține constituie o mărime calculată în funcție de capitalul avansat în circuitul activităților și rata randamentului activelor (rentabilității economice). Informațiile cu privire la capitalul avansat în circuitul întreprinderii se obțin din bilanț și anexele sale iar rata randamentului activelor se apreciază în funcție de obiectivele propuse.

Pragul de rentabilitate sperat (Q_s) în situația în care se fabrică un sigur produs (producție simplă) se calculează după relația:

$$Q_s = \frac{CF + S_p}{P_r - C_v}$$

în care:

S_p = suma profitului anual aferentă ratei randamentului vizat;

Profitul sperat a se obține se calculează în funcție de rata randamentului activelor (R_a) și totalul activelor ($\sum A$) participante în procesul de activitate, pornind de la formula:

$$R_a = \frac{S_p}{\sum A}, \quad \text{unde } \sum A = A_i + A_c$$

$$\text{iar, } S_p = R_a \sum A$$

în care:

A_i = activele imobilizate;

A_c = activele circulante.

În situația unei activități complexe (cu mai multe produse) pragul de rentabilitate vizat (CA_s) se calculează în funcție de cifra de afaceri, după relația:

$$CA_s = \frac{CF + S_p}{1 - \frac{C_v Q}{CA}}$$

Înseamnă că, cifra de afaceri aferentă pragului de rentabilitate sperat este dată de raportul care are la numărător suma dintre cheltuielile fixe și mărimea profitului anual previzionat, iar la numitor diferența dintre unitate și ponderea cheltuielilor variabile în cifra de afaceri.

Pragul de rentabilitate poate să fie exprimat și grafic, marcând pe abscisă evoluția valorilor rezultate din vânzări iar pe ordonată valorile antrenate de variația volumului vânzărilor; figura. 7.1

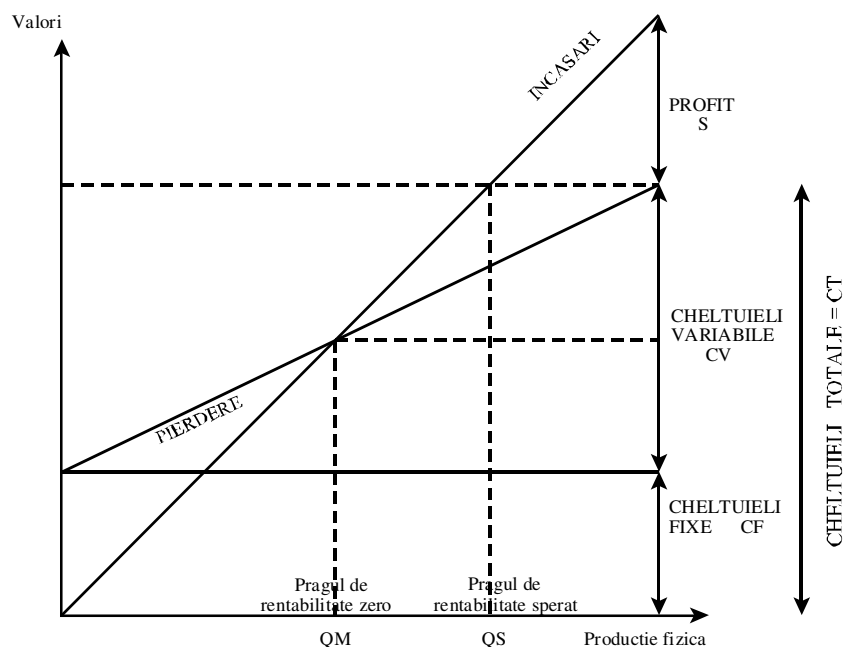


Figura 7.1. Graficul pragului de rentabilitate

Cheltuielile fixe sunt marcate prin linia paralelă la abscisă și rămân neschimbate pe tot intervalul de variație a vânzărilor, chiar dacă nu se fabrică nici un produs. Odată cu lansarea în fabricație a produselor se efectuează și cheltuielile variabile, care cresc pe măsura creșterii producției. Astfel, de la nivelul cheltuielilor fixe din punctul de origine, începe marcarea cheltuielilor variabile. Totodată, din punctul de origine a celor două coordonate se naște curba încasărilor care crește pe măsura opririi vânzărilor. Punctul în care curba încasărilor intersectează curba cheltuielilor totale reprezintă volumul vânzărilor, la nivelul căruia se acoperă cheltuielile totale fără să se realizeze și profit, ceea ce exprimă pragul de rentabilitate zero sau punctul critic. În continuare, pe măsura creșterii încasărilor se realizează profit.

Pragul de rentabilitate ca instrument de previziune a profitului se folosește în situații când:

- ◇ se iau decizii privind fabricarea unui nou produs;

- ◇ se întreprind studii asupra efectelor creșterii economice prin expansiunea întreprinderii, care presupun schimbări în structura cheltuielilor fixe și a celor variabile odată cu creșterea volumului vânzărilor;
- ◇ se analizează proiectele de modernizare știind că acestea conduc la scăderea cheltuielilor variabile, de regulă cele cu salariile, și creșterea cheltuielilor fixe.

Folosirea pragului de rentabilitate în previziunea profitului presupune și anumite limite legate de: folosirea unui preț de vânzare fix; cheltuielile variabile constante pentru orice nivel al producției și vânzărilor; necesitatea schimbărilor în structura și mărimea cheltuielilor fixe totale etc.

4.4.Politici de dividende ale întreprinderilor

La nivelul întreprinderilor, în sfera dividendelor se construiesc politici în jurul deciziei de a repartiza și plăti acționarilor parte din profitul net, sau de a fi reținut în întreprindere pentru reinvestire.

În general, politica dividendelor este influențată de o serie de factori, dintre care amintim:

- Situația financiară a întreprinderii. În cazul în care o întreprindere este îndatorată, fie la bănci, fie prin emisiunea de obligațiuni, înseamnă că se confruntă cu restricții în repartizarea profitului în sensul că, mai întâi, va trebui să-și asigure resursele necesare stingerii obligațiilor curente. Situația de insolvabilitate nu permite plata de dividende acționarilor, pentru a nu diminua capitalul întreprinderii și a proteja creditorii. În acest sens, nu de puține ori sunt încheiate contracte de afaceri în care se stipulează că dividende se pot plăti numai când există lichidități suficiente, adică întreprinderea are un anumit grad de lichiditate. Aceasta, tocmai prin faptul că este posibil ca o întreprindere să fie profitabilă dar să nu aibă disponibilități bănești pentru plăți, din cauza deficiențelor în sfera lichidităților. Dacă întreprinderea are probabilitatea de amânare a plăților, sau de accelerare a realizării fluxurilor de numerar, atunci va crește flexibilitatea în sfera plății dividendelor, bineînțeles, pe seama profitului.

În cazul în care întreprinderea caută o finanțare fără a recurge la îndatorare, înseamnă că trebuie să apeleze la unele componente ale capitalului propriu cum ar fi profitul reținut sau emisiunea de noi acțiuni. Dacă costurile cu emisiunea de acțiuni noi sunt ridicate, atunci finanțarea prin intermediul profitului reținut (prin renunțarea la dividende) devine cea mai ieftină.

Altă alternativă în luarea deciziei de finanțare este alegerea între datoriile și capitalul propriu zis. Astfel, dacă costul îndatorării este mic, atunci întreprinderea poate stabili un indice corespunzător al datoriilor și, în acest fel, să mențină dividendele la un nivel constant.

- Preferințele acționarilor. Pornind de la interesele acționarilor, întreprinderea, prin politica promovată, trebuie să satisfacă cel puțin două cerințe: una legată de stabilitatea sumei dividendelor distribuite iar a doua, de formularea unei politici credibile pentru investitori. Asigurarea unei stabilități a sumei dividendelor presupune că politica de dividende practică în trecut influențează dividendele sperate de acționari care, la rândul lor, exercită o influență asupra cursului acțiunilor. Formularea unei politici credibile presupune asigurarea unui profit real și repartizarea lui ca dividende acționarilor.

- Psihologia investitorilor. Presupune că investitorul poate să-și procure singur lichiditățile necesare în cazul unor dividende necorespunzătoare, prin vânzarea acțiunilor. Însă cercetările arată că există o rezistență la vânzare, chiar în cazul în care prețul acțiunilor scade. De asemenea, câștigurile prezente au o valoare exagerată față de cele viitoare, iar o politică de dividende stabilă este percepută ca un semn de siguranță și soliditate

- Fiscalitatea. Impozitarea diferită a profiturilor și a dividendelor, precum și a creșterilor de capital, favorizează o politică de autofinanțare. Totodată, s-a observat că acționarii cu o rată a impozitului mare se orientează spre întreprinderile care promovează o politică de dividende scăzute, însă

cu creșteri substanțiale de capital. În schimb, acționarii cu o rată mică de impunere preferă întreprinderile cu dividende mari.

Datorită influenței factorilor multipli asupra mărimii dividendelor, politica de dividende, în timp, a fost în centrul unei polemici⁵ și a constituit obiectul unor opinii viu disputate. S-au conturat, în acest sens, următoarele politici de dividende:

♣ Dividend constant. Presupune menținerea dividendelor la nivelul perioadei anterioare. Constituie o politică promovată de către cei care cred în valoarea informativă a dividendelor. Astfel, acționarilor le este sugerată o imagine de siguranță și soliditate a întreprinderii. Totodată, apare și efectul de formare a „clientelei” în sensul tendinței întreprinderii de a atrage investitorii care preferă un anumit nivel al dividendelor, în funcție de rata impozitului suportată.

În cazul unei scăderi a profitului, rezervele devin surse de compensare a sumelor necesare dividendelor promise. De asemenea, există anumite motive pentru nereducerea dividendelor. Primul ar fi acela că multe persoane și instituții solicită plăți importante de dividende pentru investițiile lor. Modigliani și Miller au dovedit că aceste persoane nu trebuie să fie preocupate de nivelul dividendelor întrucât ar putea oricând să lichideze o parte din pachetul lor de acțiuni pentru obținerea lichidităților necesare. Însă, piața financiară presupune costuri de tranzacționare și plăți de brokeraj care îi îndeamnă la reținere. Un alt motiv de renunțare la scăderea dividendelor este acela că asemenea operațiune poate fi interpretată de acționari ca un semnal negativ în gestiunea întreprinderii, ceea ce poate avea efect nefavorabil asupra prețului acțiunilor.

♣ Dividend care presupune constant raportul dividend/profit. Modelul de repartizare a profitului, cunoscut sub denumirea de „Modelul de ajustare parțială”, elaborat de către J. Lintner s-a construit plecând de la convingerea că „cea mai mare parte a acționarilor preferă un dividend rezonabil dar stabil” și că piața financiară stimulează stabilitatea sau creșterea graduală a dividendelor. În consecință, întreprinderea adoptă un dividend calculat prin proporția fixă a raportului dividend / profit, apreciat ca o rată normală, dar nu și ideală, de repartizare a profitului. Întrucât profiturile vor fi, cu siguranță, fluctuante promovarea acestei politici va necesita resurse suplimentare, în unele situații, pentru acoperirea dividendelor.

♣ Dividend reziduu. Politica reziduală se bazează pe faptul că investitorii preferă ca întreprinderea să rețină și să reinvestească profitul decât să le plătească dividende, dacă rata rentabilității obținută pentru profitul reinvestit depășește rata rentabilității pe care investitorii ar obține-o plasând dividendele în investiții cu un grad de risc comparabil. Teoria în sine susține formularea politicii de dividende după adoptarea deciziei de investiție și a celei de finanțare, motiv pentru care se mai numește și politica de oportunitate. Cu alte cuvinte, ideea acestei teorii este de a utiliza profitul, cu prioritate, pentru autofinanțare ori de câte ori rentabilitatea scontată a acestora este mai mare decât costul capitalului întreprinderii. Dividendul reziduu exprimă, în același timp, intensitatea legăturii dintre dividende și valoarea întreprinderii.

♣ Dividend maxim posibil. Reprezintă o politică opusă celei reziduale, în care reținerile din profit apar ca un reziduu. Teoria se bazează pe distribuirea de dividende crescătoare an de an într-o rată

⁵ •Graham B, Dodd D.L., Cottle S, Tatham C, Security Analyses Principles and Tehnique, New York, Mc CrawHilf nr. ed. 1972 p. 486

▪ Miller M. N, Modigliani F, Dividend Policy Growth and the valuation of shares, „Journal of Business” vol. 34, nr. 4 / oct. 1961

▪ Lintner J., Distribution of income of Corporation Among Dividends Retainet Eavings and Taxes in „American Economic Review” vol 46 nr. 2 mai 1956, p. 80-100

▪ Jonson R. W., Finacial Management, Biston, Allyn and Bacan, 1969, p. 427

▪ Albany M, Dumantier P., La politique de dividende des entreprises, PUF, Pans, 1992

constantă mai mică decât rata de actualizare a dividendelor viitoare. Cu cât dividendele și rata lor anuală de creștere sunt mai mari, cu atât valoarea acțiunilor întreprinderii va fi mai mare.

Modelul cercetătorilor M. Gordon și E. Shapiro, privind distribuirea de dividende ca factor de creștere a valorii întreprinderii, prezintă două inconveniente. În primul rând, valoarea unei acțiuni este definită doar de o singură variabilă explicită – dividendul. Înseamnă că orice eroare de estimare a dividendului conduce la o deformare accentuată a valorii acțiunii. În al doilea rând, valoarea acțiunii este dependentă de estimările ratei anuale de creștere și orice erori influențează direct valoarea acțiunii și implicit valoarea întreprinderii.

♣ Neutralitatea politicii de dividende. Teoria neutralității politicii de dividende formulată de Miller și Modigliani disociază efectul politicii de dividende asupra cursului acțiunilor, de efectul altor acțiuni concomitente. Astfel, o întreprindere poate proceda la reducerea dividendelor convenite în schimbul realizării autofinanțării unor proiecte de investiții. În acest caz, politica de dividende nu este decât un subprodus al politicii de investiții.

În alte situații, o întreprindere poate avea în vedere creșterea dividendelor întrucât hotărâse majorarea coeficientului de îndatorare. Ca urmare, politica de dividende devine un subprodus a politicii de îndatorare. În consecință, nu se impune ca întreprinderile să acorde o importanță majoră politicii de dividende, ci trebuie lăsate să fluctueze în funcție de nevoile interne de lichidități (pentru investiții).

Practica a demonstrat că, alegerea politicii de dividende poate fi determinată și de fiscalitatea aplicată asupra veniturilor din deținerea de acțiuni (dividend și/sau câștiguri de capital). Dacă rata de impozitare este aceeași, atunci politica de dividend poate fi considerată neutră. În schimb, dacă cele două surse de venit se impozitează diferit, atunci influența politicii de dividend asupra valorii devine evidentă.

În fundamentarea politicii de dividende se calculează o serie de indicatori cum ar fi:

♣ $\text{Dividendul pe o acțiune} = \frac{\text{Dividendele anuale plătite}}{\text{Numărul acțiunilor remise}};$

♣ $\text{Randamentul pe o acțiune} = \frac{\text{Dividendul pe o acțiune}}{\text{Cursul acțiunilor}};$

♣ $\text{Coeficientul de capitalizare} = \frac{\text{Cursul acțiunilor}}{\text{Profitul pe o acțiune}};$

♣ $\text{Profitul pe o acțiune} = \frac{\text{Profitul brut}}{\text{Numărul acțiunilor remise}};$

♣ $\text{Rata distribuirii dividendelor} = \frac{\text{Volumul anual al dividendelor plătite}}{\text{Profitul net anual}};$

♣ $\text{Activul net contabil pe o acțiune} = \frac{\text{Total activ} - \text{Datorii din pasiv}}{\text{Numărul de acțiuni}};$

♣ $\text{Capitalul aferent autofinanțării pe o acțiune} =$

$$= \frac{\text{Rezultatul net contabil} + \text{Amortismenul} + \text{Provizioarele}}{\text{Numărul de acțiuni}}$$

Întreprinderile românești caracterizate prin lipsa lichidităților și a surselor alternative de finanțare au promovat o politică de dividende cu mărimi nesemnificative.

4.5. Structura financiară a întreprinderii și politica de îndatorare

Structura financiară a întreprinderii este determinată de structura întregului pasiv al bilanțului. Comparativ cu structura capitalului, care exprimă modul de alcătuire a capitalului permanent, structura financiară cuprinde în plus capitalurile împrumutate pe termen scurt. Schematic, această structură se prezintă astfel, figura 7.2.

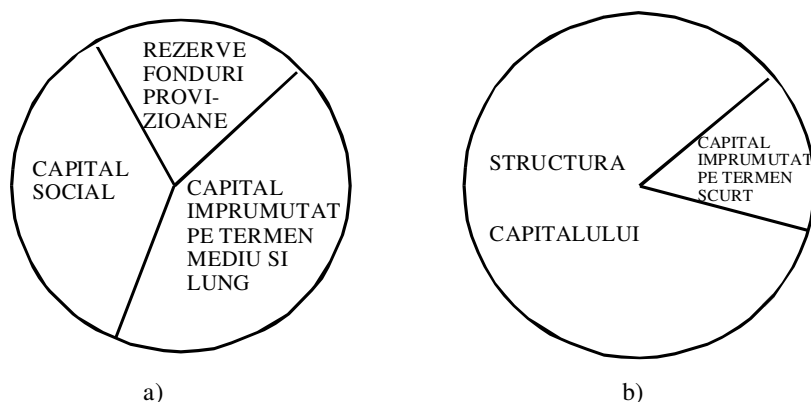


Figura 7.2.:

- a) Structura capitalului
- b) Structura financiară a întreprinderii

Prin structura financiară a întreprinderii se mai poate înțelege și raportul existent între finanțările sale pe termen scurt și finanțările pe termen lung și mijlociu:

Structura financiară a întreprinderii =

$$= \frac{\text{Finanțări pe termen scurt}}{\text{Finanțări pe termen mediu și lung}} =$$

$$= \frac{\text{Resurse de trezorerie}}{\text{Capital permanent}}$$

Resursele de trezorerie sunt formate din creditele bancare pe termen scurt precum și din creditele comerciale, care împreună acoperă o parte din finanțarea activelor circulante.

În alte situații, într-o formă simplificată, structura financiară a întreprinderii se poate aprecia și după raportul dintre datoriile totale și capitalul propriu.

Prin politica întreprinderii decizia de structură financiară trebuie să exprime optimul, adică starea cea mai bună în anumite condiții date. Schimbându-se condițiile date, starea cea mai bună devine alta.

Structura financiară optimă trebuie să stabilească un asemenea raport între finanțările prin îndatorare și capitalurile proprii încât costurile de finanțare să fie cele mai mici. Aceasta depinde de obiectivele de creștere economică a întreprinderii, de nivelul rentabilității scontate și de riscurile pe care consimte să și le asume.

În problematica structurii financiare optime s-au formulat unele teorii, cum ar fi: teoria clasică a structurii capitalului; teoria lui Modigliani și Miller; teoria modernă.

Teoria clasică a structurii capitalului, se bazează pe calculul ratei de capitalizare a dividendelor în funcție de rata de îndatorare a întreprinderii. Indicele datoriei (I_D) se calculează ca o proporție a datoriei (D) în totalul capitalului ($C_p + D$), adică:

$$I_D = \frac{D}{C_p + D}$$

Ilustrativ, evoluția îndatorării asupra costului capitalului se poate reprezenta astfel, figura 7.3

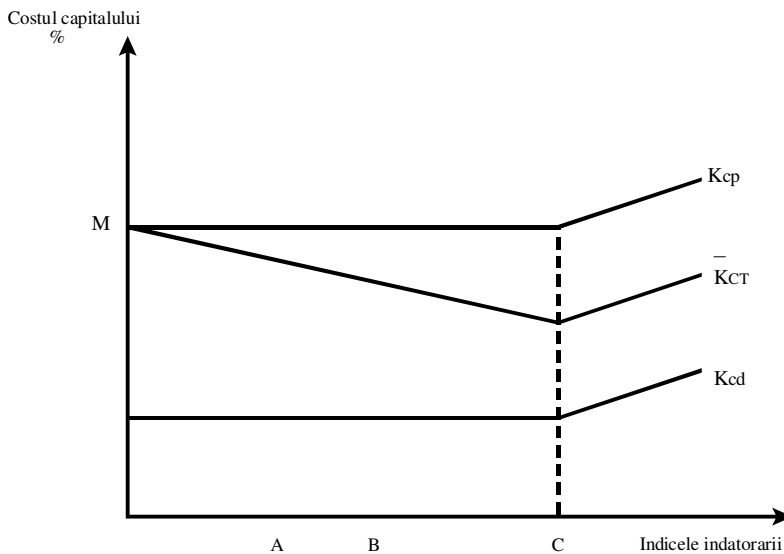


Figura 7.3. Influența îndatorării asupra costului capitalului

Potrivit graficului de mai sus, indicele îndatorării este măsurat pe axa orizontală iar costurile specifice capitalului, în funcție de acest indice, se observă pe axa verticală. Cu cât indicele datoriei crește, costul datoriei (K_{cd}) rămâne constant atâta timp cât creditorii nu percep nici un adaos semnificativ la creșterea riscului de neplată a obligațiilor întreprinderii față de aceștia. Totuși, în punctul C creditorii consideră că datoria a atins o proporție critică. În continuare, creșterea indicelui datoriei dincolo de C va conduce la creșterea semnificativă a riscului recuperării împrumuturilor. Creditorii, în acest caz, vor solicita o compensare pentru acoperirea riscului amintit și ca atare, costul unei datorii suplimentare va crește.

Costul capitalului propriu este indicat de linia K_{cp} situată deasupra liniei costului datoriei întrucât capitalul propriu este mai scump decât datoriile. Asemenea situații se întâmplă deoarece acționarii cer compensații mai mari decât creditorii, pe motiv că ei suportă un risc mai mare.

În punctul M de pe axa verticală, întreprinderea nu are datorii și atunci costul mediu ponderat al capitalului (\bar{K}_{CT}) este 100% din costul propriu. După îndatorare, în punctul B întreprinderea folosește

mai multe datorii decât capital propriu. Costul mediu ponderat scade și devine mai mic decât în punctul A. Continuând îndatorarea, tendința costului mediu este de scădere până în punctul C. Începând din acest punct, costurile celor două tipuri de finanțări încep să crească și ca atare crește și costul mediu ponderat. Punctul C, în acest caz, semnifică:

- nivelul cel mai bun al indicelui datoriei;
- costul mediu ponderat al capitalului ca fiind minim;
- structura financiară optimă a întreprinderii.

Practica a demonstrat că acest punct optim se determină greu prin tatonări multiple.

Teoria lui Modigliani și Miller, se bazează, la fel ca teoria clasică, pe costurile capitalului propriu, mai ridicate decât costurile datoriilor. Totuși, cercetătorii Franco Modigliani și Marton Miller afirmă că folosind evidența statistică pe care își întemeiază teoria MM, costul mediu ponderat al capitalului este o linie dreaptă care nici nu crește, nici nu scade. Costul mediu ponderat pentru a rămâne constant, trebuie să crească costul capitalului propriu, cu atât cu cât crește proporția datoriei (mai puțin costisitoare). Cu cât scade proporția capitalului propriu (mai scump) cu atât costul mediu ponderat scade, dacă nu crește costul capitalului propriu. Modelul se poate reprezenta astfel, figura 7.4.

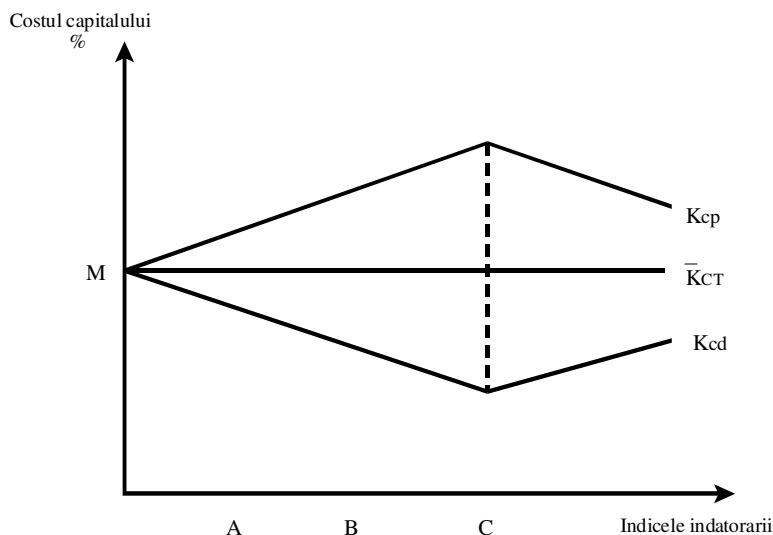


Figura 7.4. Influența îndatorării asupra costului capitalului după teoria MM.

Dacă costul mediu ponderat rămâne constant când costul datoriei crește, atunci costul capitalului propriu trebuie să scadă când întreprinderea se împrumută prea mult. De asemenea, teoria MM consideră că valoarea întreprinderii depinde de profitul din exploatare și nu de profitul net, ceea ce înseamnă că indicele datoriei nu are efect asupra valorii întreprinderii dacă nu afectează costul mediu ponderat al capitalului. În calculele făcute, impozitele pe venit sunt apreciate ca nesemnificative, iar piața capitalurilor perfectă. Or, fiscalitatea adesea este discriminatorie, iar piața capitalurilor mereu imprevizibilă.

CAPITOLUL 5. SISTEMUL MONETAR CONTEMPORAN

5.1. Moneda și rolul său în economie

Moneda a apărut de timpuriu în istoria societății omenești, fiind rezultatul dezvoltării producției și schimbului și evoluând concomitent cu acestea. La început era prezentă în tranzacții sub forma unor mărfuri obișnuite și foarte variate (vitele, sarea, scoicile, vinul, uleiul, ceaiul etc.). Schimbul se făcea în natură (sub forma trocului) prin raportarea mărfurilor la marfa care îndeplinea rolul de monedă.

Trecerea de la trocul primitiv la economia de schimb s-a realizat o dată cu utilizarea unei mărfi unice drept monedă, metalele și aliajele impunându-se drept forma cea mai comodă și mai evoluată de monedă. Inițial au fost utilizate ca monedă metalele și aliajele comune (cupru, bronz, fier), iar ulterior metalele prețioase (aurul și argintul). Dar, o dată cu dezvoltarea schimbului, nevoile de monedă – marfă, respectiv de metal prețios, au crescut, în timp ce producerea lor a rămas limitată, apărând un dezechilibru între oferta și cererea de monedă – marfă. Astfel, a fost necesară găsirea unor noi forme de monedă: moneda de hârtie (fiduciară) sub forma bancnotelor și moneda de cont (scripturală). Moneda de hârtie și moneda de cont reprezintă forme ale monedei – semn.

Baterea monedei a fost un drept regal. În prezent acest drept este încredințat unei bănci de emisiune (banca centrală), iar valoarea monedei este garantată de stat, ceea ce face ca moneda să fie un fenomen instituțional. Utilizarea monedei se bazează pe o convenție implicită: publicul acceptă să folosească moneda pentru că are încredere în sistemul care o emite.

Pornind de la cele arătate mai sus se poate formula următoarea *definiție instituțională* a monedei: moneda este un instrument de schimb universal care permite achiziționarea imediată a tuturor bunurilor, serviciilor și titlurilor; este bunul cu valoarea cea mai stabilă și care este superior tuturor celorlalte bunuri în ceea ce privește conservarea puterii sale de cumpărare, motiv pentru care moneda este întotdeauna acceptată în schimbul oricărui alt bun. E un fenomen social întrucât se bazează pe încrederea agenților economici în sistemul care o emite și o ține în funcțiune.

Funcțiile monedei

Fiecare dintre aceste definiții surprinde diferite dimensiuni ale funcțiilor monedei, ca un activ financiar important în economie. Dar dincolo de aceste definiții, cea mai cuprinzătoare este *definiția funcțională* a monedei, pornind de la funcțiile pe care le îndeplinește. Există o apreciere generală potrivit căreia moneda îndeplinește mai multe *funcții*, între care ne rețin atenția următoarele:

a) moneda este instrument unic al schimbului

Moneda apare drept contrapartidă între oferta și cererea tuturor bunurilor și serviciilor, pe toate piețele. Această funcție derivă din caracterul universal al monedei ca instrument al tranzacțiilor și din caracterul finanțator al monedei (condiția necesară pentru realizarea tranzacțiilor o reprezintă existența unor încasări prealabile în monedă).

b) moneda este etalon al valorii (unitate de calcul)

Moneda măsoară valoarea bunurilor și serviciilor care sunt supuse schimbului, și, astfel, permite compararea lor, întrucât acestea sunt exprimate în aceeași unitate de măsură. Valoarea monedei depinde de valoarea bunurilor și serviciilor ce pot fi procurate cu ajutorul ei, mai exact valoarea monedei scade atunci când are loc creșterea prețurilor și crește atunci când prețurile scad.

c) moneda este mijloc de plată

Moneda poate servi pentru achitarea tuturor datoriilor, deoarece acestea sunt exprimate valoric și presupun existența unui instrument de schimb. De aici rezultă că această funcție apare atunci când

moneda îndeplinește simultan funcția de instrument de schimb și cea de etalon al valorii. Datorită faptului că această funcție presupune îndeplinirea simultană a celor două funcții menționate anterior, mulți specialiști nu o mai individualizează ca o funcție distinctă.

d) moneda este mijloc de rezervă

Moneda are proprietatea de a fi lichidă și de aceea ea servește ca rezervă a puterii de cumpărare. Moneda constituie un instrument de teaurizare, și apare ca o întruchipare a avuției. Orice bun constituie o rezervă de putere de cumpărare, iar pe termen lung unele bunuri conservă puterea de cumpărare chiar mai bine decât moneda. Însă, moneda moneda este cel mai lichid și cel mai lipsit de risc, întrucât ea nu trebuie să fie transformată în altceva pentru a putea fi utilizată ca instrument de schimb..

5.2. Masa monetară

5.2.1. Agregatele monetare

Masa monetară reprezintă ansamblul mijloacelor de plată existente în economia unei țări la un moment dat sau în medie pe o anumită perioadă. Se prezintă ca o mărime eterogenă cuprinzând totalitatea activelor care pot fi utilizate pentru procurarea bunurilor și serviciilor și pentru plata datoriilor. Patrimoniul agenților economici cuprinde două mari categorii de active: active reale (bunuri materiale) și active financiare (creanțe asupra altor agenți economici, formate din bancnotele și monedele metalice emise de banca centrală, moneda de cont, diferite titluri). Dintre aceste active, ca mijloace de plată pot fi utilizate activele financiare, în special cele monetare: bancnotele și moneda de cont. Deci, masa monetară reprezintă totalitatea creanțelor agenților economici asupra sistemului bancar. În structura acesteia pot fi incluse următoarele active :

- moneda efectivă sau numerarul (bancnotele și monedele divizionare);
- moneda de cont, formată, la rândul ei, din:
 - ✓ disponibilitățile în conturi curente
 - ✓ depozitele la termen și în vederea economisirii
- alte active, cu grad mai mare sau mai mic de lichiditate.

În funcție de gradul de integrare a activelor în structura masei monetare se constituie agregatele monetare. Agregatul monetar este un ansamblu de active monetare. Includerea activelor în agregatele monetare se realizează după criteriul lichidității, astfel:

- **Masa monetară în sens restrâns M1** – cuprinde moneda efectivă (bancnotele și monedele divizionare) și depozitele la vedere, care permit efectuarea de plăți imediate.

Viteza de circulație a monedei

Într-o perioadă dată, fiecare unitate monetară este folosită de mai multe ori. Numărul mediu al utilizărilor unei unități monetare în perioada de referință reprezintă viteza de circulație a monedei (V). Ea permite calcularea capacității tranzacționale a masei monetare, care exprimă volumul tranzacțiilor care pot fi efectuate cu ajutorul cantității de monedă existentă. Pentru calcularea lui V putem folosi ecuația schimbului:

$$M1 * V = P * Y,$$

unde: P – nivelul prețurilor, Y – volumul producției (nete) sau venitul real, P*Y – valoarea bunurilor tranzacționate într-o perioadă.

Deci:

$$V = \frac{P * Y}{M1} \text{ sau } V = \frac{PIB}{M1}$$

unde: PIB – produsul intern brut

- **Masa monetară în sens larg M2** – include, pe lângă M1, depunerile la termen, în vederea economisirii, precum și alte plasamente lichide, pe termene scurte și foarte scurte, care formează ”quasimonedă”.

Similar se pot construi și alte agregate monetare, din ce în ce mai cuprinzătoare:

- **M3** – înglobează, pe lângă M2, alte active cu grad mai mic de lichiditate, cum ar fi: certificate de depozit, bonuri de casă, bonuri de tezaur, conturi de economii pe termen mediu, alte titluri.
- **M4 (L)** - reprezintă lichiditatea generală și cuprinde, pe lângă M3, titluri emise pe termen mediu și lung negociabile, care pot fi transformate mai lent în mijloace de plată.

În unele țări se folosesc și alte agregate (M5, M6, etc.) în funcție de condițiile concrete existente în ceea ce privește structura instituțiilor financiare și gama activelor financiare lichide utilizate.

În **România**, în structura masei monetare regăsim următoarele agregate monetare:

M1:

- ✓ numerar în circulație
- ✓ depozite overnight
- M2 – M1:
 - ✓ depozite rambursabile după notificare la cel mult 3 luni inclusiv
 - ✓ depozite cu durata inițială de până la 2 ani inclusiv
- M3 – M2:
 - ✓ împrumuturi din operațiuni repo
 - ✓ acțiuni/unități ale fondurilor de piață monetară (emise)
 - ✓ titluri de valoare negociabile emise cu maturitatea de până la 2 ani inclusiv.

Banca Națională a României calculează și publică periodic date cu privire la agregatul monetar aflat sub influența sa directă, baza monetară M0, care cuprinde:

- Numerarul în casieriile instituțiilor financiare monetare⁶
- Numerarul în circulație
- Disponibilitățile în contul curent al instituțiilor financiare monetare deschis la Banca Națională a României

Baza monetară nu este inclusă în structura masei monetare, întrucât numerarul deținut de instituțiile financiare monetare și disponibilitățile acestora aflate în conturi la banca centrală nu au semnificație economică dacă nu sunt puse în circulație și nu servesc la realizarea de tranzacții. Numerarul din casieriile instituțiilor financiare monetare asigură transformarea monedei de cont în moneda băncii centrale (bancnote și monede metalice) la cererea clienților nebancari, iar depozitele instituțiilor financiare monetare din conturile deschise la banca centrală pot fi transformate în numerar, însă ele sunt utilizate pentru compensarea plăților și încasărilor reciproce dintre acestea și nu pentru realizarea de tranzacții.

5.2.2. Contrapartidele masei monetare

Cu toate că am definit masa monetară pornind de la activul patrimonial al agenților economici, întrucât acesta nu poate fi cuantificat, masa monetară este reflectată în pasivul bilanțului centralizat al sistemului bancar și se măsoară pornind de la acesta. Ea are drept corespondent (în activul bilanțului) activele emise de banca centrală și de băncile comerciale. Acestea reprezintă contrapartidele masei

⁶ Instituțiile financiare monetare cuprind banca centrală și alte instituțiile financiare monetare, care, la rândul lor includ, instituțiile de credit și fondurile de piață monetară. În categoria instituțiilor de credit intră: băncile comerciale, organizațiile cooperatiste de credit, băncile de economisire și creditare în domeniul locativ, băncile de credit ipotecar și instituțiile emitente de monedă electronică.

monetare, care pun în evidență sursele de creștere a masei monetare. Contrapartidele masei monetare sunt grupate în două categorii importante: creanțele monetare interne și creanțele asupra străinătății.

Creanțele monetare interne cuprind creditele acordate de către bănci economiei și statului și îmbracă două forme: creanțele asupra economiei și creanțele asupra statului.

Creanțele asupra economiei reflectă finanțarea monetară a economiei prin acordarea de credite de către bănci agenților economici nebankari, întreprinzătorilor individuali, caselor de pensii, asigurări, precum și populației.

Creanțele asupra statului reflectă finanțarea statului, realizată atât de către banca centrală, cât și de către băncile comerciale. Banca centrală poate acorda credite Trezoreriei, fie sub formă de avansuri directe, fie prin achiziționarea de titluri de stat, iar băncile comerciale acordă credite Trezoreriei prin achiziționarea de titluri de stat.

Creanțele asupra străinătății reflectă impactul relațiilor externe asupra masei monetare interne, adică reflectarea monetară a soldului balanței de plăți externe. Masa monetară este influențată de soldul balanței de plăți externe, fie în sensul reducerii (când balanța de plăți este deficitară), fie în sensul creșterii sale (când balanța de plăți este excedentară). Creanțele asupra străinătății se prezintă sub două forme: soldul operațiunilor externe ale băncii de emisiune cu nerezidenții și, respectiv, soldul operațiunilor externe ale celorlalte bănci și instituții financiare cu nerezidenții.

5.3. Inflația - expresie a dezechilibrului monetar

5.3.1. Inflația. Deflația și dezinflația. Stagflația și slumpflația

O condiție importantă pentru o dezvoltare economică sănătoasă o reprezintă asigurarea echilibrului monetar, adică a unei stări de proporționalitate între procesele materiale și cele monetare din economie. Echilibrul monetar constă în concordanța care trebuie să existe între volumul și structura disponibilităților bănești ale economiei și populației, pe de o parte, și volumul și structura ofertei de bunuri și servicii destinate consumului, pe de altă parte.

Creșterea masei monetare trebuie să fie în concordanță cu creșterea volumului producției și circulației mărfurilor și al prestațiilor de servicii. Dacă se produce un dezechilibru între masa monetară existentă în circulație și necesitățile monetare reale ale economiei atunci apare fenomenul de inflație, ca formă specifică de manifestare a dezechilibrului monetar.

Inflația

În literatura de specialitate există o multitudine de accepțiuni cu privire la definirea inflației. Conceptul modern asupra inflației o definește ca un proces complex prin care se afirmă multiple dezechilibre în economie, cu caracter general și în continuă evoluție. Deși există numeroase definiții ale inflației, între ele există o similitudine, în special în privința formei de manifestare: creșterea prețurilor, creșterea cantității de monedă, scăderea puterii de cumpărare și deprecierea banilor.

Deflația și dezinflația

În ceea ce privește deflația, aceasta este un fenomen opus inflației, caracterizat prin scăderea prețurilor bunurilor și serviciilor, care are consecințe asupra unei economii naționale la fel de grave ca și inflația. El poate fi cauzat, în principal, de reducerea masei monetare și a creditului, deseori constând în retragerea din circulație a unei cantități de monedă în timpul unei inflații puternice în vederea creșterii puterii de cumpărare a monedei.

Termenul de deflație nu este sinonim cu cel de dezinflație, întrucât dezinflația se manifestă prin încetinirea durabilă a ritmului de creștere a nivelului general al prețurilor. Deci, în cazul dezinflație prețurile continuă să crească, dar într-un ritm mai lent decât în perioada precedentă.

Stagflația și slumpflația

Stagflația și slumpflația sunt două fenomene strâns legate de procesul inflaționist. Cuvântul stagflație provine din combinarea termenilor de „stagnare” și „inflație”. Stagflația este un fenomen caracterizat prin stagnare economică sau recesiune într-o perioadă de inflație. Adesea, stagflația pune în evidență o creștere economică „zero” însoțită de o inflație puternică. În condițiile stagflației producția stagnează fără ca masa monetară să se reducă, ceea ce duce la adâncirea dezechilibrului între economia monetară și cea reală

Cuvântul slumpflație provine din combinarea termenilor „slump” (scădere bruscă, prăbușire, criză economică) și inflație. Slumpflația este acea stare de regres, de recesiune a economiei caracterizată prin scăderea producției naționale, inflație accelerată sau galopantă și șomaj ridicat.

Stagflația și slumpflația au trăsături comune (ambele sunt stări ale economiei caracterizate prin reducerea producției, inflație și șomaj ridicat), deosebirea dintre ele apare la intensitatea de manifestare a acestor fenomene. Dacă economia este în slumpflație ritmurile de desfășurare a proceselor economice menționate sunt mult mai puternice (scăderea bruscă a producției, inflație galopantă, șomaj ridicat). În schimb, în stagflație ritmul acestor procese este mai redus (stagnarea producției, inflație deschisă, șomaj ridicat).

5.3.2. Cauzele și consecințele inflației

Inflația este generată de o multitudine de **cauze** de natură economică, financiar – monetară, social – politică etc, unele interne, iar altele externe. Cele mai importante cauze interne sunt:

- scăderea producției de bunuri care determină creșterea prețurilor;
- creșterea costurilor de producție care antrenează creșterea prețurilor;
- deficitul bugetar pe care statul încearcă să-l acopere prin emisiune monetară;
- politica de creditare: acordarea creditelor fără o analiză riguroasă a scopului urmărit de debitori sau pentru susținerea unor sectoare neperformante;
- devalorizarea monedei în vederea redistribuirii de capitaluri în favoarea unor agenți economici;
- fiscalitatea excesivă prin care se acoperă un volum mare de cheltuieli ale statului;
- politica salarială;
- stări conjuncturale, cutremure, secetă, inundații etc.

Inflația are **consecințe** multiple atât în plan economic, cât și în plan social:

- ✓ slăbirea capacității concurențiale a firmelor naționale, prin creșterea prețurilor interne comparativ cu cele externe;
- ✓ accelerarea procesului investițional, datorită, pe de o parte, necesității reînnoirii echipamentelor în vederea creșterii profitului, iar pe de altă parte, ieftinirii creditului;
- ✓ extinderea șomajului în condițiile în care firmele utilizează tehnologii moderne care ridică randamentele;
- ✓ descurajează economiile datorită deprecierei depozitelor;
- ✓ privilegiază debitorii, întrucât, în condițiile menținerii inflației, sumele de rambursat, în termeni reali, sunt tot mai diminuate;
- ✓ favorizează creșterea profiturilor, vânzătorii practicând cote de profit sporite incluse în prețuri;
- ✓ redistribuirea veniturilor între diferite pături sociale; inflația împarte societatea în două mari categorii: persoane cu venituri fixe, care sunt puternic afectați de inflație, și persoanele ale căror venituri evoluează în același sens cu inflația.

5.3.3. Formele inflației

Inflația are o varietate de forme, care pot fi delimitate după mai multe criterii, între care ne reținem atenția următoarele:

1. După ritmul desfășurării:

- *Inflație târâtoare* caracterizată printr-o creștere medie anuală a prețurilor și serviciilor de 3%-4% care duce la deprecierea lentă și progresivă a banilor, fără zguduiri economice;
- *Inflația moderată* care marchează o creștere generală a prețurilor de aproximativ 5 – 10% anual, aceste tensiuni inflaționiste neducând la apariția unor dezechilibre majore în economie;
- *Inflație galopantă* în care prețurile și tarifele cresc cu mai mult de 15%, provocând mari dezechilibre economice și sociale;
- *Hiperinflația* este forma cea mai periculoasă și excesivă a inflației având loc atunci când creșterea lunară a prețurilor de consum depășește 50%; se caracterizează prin creșterea prețurilor la intervale scurte de timp, antrenând dezechilibre generale în economie;
- *Megainflația* corespunde unor manifestări neașteptate ale fenomenului și unor creșteri exagerate ale prețurilor de sute și mii de procente.

2. După cauzele care o determină:

- ✓ *Inflația prin cerere* își are geneza în dezechilibrul ce se produce pe piața bunurilor și serviciilor, sub influența creșterii cererii globale. Dacă economia este în imposibilitatea satisfacerii acestei cereri, la început va avea loc o creștere lentă a prețurilor, după care, dacă surplusul de cerere se menține, creșterea prețurilor se cronicizează, transformându-se în inflație. Deci, restabilirea echilibrului cerere – ofertă se realizează prin majorarea prețurilor.
- ✓ *Inflația prin costuri* provine din creșterea remunerării factorilor de producție superioară sporirii productivității lor. Este propice țărilor aflate în creștere economică, în care anumite ramuri înregistrează creșteri importante ale productivității muncii. În aceste ramuri au loc majorări de salarii, care vor avea ca efect creșterea costurilor bunurilor pe care le produc și, astfel, a prețurilor. Salariații din ramurile care nu înregistrează creșteri de productivitate vor revendica, și ei, majorări de salarii. Astfel, creșterea generalizată a salariilor conduce la o majorare medie pe economie a veniturilor, superioară creșterii reale a productivității muncii.
- ✓ *Inflația structurală* este determinată de dispariția mecanismelor obiective de reglare a economiei. O primă cauză a inflației structurale este dezvoltarea accentuată, prea rapidă a economiei, care provoacă dezechilibre, datorită evoluției inegale a ramurilor. Politica de susținere a ramurilor în declin cu produse excedentare (a prețurilor pentru produsele acestora) determină creșterea mai accentuată a prețurilor în celelalte ramuri, fiind generatoarea unei inflații continue. O altă cauză o constituie rigiditatea economiei care apare în momentele de creștere economică atunci când se tinde spre o deplină utilizare a forței de muncă.
- ✓ *Inflația importată* este generată relațiile economice dintre țări și poate pătrunde în economie pe mai multe căi:
 - importurile de produse, în general, și de materii prime, în special, care determină creșterea costurilor de producție și, astfel, a prețurilor, sub presiunea prețurilor de import;
 - creșterea cererii de exporturi, care determină micșorarea ofertei interne de bunuri și servicii;
 - variația cursurilor de schimb, deprecierea monedei naționale determinând scumpirea importurilor;

- circulația liberă a capitalurilor între țări etc.

3. După așteptările inflaționiste:

- ✓ *Inflația anticipată (așteptată)* este inflația pe care publicul este capabil să o prevadă și astfel să se protejeze împotriva ei.
- ✓ *Inflația neanticipată* este cea care depășește capacitatea de previziune publicului, care nu va fi capabil să se protejeze împotriva ei, fiind luați prin surprindere.

4. După mecanismul de funcționare a pieței:

- ✓ *Inflația deschisă* sau declarată care se manifestă atunci când economia de piață funcționează ca un mecanism în care prețurile sunt fixe, orice exces de cerere antrenând o creștere a prețurilor și salariilor; astfel, nu există nici un obstacol care să împiedice pe beneficiarii de venituri suplimentare să dispună de ele fără amânare și după bunul lor plac.
- ✓ *Inflația reprimată* apare atunci când guvernul împiedică creșterea prețurilor bunurilor de consum și a salariilor, excesul de cerere fiind reprimat, dar nu și redus; astfel, sunt adoptate măsuri de împărțire a mărfurilor sau de blocare a veniturilor excedentare care constrâng posesorii de venituri să le teaurizeze sau să le împrumute autorităților publice sau să achiziționeze bunuri care nu corespund trebuințelor lor prioritare.

5.3.4. Cuantificarea inflației

Determinarea dimensiunii inflației necesită luarea în considerare a unor multiple influențe, ceea ce face ca indicatorii utilizați să exprime mai mult sau mai puțin realitatea concretă. Pentru a aprecia corect amploarea fenomenului inflaționist se apelează la un sistem de indici și indicatori, între care amintim:

1) Indicele prețurilor de consum (IPC)

Indicele prețurilor de consum al populației exprimă creșterea medie a cheltuielilor pe care o familie de mărime mijlocie le face pentru satisfacerea nevoilor de trai. Se calculează procentual, ca raport între media ponderată a prețurilor dintr-un an și media ponderată a prețurilor din anul de bază. Se referă la un număr de produse și servicii considerate într-o anumită pondere, deci este un coș bine structurat. Acest indice consum exprimă cel mai bine puterea de cumpărare, întrucât el include impozitele indirecte și taxele de consumație care influențează, uneori semnificativ, puterea de cumpărare a populației.

2) Indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC)

Indicele armonizat al prețurilor de consum măsoară modificările survenite în nivelul prețurilor și tarifelor aferente bunurilor și serviciilor care fac obiectul comerțului cu amănuntul pe teritoriul României, coeficienții de ponderare fiind derivați din structura cheltuielilor realizate în acest scop de consumatorii români și străini. Prin urmare, se bazează pe principiul „intern” al conceptului de consum, luând în calcul consumul tuturor gospodăriilor de pe teritoriul economic al țării, indiferent de venit, naționalitate, statut rezidențial sau social, cu excepția ambasadelor străine aflate în România. Definiția acestui indice impune nu numai luarea în considerare a consumului rezidenților, ci și a cheltuielilor efectuate de vizitatorii străini în România.

Din punct de vedere conceptual, aceasta este o diferență majoră față de indicele prețurilor de consum, care utilizează principiul „național” al consumului, respectiv urmărește cheltuielile de consum ale rezidenților indiferent dacă sunt efectuate în interiorul sau în afara granițelor țării. Incluziunea acestora din urmă se bazează pe datele oferite de bilanțul de plăți și se referă, practic, la consumul de servicii turistice și de transport din străinătate (limitele sistemului informațional nu permit decelarea cheltuielilor externe de altă natură).

3) *Indicele general al prețurilor (deflatorul)*

Exprimă modificarea prețurilor bunurilor și serviciilor produse într-o perioadă de timp. Se calculează ca raport între valoarea curentă a produsului intern brut și valoarea sa din anul de bază. Reflectă cel mai bine aspectul global al inflației, fiind mai cuprinzător decât celelalte.

$$I_{gp} = \frac{PIB_{pr_{crt}}}{PI_{pr_{cst}}}$$

unde: I_{gp} - indicele general al prețurilor

$PIB_{pr_{crt}}$ - produsul intern brut exprimat în prețuri curente (din anul curent)

$PI_{pr_{cst}}$ - produsul intern brut exprimat în prețuri constante (din anul de bază)

4) *Indici speciali* – se determină pentru anumite ramuri ale economiei, în care ritmul modificării prețurilor poate afecta nivelul general al prețurilor. Spre exemplu, orice modificare a prețului produselor energetice influențează nivelul general al prețurilor din economie.

5) *Indicii puterii de cumpărare a monedei*

Puterea de cumpărare a unei monede reprezintă cantitatea de bunuri și servicii ce poate fi achiziționată cu ajutorul unei unități monetare. Indicii puterii de cumpărare se exprimă pe baza indicilor de preț:

$$I_{pc} = \frac{1}{I_{pr}}$$

unde: I_{pc} - indicele puterii de cumpărare

I_{pr} - indicele de preț

Cu ajutorul indicilor puterii de cumpărare se poate determina gradul de depreciere (sau apreciere) a monedei naționale. Deprecierea monetară reflectă scăderea puterii de cumpărare a monedei pe plan intern și scăderea cursului de schimb pe plan extern, iar aprecierea monetară reflectă creșterea puterii de cumpărare a monedei pe plan intern și creșterea cursului de schimb pe plan extern.

6) *Inflația de fond (core inflation)*

Inflația *core* este o măsură a inflației care exclude anumite elemente care înregistrează prețuri volatile.

5.4. Elementele definiției ale sistemului monetar

Sistemul monetar național reprezintă totalitatea instituțiilor și legilor prin care statul reglementează modul de organizare și derulare a circulației monetare. Un sistem monetar este caracterizat prin următoarele *elemente definiției*:

- baza sistemului monetar formată din etalonul monetar și unitatea monetară;
- categoriile de monedă;
- creația monetară – oferta de monedă;
- cererea de monedă;
- relațiile monetare externe ale țării respective;

5.4.1. Baza sistemului monetar

Între noțiunile de etalon monetar și unitate monetară există o legătură foarte strânsă, astfel că adeseori au fost considerate sinonime.

A. Etalonul monetar

Etalonul monetar reprezintă o valoare sau o materie adoptată convențional ca bază a sistemului monetar, prin care se definește unitatea monetară. Funcția de etalon monetar a fost îndeplinită la început de mărfuri obișnuite, iar mai târziu de metalele prețioase, pentru ca ulterior această calitate să revină valutelor și devizelor. În prezent, rolul de etalon monetar revine puterii de cumpărare. În funcție de etalonul monetar adoptat, de-a lungul timpului au funcționat mai multe tipuri de sisteme monetare:

- ✓ sisteme monetare bazate pe metalul monetar;
- ✓ sisteme monetare cu etalon combinat (aur - devize);
- ✓ sisteme nemetaliste sau sisteme putere de cumpărare.

B. Unitatea monetară

Unitatea monetară a fost definită de autoritățile monetare naționale în funcție de etalonul care a fost adoptat ca bază a sistemului monetar, făcându-se distincție între trei noțiuni: valoarea paritară, paritatea monetară și cursul de schimb.

1) *Valoare paritară* reprezintă valoarea oficială a unei unități monetare, stabilită de autoritatea monetară prin legea monetară a statului respectiv. În sistemele monetare bazate pe aur și, ulterior pe aur - lingouri, valoarea paritară era definită prin cantitatea de aur stabilită prin lege. În sistemul cu etalon aur - devize, valoarea paritară putea fi definită atât în aur cât și în valută. În sistemul monetar actual, majoritatea țărilor au renunțat la valorile paritare, definindu-și unitatea monetară prin puterea sa de cumpărare.

2) *Paritatea monetară* reprezintă raportul valoric între valorile paritare ale celor două monede, ca ordin de mărime fiind sinonimă cu cursul oficial. În funcție de modul de definire a valorii paritare, a îmbrăcat mai multe forme: paritatea aur sau metalică; paritatea valutară; paritate DST.

3) *Cursul de schimb* reprezintă prețul unei monede exprimat într-o altă monedă cu care se compară valoric. În sistemele cu etalon aur, compararea unităților monetare se realiza prin raportarea a două valori paritare, însă, în sistemul monetar actual compararea unităților monetare se face prin raportarea puterilor de cumpărare ale acestora. Băncile centrale determină, în prezent, un curs sub forma parității puterilor de cumpărare, care reprezintă punctul de plecare în determinarea cursului pieței, stabilit pe baza cererii și ofertei pentru o monedă sau alta.

5.4.2. Categoriile de monedă

În decursul timpului au circulat numeroase semne monetare, acestea putând fi clasificate în raport cu anumite criterii, între care:

1. *Forma de existență*, în funcție de care distingem: moneda efectivă sau numerarul și moneda de bancă (scripturală, de cont).

2. *Valoarea intrinsecă*, în raport de care distingem: moneda cu valoare integrală și moneda fără valoare integrală.

3. *Obligația pe care și-o asumă emitentul*, în funcție de care întâlnim: moneda convertibilă și moneda neconvertibilă.

4. *Capacitatea liberatorie*, în funcție de care distingem: moneda legală, moneda fracționară și moneda facultativă.

5. *Emitentul*, în funcție de care distingem: moneda creată de agenții economici, moneda creată de stat (tezaur) și moneda creată de bănci.

În prezent cele două mari forme ale monedei sunt bancnota și moneda de cont.

A. Bancnota (biletul de bancă)

Bancnota a apărut pe 2 căi:

- *calea certificatului de depozit* – începând din Evu Mediu, deținătorii de valori (monede din aur sau argint, bijuterii, lingouri) le puteau încredința unor „bancheri”, primind în schimb chitanțe nominative, care constatau existența „depozitului”.
- *calea creditului* – în secolul al XVII-lea băncile au început să pună în circulație recipise care constatau nu depozitul constituit de client, ci creditul acordat acestuia.

O mutație importantă a constituit-o încredințarea emisiunii bancnotelor băncilor centrale, numite, de aceea, și „bănci de emisiune”, începând din secolul al XIX-lea. În anul 1914, odată cu izbucnirea primului război mondial, țările europene au suspendat convertibilitatea în aur a bancnotelor, *caracterul fiduciar* al acestora accentuându-se.

Acoperirea bancnotei

Acoperirea bancnotei reprezintă obligația pe care statul o stabilește prin lege pentru banca emitentă a bancnotei de a deține un stoc de metal prețios sau anumite valori care să stea la baza emisiunii de bancnote, ceea ce echivalează cu garantarea ei de către emitent. Acoperirea a cunoscut următoarele forme: acoperirea metalică; acoperirea în titluri de credit (efecte de comerț); acoperirea în valute; acoperirea în titluri de stat.

Convertibilitatea bancnotei

Convertibilitatea în sens larg este însușirea legală a unei monede de a fi preschimbată cu o altă monedă, în mod liber, prin vânzare și cumpărare pe piață, nexistând restricții, nici cu privire la suma de preschimbat, nici la scopul preschimbării (plăți pentru tranzacții curente sau mișcări de capital) și nici cu privire la calitatea celui care efectuează preschimbarea (rezident sau nerezident). În *sens restrâns*, Statutul Fondului Monetar Internațional definește convertibilitatea ca obligația unei autorități monetare, de a converti la cerere, soldurile din moneda sa, deținute de o altă țară, dacă aceasta din urmă arată că soldurile respective provin din tranzacții curente și convertirea lor este necesară pentru efectuarea unor plăți pentru tranzacții curente. Sensul restrâns se referă la convertibilitatea numai pentru plăți curente.

În funcție de diferitele restricții impuse de autorități, există mai multe *forme de convertibilitate*:

- a) operațiunile admise la convertire: convertibilitate parțială și convertibilitate deplină;
- b) categoriile de solicitanți admiși să ceară preschimbarea: convertibilitate internă și convertibilitate externă;
- c) mărimea sumei convertite: convertibilitate limitată și convertibilitate nelimitată;
- d) tipul raporturilor valorice: convertibilitate oficială și convertibilitate de piață.

Combinând diferitele forme de convertibilitate se poate obține o convertibilitate totală, o convertibilitate pentru operațiuni curente sau o convertibilitate internă pentru operațiuni curente. Adevărata convertibilitate este cea externă, care presupune utilizarea monedei respective în relațiile economice internaționale atât de către rezidenți, cât și de către nerezidenți. Convertibilitatea internă este limitată, întrucât permite accesul rezidenților la o sumă limitată de valută, iar nerezidenților numai pentru anumite operațiuni, nominalizate expres.

B. Moneda de cont (scripturală)

Este reprezentată de disponibilitățile bănești ale titularilor de conturi și apare sub forma soldurilor creditoare în contabilitatea băncii. Pe baza acestor disponibilități titularul de cont poate să-și procure mărfuri sau servicii sau poate să-și achite obligațiile de plată, prin virament bancar. Moneda de cont are o caracteristică proprie – aceea de a *se multiplica prin credit*. Astfel, după o perioadă apare în economie o cantitate de monedă superioară celei inițiale. Mărmimea multiplicatorului se calculează după relația:

$m = \frac{100}{RL}$, unde: m – multiplicatorul depozitelor și al creditelor, RL - proporția rezervei de

lichiditate

Multiplicatorul depozitelor și al creditelor evidențiază faptul că deși băncile acordă credite pe seama resurselor constituite în prealabil („depozitele fac creditele”) se ajunge în final la situația în care are loc fenomenul invers („creditele fac depozitele”).

O formă a monedei de cont este *moneda electronică (cardul)*, utilizată tot mai mult ca alternativă la instrumentele clasice de plată. Cardul este un instrument de plată care are imprimate informații standardizate, securizate și individualizate care, prin decodificare cu ajutorul unor dispozitive speciale, permit accesul titularului la contul său, autorizarea de plăți, efectuarea de plăți sau obținerea de numerar.

5.4.3. Creația monetară – oferta de monedă

Creația monetară se concretizează în ofertă de monedă și constă în transformarea unui activ nemonetar (o creanță personală) într-un activ monetar (o creanță universală, recunoscută de toată lumea). Ea este realizată de băncile comerciale și de banca centrală.

Băncile comerciale creează monedă scripturală prin:

- operațiuni de creditare;
- preluarea cambiilor de la clienți și achitarea lor (scontarea cambiilor);
- dobândirea devizelor (creanțe asupra străinătății), în schimbul lor punând în circulație moneda proprie;
- achiziționarea titlurilor publice, în principal bonuri de tezaur.

Banca centrală creează moneda primară sau centrală (moneda aflată la dispoziția sectorului bancar și a statului) prin:

- credite directe acordate băncilor (credite de refinanțare);
- preluarea titlurilor de credit de la băncile comerciale și achitarea lor (rescontarea cambiilor);
- credite directe acordate Trezoreriei publice;
- cumpărarea de titluri publice de pe piața monetară;
- achiziționarea, de la băncile comerciale, de devize și titluri de creanță asupra străinătății, în schimbul monedei naționale.

5.4.4. Cererea de monedă

Tendența indivizilor de a deține o anumită cantitate de monedă reprezintă cererea de monedă a acestora. Cererea de monedă rezultă din alegerea diferitelor destinații pe care indivizii le dau veniturilor realizate. Referitor la cererea de monedă s-au dezvoltat numeroase teorii monetare, cele mai reprezentative fiind:

Teoria cantitativă clasică a monedei

Punctul de plecare al teoriei cantitative clasice este legea lui J. B. Say, potrivit căreia economia se află în permanență în stare de echilibru și, astfel, pot să apară doar dezechilibre parțiale și temporare, dar nu unul major (o criză). O consecință importantă a legii lui Say este că moneda are un caracter neutru din punct de vedere economic. Cererea de monedă este determinată doar de nevoile pentru efectuarea tranzacțiilor, întrucât moneda este considerată un bun oarecare, a cărei utilitate este de a intermedia schimburile, fiind cerută doar pentru ceea ce poate fi achiziționat cu ajutorul ei.

Varianta tranzacțională poate fi redată prin „ecuația schimbului a lui I. Fisher”:

$$M \cdot V = P \cdot T,$$

unde: - M – masa monetară, V – viteza de circulație a monedei, P – nivelul general al prețurilor, T – volumul tranzacțiilor

Cererea de monedă M nu depinde decât de volumul tranzacțiilor, deoarece în condiții de echilibru viteza de circulație a monedei V este constantă.

Varianta venit (ecuația de la Cambridge) aduce câteva corecții variantei tranzacționale și poate fi redată prin ecuația:

$$M=k*Y$$

unde: - M – masa monetară, k – o constantă, Y – venitul național exprimat în prețuri curente

Această ecuație se poate deduce ușor din ecuația schimbului dacă înlocuim volumul tranzacțiilor bănești ($P*T$) cu Y și viteza de circulație a monedei V cu mărimea sa inversă $k=1/V$.

Teoria keynesistă a venitului

Teoria keynesistă a venitului a apărut ca o reacție critică la adresa teoriei cantitative clasice, în condițiile marii crize economice mondiale din anii 1929 – 1933. John Maynard Keynes formulează trei obiecții: 1) legea lui Say nu corespunde realității; 2) moneda nu îndeplinește doar funcția de mijloc de circulație și de plată, ci și funcția de mijloc de păstrare a averii; 3) viteza de circulație a monedei nu este o mărime constantă.

După Keynes există trei motive ale deținerii monedei:

- motivul derulării tranzacțiilor – reflectă dorința indivizilor de a deține moneda pentru a-și finanța tranzacțiile curente;
- motivul precauției – reflectă dorința indivizilor de a deține o putere de cumpărare constantă;
- motivul speculației – reflectă dorința indivizilor de a obține un câștig (sau de a evita o pierdere) din modificarea valorii activelor.

Drept urmare, cererea de monedă poate fi descompusă în două componente:

- cererea de monedă pentru efectuarea tranzacțiilor, inclusiv cererea de monedă pentru precauție, care depinde de venitul național;
- cererea de monedă în scopuri speculative care depinde de rata dobânzii.

Astfel, ecuația cererii de monedă va fi:

$$L = L_1(Y) + L_2(i)$$

unde: - L – cererea de monedă, L_1 – cererea de monedă pentru tranzacții și precauție, dependentă de venit, Y – venitul, L_2 - cererea de monedă pentru speculație, dependentă de rata dobânzii, i - rata dobânzii

Cererea de monedă pentru tranzacții este o funcție crescătoare în raport cu venitul național, iar cererea de monedă pentru speculații este descrescătoare în raport cu rata dobânzii.

Teoria monetară a lui James Tobin

Tobin reformulează conceptul keynesist referitor la cererea de monedă pentru speculații astfel: un individ, care trebuie să aleagă între a deține monedă sau titluri va alege să dețină monedă dacă anticipează că dobânda aferentă titlurilor este anihilată de reducerea valorii lor și va alege să dețină titluri dacă anticipează un câștig pozitiv din acest plasament.

Analiza cererii de monedă în vederea speculațiilor pornește însă de la premisa simplificată că indivizii dețin fie monedă, fie titluri și nu explică situația în care ei dețin o combinație a acestora. Însă, faptul că indivizii dețin și monedă și titluri presupune acceptarea ipotezei că indivizii sunt conștienți de incertitudinea privind viitorul și, astfel, ei nu mai sunt speculatori, ci indivizi care încearcă să se protejeze împotriva riscului.

Referitor la motivația de precauție în privința deținerii de monedă, Tobin a pus bazele „teoriei portofoliului optim”, care explică faptul că indivizii dețin concomitent atât monedă, cât și titluri. Deținerea unei părți a averii sub formă de monedă și a alteia sub formă de titluri este o atitudine

rațională, impusă de psihologia indivizilor, care îi incită să încerce să maximizeze randamentul averii lor și, deopotrivă, să minimizeze riscul pe care îl induce deținerea averii.

Teoria monetaristă a lui Milton Friedman

Friedman consideră că cererea de monedă ca o cerere pentru o anumită formă a averii, ca o problemă de alegere a unui anumit activ. El distinge cinci forme de avere: moneda, obligațiunile, acțiunile, bunurile fizice și capacitatea de muncă a omului, fiecare dintre ele având un anumit randament. Friedman introduce noțiunea de venit permanent, definit ca un rezultat al averii (inclusiv a celei reprezentate de capacitatea de muncă a individului), adică venitul de care speră individul să beneficieze într-o perioadă sau fluxul de venit continuu sperat a fi obținut din valorificarea averii sale. Astfel, cererea de monedă depinde de: volumul și structura averilor indivizilor, volumul și structura veniturilor lor reale permanente, evoluția prețurilor și preferințele indivizilor pentru a deține diverse forme de avere și a obține diverse genuri de venituri. Așadar, cererea de monedă depinde de mai multe tipuri de venituri: rata dobânzii obligațiunilor, rata profitului aferent acțiunilor, venitul rezultat din modificarea prețurilor și venitul global. Totodată, ea depinde de ritmul modificării prețurilor în timp, care influențează randamentul activelor fizice, de raportul dintre averea umană și averea nonumană și de preferințele indivizilor de a deține diferite forme de avere.

Potrivit monetariștilor, cererea de monedă variază în mod direct proporțional cu venitul național (cu PIB – ul). Friedman consideră că moneda are un rol decisiv în cadrul proceselor economice și susține o creștere constantă a masei monetare cu până la 6% anual în vederea realizării creșterii economice.

5.4.5. Relațiile monetare externe

Relațiile monetare derulate cu alte țări se concretizează în decontări externe (transferuri bănești internaționale). În realizarea lor trebuie avute în vedere următoarele:

- monedele în care se exprimă – acestea pot fi:
 - monede naționale cu funcții internaționale (lira sterlină folosită de imperiul britanic, dolarul american în urma acordurilor de la Bretton Woods, monedele declarate de Fondul Monetar Internațional liber utilizabile);
 - monedele internaționale propriu - zise: DST, ECU, euro.
- raportul valoric între monedele diferitelor țări - se stabilește, în prezent, prin intermediul cursului de schimb;
- modalitățile de plată internaționale – acestea sunt: acreditivul documentar, scrisoarea de credit comercială, incasso-ul documentar, scrisoarea de garanție bancară, vinculația.
- instrumentele de plată internaționale sunt: cambia externă, biletul la ordin extern, cecul extern și ordinul de plată extern.

CAPITOLUL 6. INSTITUȚIILE FINANCIAR – BANCARE. POLITICI MONETARE

6.1. Banca centrală

Banca centrală este o instituție financiar – bancară aflată în fruntea întregului sistem bancar, care oferă servicii atât guvernului unui stat, cât și sistemului de bănci comerciale și care implementează politica monetară și de credit a țării respective. Băncile centrale nu lucrează direct cu publicul, ci doar cu sistemul băncilor comerciale și cu guvernul.

Funcțiile băncii centrale

Într-o economie, banca centrală îndeplinește anumite *funcții specifice*:

1) *emisiunea monetară*; de regulă, emisiunea de bancnote este garantată de stat, fiind monopol al băncii centrale; bancnotele și monedele emise de banca centrală reprezintă moneda primară („moneda de ultimă instanță”), în care toate celelalte forme de monede trebuie transformate pentru a putea exista și funcționa;

2) *stabilirea și implementarea politicii monetare și valutare* – la ora actuală, politica monetară reprezintă principala funcție pentru majoritatea băncilor centrale și are ca principal obiectiv principal asigurarea stabilității prețurilor; totodată, banca centrală stabilește și aplică regimul valutar al țării, monitorizează evoluția cursului de schimb al monedei naționale (poate interveni pe piață pentru influențarea acestuia), administrează rezervele internaționale ale țării (formate din aur, devize și alte active de rezervă recunoscute pe plan internațional); totodată, este reprezentanta statului în relațiile internaționale: interstatale, interbancare și cu instituții financiare internaționale (Fondul Monetar Internațional, Banca Mondială, Banca Reglementelor Internaționale etc.);

3) *bancher și casier al statului* – ține în evidențele sale contul statului, efectuează plăți și încasări prin acesta, poate acorda avansuri și împrumuturi statului în anumite condiții, poate acționa ca agent al statului în ceea ce privește emisiunea, vânzarea și răscumpărarea titlurilor de stat și a altor efecte prin care statul se împrumută de la public;

4) *bancă a băncilor* – deschide conturi băncilor comerciale, primește depozite de la acestea și este împrumutător de ultimă instanță pentru acestea; în unele țări, banca centrală este și autoritatea de supraveghere bancară;

5) *reglementarea și supravegherea sistemului de plăți al țării*.

Operațiunile băncii centrale

Pentru a-și îndeplini funcțiile, băncile centrale realizează următoarele operațiuni:

A. Operațiuni pasive

Operațiuni pasive sunt cele prin care își constituie resursele:

1) *Operațiuni de constituire și completare a capitalului* – au o pondere modestă în cadrul operațiilor pasive; constituirea se realizează din surse bugetare, iar completarea prin capitalizarea unei părți din profit;

2) *Operațiuni de depuneri* – sunt reprezentate de:

- ✓ depuneri ale băncilor comerciale, fie sub formă de rezerve minime obligatorii, fie sub formă de depozite bancare atrase de banca centrală de la acestea;
- ✓ depozite publice (disponibilități ale Trezoreriei publice, asigurărilor sociale de stat și alte depuneri);
- ✓ depuneri ale băncilor centrale din alte țări, efectuate fie pentru derularea transferurilor bănești internaționale, fie pentru intervenții pe piața valutară;
- ✓ depozite ale organizațiilor internaționale (Fondul Monetar Internațional, Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare, Banca Reglementelor Internaționale etc.).

3) *Emisiunea de bancnote* – reprezintă principala operațiune a unei bănci centrale, de unde și denumirea de bancă de emisiune; moneda creată de banca centrală (sau moneda primară) este caracterizată prin faptul că are o putere liberatorie nelimitată pe teritoriul național, orice monede sau bancnote emise de aceasta trebuie să fie acceptate ca monedă legală de către persoanele fizice și juridice pentru plata tuturor obligațiilor publice și private;

4) *Operațiuni de împrumut* – sunt obținute de la bănci străine și instituții financiare internaționale.

B. Operațiunile active

Operațiunile active sunt cele prin care sunt plasate resursele constituite:

1) **Operațiuni de creditare** – constau în operațiuni de refinanțare a băncilor comerciale și operațiuni de creditare a statului.

a) **Refinanțarea băncilor comerciale** este realizată de banca centrală în trei modalități:

1. **Rescontul** – este modalitatea tradițională de refinanțare a băncilor; tehnica sa este simplă: băncile comerciale pot vinde băncii centrale titlurile de creanță pe care le dețin, suportând o taxă de rescont stabilită cu anticipație.

2. **Operațiunile de piață monetară (open market)** – sunt operațiuni prin care banca centrală achiziționează de la băncile comerciale titluri, cu predilecție titluri publice, prin intervențiile sale pe piața monetară; aceste operațiuni au luat amploare pe măsura diminuării ponderii operațiunilor de rescont, având avantajul că permit băncii centrale să inițieze ea aceste operațiuni de refinanțare a sectorului bancar comercial, iar dobânda de refinanțare poate fi modulată în funcție de condițiile pieței.

3. **Creditele în cont** – se realizează fie sub forma tehnică a liniilor de credit (limita maximă stabilită de banca centrală pentru soldul debitor al contului curent al unei bănci comerciale), fie sub forma tehnică a avansurilor în cont (banca centrală creditează cu suma respectivă contul băncii comerciale beneficiare).

b) **Creditarea statului**, se poate realiza fie prin:

1. **Credite directe acordate statului** – în prezent acestea sunt limitate în majoritatea țărilor pentru a se evita finanțarea deficitului bugetar prin emisiune monetară.

2. **Achiziționarea de titluri publice** – în economiile moderne banca centrală achiziționează titluri publice de pe piața monetară de la băncile comerciale în cadrul operațiunilor de *open market*, dobândind, astfel, creanțe asupra statului.

Creditele directe acordate Trezoreriei publice sunt deseori completate prin operațiunile de *open market*. Dacă banca centrală dorește să favorizeze o nouă emisiune de titluri publice, ea va cumpăra de pe piața monetară titlurile vechi. Băncile comerciale vând titlurile vechi și cumpără noile titluri emise de Trezorerie, având în vedere că cursul titlurilor vechi este mai mare decât al celor noi (întrucât în cazul titlurilor vechi timpul rămas până la scadență este mai scurt).

2) **Operațiuni comerciale** – constau în cumpărări de aur și devize. Aceste active externe ale băncii centrale au o importantă semnificație monetară, întrucât reflectă operațiunile efectuate de autoritatea monetară pentru a asigura stabilitatea cursurilor de schimb ale monedei naționale (vânzând valuta pe piața valutară banca centrală evită o depreciere prea mare a monedei naționale, iar cumpărând valuta evită o apreciere excesivă).

C. Alte operațiuni - banca centrală poate realiza operațiuni de decontare și compensare a plăților și încasărilor derulate între băncile comerciale din țara respectivă.

6.2. Instituțiile de credit

În cadrul instituțiilor de credit, regăsim: băncile comerciale, organizațiile cooperatiste de credit, băncile de economisire și creditare în domeniul locativ, băncile de credit ipotecar, instituțiile emitente de monedă electronică. Locul cel mai important revine băncilor comerciale.

6.2.1. Băncile comerciale

Locul și rolul băncilor în economie este strâns legat de calitatea lor de principali intermediari în

relația economii – investiții, relație hotărâtoare în creșterea economică. Totodată, ele au calitatea de intermediari monetari a căror caracteristică esențială este posibilitatea de-a realiza creație monetară, transformând active nemonetare (cambii, obligații etc.) în monedă. Deși, structurile naționale ale sistemelor bancare sunt foarte diferite, totuși în majoritatea țărilor se face o delimitare între băncile comerciale (de depozit) și băncile specializate.

Băncile comerciale sunt acelea care efectuează toate tipurile de operațiuni bancare. Totuși, constituirea de depozite și acordarea de credite constituie operațiunile de bază ale acestora. În ultima perioadă se remarcă o tendință de universalizare a băncilor comerciale, în sensul că acestea desfășoară toate operațiunile bancare permise de lege și nu își limitează activitatea la anumite sectoare (la noi, societățile bancare sunt, prin lege, bănci universale).

Băncile comerciale îndeplinesc **trei funcții de bază**:

- să atragă resursele disponibile ale clienților (persoane fizice și juridice) sub formă de depozite (atragerea fondurilor);
- să permită clienților să-și retragă banii sau să-i transfere în alte conturi;
- să acorde împrumuturi clienților care solicită credite, folosind depozitele atrase (plasarea fondurilor).

Operațiunile băncilor comerciale

În îndeplinirea funcțiilor lor, băncile comerciale desfășoară anumite operațiuni specifice.

A. Operațiuni pasive

Operațiunile pasive sunt cele prin care băncile își constituie resursele:

1) **Operațiuni de constituire și completare a capitalului propriu** – dețin o pondere redusă în totalul operațiunilor pasive (8 – 12%). Fiind societăți pe acțiuni, băncile își formează capitalul propriu prin emisiunea și subscrierea de acțiuni. Completarea acestuia se realizează pe seama fondurilor de rezervă constituite prin repartizarea unei părți din profit.

2) **Operațiunile de depuneri** – reprezintă principalele operațiuni pasive ale băncilor. Depunerile pot fi la vedere sau la termen și pot fi constituite de agenți economici de populație, precum și de alte bănci.

3) **Operațiunile de împrumut** – pot fi operațiuni de rescont, de împrumut pe gaj de cambii sau de împrumut prin pensiunea cambiilor, de la alte bănci, sau, de regulă, de banca de centrală. Similar rescontului sunt operațiunile de lombardare, operațiuni de împrumut pe garanții de efecte publice (obligațiuni și bonuri de tezaur), prin care banca comercială obține de la banca de centrală resurse pe termen scurt. Totodată, pot fi împrumuturi contractate de la alte bănci.

4) **Alte operațiuni pasive**: emiterea de certificate de depozit (pentru acoperirea unor goluri temporare) sau de obligațiuni (pentru procurarea de resurse pe termen mediu și lung).

B. Operațiuni active

Operațiunile active (plasamente bancare) – sunt operațiuni prin care băncile angajează resursele procurate în vederea obținerii de profit. Acestea sunt:

1) **Operațiunile de creditare** – cuprind:

a) Operațiuni de creditare a firmelor – distingem:

- ❖ credite pentru investiții – se acordă pe termen mijlociu și lung și sunt destinate procurării de echipamente, mașini, realizarea de construcții etc.;
- ❖ credite de exploatare – sunt destinate acoperirii cheltuielilor de exploatare.

b) Operațiuni de creditare a persoanelor fizice – distingem:

- ❖ credite pentru locuințe;
- ❖ credite pentru bunuri de folosință îndelungată;
- ❖ credite pentru cheltuieli curente (nevoi personale).

c) operațiuni de creditare a statului: prin achiziționarea de titluri de stat.

2) **Operațiuni comerciale (de plasament)** – pot consta în:

- ❖ cumpărarea de aur și devize, acestea fiind plasamente deosebit de lichide;
- ❖ achiziția de efecte publice și acțiuni – constituie o cale de plasare a resurselor în vederea obținerii de profit, acestea fiind active ușor lichidabile.

3) **Plasamente interbancare** – constituirea de depozite la alte bănci.

C. Operațiuni de comision

Operațiuni de comision sunt operațiunile pe baza cărora băncile încasează comisioane și speze bancare pentru serviciile prestate clienților. Cea mai mare parte a serviciilor bancare nu comportă angajarea bilanțieră (nu contribuie la majorarea resurselor și nu afectează activul băncilor), dar angajează riscuri, aducând concomitent anumite venituri. Aceste operațiuni sunt evidențiate de bănci de regulă, ca **operațiuni extrabilanțiere** și se referă la:

- 1) *efectuarea de transferuri bănești;*
- 2) *efectuarea de operațiuni de incaso;*
- 3) *efectuarea de operațiuni de mandat;*
- 4) *acordarea de garanții.*
- 5) *asumarea de angajamente propriu-zise.*

Lichiditatea bancară

Lichiditatea bancară reprezintă capacitatea băncii de a asigura în orice moment efectuarea plăților cerute de creditorii săi (plăți directe către clienți în numerar sau plăți dispuse de clienți în favoarea altor firme care au conturi la alte bănci). În gestionarea lichidității, băncile îmbină doi factori care acționează contradictoriu: interesul băncii de-a efectua cât mai multe plasamente pentru a obține un profit cât mai ridicat (dar aceasta conduce la un nivel scăzut de lichiditate) și, respectiv, preocuparea băncii de-a asigura un grad ridicat de lichiditate (dar astfel obține un profit mai scăzut).

Realizarea unei lichidități adecvate necesită asigurarea unui raport optim între durata de constituire a resurselor și destinația plasamentelor, în sensul îndrumării resurselor cu caracter temporar (provenite din depuneri la vedere) în plasamente pe termen scurt, iar a resurselor permanente în plasamente pe termen mijlociu și lung.

Analizii acordă o mare atenție orientării politicii bancare în funcție de structura activelor. Operațiunile active sunt structurate pe trei grupe principale: numerar, hârtii de valoare (obligațiuni de stat, bonuri de tezaur, certificate de depozit ale altor bănci etc.) și credite. Luând în considerare situația activelor, banca se confruntă cu alternativa risc – profit, adică ea trebuie să asigure deopotrivă o lichiditate adecvată și un profit ridicat. Banca trebuie să optimizeze structura activelor, astfel:

- ✓ selecția activelor, prin confruntarea profitabilității cu riscurile, luându-se în considerare nu numai gradul de lichiditate, ci și riscul neplății;
- ✓ diversificarea portofoliului, acesta urmărind, pe de o parte, minimizarea riscului, iar pe de altă parte, menținerea și creșterea nivelului de profit existent.

În vederea asigurării lichidității, băncile comerciale au obligația de a-și constitui și menține rezerve minime obligatorii, o parte din depozitele constituite de clienți trebuind să fie păstrate în conturi la banca centrală.

6.2.2. Cooperativele de credit

Cooperativele de credit sunt instituții de credit cu caracter de ajutorare reciprocă (sunt instituții mutualiste), care mobilizează resursele disponibile, în principal, ale membrilor cooperatori (persoane

fizice, mici întreprinzători, organizații obștești, asociații familiale, firme mici și mijlocii etc.). Creditele acordate de aceste instituții sunt îndreptate, cu precădere, către membrii cooperatori, în vederea satisfacerii unor scopuri productive sau personale ale acestora. În majoritatea țărilor dezvoltate, cooperativele de credit ocupă un loc important în cadrul sistemului bancar.

În țara noastră funcționează asemenea instituții din anul 1996, însă poziția lor în sistemul bancar românesc este modestă comparativ cu țările dezvoltate. După anul 1989, cooperativele de credit au început să funcționeze în baza Legii nr. 109/1996 privind organizarea și funcționarea cooperăției de consum și a cooperăției de credit. Întrucât prevedea desfășurarea activității cooperativelor de credit în mod similar cu cea a cooperativelor de consum, aceasta lege a creat o criză în cadrul sistemului cooperatist. Întrucât legea permitea exercitarea activității bancare fără obținerea unei autorizații din partea autorității de supraveghere, Banca Națională a României, a fost favorizată apariția pe piață a zeci de bănci cooperatiste, slab capitalizate, majoritatea lor ajungând să se confrunte cu probleme financiare. Condițiile necesare de îndeplinit se refereau la numărul minim de membri și la subscrierea și vărsarea unei părți din capitalul social.

Până în anul 2000 inclusiv, în baza Legii nr. 109 privind organizarea și funcționarea cooperăției de consum și a cooperăției de credit, în România au existat două categorii de cooperative de credit :

- ✓ cooperative asociate într-o rețea afiliată la CREDITCOOP (rețea a Creditului cooperatist, formată din casa centrală, 41 case teritoriale și 67 cooperative locale);
- ✓ 84 cooperative de credit neasociate (independente), cea mai cunoscută fiind Banca Populară Română.

Potrivit acestei legi, sistemul cooperăției de credit a funcționat pe trei nivele organizatorice, respectiv cooperativele de credit locale erau asociate la nivel de județ în case teritoriale iar acestea, la nivel național, la Casa Cooperativelor de Credit - CREDITCOOP.

În anul 2000 s-a încercat îmbunătățirea conținutului legii 109/1996, prin elaborarea Ordonanței de Urgență nr. 97/2000 privind cooperativele de credit, care prevedea aspecte referitoare la organizarea și funcționarea cooperativelor de credit și a caselor centrale, precum și aspecte referitoare la asocierea cooperativelor de credit în cadrul unor sisteme formate pe două niveluri (primul nivel includea cooperativele de credit înființate în teritoriu, iar al doilea nivel se referea la casa centrală).

Deoarece cooperativele de credit și casele lor centrale desfășoară activități de atragere de depozite, de acordare de împrumuturi, plăți și decontări, transferuri de fonduri, împrumuturi intercooperatiste și de la bănci, ele sunt incluse, în prezent, de reglementările în vigoare în categoria instituțiilor de credit. În consecință, organizarea și funcționarea cooperativelor de credit intră în sfera reglementărilor de supraveghere prudențială bancară din România. Din anul 2001 Banca Națională a României a demarat autorizarea organizațiilor cooperatiste de credit și a preluat supravegherea activității acestora. În ceea ce privește procedura de autorizare a cooperativelor de credit, acestea pot să solicite Băncii Naționale a României eliberarea autorizației de funcționare numai după o prealabilă aprobare a constituirii de către Casa centrală, respectiv înregistrarea în Registrul Comerțului și afilierea la Casa centrală.

Cooperativa de credit este orice „instituție de credit constituită ca și asociație autonomă de persoane fizice, unite voluntar în scopul îndeplinirii nevoilor și aspirațiilor lor comune de ordin economic, social și cultural, a cărei activitate se desfășoară cu precădere, pe principiul întraajutorării membrilor cooperatori.

Casa centrală a cooperativelor de credit este instituția de credit constituită prin asocierea cooperativelor de credit, al cărei rol este:

- ✓ de a gestiona interesele comune ale membrilor săi, cu respectarea dispozițiilor legale;
- ✓ de a exercita supravegherea pe baze individuale, a activității cooperativelor de credit afiliate;
- ✓ de a garanta în întregime obligațiile cooperativelor de credit afiliate, motiv pentru care aceasta

și-a constituit pe baza cotizațiilor cooperativelor de credit afiliate și a unei cote din profitul brut, o rezerva mutuală de garantare.

În baza Ordonanței de Urgență nr. 97/2000 privind organizarea cooperativelor de credit este obligatorie funcționarea organizațiilor cooperatiste de credit în rețele formate dintr-o casă centrală, sucursale ale acesteia, precum și cooperativele de credit afiliate la casa centrală. Cooperativele de credit se organizează pe o rază teritorială de operare proprie, care reprezintă spațiul geografic în care acestea își desfășoară activitatea. De asemenea, fiecare cooperativa de credit are obligația de a se afilia la o Casă Centrală, care este constituită prin asocierea de cooperative de credit și are o rază de operare ce include cel puțin razele teritoriale de operare ale cooperativelor de credit afiliate.

În prezent, singura rețea cooperatistă de credit autorizată de Banca Națională a României este rețeaua CREDITCOOP, care are o tradiție de peste 150 de ani. Rețeaua CREDITCOOP asigură pentru membrii cooperatori, dar și pentru persoane fizice și juridice din zonele în care își desfășoară activitatea, serviciile bancare de care au nevoie. Principalele activități constau în atragerea disponibilităților bănești ale acestora sub forma depunerilor pe termen, precum și în fructificarea acestor sume cu precădere în credite acordate membrilor cooperatori, persoanelor fizice și juridice, utilizând în acest sens o diversitate de produse bancare.

Din punct de vedere al mediului în care operează cooperativele de credit afiliate în rețeaua CREDITCOOP, 65% își desfășoară activitatea în mediul rural, iar 35% în mediul urban.

Depozitele constituite la cooperativele de credit afiliate în rețeaua CREDITCOOP sunt garantate, toate unitățile din rețea contribuind la constituirea resurselor Fondului de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar. În plus, rețeaua CREDITCOOP dispune de un fond propriu – rezerva mutuală de garantare – constituită la nivelul Casei Centrale.

6.2.3. Băncile de economisire și creditare în domeniul locativ

Un rol important pe piața finanțării locuințelor îl au instituțiile specializate în acest domeniu: băncile de credit ipotecar și instituțiile de economisire și creditare în sistem colectiv pentru locuințe.

Creditele acordate de aceste instituții sunt credite pe termen lung (până la 25 de ani), care se acordă pentru cumpărarea sau construirea unei locuințe, fiind garantate cu ipoteca instituită asupra imobilului pentru care se acordă creditul și cu polița de asigurare de viață a beneficiarului creditului, cesionată în favoarea băncii. Creditul ipotecar reprezintă principala modalitate de sprijinire a proprietății private.

În toamna anului 2002 a fost autorizată înființarea de bănci de economisire și creditare în sistem colectiv pentru domeniul locativ prin Legea nr. 541/2002 privind economisirea și creditarea în sistem colectiv pentru domeniul locativ. Înființarea și funcționarea acestor instituții este supusă autorizării și supravegherii Băncii Naționale a României și legislației bancare în vigoare. Băncile de economisire și creditare în domeniul locativ pot acorda credite pentru cumpărarea, construirea, reabilitarea, consolidarea sau extinderea imobilelor.

Modelul de finanțare practicat de aceste instituții aduce unele noutăți comparativ cu cel tradițional, în sensul că presupune economisirea unei sume de bani de către solicitantul creditului, în funcție de care se va calcula cuantumul maxim al creditului ce se poate acorda. Finanțarea se poate realiza prin trei tipuri de contracte:

- ✓ *Finanțare în baza contractului de economisire – creditare*: acordarea de credite cu dobândă fixă dacă clientul a economisit suma minimă stabilită în contractul de economisire-creditare;

- ✓ *Finanțare anticipată*: creditul se acordă la dobânda pieței până când clientul acumulează suma minimă de economisire stabilită de case de economii, după care se transformă în credit cu dobândă fixă;
- ✓ *Finanțarea intermediară*: în cazul în care clientul a acumulat suma minimă dar nu îndeplinește celelalte condiții cerute, creditul se acordă la dobânda pieței, transformându-se în credit cu dobândă fixă în momentul îndeplinirii tuturor cerințelor.

Până în prezent, în România, s-au înființat trei bănci de economisire și creditare în sistem colectiv pentru domeniul locativ, și anume: Raiffeisen – Banca pentru locuințe, HVB BANCA PENTRU LOCUINȚE și BCR BANCA PENTRU LOCUINȚE. Ulterior, Raiffeisen – Banca pentru locuințe a preluat HVB BANCA PENTRU LOCUINȚE. Astfel, în prezent avem doar 2 asemenea instituții (Raiffeisen – Banca pentru locuințe și BCR BANCA PENTRU LOCUINȚE).

6.2.4. Băncile de credit ipotecar

În Europa, principalele instituții specializate în acordarea de credite ipotecare sunt băncile de credit ipotecar (țările scandinave, Germania, Austria), care își procură fondurile necesare preponderent prin emisiunea de obligațiuni ipotecare. În unele țări în tranziție, a fost promovată deja legislația necesară înființării băncilor de credit ipotecar și sistemului obligațiunilor ipotecare.

În timp ce în Polonia și Ungaria numai băncile specializate pot emite obligațiuni ipotecare, în Cehia și Slovacia orice bancă poate emite obligațiuni ipotecare (ca și în România). Legislația acestor țări prevede o protecție sporită a deținătorilor de obligațiuni ipotecare, o supraveghere bancară specială, dar și existența unui administrator independent care să controleze garanțiile care stau la baza emisiunilor de obligațiuni ipotecare și care sunt înregistrate într-un registru specific. În țara noastră cadrul legal ar trebuie completat nu doar cu legislația specifică băncilor de credit ipotecar, ci și cu legislația specifică introducerii operatorilor specializați de pe piața secundară, care să poată furniza fondurile necesare creditorilor primari.

În România, prin Legea nr. 33/2006 privind băncile de credit ipotecar este permisă înființarea de bănci de credit ipotecar. Acestea se pot organiza sub forma societăților pe acțiuni și pot funcționa numai pe baza autorizației de funcționare emise de Banca Națională a României. Principalele operațiuni ale băncilor ipotecare constau în emisiunea de obligațiuni ipotecare și acordarea de credite ipotecare pentru investiții imobiliare. Acestor instituții le este interzisă activitatea de atragere de depozite.

În baza acestei legi, societățile de credit ipotecar constituite anterior pot solicita autorizarea ca bănci de credit ipotecar cu respectarea legislației aplicabilă acestora. *Societățile de credit ipotecar* sunt societăți financiare care se pot constitui ca societăți comerciale pe acțiuni, al căror capital social minim este echivalentul în lei al sumei de 3 milioane euro. Acestea și se organizează și funcționează potrivit Ordonanța de Urgență nr. 200/2002 privind societățile de credit ipotecar, aprobată prin Legea nr. 330/2003. Obiectul de activitate al societăților de credit ipotecar constă în activitatea de creditare de tip ipotecar și activitățile conexe incluzând administrarea de portofolii de credite ipotecare, executarea sau valorificarea creanțelor ipotecare ori privilegiate, etc.

Până în prezent, în România funcționează o singură societate de credit ipotecar – Domenia Credit, însă încă nu s-au înființat bănci de credit ipotecar.

6.2.5. Alte bănci și instituțiile de credit specializate

Băncile și instituțiile de credit specializate sunt dezvoltă preponderent operațiuni bancare de un anumit tip sau în anumite sectoare în care s-au specializat. Acestea acționează în marea lor majoritate în

sfera creditului pe termen mijlociu și lung. Cele mai reprezentative bănci specializate vor fi prezentate în continuare.

1) Băncile de comerț exterior

Băncile de comerț exterior urmăresc, în principal, sprijinirea și expansiunea comerțului exterior, cele mai importante operațiuni ale lor fiind:

- ✓ decontarea schimburilor internaționale (operațiuni de schimb valutar, operațiuni de plăți și încasări rezultate din relațiile cu firme din străinătate);
- ✓ acordarea de credite prin intermediul acceptării și scontării cambiilor, prin intermediul creditelor documentare (acreditive și scrisori de garanție bancară), prin mobilizarea creanțelor de la furnizor (exportator) sau credite acordate cumpărătorului (importatorului) pe termen mijlociu și lung;
- ✓ facilitarea tuturor operațiunilor valutare, de credit, de garantare și asigurare a creditelor, a operațiunilor de mandat, care să sprijine dezvoltarea comerțului exterior.
- ✓ participarea la crearea societăților comerciale, bancare și financiare specializate în comerțul exterior.

Principalele credite oferite de băncile de comerț exterior sunt:

- creditele furnizor – sunt acordate furnizorului (exportatorului);
- creditele de prefinanțare – sunt acordate exportatorului pentru acoperirea cheltuielilor de fabricație și de pregătire a exportului;
- creditele cumpărător – sunt acordate cumpărătorului (importatorului).

2) Băncile de investiții

Băncile de investiții acordă, în principal, credite pe termen mediu și lung, întreprinderilor industriale (uneori și din alte ramuri economice), de regulă, pentru realizarea de investiții productive (achiziționări de utilaje, echipamente, instalații industriale sau realizarea de construcții), precum și antreprenorilor de case și celor care doresc să construiască imobile în regie proprie.

Creditele de investiții reprezintă un factor important în dezvoltarea, modernizarea și progresul afacerilor. Prin intermediul lor firmele își asigură necesarul de fonduri în vederea realizării de investiții în active corporale, în special în imobilizări.

3) Casele de economii (sau băncile de economii) – sunt instituții specializate în mobilizarea economiilor, în special ale populației. Aceste instituții mobilizează resursele considerabile, în principal, sub formă de depozite pe termen lung, care sunt folosite, cu precădere, pentru acordarea de credite și achiziționarea de efecte publice. În general, casele de economii sunt instituții de stat și, în consecință, statul reglementează și supraveghează activitatea de economii, de regulă, prin garantarea depozitelor de economii constituite la aceste instituții. Totodată, statul urmărește să promoveze prin lege și să aplice anumite norme de lucru care să protejeze pe cei care economisesc și să dezvolte preferința publicului de a economisi.

În țara noastră funcționează Casa de Economii și Consemnațiuni, însă nu este o bancă specializată, ci o bancă comercială universală, cu capital integral de stat. Depozitele constituite la Casa de Economii și Consemnațiuni sunt garantate integral de statul român, în timp ce depozitele formate la celelalte bănci beneficiază de o garantare parțială prin intermediul unui fond special (Fondul de garantare a depozitelor în sistemul bancar).

4) Băncile agricole

Băncile agricole vizează sprijinirea agriculturii, prin susținerea unităților din agricultură prin următoarele modalități:

- ✓ acordarea de credite unităților agricole pe termen mediu și lung (pentru cumpărarea de terenuri și utilaje agricole, pentru îmbunătățiri funciare, pentru realizarea de construcții necesare desfășurării activităților agricole)
- ✓ acordarea de credite pe termen scurt pentru cumpărarea de semințe, furaje, animale etc. sau pentru acoperirea unor cheltuieli curente ale unităților agricole;
- ✓ acordarea de diferite facilități financiare și de plată unităților din agricultură.

5) Băncile străine

Băncile străine sunt bănci care și-au înființat numeroase sucursale sau reprezentanțe în alte țări. Pentru băncile străine operațiunile externe joacă un rol deosebit de important, dacă nu chiar preponderent. Aceste bănci facilitează transferul capitalurilor, spre valorificare, dintr-o țară în alta, având un aport însemnat în dezvoltarea relațiilor economice internaționale și în amplificarea cooperării mondiale. De regulă, băncile străine beneficiază de avantaje deosebite privind regimul circulației capitalurilor, privind impozitele sau nivelul dobânzilor.

În prezent, băncile străine dețin o poziție tot mai importantă pe piețele creditului, nu numai în țările dezvoltate, ci și în alte țări. Aceste instituții sunt instrumente eficiente ale companiilor transnaționale, ale căror interese le promovează în întreaga lume.

6) Băncile internaționale

Băncile internaționale sunt instituții interguvernamentale al căror capital provine din două sau mai multe țări. Cele mai importante bănci internaționale sunt: Banca Internațională pentru Reconstrucție și Dezvoltare (Banca Mondială), Banca Reglementelor Internaționale (BRI), Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD), Banca Europeană de Investiții (BEI), Banca Africană de Dezvoltare, Banca Asiatică de Dezvoltare și altele.

Activitatea băncilor internaționale se desfășoară la nivel internațional sau mondial, depășind granițele unei singure țări. Aceste instituții mobilizează resursele disponibile din țările dezvoltate, care apoi sunt îndrumate, în principal, spre țările în curs de dezvoltare.

7) Băncile sau instituțiile de leasing

Băncile de leasing sunt verigi relativ noi ale sistemului bancar. Operațiunile de leasing au fost introduse abia în 1952 în S.U.A. și extinse din 1962 și în principalele țări dezvoltate ale lumii, ocupând deja o poziție principală între formele de finanțare și creditare a investițiilor. Leasingul se caracterizează prin următoarele trăsături:

- ✓ este o operațiune de închiriere de utilaje, imobile sau echipament industrial, care aparțin unei bănci sau societăți financiare;
- ✓ bunurile sunt achiziționate special în acest scop;
- ✓ în numeroase cazuri, părțile convin închirierea ca o etapă intermediară, scopul final fiind achiziția de către chiriaș a bunurilor respective la un preț convenit, cu luarea în considerare a plăților efectuate cu titlu de chirie.

Această operațiune este reciproc avantajoasă pentru ambele părți. Pentru banca sau societatea financiară, proprietară a bunurilor, leasingul asigură:

- ✓ un plasament avantajos al capitalului, chiriile având în vedere atât amortizarea accelerată a capitalului fix, cât și dobânzi ridicate asupra capitalului investit;

- ✓ garanția materială certă a bunurilor încredințate chiriașului, întrucât bunurile rămân în proprietatea băncii;
- ✓ posibilitatea recuperării în câțiva ani a întregii sume investite, prin cumpărarea bunurilor de către chiriaș.

Pentru chiriaș, avantajele sunt numeroase:

- bunurile necesare dezvoltării sunt procurate fără angrenarea fondurilor proprii, acestea putând fi folosite pentru acoperirea altor nevoi;
- nu mai suportă riscul uzurii morale a echipamentului tehnologic;
- uneori bunul închiriat este folosit de chiriaș o perioadă relativ scurtă și nu s-ar justifica achiziționarea lui.

Leasingul reprezintă o formă specială a relațiilor de credit. Caracterul de credit al acestei operațiuni decurge din mai multe elemente:

- ✓ presupune un plasament de capital disponibil al instituției de leasing;
- ✓ factorul hotărâtor în determinarea profitului băncii este nivelul dobânzilor practicate în operațiuni similare;
- ✓ angrenarea capitalului se face pe termen mijlociu și, uneori, lung, potrivit specificului operațiunilor de investiții;
- ✓ garanția materială a operațiunii, ca și în cazul relațiilor de credit, întrucât bunurile rămân în proprietatea băncii.

Leasingul îmbracă mai multe forme, în funcție de obiectul închirierii:

- ✓ leasingul mobilier – privește închirierea de bunuri materiale fungibile, tractoare, utilaj de construcții, nave de pescuit, vagoane de cale ferată etc.
- ✓ leasingul imobiliar – privește închirierea de imobile special construite în acest scop, fie pentru birouri, fie pentru locuințe;
- ✓ leasingul industrial – privește închirierea de echipament industrial și instalații industriale complexe (secții sau fabrici).

8) Băncile de factoring

Băncile de factoring sunt, de asemenea, verigi noi ale sistemului de credit, care s-au extins rapid în țările dezvoltate. Operațiile de factoring implică apariția în relațiile de credit, între creditor (vânzătorul) și debitor (cumpărătorul), a unei terțe persoane numită factor (instituția de factoring). Apariția factorului a fost determinată de interesul creditorului de a încasa cât mai rapid sumele datorate de clienții săi.

Factorul (banca de factoring) preia asupra sa, de la creditor (numit aderent), titlurile de creanță asupra debitorilor săi, devenind beneficiarul acestor creanțe. În acest fel, factorul preia asupra sa și riscul de neplată a creanțelor respective. Pentru creanțele preluate, factorul plătește creditorului valoarea actuală a creanțelor (calculată ca diferență între valoarea nominală și dobânda aferentă pe perioada până la scadență), diminuată cu comisionul său (aferent operațiunilor de încasare a creanțelor, inclusiv o cotă care să acopere riscurile și cheltuielile suplimentare, legate de urmărirea debitorilor rău-platnici).

6.3.Fondurile de piață monetară

Fondurile de piață monetară sunt organisme de plasament colectiv, ale căror acțiuni sau unități de fond sunt, din punct de vedere al lichidității, substituiți apropiați pentru depozite. Fondurile de piață monetară investesc preponderent în instrumente ale pieței monetare (titluri de credit pe termen scurt, cu grad de risc scăzut, precum certificate de depozit, certificate de trezorerie, titluri de stat etc.), în acțiunile/unitățile altor fonduri de piață monetară, în alte instrumente de împrumut transferabile cu

scadență de până la un an, precum și în depozite bancare, urmărind o rata a profitului apropiată de ratele dobânzii oferite de instrumentele pieței monetare.

6.4. Instituțiile financiare nebancare

Instituțiile financiare nebancare (IFN-uri) sunt entități, altele decât instituțiile de credit, care desfășoară cu titlu profesional activitate de creditare, ale căror surse de finanțare provin din resurse proprii sau împrumutate de la instituțiile de credit sau din alte resurse prevăzute de legislație în vigoare. Capitalul social minim al IFN-urilor nu poate fi mai mic decât echivalentul în lei al sumei de 200.000 euro, respectiv 3 milioane euro în cazul IFN care acordă credite ipotecare.

Înființarea IFN-urilor se notifica Băncii Naționale a României în termen de 30 de zile de la data înmatriculării în registrul comerțului. După depunerea documentației necesare în vederea obținerii de la Banca Națională a României a actului care atestă înregistrarea și permite desfășurarea activității de creditare, IFN-urile sunt înscrise de aceasta în Registrul General al instituțiilor financiare nebancare.

IFN-urile pot desfășura mai multe tipuri de activitate de creditare, precum și o gamă largă de alte activități, între care:

- acordare de credite: credite de consum, credite ipotecare, credite imobiliare, microcredite, finanțarea tranzacțiilor comerciale, operațiuni de factoring, scontare, forfetare;
- leasing financiar;
- emitere de garanții și asumare de angajamente, inclusiv garantarea creditului;
- acordare de credite cu primire de bunuri spre păstrare, respectiv amanetare prin case de amanet;
- acordare de credite către membrii unor asociații fără scop patrimonial, organizate pe baza liberului consimțământ al salariaților/pensionarilor, în vederea sprijinirii prin împrumuturi financiare a membrilor lor, respectiv case de ajutor reciproc;
- alte forme de finanțare de natura creditului.

IFN-urile pot emite carduri de credit pentru clienți în derularea activităților aferente creditelor de consum. IFN-urile înscrise în Registrul General au dreptul să efectueze și operațiuni de schimb valutar aferente activităților permise, cu respectarea prevederilor legale.

IFN-urile nu au dreptul să desfășoare următoarele activități:

- ✓ atragerea de depozite sau de alte fonduri rambursabile de la public;
- ✓ emiterea de obligațiuni, cu excepția ofertei publice adresate investitorilor calificați, potrivit legii privind piața de capital;
- ✓ operațiuni cu bunuri mobile și imobile.

6.5. Politici monetare

Politica monetară este o componentă esențială a politicii economice, având aceleași obiective finale ca și celelalte componente ale politicii economice: creșterea economică în condițiile folosirii depline a forței de muncă și a stabilității prețurilor. Pentru realizarea acestor obiective, politica monetară reprezintă un instrument de acțiune prin monedă și constă în ansamblul măsurilor luate de autoritatea monetară (de regulă, banca centrală) pentru a exercita o anumită influență asupra dezvoltării economice și pentru a asigura stabilitatea prețurilor și a cursurilor valutare.

Politica monetară are propriul său obiectiv final (fundamental), care este pentru majoritatea băncilor centrale, asigurarea stabilității prețurilor. Pentru atingerea acestuia, băncile centrale își stabilesc anumite obiective intermediare, cum sunt: masa monetară, rata dobânzii, cursul de schimb sau volumul

creditelor. Întrucât obiectivele intermediare sunt diverse și controlul acestora se realizează indirect, este necesară alegerea unor variabile numite obiective operaționale. Acestea pot fi influențate de băncile centrale cu ajutorul unor instrumente de politică monetară, adică anumite procedee care le permit să influențeze variabilele monetare. În funcție de modul în care instrumentele de politică monetară influențează variabilele monetare distingem:

- instrumente indirecte – acționează indirect asupra lichidității bancare, fiind compatibile cu legile pieței;
- instrumente directe – influențează direct situația financiară a băncilor, impunându-le o anumită conduită.

Pe plan mondial au câștigat tot mai mult teren instrumentele indirecte, întrucât asigură o comunicare mai eficientă cu piața și o alocare mai rațională a resurselor.

6.5.1. Politici monetare indirecte

Politica taxei de rescont

Taxa oficială a scontului (taxa de rescont) reprezintă dobânda practică la creditele acordate băncilor comerciale de către banca centrală în cadrul operațiunilor de rescontare. Taxa de rescont este stabilită cu anticipație și în mod unilateral de banca centrală. În calitate sa de rată a dobânzii oficială a băncii centrale, taxa de rescont este o rată a dobânzii directe în economie (având nivelul cel mai scăzut). Prin manevrarea acesteia, banca centrală influențează piața capitalurilor, sfera creditului și ritmul desfășurării activității economice în ansamblul ei. Manevrarea taxei oficiale a scontului acționează, de asemenea, asupra capitalurilor străine existente în țară.

Politica de open market

Operațiunile de open market sunt operațiunile prin care banca centrală vinde și cumpără titluri pe piața monetară, de regulă, titluri publice: bonuri de tezaur și obligațiuni de stat. Caracteristica esențială a acestor operațiuni este că ele se realizează la o rată a dobânzii stabilită de piață, pe care, însă, banca centrală o poate influența.

Politica de open market are o flexibilitate deosebită în reglarea lichidității din sistemul bancar și influențarea nivelului dobânzilor: când banca centrală cumpără titluri crește lichiditatea în sistem, ceea ce antrenează diminuarea dobânzii pe piață, iar când vinde titluri efectele sunt în sens invers. Deci, politica de open market acționează, în primul rând, asupra cantității de monedă, influențând posibilitățile băncilor de acordare a creditelor: sporirea volumului creditelor ca urmare a creșterii lichidității băncii comerciale prin vânzarea titlurilor și, respectiv, scăderea volumului creditelor ca urmare a diminuării lichidității prin achiziționarea de titluri de la banca centrală. În al doilea rând, politica de open market acționează asupra ratei dobânzii de pe piața interbancară. Astfel, orice intervenție a băncii centrale asupra cererii și ofertei de titluri de pe piața monetară determină imediat o modificare a ratei dobânzii de pe piață.

Politica rezervelor obligatorii

Rezervele obligatorii reprezintă disponibilități pe care băncile comerciale sunt obligate să le păstreze în conturi deschise la banca centrală, proporțional cu depozitele constituite de clienții lor. Determinarea nivelului rezervelor obligatorii se face prin aplicarea unei rate (coeficient) sau a mai multor rate diferențiate asupra bazei de calcul avute în vedere (o rată pentru depozitele la vedere, alta pentru depozitele la termen etc.).

Mecanismul rezervelor obligatorii are un dublu scop: prudențial și monetar. Rolul prudențial constă în a asigura băncilor suficiente lichidități, pentru a face față cererilor de retragere a depozitelor. Rolul monetar este acela de a influența oferta de monedă, modificarea rezervelor obligatorii afectând

posibilitățile băncilor comerciale de-a acorda credite. Astfel, creșterea rezervelor obligatorii atrage după sine diminuarea capacității de creditare a băncilor și, implicit, a creației monetare. Dimpotrivă, diminuarea rezervelor obligatorii conduce la creșterea volumului resurselor de creditare ale băncilor, având ca efect creșterea ofertei de bani. Politica rezervelor obligatorii constă în modificarea ratei (ratelor) rezervelor obligatorii de către banca centrală în scopul atingerii obiectivelor urmărite.

6.5.2. Politici monetare directe

Selectivitatea creditelor

Selectivitatea creditelor se realizează prin orientarea creditelor în direcția dorită de stat. Pentru a încuraja băncile să finanțeze anumite sectoare considerate prioritare, statul utilizează diverse formule: avantaje fiscale, dobânzi subvenționate, facilități de refinanțare, garantarea creditelor de către organisme oficiale etc. Principala metodă a dirijării creditelor este cea a subvenționării dobânzii, adică suportarea unei părți din costul creditului de către stat, fie direct (de la bugetul statului), fie indirect (prin banca centrală). O altă metodă este garantarea de către stat a creditelor acordate de bănci, ceea ce neutralizează riscurile pe care acestea și le asumă prin creditarea unor întreprinderi care lucrează cu pierderi, pe stoc etc. Dirijarea creditelor nu poate fi respinsă în totalitate, deoarece permite încurajarea unor sectoare și ramuri considerate vitale pentru viața economică.

Plafonarea creditelor

Plafonarea creditelor se realizează prin stabilirea pe cale administrativă a unei limite maxime a ritmului de creștere a volumului creditelor acordate de bănci. Încălcarea plafonului stabilit, atrage consecințe costisitoare pentru banca respectivă, întrucât aceasta este sancționată financiar, fiind obligată să constituie rezerve suplimentare. Uneori, plafonarea creditelor este diferențiată în funcție de tipul instituției care acordă creditul respectiv sau de natura activității creditate. Plafonarea creditelor prezintă dezavantajul că rata creșterii volumului creditelor este stabilită administrativ, fără a ține seama de nevoile de finanțare a economiei și de potențialul de creditare a băncilor și denaturează concurența dintre băncile comerciale și frânează libera inițiativă a acestora..

6.6. Supravegherea instituțiilor de credit

Conținutul, necesitatea și obiectivele supravegherii instituțiilor de credit

Supravegherea instituțiilor de credit este activitatea prin care sunt delegate anumite competențe unei autorități pentru a superviza, în virtutea unor principii legale, modul în care se organizează și se desfășoară activitatea bancară în economie. Are un caracter prudențial, vizând minimizarea unor riscuri care ar putea să apară în economie, cum ar fi: pierderi financiare, întreruperi sau disfuncționalități în sistemul de plăți, pierderea încrederii în moneda națională și în sistemul bancar etc.

Activitatea de supraveghere bancară este necesară în economie din cel puțin două motive: activitatea bancară are anumite particularități, diferite de cele ale altor activități din economie, iar falimentul unei bănci are consecințele grave, putând afecta și credibilitatea celorlalte bănci, generând scăderea încrederii publicului în aceste instituții. Supravegherea bancară urmărește atingerea unor obiective precum:

- Menținerea încrederii publicului în sistemul bancar
- Protejarea fondurilor clienților, prin limitarea riscului asumat de către aceștia în momentul constituirii depozitelor, pe durata păstrării și utilizării lor, ca sursă atrasă de către bănci.

- Dezvoltarea unui sistem bancar viabil și stabil, în măsură să ofere clienților produse și servicii bancare de calitate și la un cost rezonabil.
- Respectarea legilor și reglementărilor privind activitatea bancară.

Autoritatea de supraveghere bancară

În decursul anilor s-au delimitat trei concepții fundamentale cu privire la instituția care să răspundă de supravegherea bancară, și anume:

- ✓ Autoritatea supravegherii bancare să fie încredințată unei instituții guvernamentale (de regulă, Ministerul Finanțelor)
- ✓ Autoritatea supravegherii bancare să fie atribuită unei instituții independente.
- ✓ Autoritatea supravegherii bancare să fie încredințată băncii centrale.

Modele și modalități de supraveghere bancară

În prezent, pe plan internațional, supravegherea bancară se desfășoară la două niveluri: la nivelul băncilor și, respectiv, al autorității de supraveghere. Acestor niveluri le corespund două modalități diferite de supraveghere: inspecțiile sau controalele la bănci și, respectiv, supravegherea pe baza raportărilor primite de la bănci.

În funcție de accentul pus pe una din cele două modalități se poate vorbi de două modele relativ diferite de supraveghere: modelul neformal, deschis, bazat pe consultări și sfaturi (modelul englez) și modelul oficial, riguros, care necesită acțiunea de verificare prin inspecții la bănci (modelul american). În Europa s-a dezvoltat un model care este o îmbinare a celor două, caracterizat atât prin existența unor reglementări potrivit cărora băncile trebuie să calculeze anumiți indicatori de performanță, cât și prin examinarea băncilor și verificarea evidențelor contabile ale acestora.

Supravegherea consolidată a instituțiilor de credit

În ultimii ani ai secolului trecut a avut loc atenuarea granițelor dintre activitățile financiare ca urmare a accentuării integrării și globalizării piețelor monetar-financiare. Și-au făcut apariția conglomerate financiare care și-au extins activitatea din sectorul bancar pe piața de capital și în domeniul asigurărilor. Aceste “supermarketuri financiare” furnizează întreaga gamă de servicii financiare, ceea ce a dus la dispariția treptată a barierele dintre băncile comerciale, cele de investiții și firmele de asigurări.

Pornind de la aceste evoluții, au început să se intensifice dezbaterile cu privire la structurile instituționale optime de reglementare și supraveghere a sistemului financiar. În literatura de specialitate se regăsesc atât argumente în favoarea unei singure autorități care să reglementeze și supravegheze toate categoriile de instituții financiare, cât și argumente în favoarea unei autorități specializate pentru fiecare componentă a sistemului financiar.

Tendința manifestată pe plan internațional este în direcția unei reglementări consolidate, tendință imprimată sub impactul revoluției financiare. Susținătorii supravegherii consolidate afirmă că expansiunea instituțiilor financiare în domenii multiple cere și o supraveghere adecvată, strictă și responsabilă. Pe plan mondial supravegherea integrată se practică în țări precum Australia, Marea Britanie, Coreea de Sud, Japonia, Ungaria, țările nordice.

Modelul românesc de supraveghere a sistemului financiar-bancar

În România, sistemul financiar este format din sectorul bancar, piața de capital și domeniul asigurărilor. Fiecare componentă a sistemului financiar este reglementată și supravegheată de o instituție distinctă:

- ✓ Banca Națională a României (BNR) este instituția autorizată să supravegheze sistemul

bancar.

- ✓ Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM) este instituția autorizată să supravegheze piața de capital.
- ✓ Comisia de Supraveghere a Asigurărilor (CSA) este instituția autorizată să supravegheze domeniul asigurărilor.

Fiecare instituție realizează un control limitat, însă fiecare este "deranjată" când zona de control direct este afectată de inițiative din celelalte domenii. De aceea, între cele trei instituții există un protocol de colaborare în domeniul supravegherii.

În anul 2001 Guvernului României a propus înființarea unei agenții integrate de supraveghere financiară, însă inițiativa nu a fost bine primită la momentul respectiv, fiind considerată prematură. Acea propunere a supravegherii consolidate a sistemului financiar lua în considerare tendințele manifestate atât pe plan internațional, cât și în cadrul Uniunii Europene.

În ultimii ani aderarea României la Uniunea Europeană a reprezentat un obiectiv prioritar, însă aceasta a necesitat alinierea la infrastructura instituțională și la reglementările Uniunii Europene. În această direcție, Banca Națională a României a adoptat, în decembrie 2004, Norma nr. 15/2004, care include prevederile Directivei UE nr.12/2000 referitoare doar la supravegherea consolidată a instituțiilor de credit și care vizează supravegherea holdingurilor financiare pe bază consolidată. Ulterior, Norma 15/2004 a fost abrogată prin Regulamentul nr. 17/2006 care a intrat în vigoare la data de 1 ianuarie 2007.

Implementarea supravegherii consolidate a instituțiilor de credit

Supravegherea pe bază consolidată se traduce în supravegherea prudențială a fiecărei entități financiare dintr-o instituție de credit sau un holding financiar. Prin holding financiar se înțelege o instituție financiară ale cărei filiale sunt, fie în totalitate, fie în principal, instituții de credit, societăți de investiții sau alte instituții financiare, cel puțin una dintre acestea fiind o instituție de credit sau o societate de investiții. Noțiunea de „consolidare“ reprezintă tehnica ce permite realizarea conturilor unice pentru un grup de entități independente care depind din punct de vedere financiar de un centru de decizie comun, având ca obiectiv redarea unei imagini fidele a poziției financiare și a performanței tuturor entităților consolidate luate ca un întreg.

Pentru început, în țara noastră s-a trecut la supravegherea consolidată a instituțiilor de credit de către Banca Națională a României, în baza Normei nr. 15, care a intrat în vigoare la 1 ianuarie 2005, urmând ca în viitor supravegherea consolidată să fie extinsă și asupra altor instituții financiare.

Instituțiile de credit supuse supravegherii consolidate

În condițiile noilor reglementări în domeniu, sunt supuse supravegherii pe bază consolidată de către Banca Națională a României, în principal următoarele instituții de credit:

- ✓ o instituție de credit-mamă la nivelul României sau o instituție de credit-mamă la nivelul Uniunii Europene
- ✓ o instituție de credit autorizată de Banca Națională a României, care are ca societate mamă o societate financiară-holding mamă la nivelul României sau o societate financiară-holding mamă la nivelul Uniunii Europene.

În condițiile respectării prevederilor legale, orice instituție de credit, persoană juridică română, care este o filială a unui holding financiar cu sediul în România sau în străinătate, este supravegheată de Banca Națională a României, pe baza situației financiare consolidate a holdingului financiar.

Situația consolidată a societății mamă, ce stă la baza calculului elementelor necesare în vederea respectării cerințelor prudențiale la nivel consolidat sau sub-consolidat trebuie să cuprindă filialele și participațiile în instituții de credit, instituții financiare, societăți prestatoare de servicii auxiliare sau societăți de administrare a investițiilor.

Cerințele prudențiale la nivel consolidat

În scopul asigurării stabilității și viabilității sistemului bancar, precum și a protejării intereselor deponenților, Banca Națională a României a elaborat o serie de cerințe prudențiale. Acestea se aplică la nivel consolidat, însă în cazul unei instituții de credit, persoană juridică română, care este filială a unei instituții de credit autorizate și având sediul în România sau a unui holding financiar cu sediul în România, acestea se aplică pe bază subconsolidată.

✓ **Capitalul social minim**

Capitalul social minim necesar înființării unei bănci este de 5 milioane euro.

✓ **Cerințele minime de capital (adecvarea capitalului)**

Primul raport privind standardele de capital a fost elaborat de către Comitetul de la Basel, sub denumirea de Acordul de la Basel din 1988 (Acordul Basel I), care stabilea cerințele minime de capital la nivelul de 8%. Acest acord a fost îmbunătățit prin elaborarea, în anul 2004, a Noului Acord de la Basel (Basel II), care a introdus o serie de elemente noi, aplicate începând din anul 2007. Acordul Basel I din 1988 a stabilit că băncile trebuie să dețină fonduri proprii care să reprezinte cel puțin 8% din activele ponderate în funcție de riscul de credit, cerință cunoscută sub denumirea de **coeficientul Cooke**. Acest coeficient este necesar a fi calculat pentru a determina standardul minim de adecvare a capitalului care trebuie menținut de o bancă pentru a face față posibilelor pierderi.

Coeficientul a fost îmbunătățit prin Acordul Basel II, fiind înlocuit cu **coeficientul McDonough**, care prevede obligația băncilor de a deține fonduri proprii care să acopere cel puțin 8% din activele ponderate în funcție de riscul de credit, riscul operațional și riscul de piață.

În România, indicatorii de solvabilitate ai instituțiilor de credit (de adecvare a capitalului) se calculează pe bază individuală, respectiv pe bază consolidată în cazul instituțiilor de credit care sunt societăți – mamă astfel:

a) ca raport între nivelul fondurilor proprii și expunerea din activele bilanțiere și elementele extrabilanțiere ponderate în funcție de gradul de risc de credit, risc operațional și risc de piață, al cărui nivel minim trebuie să fie de 12%;

b) ca raport între capitalul propriu și expunerea din activele bilanțiere și elementele extrabilanțiere, ponderate în funcție de gradul de risc de credit, risc operațional și risc de piață, Banca Națională a României urmărind ca instituția de credit să mențină nivelul indicatorului la limita de cel puțin 8%.

✓ **Limitarea participațiilor calificate în entități nefinanciare**

O instituție de credit, persoană juridică română poate participa la capitalul unei entități care nu desfășoară activități financiar-bancare în limita a 15% din fondurile sale proprii. Valoarea totală a participațiilor la astfel de entități nu poate depăși 60% din fondurile proprii ale instituției de credit.

✓ **Clasificarea portofoliului de credite**

Instituțiile de credit trebuie să-și clasifice creditele acordate clienților pe cinci categorii (standard, în observație, substandard, îndoielnic și pierdere), în funcție de trei criterii: performanțele financiare, serviciul datoriei (capacitatea clientului de-a le rambursa la scadență) și inițierea de proceduri judiciare. Instituțiile de credit trebuie să constituie provizioane specifice de risc, astfel: credit „standard” - 0%; credit „în observație” - 5%; credit „substandard” - 20%; credit „îndoielnic” - 50%; credit „pierdere” - 100%.

✓ **Constituirea rezervelor minime obligatorii**

Instituțiile de credit trebuie să-și constituie și să păstreze în cont la Banca Națională a României rezervele minime obligatorii. În prezent rata rezervelor minime obligatorii este 20% la depozitele în valută și 15% la depozitele în lei.

✓ **Procesul intern de adecvare a riscurilor**

Fiecare instituție de credit trebuie să dispună de strategii și procese interne formalizate și

eficiente de evaluare și menținere permanentă a nivelului, structurii și distribuției capitalului, care să fie adecvate pentru acoperirea tuturor riscurilor la care aceasta este expusă. Astfel, fiecare instituție de credit este responsabilă pentru procesul intern de evaluare a adecvării capitalului.

✓ ***Monitorizarea și raportarea expunerilor mari***

Potrivit normelor de supraveghere care transpun directivele europene în materie, expunerile care depășesc 10% din fondurile proprii ale unei instituții de credit sunt considerate expuneri mari, necesitând aprobarea consiliului de administrație al instituției respective. Instituțiile de credit trebuie să raporteze Băncii Naționale a României cel puțin trimestrial situația expunerilor mari. O instituție de credit nu poate înregistra o expunere față de un singur debitor mai mare de 25% din fondurile proprii. Valoarea cumulată a expunerilor mari ale unei instituții de credit nu poate depăși 800% din fondurile ei proprii.

✓ ***Monitorizarea expunerilor față de persoanele aflate în relații speciale cu banca***

O instituție de credit nu poate înregistra față de grupul de persoane aflate în relații speciale o expunere a cărei valoare depășește 25% din fondurile proprii. De asemenea, o instituție de credit nu poate înregistra față de ceilalți membri ai propriului grup o expunere a cărei valoare depășește 20% din fondurile proprii.

✓ ***Cotizarea la Fondul de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar***

Instituțiile de credit sunt obligate să cotizeze la constituirea Fondului de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar, care a fost înființat în anul 1996 ca instrument indirect de sprijin a supravegherii bancare, contribuind la asigurarea stabilității sistemului financiar-bancar. Toate instituțiile de credit autorizate de Banca Națională a României să accepte depozite de la public sunt obligate să cotizeze la constituirea resurselor acestuia. Începând cu data de 1 ianuarie 2011, plafonul de garantare pe deponent garantat persoană fizică sau juridică (inclusiv întreprinderile mici și mijlocii) și pe instituție de credit este echivalentul în lei al 100.000 euro.

✓ ***Calculul fondurilor proprii***

Instituțiile de credit trebuie să calculeze periodic fondurile proprii, formate din capital propriu și capital suplimentar.

✓ ***Determinarea ratingului bancar***

În prezent Banca Națională a României utilizează în vederea evaluării performanțelor instituțiilor de credit un sistem uniform de rating bancar și avertizare timpurie cunoscut sub denumirea de sistemul CAAMPL. Prin intermediul acestui sistem, instituțiile de credit sunt evaluate, avându-se în vedere următorii indicatori: adecvarea capitalului (C); calitatea acționariatului (A); calitatea activelor (A); management (M); profitabilitate (P); lichiditate (L).

În urma evaluării celor șase indicatori (C,A,A,M,P,L) pentru fiecare instituție de credit se stabilește un rating compus pe o scară de la 1 la 5, 1 reprezentând cel mai performant nivel, iar 5 cel mai scăzut. Patru dintre acești indicatori (C – adecvarea capitalului, A – calitatea activelor, P – profitabilitatea, L – lichiditatea) sunt evaluați cantitativ, iar prin acțiunile de inspecție *on-site*, analiza se completează cu ceilalți 2 indicatori calitativi (A – calitatea acționariatului, M – managementul).

CAPITOLUL 7. SISTEMUL VIRAMENTELOR BANCARE

7.1. Organizarea, tehnica, evidența și controlul viramentelor intra și interbancare

- Conținutul economic, importanța, rolul și mecanismul operațiilor DRS
- Tehnica operațiilor DRS derulate în sistem mixt (metodologie și aplicație practică)
- Organizarea actuală și derularea viramentelor interbancare – compensația multilaterală.

- Tehnica viramentelor interbancare pe plan local.
- Tehnica viramentelor interbancare pe plan nelocal (circuite și aplicație practică).
- Sistemul Național de Plăți Electronice – caracteristici, mod de funcționare

Conținutul economic, importanța, rolul și mecanismul decontărilor reciproce dintre sedii bancare

În construcția macroeconomică Banca Națională reprezintă principalul *furnizor* de monedă primară, este autoritatea de supraveghere și responsabilitate pentru modul concret în care se organizează și se desfășurează circulația bănească în economie.

Băncile comerciale sunt *utilizatorii* monedei; sarcina lor principală este aceea de a pune la dispoziția clienților lor resursele bănești necesare susținerii afacerilor, de a le folosi în conformitate cu legea, în condiții de eficiență.

Circulația bănească reprezintă pentru economie un fel de circulație sanguină, e obiectiv necesară și susține în plan monetar procesul de reproducție socială lărgită. De aici rezultă importanța dar și responsabilitatea băncilor pentru a oferi cadrul tehnic, organizatoric și metodologic care să permită economiei funcționarea deplină. Fluxurile bănești, pentru a fi corect derulate, presupun în mod necesar o construcție monetară, o anumită organizare a circulației bănești.

Există două *forme de organizare* pe care practica le-a confirmat și anume :

- a.- circulația bănească cu numerar;
- b.- circulația bănească fără numerar

Aceasta din urmă deține proporția în economie și are ca suport principal așa numitele *decontări prin conturi bancare*.

Indiferent de forma în care se realizează, circulația bănească și implicit obligațiile băncilor comerciale de a contribui la desfășurarea ei, în condiții considerate legale, e nemijlocit legată de așa numita *circulație valorică* a produsului intern brut (PIB).

Rolul băncilor în realizarea acestei faze a reproducției se concretizează în stabilirea cadrului organizatoric specific, în a oferi tehnici, mijloace și instrumente, cu ajutorul cărora se desfășurează circulația bănească cu numerar și fără numerar, în supravegherea respectării normelor tehnice, disciplinei decontărilor, a legalității, în realizarea de tranzacții.

Suportul tehnic care permite realizarea de decontări fără numerar este oferit de *sistemul conturilor bancare*, iar modalitatea tehnică de realizare a acestora este oferită de *viramentul bancar*.

Prin **virament bancar** se înțelege operațiunea de stingere a unei obligații bănești, pe care un debitor o are față de creditorul său, prin transferarea sumelor de către o bancă din contul platitorului în contul beneficiarului de sume.

Din această definiție rezultă că viramentele pot fi realizate numai de bănci, clienții acestora, fie ei plătitori, fie beneficiari ai unor sume, pot doar iniția, respectiv finaliza, după caz, un virament bancar. Aceasta se realizează întotdeauna printr-o dispoziție dată băncii care-l servește, de regulă în scris..

Viramentele bancare pot avea loc în economie datorită unor *premise organizatorice* create în prealabil, prin reglementări specifice. De pildă, în primul rând, prin Legea 31/1990 privind societățile comerciale se prevede că fiecare agent economic este obligat să-și deschidă cont bancar și să deruleze operațiunile bănești, generate de activitatea sa curentă sau investițională, numai prin aceste conturi.

În plus, în conturile bancare mai sunt păstrate și resursele atrase de la clienți, care temporar devin disponibile. În al doilea rând, băncile sunt obligate să deschidă clienților conturi numai la cererea expresă a acestora, să realizeze viramentele dispuse de aceștia, în condițiile impuse de norme, cu respectarea tuturor prevederilor legale. În acest context le revine implicit sarcina de a pune la dispoziția titularilor de cont cele mai adecvate metode, tehnici și instrumente care să permită susținerea afacerilor, precum și consultanță de specialitate.

Transferul sumelor sub forma viramentului poate avea loc în mai multe ipostaze:

➤ *situația în care ambii parteneri au conturi ce se află în gestiunea aceluiaș sediu bancar.*

În această ipostază, circuitul presupune parcurgerea succesivă a următoarelor faze:

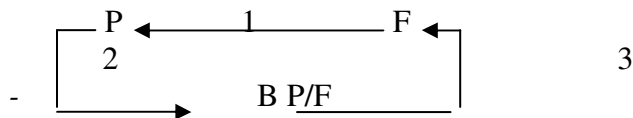
1. furnizorul livrează utilitățile și odată cu acestea sau ulterior, după caz, remite partenerului său documente prin care-i pretinde plata;

2. plătitorul își onorează obligația, inițiind un virament bancar;

introduce în circuit un ordin de plată pe suport de hârtie (OPH), acesta reprezentînd dispoziția dată băncii sale de a se onora plata.

3. banca, după verificările de rigoare privind forma documentelor, conținutul economic al operațiunilor, legalității acestora și existența disponibilului necesar efectuării plății realizează viramentul bancar, transferînd sumele din contul plătitorului în contul furnizorului, al beneficiarului de sume. Ambilor clienți li se emit extrase de cont însoțite de documente primare, dovedindu-li-se că operațiunile s-au realizat.

Schema după care se realizează viramentul este următoarea:



Sursa pe seama căreia se poate face plata poate fi după caz: disponibilități proprii ale clientului plătitor; un credit aflat în derulare, un nou credit aprobat, care urmează a fi angajat, posibilă finanțare cu destinație specială.

Din punct de vedere contabil au loc următoarele modificări, respectiv înregistrări în conturi:

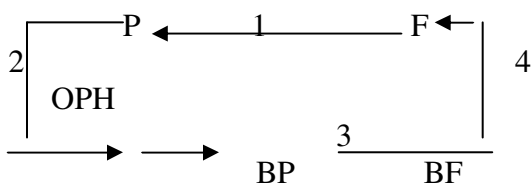
	<u>CT D / P</u>	<u>CT D / F</u>	unde	CT D – cont de disponibil
-	SC	SC		P - plătitor
		+		F - furnizor

2511 / Cont curent/Plătitor = 2511 /Cont curent/ Furnizor

➤ *cei 2 parteneri au conturi bancare în gestiunea unei unități bancare distincte, plasate diferit în spațiu;*

În această ipostază e nevoie de a se apela la așa numitele *decontări reciproce între sedii* al căror obiect îl constituie transferul de sume din contul plătitorului, în favoarea unui sediu bancar partener care, în baza mandatului primit, va opera în contul beneficiarului sumă.

Circuitul este cel reprezentat mai jos, iar derularea viramentului presupune parcurgerea următoarelor faze:



1. se livrează utilitățile, se remit documente de plată
2. plătitorul acceptă plata, inițiază viramentul, întocmind OP pe care îl depune băncii sale.
3. BC / P inițiază decontări reciproce între sedii întocmind o documentație specifică prin care băncii partenere îi dă o dispoziție de a efectua un anumit gen de operațiuni contabile în cont analitic de destinație a sumelor. Banca plătitoare va prelua obligația transferului de sume într-un cont propriu.
4. BC / F primește mijloace bănești necesare transferului de sume, își debitează contul propriu DRS (confirmarea primirii sumelor), după care operează în contul analitic de destinație, respectiv în contul beneficiarului de sumă.

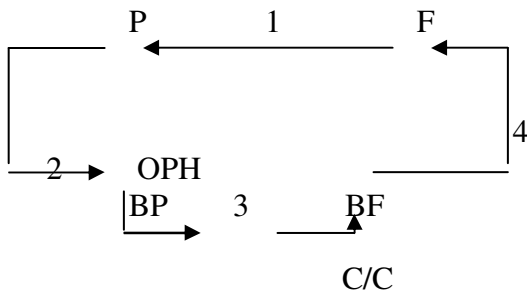
Operațiunile de decontări reciproce între sedii sunt considerate o categorie distinctă a operațiunilor bancare a căror organizare, metodologie de desfășurare, reprezintă o necesitate obiectivă pentru economie și ridică în fața băncilor responsabilități deosebite. Băncile sunt chemate să gestioneze așa numitele *mijloacele bănești ale economiei aflate în expediție*.

Mulți specialiști susțin că acestea reprezintă un element de avuție națională, care bine gestionat poate reprezenta, atât în plan macroeconomic, cât și microeconomic un factor al creșterii eficienței.

Băncile sunt obligate să întocmească norme tehnice proprii, prin care să prezinte principii metodologice, procedee tehnice, instrumentele după care se desfășoară operațiile DRS, se exercită controlul modului în care se derulează, se realizează analiza și se fac raportările, către nivelurile de decizie competente.

- *ipostaza în care cei 2 parteneri au conturi deschise la sedii bancare cu locații diferite și care organizatoric depind de bănci diferite.*

Schema de derulare a transferului de sumă este următoarea:



iar fazele necesare desfășurării sale presupun următoarele:

1. se livrează utilitățile, se remit documente de plată; 2.- plătitorul acceptă plata, inițiază viramentul, întocmind OP pe care îl depune băncii sale.; 3.- are loc compensația multilaterală a plăților interbancare; 4.- confirmarea prin extras de cont că beneficiarul sumelor a intrat în posesia derpturilor bănești ce i se cuvin.

Există doi *factori* ce determină, în mod obiectiv, existența decontărilor reciproce între sedii: **factorul spațiu* - în acest gen de operații bancare cei doi parteneri își au conturile gestionate de sedii bancare diferite, amplasate diferit în spațiu.

**factorul timp* - este necesară o perioadă de timp bine determinată din momentul inițierii până în momentul în care se obține certitudinea că sumele respective au ajuns la destinația propusă.

Sintetizând, mecanismul derulării operațiunilor DRS ar putea fi reprezentat grafic

astfel:

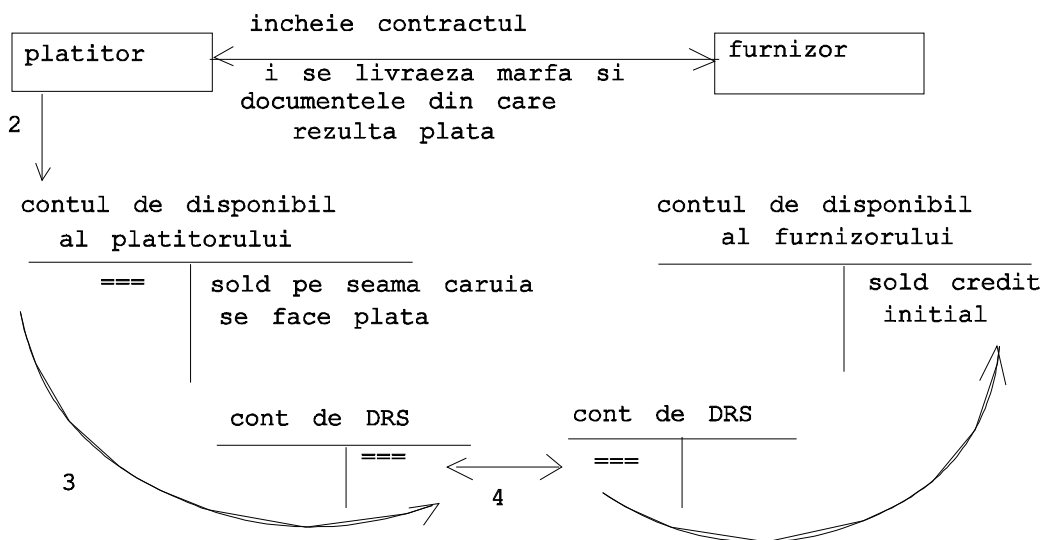


Figura 7.

- **Elemente tehnice necesare derulării operațiunilor DRS**

Practica a consimțit existența unor *elemente tehnice* necesare pentru buna derulare a DRS. Aceste elemente tehnice se referă la: - subiecții participanți; - documentele specifice DRS; - sistemul de control al operațiunilor DRS; - conturile dedicate pentru evidența operațiilor DRS.

- **Subiecții participanți.** Întotdeauna în derularea operațiilor DRS intervin 2 sedii bancare. Ele devin parteneri în înfăptuirea transferurilor bănești, dar în același timp, fiecare îi revin atribuții specifice.

Primul numit convențional Sediul A *inițiază* operațiunea. Aceasta constă în următoarele:

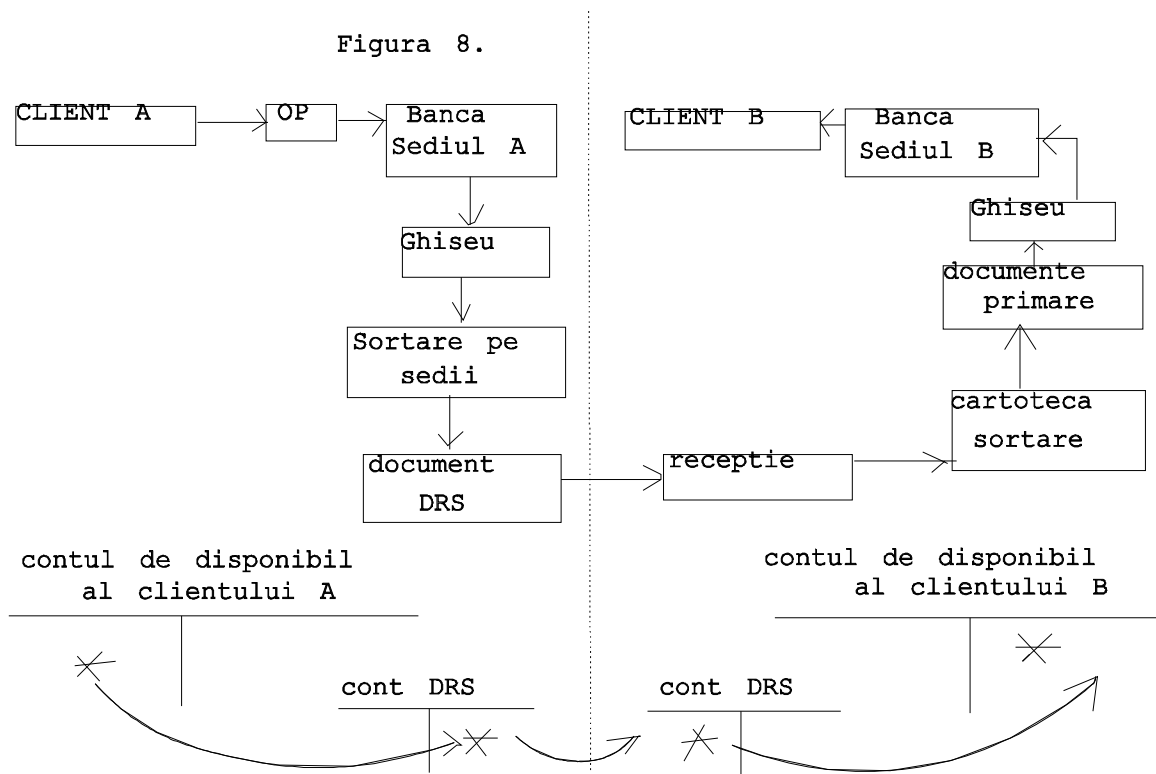
- .se primesc documente operative primare de la clienți, generatoare de transferuri de sume între sedii bancare. Se efectuează control operativ asupra formei lor, precum și asupra conținutului operației bancare, după care, se admit în circuit. Acesta presupune în mod necesar exercitarea competență a controlului operativ curent.
- .efectuează operațiile dispuse de client prin înregistrarea documentului operativ primar în contul analitic al clientului, inițiindu-se viramentul, respectiv transferul de sume.
- .sortarea documentelor primare pe sedii bancare destinate și întocmirea documentației specifice DRS.
- .oficializarea documentelor DRS, înregistrarea lor în contul propriu de evidență al operațiilor DRS, remiterea documentelor sediului bancar partener.

Al doilea subiect este Sediul B, care *confirmă și execută* întocmai operația dispusă de sediul A. Aceasta constă în parcurgerea succesivă a următoarelor faze:

- se recepționează documentația DRS de către compartimentul specializat, se efectuează un control operativ asupra ei, se admit documentele în circuitul intern al băncii

- se înregistrează documentele DRS în contul de evidență al operațiunilor DRS, după care se efectuează înregistrări în conturile analitice ale clienților, în conformitate cu dispoziția primită din partea sediului A.

Figura 8.



Schema de procesare a transferului de sume între cele două sedii bancare este reprezentată grafic în fig.8

Deși ambele sedii își exercită atribuții de inițiere a operațiilor și de confirmare și executare a acestora oarecum independent, în final, ambele sunt preocupate și implicate în a efectua *controlul ulterior* al modului de derulare a operațiilor pentru a se obține certitudinea că toate operațiile inițiate de sediul A au fost recepționate, confirmate și executate întocmai, la momentul potrivit de către sediul B Pe durata

unei zile operative fiecare sediu bancar se poate afla atât în calitate de sediu A, ce inițiază operațiuni, cât și de sediu B.

- **Documentația specifică operațiilor DRS**

Prin documentație specifică DRS se înțelege ansamblul de documente care servesc nemijlocit derulării operațiilor și exercitării controlului asupra acestora. Pe lângă acestea se înscriu și alte documente cum ar fi lucrări specifice, analize, raportări.

Ponderea hotărâtoare o au *documentele operative DRS*. Acestea au rolul de:

- *suport tehnic de informații - cu ajutorul căror a se comunică între sedii bancare partenere
- *document de înregistrare în contabilitate
- *document justificativ - cu ajutorul căror a se face dovada în fața instanței că operația bancară în cauză s-a executat.

Acest tip de documente sunt specifice numai băncilor și au caracter de documente cu *regim special* pentru care sunt stabilite un circuit anume și care sunt supuse unui riguros control. De altfel ele reprezintă dispoziția scrisă dată de sediul A, sediului B, respectiv mandatul ce i se încredințează pentru a finaliza un transfer de sume;

Documentele operative DRS sunt întocmite de către sediul A, cel care are obligația inițierii transferului de sume între sedii bancare. Întotdeauna au la bază documentele primare generatoare de transferuri de sume care de cele mai multe ori sunt documente introduse în circuitul bancar de clienți.

Documentele operative DRS circulă între sedii însoțite obligatoriu de exemplare din documentele primare generatoare de transferuri de sume care au stat la baza întocmirii documentului operativ DRS.

Deși poartă denumiri diferite (avize OIS, dispoziții de decontare între sedii, note de virament între sedii) esența lor este aceeași deoarece reprezintă dispoziția pe care o dă sediul A sediului B partener de a efectua în contul clientului său un anume gen de operație contabilă (debitare/creditare). Există două mari categorii de documente operative DRS:

*documente DRS de creditare - pe seama căruia sediul A își creditează contul propriu de operațiuni DRS iar sediul B va proceda la creditarea contului analitic al clientului său

*documente DRS de debitare - în baza cărora sediul A își debitează contul operațiilor DRS iar sediul B va debita contul analitic al clientului său.

Documentele DRS au și calitatea de documente cumulative. Atunci când pe durata unei zile operative se colectează mai multe documente primare de la același client sau clienți diferiți care privesc același sediu destinatar, documentele primare se vor înscrie în documentul DRS poziție cu poziție după care se va face totalul.

Clasificarea documentelor după mijlocul tehnic ce servește pentru transmiterea lor;; -
*documente operative letrice - parcurg circuitul poștal obișnuit, sunt documente în original; -
*documente operative telegrafice - telex/fax/electronice. Au avantajul că asigură operativitate în derularea transferurilor de sume dar și dezavantajul că sunt costisitoare motiv pentru care se recurge la ele numai din dispoziția clientului, când banca dorește să câștige operativitate și să imprime calitate serviciilor prestate. Se practică mai rar mesaje telefonice care presupun o tehnică deosebit de riguroasă. Indiferent de felul în care se transmit (telefon, fax, telex) este obligatoriu transmiterea documentelor în original pe circuit poștal. Documentele de acest tip se folosesc în cazul în care clienții băncii prezintă credibilitatea necesară.

- ***Sistemul de conturi folosit pentru reflectarea în contabilitate a operațiunilor DRS***

Trasferul de sume poate produce :- *mutații de patrimoniu - sunt aplicabile criteriile de gestiune la nivel de bancă: - *mutații de gestiune - se schimbă locul de gestiune a resurselor fără să creeze mutații în patrimoniu.

Din acest motiv, având în vedere conexiunile cu elementele de activ și pasiv, în funcție de natura operațiilor DRS (debitare/creditare intra sau inter bancare) este nevoie să se apeleze la conturi specifice:

*viramentele interbancare ce produc mutații de patrimoniu presupun în mod obligatoriu să intervină contul curent deschis la BNR - ca și cont de bază - și conturile analitice de decontări interbancare ca și conturi specifice

*viramentele intrabancare care nu produc mutații în patrimoniu presupun folosirea conturilor specifice ținând seama de sistemul de control adoptat pentru realizarea operațiilor DRS de către fiecare bancă.

Datorită faptului că acest tip de operațiuni este unul deosebit pentru gestionarea mijloacelor bănești ale economiei, prin planul general de conturi aplicat în bănci, s-a prevăzut în mod expres o poziție sub forma unei grupe de conturi: 341.1 “Decontări intra și interbancare”

La rândul său fiecare bancă e obligată ca prin planul propriu de conturi să dezvolte această grupă pe sintetice de gradul II și să nominalizeze conturile ținând seama de sistemul de control pe care îl aplică.

Important e de reținut că avem de a face cu conturi dedicate prin intermediul cărora se reflectă în contabilitatea băncilor mijloacele bănești aflate în expediție, obligațiile și drepturile sediilor bancare partenere, sumele neclarificate și se asigură așa numita închidere periodică a conturilor ce privesc operațiile DRS.

Potrivit practicii din țara noastră există *conturi de bază*, singurele care intră în relații cu conturile analitice de destinație și *conturile complementare* – acestea pot fi după caz:

- conturile de ordine și evidență – servesc pentru evidența sumelor neclare, discrepanțelor și rectificării operațiunilor cu erori;
- conturile tranzitorii – servesc pentru a evidenția sumele transmise prin alte modalități tehnice decât pe calea letrică.

Acest tip de conturi îl regăsim numai în gestiunea băncilor, ele sunt bifuncționale și în funcție de sistemul aplicat, se pot dezvolta, pentru a realiza o mai bună gestionare a decontărilor între sedii, în analitice fie pe perioade de gestiune (1 lună), fie pe tipuri de transmisie, precum și pe numele sediilor bancare partenere.

- **Sistemele de control al operațiunilor DRS**

Sistemul de control se poate defini ca fiind un ansamblu de principii, documente, tehnici de procesare și instrumente, prin intermediul cărora se organizează și se desfășoară, în economie operațiile DRS.

Rolul lor este acela de a permite desfășurarea propriu-zisă a transferului de sume între sedii, pe de o parte, iar pe de altă parte, de a se obține *certitudinea* că toate operațiile inițiate au fost recepționate corect și executate în timp util, că toate soldurile înregistrate la un moment dat în conturile dedicate operațiunilor DRS sunt certe și reale.

În România, potrivit experienței acumulate, se pot delimita 3 sisteme de control. Diferența dintre ele constă în circuitul propriu-zis dar total diferit al documentelor, în modul de implicare a centralei în monitorizarea transferurilor de sume între sediile băncii și de închidere periodică a conturilor pentru operațiuni DRS, în competențele care sunt stabilite prin regulamentele băncii sediilor partenere.

□ **Sistemul centralizat** – caracteristica sa de bază constă în aceea că Centralei băncii îi revine sarcina de a monitoriza operațiile DRS, de a constata și a rectifica, dacă este cazul operațiunile cu erori și de a realiza închiderea periodică a conturilor.

Sediilor bancare implicate le e stabilit un *mandat* de a realiza, în numele centralei, transferul de sume, fără să aibă stabilite responsabilități în domeniul exercitării controlului asupra acestui tip de operațiune bancară.

Schema după care se realizează viramentele intrabancare poate fi reprezentată grafic astfel :

Procesarea transferurilor de sume constă în următoarele:

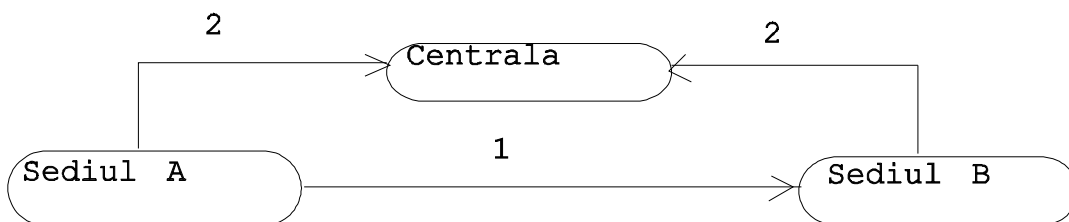


Figura 9.

1. sediul A inițiază operațiuni DRS, întocmește documente specifice DRS, îl operează într-un cont denumit generic “Central” și transmite originalul sediului bancar destinat.
 - sediul B confirmă și execută operațiunile DRS, înregistrează documente în contul propriu de evidență DRS “Central”.
2. la intervale determinate de timp sau după caz la sfârșitul perioadei de gestiune ambele sedii remit centralei băncii extrase de cont după cont “Centrală” pe care îl conduc la care anexează exemplarele documentelor DRS (jurnalul documentelor DRS emise, respectiv jurnalul documentelor DRS primite).
3. Centrala băncii procedează la un punctaj de control încercând să cupleze sumele înscrise în extrasele de cont primite; se apelează la elementele electronice. În final se obțin 2 lucrări de bază: *situația sumelor cuplate* ceea ce în esența ei reprezintă toate transferurile de sume realizate în perioada de gestiune care s-au derulat corect și s-au finalizat și *situația sumelor necuplate* care face referire la acele transferuri de sume la care există discrepanțe.

Apariția de sume necuplate obligă centrala să ia inițiativa pentru a lămurii fiecare caz în parte. Intră în corespondență cu sediile implicate, solicită informații, rectifică erorile mergând spre a dispune înregistrări contabile la sediile bancare implicate chiar dacă perioada de gestiune a expirat.

Acest tip de sistem se pretează la băncile comerciale care au o structură organizatorică mai puțin complicată, unde volumul de transferuri între sedii bancare este mai redus.

Avantajele sistemului sunt:

- centrală poate primi în mod curent informații cu privire la modul în care sunt realizate transferurile de sume între sediile băncii modul în care sediile respectă instrucțiunile de lucru, disciplina operațiunilor DRS.
- poate obține date cu privire la disfuncționalități și de a lua măsuri pentru a le înlătura și a perfecționa sistemul.
- folosește echipamente electronice performante evitându-se munca manuală și simplificându-se volumul de lucrări.

Dezavantajele sistemului sunt:

- controlul are un caracter pronunțat postoperativ, transferurile cu erori sunt identificate relativ târziu și operațiunile rectificative cu întârziere;
- necesită dotări speciale mai ales la centrală, un colectiv de lucru dedicat care de principiu prestează o muncă pasivă pentru bancă – e considerat costisitor.

- **Sistemul descentralizat** – specific îi este faptul că centrala este exclusă, ca verigă organizatorică, din derularea operațiunilor între sedii. Întreaga responsabilitate privind inițierea operațiunilor, confirmarea și efectuarea acestora, rectificarea celor cu erori, exercitarea controlului post operativ, analiza periodică și întocmirea de raportări revine în exclusivitate unităților teritoriale.

Schema după care se derulează transferul de sume este următoarea:

- 1.-sediul A – inițiază operațiunea, întocmește și operează documentul DRS, în contul propriu

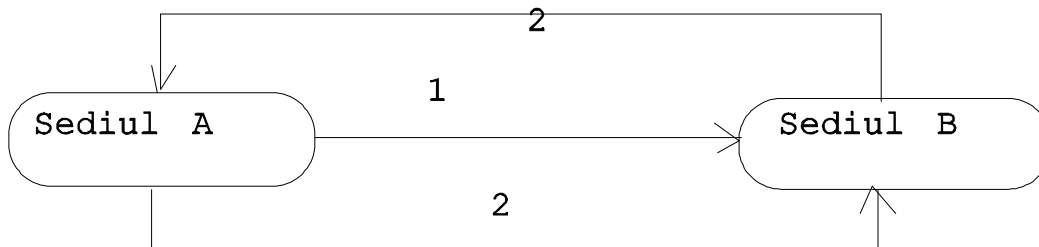


Figura 10.

“Operațiunile DRS”, dezvoltat în sintetic de gradul II în raport cu luna de inițiere a operațiunilor și apoi în analitic pe numele sediului B;

-sediul B – confirmă și execută operațiunile, operează documentele DRS, recepționate, în contul propriu “Operațiuni DRS”, dezvoltat în sintetic de gradul II, în raport cu luna de inițiere a operațiunilor și apoi în analitic pe numele sediului A partener.

2.- la intervale determinate de timp fiecare sediu bancar partener întocmește extrase după conturile analitice pe care le conduc, și -le remită reciproc și procedează în baza lor, în mod independent, la un punctaj de control între sumele înscrise în extras și documentele existente la cartotecă. Deoarece acest punctaj se realizează la intervale scurte de timp, logic e ca toate sumele să fie confirmate și finalizat normal transferul. Dacă totuși apar discrepanțe atunci sediul B este acela care trebuie să ia inițiativa și să lămurească situația creată. Intră în corespondență cu sediul A emitent, obține informațiile necesare și procedează la lichidarea operațiunilor în mod operativ. Regula este că cel mai târziu în 10 a lunii următoare sumele neclare dintre parteneri trebuie clarificate. După această fiecare sediu întocmește reporturi cu privire la mersul operațiunilor DRS din luna precedentă, se transmit în acest fel centralei ca urmare a unei analize întreprinse, date cu privire la:

- volumul și structura operațiunilor; - incidentele petrecute: - modul de rectificare a unor operațiuni cu erori; - disfuncționalitățile înregistrate ; - propuneri în privința organizării, îmbunătățirii metodologiei, perfecționarea acestor tipuri de operațiuni.

Avantaje:

- este considerat cel mai operativ sistem în derularea transferurilor de sume și în realizarea controlului sunt implicate nemijlocit sediile partenere;
- circuitele sunt simplificate, volumul de lucru relativ redus, operativitatea în eliminarea discrepanțelor ridicată;
- nu necesită dotări speciale, nu necesită personal dedicat, operațiunile putând fi realizate cu personalul existent considerând productiv de unitățile bancare ceea ce rezultă că nu e atât de costisitor.

Dezavantaje:

- centrala nu mai poate obține în mod curent informații privind mersul operațiunilor DRS în teritoriu, nu mai are imaginea respectării disciplinei, a amplorii încălcărilor de norme, al procedurii de fraude, motiv pentru care se încearcă atenuarea acestui aspect prin a primi de la unitățile teritoriale raportări și alte lucrări cu caracter extracontabil.

- **Sistemul mixt** - este o îmbinare din punct de vedere tehnic al sistemului centralizat și descentralizat. Caracteristica sa de bază e aceea că în derularea transferurilor de sume între sedii sunt implicate unități teritoriale; în monitorizarea modului de derulare a operațiunilor DRS și în închiderea periodică a conturilor e implicată centrala, ea înfăptuind un control centralizat asupra tuturor transferurilor de sume din teritoriu. În depistarea operațiunilor cu erori, în rectificarea acestora și în final în realizarea controlului post-operativ al transferului de sume sunt implicate unitățile teritoriale în calitate de sediu B. Acest control are un caracter descentralizat.

Derularea transferurilor după sistemul mixt – presupune următoarele procesări:

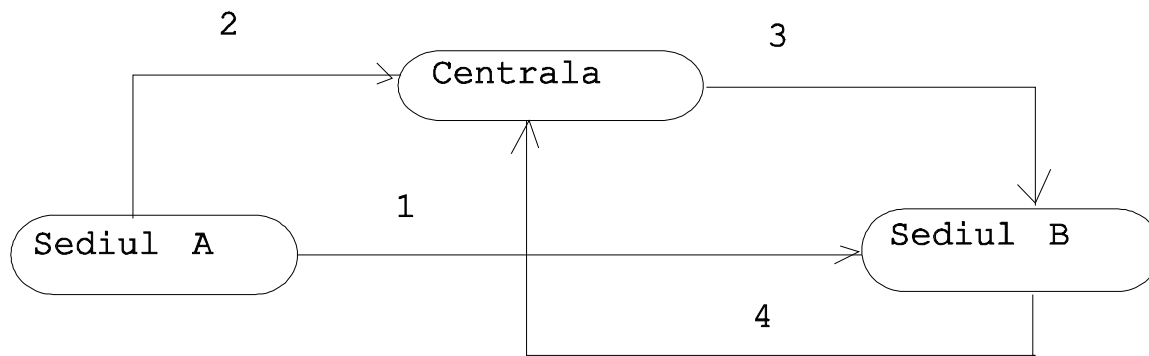


Figura 11.

- 1) -sediul A inițiază operațiunea DRS, înregistrează operațiunea DRS în contul “Operațiuni inițiate” după care originalul însoțit de documente justificative se remite sediului B. Un alt exemplar se arhivează la documentele zilei, respectiv cartoteca contului “Operațiuni inițiate”.
-sediul B confirmă și execută operațiunea DRS, operează documentul specific în contul “Operațiuni confirmate”, după care arhivează documentul DRS în original la cartoteca acestui cont servind exercitării ulterioare a controlului.
- 2) - la intervale determinate de timp (5, 10 zile) sediile A întocmesc borderouri ale documentelor DRS emise pe care le transmit centralei respectiv compartimentului de control OIS cărora se anexează câte un exemplar al documentelor emise. Un al treilea exemplar se arhivează la cartotecă.
- 3) - periodic la intervale determinate centrala din compartimentul de specialitate întocmește în baza avizelor primite de la sediul A așa numitele tabulograme de control – acestea sunt specific emise pentru sediul B în care se regăsesc pentru intervalul de timp precizat toate avizele emise din sediul A din țară pe numele sediului B. Tabulogramele se pot întocmi separat pentru avize de credit emise și separat pentru avize de debit.
- 4) - în baza tabulogramei sediului B efectuează un punctaj de control încercând să cupleze sumele înscrise în tabulogramele centralei cu documentele în original existente la cartoteca conturilor “Operațiuni confirmate”. Punctajul pentru fiecare tabulogramă în parte se încheie printr-o recapitulare aceasta cuprinzând totalul tabulogramelor, totalul sumelor punctate, totalul sumelor nepunctate. Despre felul în care s-a punctat tabulograma se informează centrala băncii. Pentru sumele nepunctate sediu B ia inițiativa, intră în corespondență cu sediul A emitente și lămuresc fiecare poziție în parte.

Avantaje:

- centrala are o privire de ansamblu asupra modului în care sunt derulate transferurile de sume în teritoriu, exercită un control permanent în privința respectării metodologiei a disciplinei decontărilor. Poate întreprinde măsuri pentru corectarea unor disfuncții;
- rectificarea erorilor are un caracter relativ operativ întrucât în realizarea lor sunt implicate sediile partenere.

Dezavantaje:

- se consideră a fi un sistem greu întrucât necesită circuite duble, un vol mai mare de muncă, conturile și documentele specifică mai multe raportări decât la sistemul centralizat și descentralizat. Acest aspect poate fi atenuat în condițiile folosirii unor sisteme informatice delicate;

- controlul are cu precădere un caracter post-operativ și un unul curent ca și cazul sistemului descentralizat; de aceea finalizarea operațiunilor DRS durează relativ mai mult în timp;
- se consideră mai sofisticat și mai costisitor pentru că necesită dotări speciale și personal dedicat.

Tehnica derulării decontărilor reciproce interbancare

Aceste transferuri de sume au loc între sedii ce țin organizatoric de sedii diferite. Caracteristica lor de bază este aceea că prin finalizarea lor se produc modificări de patrimoniu. Din acest motiv, metodologia pune accent pe respectarea principiului gestiunii finanțelor în bănci, are un caracter unitar pe ansamblul sistemului bancar și drept suport regulamental Băncii Centrale și de Emisiune.

Drept *conținut economic*, transferurile privesc:

- (a) sume dispuse de clienți în favoarea partenerilor lor cu conturi la unități bancare ce țin de bănci diferite;
- (b) decontări ale băncilor privind:
 - operațiunile de pe piața monetară (constituirea și desființarea de depozite interbancare) de tip Tomorrow Next (T/N), Open Next (O/N), 1 week (1w), 1 month (1M)
 - operațiunile de pe piața valutară interbancară (cumpărări și vânzări de valută, constituiri de depozite în valută).
- (c) decontări cu BNR privind reglarea rezervei minime obligatorii, constituirea de depozite bancare la BNR, cumpărări și răscumpărări de titluri de stat.

Acest tip de decontări între sedii presupune în mod necesar operațiunilor de compensare multilaterală a plăților interbancare. Regula impusă de practica bancară este aceea că tehnica realizată într-un cadru organizatoric distinct și cu sprijinul caselor de compensație.

În România, până în aprilie 2001 rolul de Casa de compensație a fost îndeplinit de o direcție de specialitate din cadrul Centralei BNR: “Direcția Plăți și Riscuri bancare”. După această dată s-a înființat societatea Transfond care a preluat operațiunile de decontări interbancare ce privesc piața monetară, piața valurilor interbancare și decontările cu BNR legate fiind de rezerva minimă și reglementările ce privesc prudența bancară.

A doua casă e “Societatea Națională de Compensare, Decontare, Depozitare” (SNCDD) prin care se realizează decontări interbancare rezultate din operațiuni efectuate pe piața de capital (bursă și Rasdaq). Ea s-a înființat cu sprijinul Guvernului American și are ca particularitate: băncile, pentru a fi admise ca agenții de decontare, trebuie să aibă înscrisă aceasta în statut și să obțină autorizația BNR.

Documentele operative de tip OIS sunt înlocuite cu *dispozițiile de plată centralizatoare (DÎC)* pe care băncile, în calitate de clienți ai societății Transfond, le introduc în circuitul interbancar.

Acest document e dispoziția scrisă, pe care o bancă prezentatoare o dispune unității teritoriale Transfond pentru a se efectua un anumit tip de operațiune prin contul său.

Conturile folosite sunt:

- “Conturi de disponibil la unitățile Transfond” care își începe funcțiunea zilnic cu sold zero, trebuie alimentat pentru a face față plăților și soldul înregistrat virat zilnic în contul consolidat al băncii de disponibilități, deschis în centrala Transfond;
- “Conturi de disponibil consolidat al băncii, deschis la Centrala Transfond”, care în funcție de fluxul

zilnic de disponibil, poate fi cu sold debitor sau creditor, reflectând relația dintre bancă și unitatea Transfond.

Pentru a se proceda corect astfel de viramente este necesară aplicarea unui principiu potrivit căruia la compensare, indiferent de câte unități operative are banca în județ, în numele lor se prezintă un singur

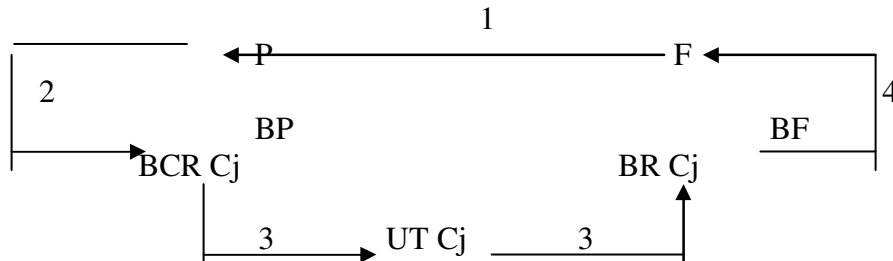
agent, numit unitate prezentatoare. Identic dse procedează în cazul unităților ce confirmă și execută operațiuni dispuse de sediul A în calitate de unități receptoare.

Circuitele se aleg de lucrătorii băncii numiți agenți de compensare, în funcție de faptul dacă în județul de inițiere și cel de destinație sediile bancare partenere au un corespondent organizatoric. Decontările interbancare sunt delimitate în 2 categorii:

- decontări locale: transferurile de sume rămân în raza aceluiași județ;
- decontări interjudețene: transferul e inițiat într-un anumit județ, dar confirmat și executat de un sediu B, cu locația în alt județ.

-

A.- Viramente intrajudețene



1. furnizorul livrează utilități, transmite plătitorului documentele prin care pretinde plata
2. plătitorul acceptă plata, inițiază viramentul, introducând la banca sa OPH-ul (ordinul de plată pe hârtie)
3. banca plătitoare în urma verificării de rigoare admite documentele în circuit, le operează în conturile analitice ale plătitorului, inițiază viramentului interbancar pe plan local, întocmind DPC la care anexează OPH în exemplarul 2 (OPH2). Dispune unității Transfond în cadrul ședinței de compensare transferul de sume în favoarea băncii furnizorului.

BCR Cj: $2511/P = CT.DISP/UT Cj \rightarrow DPC+OPH2 \rightarrow UT Cj$

UT Cj: $CT.DISP/BCR Cj = CT.DISP/BR \rightarrow EC+DPC2+OPH2$

4. banca receptoare (BAR) confirmă și execută operațiunea, transferă sumele în contul analitic al clientului său.

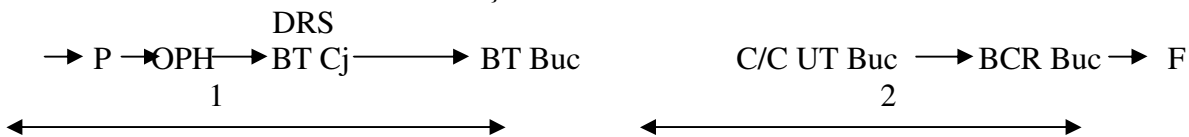
BR : $CT.DISP/UT Cj = 2511/F \rightarrow EC+OPH 2$

B.-Viramentele interjudețene

- soluțiile sunt aplicate în funcție de faptul dacă banca care inițializează sau nu un corespondent organizatoric în județul de destinație. Există 3 posibilități:

1. *banca ce inițializează are corespondent în județul de destinație*

Plătitorul dispune băncii sale (Transilvania Cluj) un transfer de sume în favoarea BCR București, Transilvania având unitate în București.



1 - viramente intrabancare: avize OIS

2 – viramente interbancare realizându-se în județul de destinație

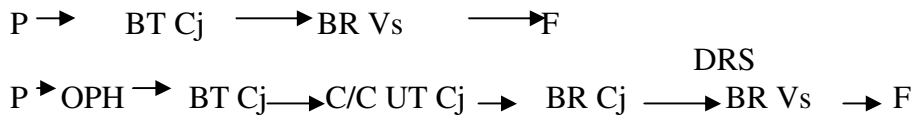
BT Cj: $2511/P = 3411/BT Buc \rightarrow AC1+OPH2 \rightarrow BT Buc$

BT Buc: $3412/BT Cj = CT.DISP/UT Buc \rightarrow DPC+OPH2 \rightarrow UT Buc$

UT Buc: $CT.DISP/BT Buc = CT.DISP/BCR Buc \rightarrow EC+DPC2+OPH2 \rightarrow BCR Buc$

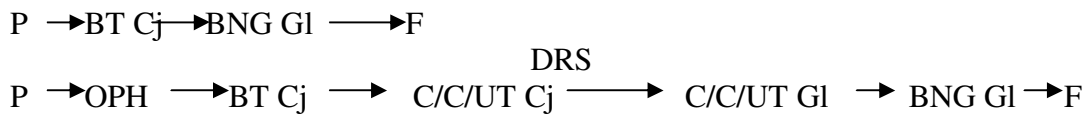
BCR Buc: $CT.DISP/UT Buc = 2511/F \rightarrow Ec+OPH2 \rightarrow F$

2. banca ce inițializează nu are corespondent organizatoric în județul de destinație, dar banca ce beneficiază de sume are corespondent organizatoric în județul de inițiere



BT Cj: 2511/P=CT.DISP/UT Cj → DPC+OPH2 → UT Cj
 UT Cj: CT.DISP/BT Cj=CT.DISP/BR Cj → EC+DPC2+OPH2 → BR Cj
 BR Cj: CT.DISP/UT Cj=341156/LC/BR V_s → C1+OPH2 → BR V_s
 BR V_s: 341159/LC/BR Cj=2511/F → EC+OPH → F

3. sediile bancare partenere nu au corespondent organizatoric în județul de inițiere, respectiv cel de confirmare



BT Cj: 2511/P=CT.DISP/UT Cj → DPC+OPH2 → UT Cj
 UT Cj: CT.DISP/BT Cj=3411/UT GI → AC1+DPC2+OPH2 → UT GI
 UT GI: 3412/UT Cj=CT.DISP/BNG GI → EC+DPC2+OPH2 → BNG GI
 BNG GI: CT.DISP/UT GI = 2511/F → EC+OPH2 → F

7.2. Tehnica plăților și încasărilor efectuate prin conturi deschise clienților

- 7.2.1. Elementele tehnice ale viramentului bancar efectuat prin contul clienților (forma de decontare, modalitate de decontare, procedeu de decontare, documente operative, conturi bancare)
- 7.2.2. Mecanismul transfer-credit
- 7.2.3. Mecanismul incasso bancar

7.3. Procedeele specifice ale viramentelor bancare efectuate prin conturi deschise clienților

- 7.3.1. Procedeele bazate pe ordinul de plată (ordin de plată operat în prealabil; convenția de plăți programate; direct debit; standing order; ordin de plată neachitat)
- 7.3.2. Procedee bazate pe incasso bancar (decontări privind tranzitul organizat și tranzitul achitat; colectări de sume reprezentând rate scadente la bunuri vândute pe credit)
- 7.3.3. Procedee bazate pe mijloacele asigurătorii de plată (viramentul privind cecul de decontare certificat; viramentul pe bază de scrisoare de garanție; viramentul privind acreditivul)

7.3.1. Procedee specifice de decontare bazate pe ordinul de plată (transfer -credit)

Termeni conceptuali.

Ordinul de plată – este dispoziția necondiționată pe care emitentul, client al unei bănci receptoare o dă acesteia pentru a pune la dispoziția unui partener al său o anumită sumă de bani. A pune la dispoziția unui B o anumită sumă de bani în baza unui OP înseamnă a plăti efectiv sau a face să se plătească această respectivă sumă de bani. O dispoziție dată băncii în acest sens e considerată ordin de plată numai dacă sunt îndeplinite concomitent următoarele cerințe:

- banca receptoare dispune de fonduri necesare pentru a-i efectua plata fie prin debitul contului emitentului, fie prin încasarea efectivă a acestuia la emitent;
- în conținutul documentului nu se prevede că plata trebuie făcută la cererea beneficiarului..

Transfer credit este asociat utilizării OP și presupune o succesiune de operațiuni care încep prin a se emite Op de plătitor, prin care societatea bancară plătitoare I se dă dispoziție de a transfera suma de bani în favoarea unui B și care se finalizează prin acceptarea documentelor de către societatea bancară destinatară.

Emitentul este persoana care emite OP în nume și pe cont propriu; plătitorul (emitentul) poate fi clientul însuși al societății bancare inițitoare sau societatea bancară inițitoare dacă exercită un mandat din partea clientului său în acest scop.

Beneficiarul sumei este persoana desemnată de plătitor prin OP să primească sume de bani. Beneficiarul poate fi: un client al societății bancare destinatară sau societate bancară destinatară dacă are un mandat în acest sens.

Noțiuni legate de procesarea OP.

Recepția OP este procedeul prin care o societate bancară în calitate de bancă receptoare recunoaște că a primit spre autentificare, acceptare și executare un OP.

Autentificare este procedeul în urma căreia societatea bancară receptoare stabilește dacă OP a fost emis de persoana indicată pe OP în calitate de emitent.

Acceptarea este procedeul prin care societatea bancară receptoare recunoaște dreptul variabil unui OP recepționat, obligându-se să execute serviciile privind transferul de fonduri bănești la termene și condiții precizate de emitent prin OP (e momentul cel mai important în activitatea ghișeului).

Executarea – operațiunea de a pune în aplicare un OP acceptat ulterior și constă în a se emite o dispoziție expresă de a opera într-un cont de destinație deschisă la aceeași bancă, de a iniția un transfer de sume între sediile aceleiași bănci (OIS sau DRS) sau de a introduce documentele la compensare.

Perioada de execuție este durata în care o plată poate fi executată; de regulă este de o zi sau cel mult 2 zile operative bancare.

Dobânda de întârziere este suma de bani ce se asociază la un moment dat sumei prevăzute de emitent în OP calculat la o rată a dobânzii comunicate public și prin metode de plată acceptate în mod uzual de bănci. Se datorează emitentului în situația în care din motive subiective se întârzie de către banca receptoare executarea OP.

Acceptul sau refuzul unui OP se poate realiza de societatea bancară receptoare în condițiile în care sunt respectate întocmai procedeele prevăzute în normele de lucru. O societate care nu acceptă un OP este obligată să comunice clientului său neexecutarea acestuia nu mai târziu de ziua bancară următoare ultimei zile a perioadei de executare. Banca receptoare este obligată să execute un OP acceptat, dar atunci când finalizarea transferului suferă întârzieri sau determină costuri excesive, banca trebuie să aducă acest fapt la cunoștința clientului emitent înainte de a se încheia perioada de execuție și să solicite instrucțiuni suplimentare.

Societatea bancară destinatară după acceptul unui OP transmis de banca receptoare, este obligat să pună la dispoziția B sumele aferente în ziua acceptării sau cel mai târziu în ziua următoare. Dacă e cazul și există un mandat în acest sens, ea trebuie să folosească sumele în concordanță cu cele precizate în OP sau într-un acord încheiat între ea și clientul beneficiar. Dacă un OP ajuns la bancă destinatară nu poate fi executat pentru că nu conține toate mențiunile obligatorii sau datele sunt insuficiente, banca destinatară îl va înștiința pe emitent dacă clientul poate fi identificat într-un interval de timp cât mai scurt.

Soluționarea unor transferuri de creanțe nesoluționate, eronate sau întârziate presupune fie returnarea sumelor, fie corecții de sume.

În cazul în care transferul creanțelor nu este soluționat din diferite motive, societatea bancară e obligată să returneze plătitorului suma pe care a primit-o în baza OP.

Dacă la restituirea sumei există pretenții de plată a unor dobânzi de întârziere aceste vor fi achitate plătitorului de societatea bancară inițiatoare dar pentru perioada cuprinsă între începutul perioadei de executare și data returnării sumei.

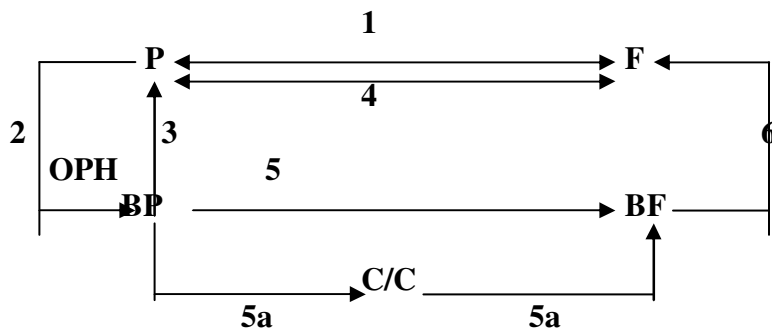
Corecțiile de sume apar în situația în care se constată diferențe între suma înscrisă în OP acceptat de bancă în vederea executării și sume efective procesate. În acest caz banca este obligată să emită un OP pentru diferență, exceptând cazul în care aceste sume se datorează deducerii spezelor bancare ce i se cuvin.

Finalizarea transferului de creanțe este necesară să se manifeste așa numita cooperare bancară. Aceasta constă în aceea că fiecare societate bancară implicată în transferul plății are obligația de a sprijini pe plătitor sau pe orice societate bancară anterioară inițiind și dreptul de a cere sprijin unei bănci receptoare ulterior în vederea completării tuturor procedurilor bancare pe care le presupune transferul de sume. În momentul în care transferul creanței e finalizat societatea bancară destinatară dovedește obligația față de clientul său B pentru suma înscrisă pe OP acceptat.

Procedeele specifice privind viramentele bazate pe OP sunt următoarele:

1. *Ordin de plată operat în prealabil - OPP*
2. *Convenție de plăți programate - CPP*
3. *Direct debit - DD*
4. *Standing order - SO*
5. *Ordin de plată neachitat – OPN*

1. **OPP** este o variantă de stingere a obligațiilor pe care un debitor o are față de partenerul său în situația în care la recepția mărfurilor e nevoie de a se prezenta dovada că mijloacele bănești necesare efectuării plății sunt în circuitul bancar.



1) Plătitorul solicită furnizorului în baza comenzii sau a unui contract încheiat în acest sens livrarea utilităților, iar furnizorul la rândul său îi pretinde acestuia prezentarea OPP, îi furnizează datele necesare pentru stabilirea sumei de plată.

1) Plătitorul emite OP, îl prezintă băncii sale, solicitând totodată restituirea unui exemplar cu certificarea din partea băncii că OP a fost executat.

2) Banca plătitoare acceptă OP, îl execută, confirmă sub semnătură și aplicarea sigiliului că OP a fost executat, înmânează exemplarul în cauză clientului său plătitor.

3) Plătitorul prezintă OP operate în prealabil furnizorului, făcând dovada că mijloacele bănești sunt în expediție; furnizorul îi pune la dispoziția utilizatorului comandate.

4) Banca plătitorului execută OP, operându-l în contul analitic al clientului său și inițiază după caz transferul de sume, procedând la DRS sau la compensare interbancară.

OP necompensabil:

DRS BP: 2511/P = 3411/LC/BF → AC1+OPH2 → BF

OP compensabil:

BP: 2511/P = CT.DISP/UT → DRC+OPH2 → UT

5) Banca furnizorului finalizează transferul creanțelor, acceptă OP, înregistrează sumele în contul clientului său.

BF: 3412/LC/BP = 2511/F → EC+OPH2

CT.DISP/UT = 2511/F → EC+OPH2.

Avantajele acestui procedeu sunt:

- presupune operativitate deosebită, circuitele extrem de simplificate;
- costuri de procesare reduse;
- accelerarea vitezei de rotație a banilor prin conturi bancare;
- se poate promova certitudinea, credibilitatea între parteneri.

Dezavantajul este posibil generat de reaua credință a furnizorului, care ulterior solicitării OPP refuză să exercite obligația. În această situație ligigiile se rezolvă între parteneri fără implicarea băncii, pe cale amiabilă prin arbitraj sau instanțe judecătorești.

Procedeul se recomandă a se utiliza în cazul în care:

- partenerii derulează afaceri întâmplătoare;
- furnizorul are îndoieli în privința credibilității sau a situației financiare a partenerului său;
- au deosebire, atunci când partenerii au acces la căile de comunicare și derulează afaceri foarte rapid.

2. CPP – se recomandă a se utiliza în situația în care afacerile au caracter permanent, se derulează pe plan local și se referă la livrări de mărfuri, executate de lucrătorii sau prestatorii de servicii a căror partizi sunt relativ egali. Cu precădere se pot folosi în cazul transferurilor ce privesc livrarea produselor de consum imediat (energie electrică, termică, gaze, produse alimentare, legume și fructe), dar și în cazul prestărilor de servicii cu caracter permanent (coletărie, taximetrie, difuzarea presei și filmelor).

Procedeul presupune încheierea unei convenții de plăți programate între cei 2 parteneri, având ca suport un contract. În convenție se menționează valoarea totală a transferului (contractului), perioada de valabilitate a convenției, sumele fixe ce se achită de plătitori și periodicitatea, perioadă la care se facturează livrările și se realizează regularizarea. Alte condiții exprese ce trebuie îndeplinite pentru a se stinge obligația bănească; convenția intră în vigoare numai cu avizul băncii plătitorului. Ulterior orice modificare sau încetarea ei fiind obligatoriu a se obține acordul băncii.

SC "V 33" → Sanex Cluj - amândouă au conturi la BCR Cluj.

-convin să folosească plăți programate pentru onorarea obligațiilor bănești. Semidecade 100.000.000 – plătește "V 33"

-decade – f;

-regularizarea cu 2 zile întârziere de la expirarea decadei;

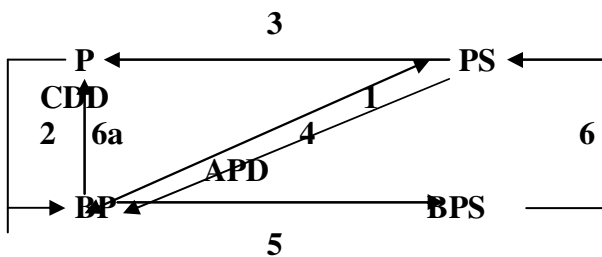
f I - 230.000.000
 f II - 190.000.000
 f III - 200.000.000

- în ziua de 5 a lunii
 $V\ 33 \rightarrow OPH - 100\text{mil} \rightarrow BCR\ Cj\ 2511/V\ 33 = 2511/Sanex \rightarrow EC+OPH$
- în ziua de 10 a lunii $V33 \rightarrow OPH - 100\text{ mil.}$
 $2511/V\ 33 = 2511/Sanex \rightarrow EC+OPH$
- s-a încheiat o decadă;
- se facturează 230 mil., fiecare partener, independent realizează un punctaj între utilizările obținute și sumele aferente; partea debitoare e obligată să ia inițiativa și să stingă debitul cel târziu la sfârșitul perioadei de regularizare.
 $f\ 230 \longleftrightarrow 200\text{ mil.}$
 - ziua 12 a lunii $V\ 33 \rightarrow OPH\ 30\text{mil.} \rightarrow BCR\ 2511/V\ 33=2511/Sanex$
 - ziua 15 a lunii $V\ 33 \rightarrow OPH\ 100\text{mil} \rightarrow BCR\ 2511/V33=2511/Sanex$
 - ziua 20 a lunii $V33 \rightarrow OPH\ 100\text{mil} \rightarrow BCR\ 2511/V33=2511/Sanex$
- s-a încheiat a 2-a decadă
 $f\ 190\text{ mil.} \longleftrightarrow 200\text{ mil.} \rightarrow Sanex\ debitor\ 10\text{ mil.}$
 - ziua 22 a lunii $Sanex \rightarrow OPH\ 10\text{mil} \rightarrow BCR\ Cj\ 2511/Sanex=2511/V33$
 - ziua 25 a lunii $V33 \rightarrow OPH\ 100\text{mil} \rightarrow BCR\ Cj\ 2511/V33=2511/Sanex$
 - ziua 30 a lunii $V33 \rightarrow OPH\ 100\text{mil} \rightarrow BCR\ Cj\ 2511/V33=2511/Sanex$
- s-a încheiat a 3-a decadă
 $f\ 200\text{ mil} \longleftrightarrow 200\text{ mil} \rightarrow 0$

Avantaje: - se tinde spre o coincidență între momentul livrării și momentul onorării plății; - se realizează operativitate maximă posibilă privind încasarea drepturilor de către furnizor; - accelerare a vitezei transferului de sume prin conturi cu consecințele în privința diminuării fondurilor necesare finanțării activităților și a costurilor aferente; furnizorul își reîntregește capitalul circulant sistematic, fără a apela la creanțe bancare suplimentare nu la practicarea creanțelor comerciale ale cărui costuri sunt mult mai ridicate.

Singurul dezavantaj este că banca acceptă să facă această operațiune având un cost relativ ridicat de procesare.

3. DD este un procedeu bazat pe OP, care presupune existența unui acord între bancă și clienții săi plătitori de a accepta și a efectua plăți în numele clientului la scadență în baza mandatului încredințat și a instrucțiunilor de plată anume date în acest scop.



PS – prestator de servicii
APD-aviz de prelevare directă

- 1) se încheie un acord între furnizor și banca plătitoare în urma căruia se convine mandatul dat banca plătitorului de a efectua plăți în regim de DD; se stabilește procedurile și termenele în baza cărora furnizorul de servicii comunică băncii pretențiile la plată și modul de onorare a acestuia.
- 2) Banca plătitoare încheie cu fiecare client plătitor controale individuate de DD în baza cărora banca plătitoare primește mandatul din partea clienților săi de a accepta și onora la plată sumele de PS; se prevede obligația fiecărui client plătitor de a asigura la scadență existența sumelor necesare onorării plății. În caz contrar banca nu va răspunde de consecințele clienților.
- 3) PS livrează utilitățile consumatorilor finali. La termenul specificat în contract remite acestuia factură individuală cu valoarea prestației.
- 4) PS remite băncii plătitorului APD; acesta nu este un document de plată, ci este o comunicare făcută băncii prin care i se aduce la cunoștință acestuia sumele parțiale, respectiv suma totală de plată pentru clienții săi plătitori, consumatori finali ai utilităților care au convenit pentru plătitori în regim de DD.
- 5) Banca plătitoare efectuează un punctaj între datele înscrise în APD cu plătitorii cu care are încheiate contracte de DD, verifică existența disponibilului necesar efectuării plăților, emite OP individual, le operează în conturile analitice ale clienților plătitori, transferă sumele în favoarea prestorului de servicii.

Obs!!! APD în cazul existenței unor discrepanțe este rectificată sub semnătură și aplicarea stampilei bancii și remis PS anexă la documentele de plată.

$$2511/P = 3411/LC/BPS \longrightarrow AC1+APD2+OPH2$$

- 6) BPS confirmă operațiunea

$$3411/LC/BP = 2511/PS \longrightarrow EC+AP+OPH2$$

6a) BP pune la dispoziția clienților săi EC și exemplare din OP prin care face dovada ca i-a onorat la timp obligația de plată.

Acest procedeu se recomandă în situația în care obligațiile de plată au scadență fixă, dar suma pretinsă la plată variază.

4. **SO** – este asemănător ca mecanism cu DD, dar se aplică în situația în care termenul de plată este fix și suma de plată este fixă. Spre exemplu: abonamente, chirii, prime pentru polițe de asigurare, contribuții la fondurile private mutuale sau de pensii, alte sume fixe sau pensii alimentare, sume reprezentând întreținerea unor persoane, imputații.



- 1) se încheie contract între client plătitor și societatea de asigurări, stabilind termenul de plată și suma fixă de plată.
- 2) Se încheie contract tip SO între client și banca sa, prin care acesta i se dă mandatul de a onora sistematic la plată la termene fixe obligația asumată.
- 3) BP, la scadență, onorează suma de plată, întocmind un OPH, inițiind după caz transfer de sume prin decontare între sedii sau prin compensare în favoarea societății de asigurare-reasigurare.

$$BP: 2511/P = 3411/LC/BBS \longrightarrow AC1+OPH2$$

4) Confirmarea:

BBS: 3412/LC/BP = 2511/SAR → EC+OPH2

4a) clientului plătitor banca sa îi remite EC la care îi anexează OPH2 ca document justificativ, făcându-I dovada că și-a îndeplinit mandatul.

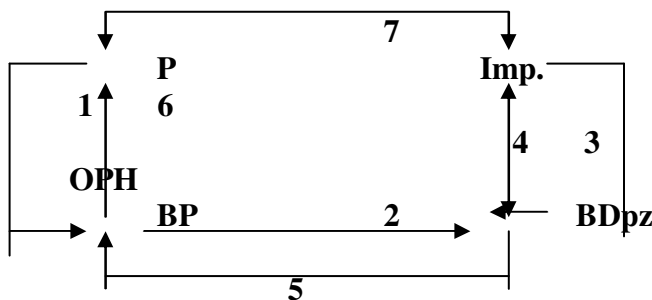
5.-OPN – este un procedeu care se recomandă în situația în care un client plătitor, dar să pună la dispoziția unui mandatar al său o sumă de bani pe o perioadă determinată de timp sub forma unui depozit bancar din care să efectueze plăți cu destinație specificată potrivit instrucțiunilor, anume date în acest scop. Se poate utiliza în cazul agenților economici, care au rază de activitate zonală (ex: exploatarea miniere, forestiere, colectarea legumelor și fructelor, inclusiv celor de pădure), în situația organizării de standuri în târguri, expoziții.

Acest procedeu presupune un mandat încredințat băncii de depozit de a elibera împuternicitului sumele cu respectarea destinației și a tuturor instrucțiunilor de plată.

Sunt necesare 3 etape de bază și anume:

- constituirea depozitului;
- utilizarea sumei din depozit;
- închiderea depozitului (transferul sumelor rămase neutilizate în contul de proveniență)

Schema de derulare a transferurilor bănești este următoarea



- 1) plătitorul dispune băncii sale printr-un OPH eliberarea sumei sub forma OPH, stabilind totodată și banca depozitului (BDpz); anexe la acest ordin: instrucțiuni de plată, precizând valoarea totală a OPH, modalități de utilizare a sumelor, destinația sumelor, perioada de valabilitate, alte condiții privind utilizarea sumelor, elementelor de identificare ale împuternicitului.
- 2) BP analizează oportunitatea utilizării de către client a sumei sub forma de OPH, acceptă și execută documente transferând sumele în favoarea BDpz.

BP: 2511/P = 3411/LC/BDpz → AC1+OPH2+alte documente privind instrucțiunile

BDpz

- 3) BDpz: 3412/LC/BP = 2530/OPH/Imp. păstrând aceeași sumă în așteptare; aduce la cunoștință Imp. faptul că s-a constituit depozitul și instrucțiuni de utilizare

- 4) – a). *eliberări de numerar* solicitate de împuternicit, sub forma avansului de decontare

OPI → caserie 2530/OPN = 1010 casa

- b). împuternicitul dispune plăți pe bază de OPH fie pe plan local sau nelocal în favoarea unor prestatori de servicii

OPH – necompensabile

2530/OPH = %

- compensabile

2511/F

3411/LC/BF

CT.DISP/UT

- c). împuternicitul solicită *cecuri certificate* pentru a putea achita diverși furnizori. Lucrătorul de bancă printr-o NC preia numele și le transpune în cont “Carnet cec certificate” pe numele împuternicitului.

NC: 2530/OPH = 2533/CCC/Imp. → eliberarea cecului

Cecul se înscriează într-un borderou (cecul e reținut, borderoul e remis)

2533/CC/Imp. = %

2511/F

3411/LC/BF → onorarea cecului

CT.DISP/UT

5) închiderea - la epuizarea plăților, la expirarea perioadei de valabilitate BDpz închide conturile și transferă eventualele sume rămase neutilizate în conturile de proveniență. Se procedează astfel:

NC: se închide contul “cecuri certificate”, se retrag, se anulează toate filele neutilizate

2533/CCC = 2530/OPH

- în final se stabilește soldul stocului de bază (SC1)

NC: 2530/OPH = 3411/LC/BP → AC1+documentele ce privesc gestiunea contului de depozit

6) BP: 3411/LC/BDpz=2511/P → EC+docum.ce privesc gest.ct.de depozit

7) confruntare între Împ. și P privind modul în care a gestionat depozitul.

Avantaje:

- nu se manevrează NR

- operațiunile se fac prin conturi bancare fără costuri suplimentare excesive, sub monitorizarea băncii mandatate, ceea ce presupune respectarea instrucțiunilor de plată, a disciplinei financiare și de decontare

- presupune certitudine, siguranță între bancă și clientul său plătitor, că sumele sunt procesate corect și la timp.

7.3.2.- Procedee specifice de decontare bazate pe incasso

Deși sunt mai puțin utilizate, aceste tipuri de procedee sunt menite să asigure compatibilitatea între natura tranzacțiilor realizată de clienți și criteriile de eficiență privind transferul de sume prin conturi bancare. În practică au existat variante care pentru moment nu se mai aplică. De pildă tehnica bazată pe așa numita dispoziție de încasare simplă (variante de incasso prin care creditorul, având un temei legal dispunea băncii încasarea creanțelor ce i se cuvin de la un debitor). Există 2 posibilități:

- dispoziția de încasare simplă (se supune avizării creditorului) – e folosită atunci când există un acord între parteneri, sumele se încadrează într-un plafon admis;

- dispoziția de încasare simplă (nesupusă avizării) – e folosită în situația în care bazându-se pe o prevedere expresă din lege sau având ca temei o hotărâre judecătorească, creditorul introduce dispoziția la banca creditoare și acesta o va onora automat, fără a mai fi supusă avizării.

In prezent, cele mai utilizate formule sunt:

▪ *viramentele privind tranzitul* practicat în 2 variante: -tranzit organizat și tranzit achitat

▪ *colectarea sumelor reprezentând rate scadente* la mărfurile vândute pe credite

Tranzitul se referă la tranzacții, care presupune intervenția unui intermediar, spre exemplu en-grosistul, care în baza unui comision asigură unui beneficiar final o sursă de aprovizionare.

7.3.3. Tehnica viramentelor pe baza mijloacelor asiguratorii de plată

Specific acestui tip de viramente este faptul că se solicită de către furnizori prezentarea dovezii existenței mijloacelor bănești necesare onorării plății. Acestea pot fi:

- un depozit constituit cu anticipație pe o perioadă determinată de timp căruia i se asigură o destinație specială *acreditiv*; - un instrument prin care se ordonă plata, vezi *CEC-ul, biletul la ordin, cambia*; - *scrisoare de garanție bancară*, prin care banca se obligă să onoreze documentele de plată din dredite dacă la scadență, clientul său plătitor nu are altă posibilitate de plată.

Specific acestui tip de virament este utilizarea așa numitelor *instrumente de debit* (Cec de decontare, Bilet la ordin, Cambie).

Definiție: Conform practicii *instrumentul de plată de debit* este considerat document de plată care circulă de la unitatea bancară a beneficiarului sumei către unitatea bancară a plătitorului și are ca efect debitarea contului analitic a plătitorului și creditarea contului beneficiarului. Instrumentele de plată de debit pot fi compensabile sau necompensabile.

Pentru a se respecta termenii obligatorii de efectuat a decontărilor, a simplifica procedeele de control și lucrările de evidență privind instrumentele de plată de debit aflate în circuitul bancar, băncile și-au creat un subsistem de decontare care prezintă, de regulă, unele caracteristici personalizate în funcție de modul specific de organizare a băncii. Cel mai adesea acest subsistem are ca suport informațional aplicații care pe lângă procesarea propriu-zisă au și elemente de supervizare.

Regula este ca instrumentele de plată de debit pe parcursul poștal să fie însoțite de o scrisoare de remitere. Informația permite a se edita automat în 2 exemplare. Există 2 tipuri de scrisori de remitere:

- pentru instrumente remise unității bancare destinate;
- pentru instrumente refuzate la plată de unitățile de destinație, inclusiv în ședințele de compensare.

Destinația: -un exemplar+2 exemplare ale borderoului de încasare și instrumente de debit în original se transmit prin circuit poștal unității bancare destinate;- un exemplar + un exemplar ale borderoului de încasare se anexează la documentele zilei, la unitatea bancară ce inițiază viramentul.

Borderoul de încasare este documentul în baza cărora instrumentele de plată de debit sunt primite spre încasare de către unitățile bancare; el se întocmește de clientul beneficiar al sumei în 4 exemplare, având următorul conținut informațional obligatoriu:

- denumirea beneficiarului sumei;-contul său;
- unitatea bancară care îl gestionează;
- număr și seria instrumentului de plată de debit;
- suma de plată;
- denumirea plătitorului, contul său și banca care îl gestionează.

Mai conține spații:

- pentru semnătura autorizată și sigiliul emitentului (beneficiarului);
- pentru data primirii borderoului de încasare la unitatea bancară ce inițiază viramentul (se completează de lucrătorul bancar în momentul recepției instrumentului de plată de debit, semnătura și stampila de confirmare);
- pentru data remiterii instrumentelor de plată de debit de unitatea bancară prezentatoare către unitatea bancară primitoare în cadrul ședinței de verificare a validității instrumentelor de plată de debit.

Destinațiile borderourilor de încasare:

- 1 exemplar se păstrează de emitentul sumei
- 1 exemplar este păstrat de unitatea bancară ce inițiază viramentul;
- 2 exemplare se transmit anexe la scrisoarea de remitere unității bancare destinate, din care una se va anexa la EC al plătitorului, iar un alt exemplar, confirmat, se returnează unității bancare inițitoare urmând a se anexa la EC al clientului beneficiarului sumei, ca act de creditare.

Acest lucru este în sistemul interbancar, cele 2 exemplare se transmit unității bancare destinate, din care un exemplar se va restitui unității bancare inițitoare după compensare pentru a fi anexat ca act

de credit la EC al clientului beneficiar al sumelor, iar un alt exemplar este remis societății bancare receptoare în cadrul ședinței de verificare.

Instrumentul de plată de debit pot face obiectul refuzului de plată. Existența refuzului parțial atunci când suma înscrisă pentru instrumente nu poate fi onorată la scadență în totalitatea sa sau refuz de plată integral. Oricum în cazul plății refuzului, obligatoriu de procedează la declararea incidentelor de plăți la CIP. Motivele de refuz la plată se invocă într-un formular tipizat de justificare a refuzului, care se întocmește în 2 exemplare:

-1 exemplar se remite unității bancare care a inițiat documentul însoțit de instrumentul de debit refuzat parțial în original pe verso-ul căruia se înscrie suma acceptată la plată în cifre și litere confirmate prin semnătura lucrătorului bancar;

-exemplarul 2 se păstrează de unitatea bancară destinatară care a invocat refuzul.

Administratorul de cont, care confirmă operațiunea, va înscrie suma acceptată la plată pe cele 2 exemplare ale borderoului de încasare în cifre și litere sub semnătura și aplicarea ștampilei sale.

La plata parțială se editează note contabile cu explicațiile corespunzătoare, ea arhivându-se la dosarul zilei + o copie a instrumentelor de plată de debit (IPD).

În cazul unui refuz total se completează formularul de refuz, iar pe IPD și pe borderou se va face mențiunea refuzat care se va confrunta prin semnătura și aplicarea ștampilei.

- ***Tehnica viramentelor pe bază de cec de decontare***

Cecul este *dispoziția* dată de un client plătitor băncii sale pentru a pune la dispoziția unui beneficiar cu suma înscrisă în document în momentul precizării sale.

Cecul reprezintă dovada pe care plătitorul o face în fața partenerului său că sumele sale necesare onorării plății sunt asigurate.

Ca *instrument de plată* este utilizat de titularii de conturi bancare care dețin disponibilități bănești acoperitoare în aceste conturi. Instrumentul este pus în circulație de către trăgător, care în baza unui depozit constituit în prealabil la o societate bancară dă un ordin necondiționat acvesteia, care aflată în poziție de tras, va trebui să plătească la prezentare suma precizată în document unei terțe persoane sau însuși trăgătorului emitent. Trăgătorul poate emite un CEC numai în condițiile existenței prealabile la bancă a fondurilor bănești disponibile și care să-i facă posibilă trasului efectuarea transferului de sume. Suportul financiar poate proveni dintr-un depozit bancar, din încasarea unor sume în momentul emiterii sau din credite, fie el în derulare, fie un nou credit ce urmează a se angaja. Emit un cec de client, fără ca acesta să dispună de fondurile necesare în conturile bancare, atrage sancțiuni civile și penale. Acest fapt nu duce la nulitatea cec-ului, el putând fi onorat la scadență, dacă intervalul de timp dintre emiterie și prezentarea la încasare trăgătorul procură trasului fondurile necesare pentru acoperirea acestui CEC.

În context în care în economie există incertitudine, există lipsa de încredere între parteneri, este de preferat a se recurge la utilizarea CEC-ului certificat, în acest fel banca trasă exercitându-și rolul de arbitru și insistând pentru corectitudine, disciplină în decontări.

Avantajele cecurilor certificate: furnizorul are certitudinea că-și va încasa sumele ce i se cuvin în situația în care își va onora integral obligațiile contractuale.

Dejavantajele cecurilor certificate: tehnica lui presupune în mod obligatoriu o imobilizare de disponibilități bănești sub forma unui depozit constituit cu anticipație pe o perioadă de timp nedeterminată și căruia să i se asigure destinație specială; această diminuare în privința gestionării trezoreriei influențează negativ vitezei de rotație a banilor, obligă la o sporire a aspectelor de natură administrativă ce țin de gestionarea acestor dopozite și de realizarea lucrărilor de contabilitate.

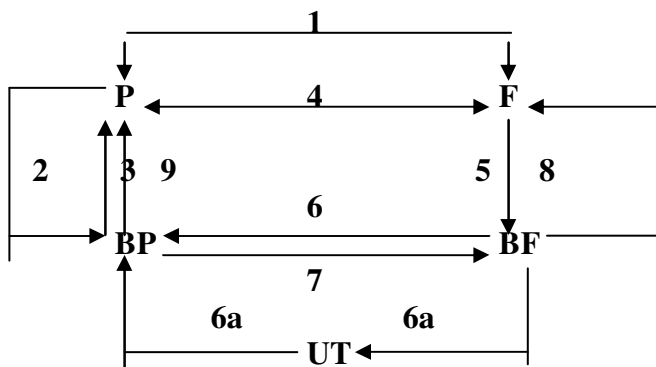
Sarcina băncii în cazul solicitării clientului de a utiliza cecul certificat e aceea de a constitui la cerere depozitul, de a-l administra cu rigurozitate, de a onora pe baza lui fiecare obligație în parte, de a diminua orice aspecte negative ce ar putea recurge din folosirea necorespunzătoare de clienți a acestor instrumente de decontare.

Specificul cecului certificativ: clientul plătitor trăgător nu mai poate retrage din contul său suma destinată plății cecului înainte de expirarea termenului de prezentare al acestuia.

Banca prin certificarea cecului nu se obligă direct dar are obligația ca în cazul de neplată să despăgubească pe beneficiar dacă acesta a suferit o daună din acest motiv.

Obligațiile băncii emitente (destinatare) constau în aceea că la primirea cecului în original însoțit de cele 2 exemplare ale borderoului de încasat trebuie să procedeze la identificarea instrumentelor de plată în cauză din baza sa de date și să efectueze operațiuni de autentificare pentru a dobândi certitudinea că cecul este valid și poate fi onorat. Unitatea bancară a beneficiarului de sumă e obligată să susțină clientul în încasarea sumelor ce i se cuvin, să verifice corecta întocmire a borderoului de încasare, să solicite sprijinul unităților bancare corespondente, pentru a genera transferul de sume.

Nota - simbolurile conturilor folosite în explicațiile ce urmează sunt: 2533/Acreditiv deschise; 2533/SG (scrisori de garanție); 2533/CC (cecuri certificate); 2533/OPH; 2533/DGG (depozite garanții gestionari); 2533/ADC (alte depozite colaterale)



- 1) se încheie contractul între cei 2 parteneri care convin să onoreze cecul de decontare certificare;
- 2) plătitorul solicită în scrisoarea băncii sale eliberarea unui carnet cu file cec certificate, depune OPH prin care separă sumele aferente într-un cont de depozit;
- 3) BP verifică oportunitatea eliberării carnetul cec cu file certificate de către clientul său, verifică existența sumelor aferente, constituie depozitul colateral, înregistrând după caz:

- 2511/P = 2533/CC/P (dacă sursa e disponibilul plătitorului)

- 2011/P = 2533/CC/P (dacă sursa este creditul)

Carnetul cu file cec certificate confirmate prin semnături și ștampile se pune la dispoziția plătitorului.

- 4) Furnizorul realizează prestația și primește din partea partenerului său fila cec a cărui valoare este egală cu cea a prestației efective.
- 5) Furnizorul prezintă cecul spre încasare, întocmește borderou de încasare în 4 exemplare, îl depune băncii sale, dispunând încasarea la scadența a cecului; un exemplar al borderoului confirmat de bancă pentru primire se restituie furnizorului, un alt exemplar se arhivează la dosarul zilei, iar 2 exemplare + fila cec în original sunt anexate scrisori de remitere, prin care documentele se transmit

băncii destinate. Dacă cecul este compensabil, banca îl va prezenta în ședința de compensare delegatului unității receptoare, urmând a fi confirmat.

- 6) Remiterea documentelor BP (trasului) → viramentele intrabancare;
 6a) viramentele interbancare
- 7) BP identifică cecul, realizează operațiunea de autentificare, îl onorează la plată, se completează borderoul de încasare în rubrica corespunzătoare, ca fiind achitat sau în care există motive de refuz se întocmește formular de refuz la plată

BP: 2533/CC = 3411/LC/BF → AC1+BÎ2+(SRp) BF

7a BP: 2533/CC = CT.DISP/UT → DPC+BÎ2+(SRp) BF

8) 3412/LC/BP = 2511/F → EC+BÎ2

CT.DISP/UT = 2511/F → EC+BÎ2

În situația în care se solicită la file cec certificate și existența disponibilului neutilizat, banca va onora solicitarea clientului său retrăgând filele neutilizate, anulate; depozitul pentru sumele rămase neutilizate de desființează.

NC: 2533/CC = 2511/P

2533/CC = 2011/P

- 9) clientului plătitor i se emite un EC și borderou de încasare pentru suma plătită.

CAPITOLUL 8. PIAȚA FINANCIARĂ – CONCEPT, EVOLUȚIE, STRUCTURĂ

8.1. Delimitări conceptuale

Se cunoaște faptul că progresul societății umane nu ar fi posibil fără imboldul permanent pe care-l constituie dezbaterea și confruntările de idei între cei angrenați în diversele ramuri ale științei. Nici domeniul finanțelor nu face excepție de la această regulă generală. Cuvinte precum: bursă, piață financiară, piață de capital desemnează deseori același lucru, fiind socotite uneori sinonime. Acest fapt se datorează accepțiunilor diferite pe care specialiștii în finanțe le au cu privire la conținutul și semnificația termenilor enumerați. Pentru a nu nedreptății pe nimeni, vom încerca în continuare să trecem succint în revistă raporturile dintre piața capitalurilor și piețele financiare, așa cum au fost ele gândite de către teoreticieni aparținând unor curente de opinie diferite.

Intr-o primă accepțiune, se consideră că transferul de la cei care dețin disponibilități financiare la cei care au nevoie de finanțare, se realizează prin intermediul pieței de capitaluri. Cu alte cuvinte, piața de capital există datorită nevoii obiective ca economiile disponibile la nivelul societății să fie valorificate. Astfel, piața de capital poate fi definită ca “locul de întâlnire al cererii cu oferta de capital...Modul diferit de realizare al acesteia a determinat existența în structura pieței de capital a două mari segmente: piața creditului și piața financiară”⁷

Piața creditului, cunoscută și sub denumirea de piața monetară, reprezintă un “cadru organizatoric necesar în care au loc relațiile dintre bănci și diferite subiecte economice. Din punct de vedere al participanților la relațiile de credit, ea cuprinde piața monetară, văzută ca și cadrul organizatoric în care se desfășoară zilnic raporturile dintre bănci, precum și piața creditului pe termen scurt, piața creditului pe termen mijlociu, piața creditului pe termen lung și piața eurodevizelor.”⁸

⁷ Vezi Elena și Anton Drăgoescu, *Piețe financiare primare și secundare și operațiuni de bursă*.

⁸ Vezi Teodor Roșca, *Monedă și credit*.

Specific acestei piețe este faptul că sunt atrase resursele bănești temporar libere în economie, care sunt folosite pentru acordarea de împrumuturi celor cu nevoi temporare de capital. Cererea și oferta de capital nu se întâlnesc direct, ele sunt realizate prin intermediari financiari. Banca asigură depersonalizarea resurselor atrase, administrându-le global și conform propriilor interese, posesorul de capital disponibil și cel care apelează la finanțare, neintrând în contact, partenerul lor fiind instituția bancară.

Piața financiară reprezintă mecanismul prin care activele financiare nebancale și parțial, cele bancare, sunt emise și introdu-se în circuitul economic, facilitând vânzarea și cumpărarea acestora. Ea asigură întâlnirea directă a investitorilor, deținători de capitaluri excedentare, cu cei care caută fonduri, utilizatorii de capital. Aceștia din urmă emit titluri de creanță proprii, negociabile, care sunt cumpărate de către deținătorii de capital.

Criteriul care determină delimitarea pieței creditului de piața financiară este reprezentat de termenul pentru care se procură capitalul, care decide de fapt și modalitatea de obținere a capitalurilor. "Piața creditului sau monetară era socotită piața de capital pe termen scurt, iar piața financiară era apreciată drept piața de capital pe termen lung."⁹ Astfel, piața capitalurilor cuprinde: capitalul de împrumut (capitalul bănesc pe care bancherii îl împrumută pe timp determinat, în schimbul rambursării lui cu dobândă) și capitalul fictiv (capitalul care constituie un titlu de proprietate asupra unui capital real, dând dreptul asupra unui venit; el apare sub forma diferitelor hârtii de valoare, ca: acțiuni, obligațiuni, cambii etc.).¹⁰

Dacă ne raportăm la instituțiile financiare care negociază procurarea de capital, de către cei care au nevoie de el, piața de capital cuprinde: bursele de valori, băncile comerciale, băncile de investiții, băncile ipotecare, societățile de asigurare, fondurile de investiții, fondurile de pensii etc.

Trebuie remarcat faptul că între piața financiară și cea monetară, granițele au devenit difuze, ca urmare a faptului că unele instrumente monetare moderne se apropie din ce în ce mai mult de categoria valorilor mobiliare. Definierea acestora din urmă nu are nici în prezent un caracter riguros sau definitiv.

În practică, valorile sunt desemnate de o manieră enumerativă, care diferă de la o țară la alta și care, de regulă, cuprinde: "împrumuturile de stat, împrumuturile obligatate ale societăților publice sau private și creanțele asupra capitalurilor unor firme (deci, obligațiunile și rentele de stat cât și acțiunile)".¹¹

Intr-o altă concepție, piața financiară reprezintă sistemul în care activele financiare sunt emise și introduse în circuitul economic. Ea cuprinde piața banilor (money market), care tranzacționează datorii de până la un an, și piața de capital, care tranzacționează datorii cu scadență mai mare de un an. Piața de capital se divide în piața acțiunilor (equity market) și piața obligațiunilor (bond market). Diferențierea dintre acestea se face după gradul lor de risc și după gradul de profitabilitate. Regula generală este următoarea: cu cât mai mare este riscul, cu atât mai mare poate fi profitul. Astfel:

9.1. Bun financiar	Risc pentru investitor	Risc pentru firmă	Profit pentru investitor	Profit pentru firmă
<i>Obligațiuni</i>	Mic	Mare	Mic	Mic
<i>Acțiuni</i>	Mare	Mic	Mare	Mare

⁹ Vezi Elena și Anton Drăgoescu, *Op.cit.*

¹⁰ vezi N. Murgu, C. Lazăr, M. Isărescu, *In zgomotul bursei.*

¹¹ Vezi G. Ciobanu, *Bursele de valori și tranzacțiile la bursă.*

Ansamblul economiei se caracterizează prin resurse reale limitate; zonal, acestea se pot afla în exces sau deficit. În consecință, comportamentul economiei este unul specific pentru gestionarea unor resurse limitate. Resursele financiare au o distribuție neomogenă, ale cărei efecte negative pot fi evitate prin participarea lor la piața financiară, care realizează totodată condițiile necesare pentru utilizarea lor eficientă și redistribuirea disponibilităților, prin jocul cererii și al ofertei, către zonele cu deficit și cu potențial de utilizare eficientă a acestora.

Cu alte cuvinte, piața financiară ar cuprinde atât piața monetară, cât și cea a capitalurilor, deoarece ea se suprapune economiei financiare (simbolice), care ar fi reprezentată de totalitatea proceselor de tip informațional privind mișcarea banilor și a hârtiilor de valoare.¹² Bineînțeles că această teorie utilizează noțiunea de piață a capitalurilor în sens restrâns, făcând abstracție de capitalul productiv sau de cel comercial. Sfera sa de cuprindere se apropie de piața capitalurilor bănești, privite ca sume de bani care aduc deținătorilor venituri. Părerea noastră este aceea că între piața financiară, cea monetară și piața capitalurilor nu se poate trasa o linie de demarcație precisă, ele se întrepătrund și de multe ori sunt confundate între ele. Totuși, opinia noastră se apropie de prima concepție prezentată, aceea că din punct de vedere al sferei de cuprindere și al rolului jucat în economie, piața de capital este categoria economică cea mai cuprinzătoare. Aceasta deoarece, atât piața creditului cât și cea financiară realizează în esență același lucru, chiar dacă pe termene diferite sau, mai mult ori mai puțin direct; ele pun în legătură cererea și oferta de capital într-un context spațial și temporal dat.

8.2. Structura și trăsăturile pieței financiare

Conform concepției prezentate în paragraful anterior și la care am subscris, fiind o piață de capital, piața financiară se bazează în funcționalitatea ei pe existența a două mari segmente: piața financiară primară și piața financiară secundară.

Piața primară se deosebește de cea secundară prin faptul că pe ea se efectuează plasamente numai în momentul creării (emiterii) lor de către agenții economici sau colectivitățile publice, ceea ce înseamnă că, în mod obișnuit, emitenții de titluri nu participă la activitatea pieței secundare. Există și excepții de la această regulă, precum situația în care emitenții operează la o creștere a capitalului social (al societății existente), acțiunile respective fiind deja cotate pe piață. De aici rezultă că piața primară este o piață a emisiunilor de titluri. Ea contribuie la finanțarea economiei. În schimbul capitalurilor primite, întreprinderile și statul emit titluri reprezentative de drepturi recunoscute deținătorilor de fonduri.

Piața secundară este cealaltă componentă a pieței financiare, unde se negociază titluri emise și aflate deja în circulație la marele public. Ea cuprinde prin urmare tranzacțiile dintre cei care dețin economii (bani) pe care vor să le plaseze și cei care au investit deja (care au deci titluri) și vor să-și vândă proprietățile. De aici rezultă o consecință extrem de importantă pentru emitenți: tranzacțiile de pe această piață nu le sporesc capitalurile (cu excepția situației menționate). Bineînțeles că emitenților nu le este indiferentă atât cotația pe piață a acțiunilor lor, cât și celelalte cotații.

De cele mai multe ori valorile mobiliare emise sunt tranzacționate după confruntarea unui număr mare de oferte și cereri individuale colectate într-o Bursă de Valori, unde se stabilesc cursurile titlurilor și se aplică legea concurenței. Aceasta constituie o piață secundară reglementată care în afară de lichiditate, asigură operatorilor transparență și siguranță tranzacțiilor. Alteori operațiunile se pot face și „la ghișeu” (OTC – over the counter), adică după o negociere între un vânzător și un cumpărător.

¹² Vezi Mayer, T.; Duesenberry, G.; Aliber, R., *Money, Banking and Economy*.

În timp ce piața primară are un rol de alocare a capitalului, ceea ce echivalează cu o funcție de finanțare, piața secundară asigură lichiditatea și mobilitatea economiilor și realizează o evaluare permanentă a societăților emitente a titlurilor negociate.

Piețele primare și cele secundare sunt deci complementare pentru că investitorii refuză să se angajeze pe termen lung dacă nu dispun în orice moment de un mijloc eficient de a lichida activele lor sau de a-și restructura portofoliile de valori mobiliare în funcție de conjunctura economică și financiară. În plus, piața secundară permite creșterea externă a întreprinderilor prin achiziționarea de pachete de acțiuni pentru a deține participații în alte firme sau pentru a fuziona cu acestea.

Adepții celei de-a doua teorii prezentate (în general reprezentanți ai școlii anglo-saxone) susțin că structura pieței financiare ar cuprinde două mari compartimente:¹³

a) piața monetară interbancară, care este reprezentată de piața titlurilor monetare (titluri pe termen scurt de până la un an) unde se tranzacționează de către bănci cantități mari de active monetare precum: depozite bancare la vedere și la termen, cambii, bilete la ordin, cecuri, certificate de depozit. Pe această piață sunt oferite active monetare ale celor care economisesc pentru a fi plasate sub formă de credite celor care formulează cererea de fonduri necesare producerii de bunuri și servicii.

b) piața de capital, care este piața titlurilor financiare pe termen mediu și lung: acțiuni, obligațiuni, derivate. Pe această piață, capitalurile financiare disponibile la investitori sunt dirijate către agenții economici care la utilizează pentru finanțarea procesului de producție și pentru dezvoltare.

Rolul pieței financiare ar fi acela de a asigura întâlnirea dintre cererea și oferta de resurse financiare, de stabilire a prețului și de alocare eficientă a resurselor financiare.

Din cele arătate rezultă că folosirea noțiunii de „piață de capital” și a celei de „piață financiară” nu se referă întotdeauna la același lucru, sfera lor de cuprindere fiind diferită de la o țară la alta și/sau de la un autor la altul. Astfel, în țările cu o economie de piață consolidată ca urmare a intensului proces de „dezintermediere” și „dereglementare” petrecut în ultimele două decenii, piața monetară și cea obligatară, altădată clar delimitate, au ajuns să se întrepătrundă și să se confunde. Ele apar sub forma unei piețe unificate a datoriei (publice sau private) unde distincția dintre fonduri proprii și împrumut, altădată foarte vizibilă, s-a estompat odată cu apariția unor titluri precum obligațiunile rambursabile în acțiuni sau a bonurilor de subscriere.

Pe lângă aceste componente ale pieței financiare, deja enumerate, trebuie precizat că în ziua de astăzi, datorită interconexiunilor care există între diferitele piețe financiare ale lumii, distincția între național și internațional se poate face din ce în ce mai greu. Asistăm de fapt la apariția unui sistem financiar global total integrat și a unei uriașe piețe mondiale unice a capitalurilor. Aceasta din urmă este în afara oricărei reglementări sau instituționalizări din partea statului. Ea cuprinde piața eurodevizelor, a euroobligațiunilor, precum și a euroacțiunilor și activelor derivate.¹⁴

În ceea ce ne privește, am structurat piața financiară pornind de la conceptul de activ financiar. Spre deosebire de activele reale care sunt bunuri corporale sau necorporale care pot genera venituri prin integrarea lor în circuitul economic, activele financiare sunt reprezentate de înscrisuri (pe suport de hârtie sau înregistrări în cont) care consemnează drepturi bănești sau patrimoniale ale deținătorilor precum și dreptul asupra unor venituri viitoare rezultate din valorificarea activelor respective (dobânzi, dividende). Ele sunt de fapt corespondentul monetar al activelor reale.

Piața financiară, componentă de bază a pieței de capital, este parte din sistemul piețelor, alături de piața bunurilor și cea a forței de muncă.

Există două tipuri de piețe financiare:

¹³ Vezi Copeland, T.; Weston, J., *Financial theory and corporate policy*.

¹⁴ Vezi Ferrandier, R.; Koen, V., *Marchés de capitaux et techniques financiers*.

a) primare, care implică vânzarea de noi active financiare, iar vânzarea este efectuată de la firma care emite împrumutul către investitor. Transferul de resurse financiare care se desfășoară între investitorul în acțiuni sau obligațiuni și emitentul acestora se referă la vânzarea/cumpărarea de valori mobiliare prin ofertă publică sau plasament privat, fuziuni și achiziții parțiale sau totale de societăți comerciale.

b) secundare, unde se tranzacționează activele financiare între investitori. Existența lor creează lichiditatea bunurilor financiare (dacă ele nu ar exista, foarte puțini investitori și-ar asuma, de exemplu, riscul de a cumpăra obligațiuni de pe piața primară cu scadența peste 20 – 30 de ani, fără a avea cui să le vândă în această perioadă, până la răscumpărarea lor). Dacă pe piața primară față în față se găsesc investitorii și emitenții, pe piața secundară, de regulă, emitentul este exclus. Însă, în practică, emitenții pot participa direct la bursa de valori prin distribuția primară de valori mobiliare, modalitate ce poate reprezenta un avantaj în cazul în care prețul de piață la care se efectuează tranzacția este mai mare decât prețul de emisiune la care s-ar fi efectuat plasarea pe piața primară. Principalii actori ai acestei piețe sunt investitorii, cei care doresc să intre în posesia unor valori mobiliare la un preț de piață (mai mic sau mai mare decât prețul de emisiune) și deținătorii de titluri, care doresc să speculeze cursul bursier al acestora.

8.3. Bursa – organizare și funcționare

Bursa, ca piață de valori mobiliare, răspunde unei necesități fundamentale a vieții economice, într-un sistem bazat pe libera inițiativă. Existența unei piețe financiare secundare pe care să se negocieze active monetare și financiare și care să asigure mobilitatea și lichiditatea economiilor populației și firmelor, răspunde la cel puțin trei imperative:

- asigură orientarea economiilor private spre investiții în întreprinderi sau colectivități publice, în beneficiul economiei în ansamblul ei. Aceasta deoarece tezurizarea nu a adus niciodată prosperitate, nici la nivel individual și nici general.

- permite societăților comerciale private să găsească fondurile necesare pentru a se dezvolta. Aceasta pentru că nici o entitate nu se poate autofinanța integral, oricât de prosperă ar fi ea la un moment dat. Este o iluzie să crezi că te poți baza doar pe propriul capital pentru a-ți finanța toate proiectele de investiții.

- asigură statului și colectivităților locale mijloacele de a face apel la resursele bănești disponibile în economie și de a le cointeresa în mod liber în vederea realizării unor obiective de interes general, prin intermediul împrumuturilor emise sub formă de obligațiuni.

Obiectivele pe care orice bursă ar trebui să le urmărească pot fi sistematizate în două mari comandamente:

- asigurarea operativității tranzacțiilor financiare, realizarea acestora pe o bază standardizată. Procesul de dematerializare a valorilor mobiliare a favorizat simplificarea la maxim a activității de tranzacționare, reducând negocierea la elementele fundamentale: sensul operațiunii (vânzare sau cumpărare), obiectul de negociere, volumul tranzacției, prețul, termenul de livrare și modalitățile de plată.

- facilitarea încheierii operațiunilor, datorită instituirii unor reguli privind uniformizarea condițiilor de compensare și decontare a tranzacțiilor.

De aici putem concluziona că menirea unei burse este de a :

- oferi o piață reglementată pentru tranzacționarea de valori mobiliare, în condiții de siguranță și eficiență;

- contribui la sporirea lichidității produselor bursiere, prin concentrarea unui volum cât mai mare din acestea;

- asigura confruntarea liberă a cererii și a ofertei pentru valorile cotate, astfel încât cursurile rezultate să fie cele reale, care să reflecte cât mai fidel relația cerere-ofertă;

- asigura publicitatea și transparența deplină a activităților desfășurate în incinta bursei, în vederea informării corecte și în timp util a investitorilor și a asigurării unui tratament egal, nediscriminatoriu pentru aceștia.

Specialiștii susțin că prin cotație se înțelege ansamblul operațiunilor privind stabilirea cursurilor valorilor mobiliare într-o bursă, afișarea și publicarea lor.¹

În decursul timpului au apărut și s-au dezvoltat două mari sisteme de cotare: cel tradițional, prin strigare, prin care cotația se face de oameni, fără ajutorul mașinilor (inițial) și cotația asistată de calculator. Primul sistem cedează în prezent teren în favoarea celui alt. Pe plan fundamental nu există diferențe esențiale: fie valorile sunt cotate cu vocea, prin strigare, fie se folosește un creion și o hârtie sau un computer, întotdeauna legea cererii și a ofertei va determina cursul.

Principiul care stă la baza coterii titlurilor susține necesitatea echilibrului la cel mai mare volum de tranzacționare posibil a fi realizat.

Sistemul tradițional de cotație presupune ca stabilirea cursului să se poată face prin trei tehnici: prin *strigare*, prin metoda scrisă numită și „*la casier*” și *cotarea directă* efectuată de autoritățile bursiere.

Prima dintre ele se desfășoară într-unul sau mai multe spații distincte ale bursei numite ringuri, în vacarmul strigătelor de „*iau*” (buy) pentru cumpărare și „*am*” (sell) pentru vânzare. Unul sau mai mulți conducători ai licitației (arbitri de ring), desemnați de autoritățile bursei respective înscrie cursul fiecărei valori licitate, în ordinea în care acestea apar în cota bursei, pe o tablă. Ei procedează la strigarea (chemarea) succesivă a fiecărei valori mobiliare, urmând să scadă sau să crească prețul acesteia în funcție de starea pieței, reflectată de ordinele brokerilor, până ce se ajunge la echilibru între cerere și ofertă.

Avantajele recurgerii la această metodă rezidă în faptul că agenții de bursă pot interveni în orice moment pentru a participa la cotație, vânzând sau cumpărând în nume propriu. În acest fel se asigură o lichiditate crescută a pieței.

Tehnica de cotare prin casier presupune în principiu ca pentru fiecare titlu cotate să existe un specialist (casier) care este responsabil cu stabilirea cursului. În prezent acești specialiști sunt reprezentați de societăți de brokeraj care colectează toate ordinele de vânzare sau cumpărare pentru valoarea respectivă. Determinarea cursului se face prin cumularea ofertelor de vânzare în ordinea crescătoare a prețurilor și a celor de cumpărare în sens invers, în vederea stabilirii cursului de echilibru la un nivel care să asigure cel mai mare volum de tranzacționare. Cotarea de către autoritățile bursei se face în ultimă instanță, în cursul înregistrării unor dezechilibre puternice între cerere și ofertă sau cu ocazia introducerii unor societăți în bursă.

Metoda *cotației continue*, asistate de calculator tinde să înlocuiască strigarea, fiind mai operativă, deoarece stabilirea cursului se face concomitent pentru toate valorile listate. Ordinele de bursă sunt încărcate în sistemul de tranzacționare, computerul fiind cel care preia rolul casierilor. El stochează în memorie ordinele de vânzare și de cumpărare și caută în permanență contrapartidă pentru ele, în vederea adaptării ofertei la cerere. Când o tendință de scădere se conturează, ordinele de cumpărare la cursuri mai joase decât cele introduse înaintea lor sunt luate în considerare. Simetric, în cazul unei tendințe de creștere, ordinele de vânzare la prețuri mai ridicate sunt luate în considerare. Fiecare ordin (sau parte de ordin) de vânzare se întâlnește în piață cu un ordin (sau parte) de cumpărare și oferă posibilitatea încheierii unei tranzacții individualizate, ele fiind executate conform principiului precedenței. Astfel, un

¹ vezi Drăgoescu, E. și A., *Op.cit.*

singur ordin important ca și volum are șanse să fie executat printr-un număr mare de operațiuni ce se pot realiza la un curs identic (sau nu) și cu o contrapartidă diferită.

Indiferent de tehnica folosită în stabilirea lor, cotațiile se pot determina atât pentru piața la vedere, cât și pentru cea la termen.

În funcție de baza formării lor, ele pot fi:

- cotații *efective*, care au la bază toate tranzacțiile încheiate într-o ședință bursieră;
- cotații *nominale*, se afișează pentru titlurile la care nu s-au încheiat tranzacții în ultimele ședințe și au la bază media prețurilor înregistrate într-o perioadă de referință sau ultimul curs de închidere.

După momentul publicării lor putem distinge:

- cotații *oficiale*, se calculează pe baza prețurilor sesiunii de deschidere;
- cotații *neoficiale*, au la bază prețurile la care s-au încheiat ultimele tranzacții din ziua respectivă și servesc ca referință pentru operațiunile din ziua următoare.

În funcție de modalitățile de stabilire a cotațiilor, acestea pot să fie:

- cotații *medii*, stabilite ca o medie aritmetică, ponderată cu cantitățile tuturor tranzacțiilor încheiate într-o perioadă de referință (sesiune sau ședință de bursă).
- cotații *limită*, reflectă prețurile minime sau maxime la care s-au încheiat operațiuni în ziua respectivă.

- cotații *de lichidare*, sunt stabilite de Casele de Compensatie pentru finalizarea unor tranzacții la termen.

La baza formării cursurilor în bursă stau ordinele date de către investitori. Acestea trebuie formulate cât mai clar și concis, pentru a reflecta cât mai fidel intențiile ordonatorilor, fără a lăsa posibilitatea de a fi interpretate după bunul plac de către brokeri. Indiferent de natura lor, aceste instrucțiuni trebuie să cuprindă cel puțin următoarele informații:

a) sensul operațiunii, vânzare sau cumpărare de valori mobiliare, inclusiv piața pe care se va efectua tranzacția: la vedere sau la termen;

b) denumirea și clasa titlurilor ce fac obiectul operațiunii. Astfel, în cazul acțiunilor nu este suficientă indicarea emitentului, ci trebuie precizat dacă este vorba de acțiuni comune sau privilegiate, în cazul obligațiunilor se specifică anul de emisiune și dobânda precum și mențiuni de genul: „convertibilă”, „cu rată variabilă” etc

c) numărul de titluri ce se doresc a fi vândute sau cumpărate;

d) perioada de valabilitate a ordinului. Acestea pot fi „bune până la revocare”, până la o anumită dată aleasă de investitor, „la zi” – adică valabile în ziua lansării lor, „la deschidere” sau „la închidere”, în acest caz specificându-se momentul din cadrul ședinței de bursă și cursul la care trebuie executate etc.

e) cursul la care se dorește a fi executat ordinul.

În funcție de modul cum este precizat prețul de execuție putem întâlni numeroase tipuri de ordine de bursă, cele mai des folosite fiind următoarele:

a) ordinele la „*cel mai bun curs*”, sunt caracterizate prin faptul că cel care le-a dat se angajează să cumpere sau să vândă la orice preț, oferind prin urmare partenerului său cel mai bun curs de pe piață. Piața continuă, asistată de calculator a eliminat practic acest tip de ordine, ele fiind înlocuite cu ordinele „la piață”.

b) ordinele „*la piață*” sunt deseori confundate cu cele la „*cel mai bun curs*”. Ele sunt specifice piețelor „în continuu” și presupun ca investitorul să nu precizeze prețul la care trebuie executat ordinul. Semnificația lor pentru broker este aceea că se dorește încheierea imediată a tranzacției, la un preț care se cunoaște și care nu se poate modifica prea mult în intervalul de timp (câteva minute) necesar pentru introducerea ordinului, singura restricție ce poate apare fiind reprezentată de lipsa unei contrapartide.

c) ordinele la „limită”, au specific faptul că investitorul indică o limită de preț ce trebuie atinsă sau depășită pentru ca ordinul să devină executabil. Este vorba de o limită minimă în cazul vânzărilor și una maximă în cazul cumpărărilor.

d) ordinele „*ascunse*”, sunt folosite pe piața continuă, în cazul unor tranzacții importante ca și volum. Un mare investitor care nu dorește să apară pe ecrane informația că este vânzător sau cumpărător pentru un număr mare de titluri (aceasta ar putea fi folosită de alți actori ai pieței bursiere) are posibilitatea de a cere executarea eșalonată a ordinului, pe loturi și la prețuri identice sau diferite.

e) ordinele „*stop*” sunt ordine „la curs limitat” care se transformă în ordine „la piață” în momentul în care tendința cursurilor în bursă se inversează. Sunt menite a proteja investitorii care anticipează corect sensul evoluției viitoare a prețurilor, dar nu și amplitudinea variațiilor;

f) ordinele „*legate*”, presupun a vinde o valoare și a cumpăra alta cu suma obținută din cesiunea celei dintâi. Cele două operațiuni sunt legate, adică nu se poate cumpăra dacă în prealabil nu se vinde și nu se vinde în cazul în care nu se poate cumpăra.

g) ordinele „*în jur de*”, nu au o existență oficială și presupune o relație apropiată între intermediar și investitor. Acesta din urmă precizează că este gata să cumpere sau să vândă la un anumit preț, dar îi lasă intermediarului o anumită marjă de ± 1 sau 2% în vederea adaptării limitei de preț la condițiile de pe piață.

În funcție de cantitatea ce se dorește a se tranzacționa, ordinele de bursă pot fi cu executare parțială și integrală. Altfel, ele pot fi însoțite de mențiuni precum: „totul sau nimic” (investitorul nu dorește executarea parțială), „execută sau anulează” (se acceptă și executarea parțială, însă ordinul trebuie imediat executat) etc.

CAPITOLUL 9. INSTRUMENTELE FINANCIARE

9.1. Produsele financiare primare

Valorile mobiliare – obiect al activității desfășurate pe piețele financiare, au cunoscut din punct de vedere conceptual, o permanentă redefinire în decursul timpului, sfera de cuprindere și accețiunea termenului variind de la o țară sau epocă la alta.

Considerăm că o valoare mobilă este un document financiar remis de către o colectivitate publică sau privată unui alt participant pe piața de capital (persoană fizică sau juridică), care îi aduce un activ (fonduri, alte titluri, bunuri materiale sau necorporale), titlul respectiv reprezentând drepturile deținătorilor (la remunerare, rambursare, participare la rezultate, împărțirea rezultatelor lichidării, la vot etc.) și putându-se negocia pe o piață financiară organizată.

Valorile mobiliare fac parte din sfera mai largă de cuprindere a activelor sau instrumentelor financiare privite ca „active ce consacră drepturi bănești ale deținătorilor acestora, precum și drepturi asupra veniturilor viitoare rezultate din valorificarea unor fonduri.”¹

Legislația românească în domeniu definește în prezent valorile mobiliare ca reprezentând „instrumente financiare negociabile transmisibile prin tradițiune sau prin înscriere în cont, care conferă drepturi legale pe categorii, dând deținătorilor dreptul la o fracțiune din capitalul social al emitentului sau un drept de creanță general asupra patrimoniului emitentului, și sunt susceptibile de tranzacționare pe o piață reglementată.”²

¹ vezi Anghelache, G., *Bursa și piața extrabursieră*.

² vezi O.G.nr28/2002 și Legea nr. 525/2002

Ele includ:

- a) acțiuni;
- b) titluri de stat, obligațiuni emise de administrația publică centrală sau locală și societăți comerciale, precum și alte titluri de împrumut cu scadență mai mare de un an;
- c) drepturi de preferință la subscrierea de acțiuni și drepturi de conversie a unor creanțe în acțiuni;
- d) alte instrumente financiare, cu excluderea instrumentelor de plată, care dau dreptul de a dobândi valori mobiliare echivalente celor menționate mai sus prin subscriere, schimb sau la o compensație bănească.

Standardele internaționale de contabilitate definesc valorile mobiliare sau titlurile financiare ca reprezentând „instrumente investiționale negociabile care conferă deținătorilor drepturi patrimoniale asupra emitenților, ca expresie a conținutului relațiilor contractuale dintre părți.” Sfera de cuprindere a valorilor mobiliare poate fi evidențiată utilizând o serie de criterii de clasificare diverse. Astfel, dacă ținem cont de modul în care au fost create, titlurile financiare negociabile pot fi:³

- a) primare sau de bază: acțiuni, obligațiuni, titluri de stat, titluri ale organismelor de plasament colectiv. Acestea sunt emise de către solicitanții de capital și de fondurile de investiții;
- b) instrumente speciale: drepturi de subscriere, drepturi de atribuire, warante financiare;
- c) produse derivate: contracte forward (anticipate), contracte futures (viitoare), contracte options (opționale), contracte swaps (de schimb). Acestea au la bază instrumente investiționale primare și au fost create cu scopul acoperirii riscurilor sau transferului acestora;
- d) produse sintetice și combinate: contracte pe indici bursieri (futures, options). Valoarea lor variază în raport cu evoluția unui indice (bursier, al prețurilor) sau a ratei dobânzii.

În funcție de drepturile și obligațiile încorporate, valorile mobiliare pot să fie:⁴

- a) titluri de creanță: marile întreprinderi și statul fac apel la economiile publice lansând împrumuturi obligatate. Investitorii care subscriu primesc obligațiuni, titluri care le aduc o dobândă și care sunt rambursabile la un termen stabilit.
- b) titluri asociative: acțiunile. Acestea reprezintă, fiecare, dreptul de proprietate asupra unei părți din capitalul social al unei societăți de capital (anonimă sau comandită pe acțiuni). Prin natura ei, acțiunea nu poate fi rambursată, durata sa de viață fiind egală cu cea a societății și oferind posesorului ei dreptul de a primi o parte proporțională din beneficii (dividend).
- c) titluri ce asigură drepturi de tranzacție cu instrumente primare sau alte titluri financiare: drepturi, warante financiare, contracte forward, futures, options, swaps.

Din punct de vedere al naturii venitului pe care-l procură posesorilor, putem delimita următoarele categorii de instrumente financiare:

- a) cu venit fix: obligațiunile, titlurile de stat;
- b) cu venit variabil: acțiunile, obligațiunile cu dobândă variabilă;
- c) produse ce asigură fluxuri de venituri imediate sau viitoare, de natură diversă: drepturi, warante, derivate.

Dacă ținem seama de modul lor de circulație, valorile mobiliare pot fi:⁵

- a) nominative: la care identitatea subscriptorului este înscrisă de emitent pe titlu sau este cunoscută de către acesta;
- b) la purtător: la care deținătorul titlului este considerat proprietar legitim.

⁴Popa, I., *Bursa, vol. I și II*.

⁵ vezi Drăgoescu E. și A., *Op.cit.*

În fine, un alt criteriu consacrat de clasificare a valorilor mobiliare ține cont de forma lor de existență și le împarte în:

- a) materializate: se prezintă ca și înscrisuri imprimare;
- b) dematerializate: evidențiate prin înscriere în conturile emitenților sau a unor intermediari financiari desemnați.

9.1.1. Obligațiunile

Obligațiunile sunt valori mobiliare reprezentative pentru titlurile de creanță. Procesul de dezintermediere ce a caracterizat evoluția piețelor financiare în ultimele două decenii, precum și nevoile crescânde de finanțare ale colectivităților publice, au făcut din piața obligatară, cea mai importantă parte a pieței bursiere, atât ca și volum de tranzacționare, cât și în ceea ce privește procesul permanent de inovare și multiplicare a tipurilor de obligațiuni.⁶

Obligațiunile, ca și acțiunile, pot fi emise de către societățile de capital cu condiția însă, ca acestea să aibă cel puțin un an de existență (un exercițiu financiar încheiat). Ele sunt considerate în general obligațiuni de categoria a doua, deoarece, nefiind garantate de către stat, deținătorul lor (obligatarul) trebuie să se mulțumească cu o garanție dată de calitatea (semnătura) emitentului, exprimată prin calificativul sau nota acordată acestuia de către agențiile de rating.

În afară de calitatea de creanțieri obligatarii au drepturi mai restrânse decât acționarii, fiind asigurați în mod esențial de primirea cu regularitate a unei dobânzi și de rambursarea creanței la scadență. Pentru a-și susține cauza, toți deținătorii de obligațiuni identice se pot reuni într-un grup de interese cu personalitate juridică proprie. Reprezentanții acestuia pot asista la Adunarea Generală a Acționarilor și au dreptul de a consulta aceleași documente ca și acționarii. De asemenea, o Adunare Generală a Obligatarilor poate fi convocată ori de câte ori este necesar pentru ca aceștia să-și poată apăra drepturile.⁷ Spre deosebire de obligațiunile corporatiste, cele emise de către stat cu ocazia contractării unor împrumuturi, sunt garantate de acesta. De regulă, emiterea lor se face prin adjudecare și nu prin subscriere. Adică, participanții la licitație indică numărul de titluri pe care doresc să-l cumpere și la ce preț. De pe urma comparării ofertelor de cumpărare rezultă un curs de adjudecare ce diferă de obicei de valoarea nominală a titlurilor. Ulterior, în funcție de nevoile statului, se pot lansa noi tranșe ale unui împrumut deja existent, plasate tot prin adjudecare și asimilate tranșelor precedente, pentru perioada rămasă până la scadență.

De obicei, emisiunile de obligațiuni de stat sunt rezervate investitorilor instituționali, dar ulterior, după ce sunt cotate pe piața secundară (în general pe Bursa oficială) pot fi cumpărate și de persoanele fizice.

Caracteristicile obligațiunilor

Acestea trebuie prezentate în prospectul de emisiune publicat în presa financiară și disponibil de asemenea la ghișeele băncilor sau instituțiilor financiare care intermediază plasarea titlurilor în public. Investitorul potențial poate astfel cunoaște randamentul obligațiunilor precum și clauzele contractuale specifice emisiunii respective.

Emitentul indică mărimea emisiunii și menționează eventuala majorare a acesteia ce se poate efectua pentru a satisface o cerere sporită. Volumul emisiunii este egal cu numărul de obligațiuni create x valoarea nominală a acestora.

⁶ vezi Ciobanu, G., *Op.cit.*

⁷ vezi Fătu, S., *Piața românească de capital privată din interior.*

Valoarea nominală a obligațiunii reprezintă elementul utilizat ca bază de calcul al dobânzii (cuponului) convenite investitorului. Important este și prețul de emisiune al obligațiunii, adică suma ce trebuie să o plătească subscriitorul pentru a deveni proprietarul unui titlu. Dacă emisiunea are un caracter internațional, prețul de emisiune poate fi exprimat într-o monedă străină.

Când prețul de emisiune este egal cu valoarea nominală, obligațiunea se emite la paritate (ad pari). Când este inferior acesteia, titlul s-a emis sub paritate, iar diferența este numită primă de emisiune (oferită subscriitorului). Prețul de emisiune poate fi și mai mare decât valoarea nominală (supra pari), situație rar întâlnită. Subscriitorul plătește titlul mai scump, dar beneficiază în acest caz de o rată a dobânzii nominale superioară celei medii înregistrate pe piața obligatară. Data emisiunii este data lansării efective a împrumutului și corespunde în general momentului publicării emisiunii în Monitorul Oficial.

Durata împrumutului obligatar reprezintă intervalul de timp cuprins între momentul emisiunii titlurilor și cel prevăzut pentru amortizarea ultimei obligațiuni.

Durata medie de viață a obligațiunii desemnează perioada medie de imobilizare a fondurilor unui investitor, dacă acesta păstrează obligațiunea până la scadență.

Scadența obligațiunii este reprezentată de data prevăzută în contractul de emisiune pentru plata ultimei rate scadente de capital. La momentul respectiv, emitentul rambursează împrumutul, retrăgând obligațiunile din circulație și răscumpărându-le de regulă la un preț egal cu valoarea lor nominală. Prețul de rambursare poate fi și mai mare decât valoarea nominală, incluzând și o primă de rambursare. De asemenea, el poate fi indexat în funcție de evoluția prețului aurului, a indicilor bursieri etc.

Un alt element definitoriu pentru o serie de obligațiuni și care trebuie precizat în prospectul de emisiune este modul de rambursare al împrumutului. Cea mai răspândită modalitate este amortizarea în totalitate la scadență (in fine). În acest caz toate titlurile sunt rambursate o singură dată la o scadență unică.

O altă metodă ce poate fi utilizată este tragerea la sorți. Ea este folosită pentru amortizarea în serii egale sau anuități constante. Dematerializarea obligațiunilor a făcut dificilă aplicarea acestei proceduri. De asemenea, această metodă presupune pentru investitori un risc de rambursare crescut, în situația în care obligațiunile cotează pe piață la un preț superior valorii nominale, la momentul tragerii la sorți.

Există și soluții intermediare, cum ar fi obligațiunile cu „fereastră”. Acestea sunt rambursabile la cererea deținătorului sau emitentului la un preț stabilit anticipat.

De asemenea, emitentul poate introduce o clauză de rambursare anticipată, care îi dă dreptul după un interval de timp determinat să amortizeze împrumutul înainte de scadența convenită, devenind cumpărător pentru propriile titluri. Existența acestei clauze prezintă avantajul că permite susținerea cursului obligațiunilor în bursă, dar presupune pentru investitor un risc de rambursare considerabil.

O mărime esențială pentru orice investitor în obligațiuni este rata nominală a dobânzii (rata facială). Ea se aplică la valoarea nominală pentru a se calcula cuponul, adică suma convenită cu titlu de dobândă obligatarului. Rata poate fi una fixă, adică nu se modifică pe durata de viață a obligațiunii, sau variabilă, în funcție de un indice de referință sau de beneficiul ori cifra de afaceri a emitentului (mai rar). Cupoanele sunt plătite de regulă anual, dar în cazul obligațiunilor cu dobândă variabilă, frecvența plăților este de regulă egală cu cea a ajustării ratei.

Rata nominală a dobânzii nu ține cont de primele de emisiune sau de cele de rambursare. De aceea, în prospectul de emisiune figurează și o altă rată: cea de randament actuarial, care integrează toți parametrii ce afectează randamentul titlurilor. Este o rată ce caracterizează doar obligațiunile cu rată fixă a dobânzii neindexabilă. Este calculată la momentul emisiunii presupunând că obligatarul păstrează

titlul până la scadență și că reinvestește cupoanele primite pe parcursul vieții împrumutului la aceeași rată a dobânzii. Reprezintă un criteriu de comparație între obligațiunile cu dobândă fixă.

La sfârșitul vieții împrumutului sau dacă titlurile sunt revândute înainte de scadență se poate calcula randamentul înregistrat. Pentru compararea randamentului obligațiunilor cu dobândă variabilă, când au aceeași rată de referință se utilizează marja actuarială, care măsoară diferența între rata obligațiunii și cea de referință.

Categorii de obligațiuni

Un criteriu de clasificare des utilizat în delimitarea diferitelor tipuri de obligațiuni îl reprezintă modul de rambursare al acestora. Așa cum am arătat deja, cea mai răspândită modalitate folosită în prezent este amortizarea în totalitate la scadență. Specific acesteia este faptul că toate titlurile sunt rambursate o singură dată la scadență. Înainte de generalizarea dematerializării titlurilor financiare se utiliza frecvent practica anuităților constante. Emitentul vărsa în fiecare an aceeași sumă, ce includea atât dobânda cât și amortismntul. Se mai poate recurge și la amortizarea prin tranșe anuale egale, ce presupune rambursarea capitalului împrumutat în rate identice conform unui tabel de amortizare publicat în prospectul de emisiune. De asemenea, se mai poate folosi și metoda tragerii la sorți, pentru a desemna care obligațiuni sunt rambursate în anul respectiv. Obligațiunile se pot clasifica și în funcție de emitent. Se pot distinge obligațiuni de stat, ale sectorului public, precum și ale sectorului privat.

O altă clasificare ține cont de rata dobânzii obligațiunii. Astfel, obligațiunile cu rată fixă au fost mult timp singurele existente, dar cursul lor fiind sensibil la variațiile ratei dobânzii pe piață, au apărut obligațiunile cu dobândă variabilă.

În timp, pentru a face mai suplă gestionarea portofoliilor de valori mobiliare, cât și pentru a răspunde unor nevoi specifice ale emitenților, au apărut noi tipuri de obligațiuni, având caracteristici particulare. Menționăm doar câteva dintre acestea: obligațiunile schimbabile (de exemplu, cu dobândă fixă contra dobândă variabilă), prelungibile (la o rată a cuponului stabilită sau nu anticipat), reânnoibile (în curs de dispariție), cu cupon unic (dobânda este vărsată o singură dată, la rambursarea titlului), cu cupon 0 (cupoanele sunt înlocuite cu o primă de rambursare), cu plată parțială (vărsarea prețului de emisiune se face eșalonat în timp), funciare (emise de către societățile de credit ipotecar) etc.⁹

Au fost create de asemenea titluri hibride, care prezintă caracteristici comune obligațiunilor și acțiunilor. Titlurile participative, titlurile subordonate, obligațiunile convertibile în acțiuni, obligațiunile rambursabile în acțiuni sunt cele mai cunoscute.

La obligațiuni se pot atașa alte titluri: există astfel obligațiuni cu bonuri de subscriere în obligațiuni sau acțiuni, obligațiuni cu bonuri de schimb, titluri subordonate cu bonuri de subscriere în obligațiuni rambursabile în acțiuni etc.

Obiectivul creării acestora este de a permite micilor investitori să-și construiască portofolii diversificate, atrăgându-i către piața bursieră și produsele acesteia.

În ceea ce ne privește vom prezenta în continuare caracteristicile câtorva categorii de obligațiuni ce concentrează majoritatea tranzacțiilor de pe piața obligatară.

a. Obligațiunile cu dobândă fixă

Sunt titluri de creanță care au un randament cunoscut dinainte, fiind rambursabile după un calendar precis și stabilit anticipat. Se cunosc în avans și cu certitudine fluxurile financiare (cupon și rambursare) pe care le generează titlul, acestea fiind determinate inițial și rămânând neschimbate până la scadență.

⁹ vezi Jacquillat, B., Solnik, B., *Les marches financiers. Gestion de portefeuilles et de risques.*

Acest fapt face posibilă calcularea randamentului curent al obligațiunii, ca raport între cupon și cursul titlului. Dacă investitorul dorește să păstreze titlul până la scadență, trebuie să țină de asemenea cont de prima de rambursare, adică de diferența dintre valoarea nominală mai mică și valoarea de rambursare a obligațiunii. Trebuie de asemenea să țină seama de faptul că va reinvesti cupoanele primite la o rată a dobânzii ce nu poate fi cunoscută în avans.

Riscul de a nu fi rambursat sau de a nu primi la data prevăzută cuponul, este în general redus la acest tip de obligațiuni.

Instituții specializate – agenții de rating, evaluează riscul asociat emitenților. În consecință, societățile cu un rating slab vor propune randamente superioare mediei pieței și vor atrage investitorii care doresc să-și „umfle” rentabilitatea portofoliilor. Acest fenomen rămâne unul marginal în Europa, el fiind caracteristic S.U.A., unde piața „junk-bonds” (obligațiuni murdare), a obligațiunilor cu risc înalt se ridică la 100 miliarde de USD.¹⁰

Investitorii care au aversiune față de risc se orientează în general către obligațiunile de stat sau garantate de acesta. În ceea ce privește riscul de lichiditate, acesta este specific tuturor obligațiunilor. Nu este întotdeauna posibilă revanzarea titlului atunci când nu se dorește a se aștepta scadența. Cotarea nu este întotdeauna suficientă pentru a asigura lichiditatea obligațiunilor. Cu cât numărul de titluri deținute este mai mic, cu atât tranzacțiile cu acestea sunt mai puțin frecvente. Obligațiunile ce randament înalt, subscrise de către investitori instituționali puțini, înregistrează astfel o lipsă de lichiditate. Obligațiunile cu dobândă fixă sunt expuse și riscului de dobândă. Astfel, un investitor care a cumpărat o obligațiune de 1000 de euro cu o durată de viață de șase ani și o rată a cuponului fixă de 4% pe an va ieși în pierdere dacă peste doi ani rata dobânzii urcă, spre exemplu, la 6% pe an. De aici, o lipsă de câștig dacă păstrează obligațiunea sau o pierdere de capital dacă vrea să o revândă.

Pentru a contracara acest fenomen, se poate recurge la emiterea de obligațiuni cu bonuri de schimb.¹¹ Acestea permit, într-o perioadă stabilită anticipat, schimbarea obligațiunilor cu dobândă fixă din împrumutul inițial, cu obligațiuni cu dobândă variabilă emise pe parcursul valabilității bonului. Bonurile sunt detașabile de obligațiunea respectivă și pot cota separat de aceasta. În acest fel este posibilă asigurarea unei protecții împotriva efectelor creșterii ratei dobânzii pe piață.

Invers, obligațiunile cu bonuri de subscriere în obligațiuni permit subscriptorului să mizeze pe scăderea dobânzilor. Fiecărei obligațiuni îi este atașat un bon ce dă dreptul de a subscrie, într-o perioadă dată și la un preț convenit în avans, o altă obligațiune având în general aceleași caracteristici ca și prima. În contrapartidă, ratele dobânzii care sunt oferite investitorilor sunt mai scăzute decât cele ale unei obligațiuni clasice.

În ceea ce privește obligațiunile cu cupon 0, cumpărătorul acestora nu primește cuponul pe parcursul duratei împrumutului. Aceasta nu înseamnă că este un împrumut gratuit, deoarece obligațiunea este emisă la un preț mult superior valorii sale nominale. Diferența dintre prețul de emisiune și valoarea nominală, primită la momentul rambursării, reprezintă suma pe care obligatarul ar fi primit-o dacă ar fi încasat dobândă. Subscriind astfel de titluri investitorul elimină incertitudinea legată de rata de reinvestire a cupoanelor.

Obligațiunile cu cupon 0 pot fi create și plecând de la obligațiuni clasice, prin dezmembrarea acestora. Obligațiunea inițială este transformată într-un titlu ce reprezintă valoarea nominală la care se adaugă o serie de certificate de cupoane rămase de primit.

b. Obligațiunile cu dobândă variabilă

¹⁰ vezi Solnik, B., *International Investment*.

¹¹ vezi Emard, G., *Gestion du risque du taux d'interet*.

Obligațiunile au fost definite mult timp ca valori mobiliare cu venit fix, spre deosebire de acțiuni, socotite exemplul cel mai potrivit de titluri cu venit variabil.

Obligațiunile cu dobândă variabilă, apărute în anii 70, sunt caracterizate ca și celelalte obligațiuni prin modul de rambursare, garanțiile acordate, opțiunile posibile, dar și printr-o rată a dobânzii incertă la data emisiunii. Există două categorii de astfel de titluri: obligațiuni cu dobândă revizibilă și obligațiuni cu dobândă medie.

Cele cu dobândă revizibilă sau flotantă se caracterizează printr-un cupon ce depinde de evoluția ratei de referință, pe o perioadă care precede prima zi, începând cu cea în care dobânda începe să curgă. Cum această evoluție este una cunoscută, cuponul este și el știut în avans.

Obligațiunile cu dobândă medie se caracterizează printr-un cupon determinat de evoluția ratei de referință pe parcursul perioadei de dobândă, neputând fi deci cunoscut dinainte.

Ratele de referință folosite la ajustarea mărimii cuponului pot proveni de pe piața obligatară, fiind în general legate de împrumuturile de stat sau ale sectorului public. Totuși, piața monetară este cea care furnizează cele mai multe rate de referință. Spre exemplificare, în zona euro se folosesc cu predilecție următoarele rate de referință:

- rata europeană medie ponderată (EONIA), care este media ratelor (ponderată cu mărimea tranzacțiilor) împrumuturilor la 24 de ore, practicate între principalii operatori din zona euro. Aceasta este calculată de către Banca Centrală Europeană în fiecare zi;

- rata medie lunară a pieței monetare (T4M) care este egală cu media aritmetică lunară a EONIA;

- rata interbancară în euro (EURIBOR) care este rata medie a dobânzii interbancare oferită de depozitele cu termen între 1 și 12 luni;

- rata anuală monetară, care este rata de randament a unui plasament pe 12 luni la T4M, având capitalizarea lunară a dobânzii.

În ceea ce privește obligațiunile externe, acestea sunt cel mai frecvent indexate în funcție de evoluția L.I.B.O.R. (London Interbank Offered Rate), adică rata dobânzii la depozitele în eurodolari practică pe piața interbancară de la Londra.¹²

La fel ca și obligațiunile cu dobândă fixă, cele cu dobândă variabilă sunt caracterizate de un risc de „semnătură” legat de falimentul emitentului, un risc de lichiditate – dacă nu se poate vinde titlul pe piața secundară, precum și un risc valutar, în cazul unei obligațiuni externe la care moneda de referință se depreciază.

Societățile comerciale pot beneficia de avantaje multiple emițând obligațiuni cu dobândă variabilă. Acestea le permit să se îndatoreze pe termen lung profitând de o eventuală scădere a dobânzilor. De asemenea, este posibilă o neutilizare temporară a capitalului împrumutat, fără un cost suplimentar pentru că fondurile pot fi replasate pe piața monetară la o rată a dobânzii apropiată de cea plătită de întreprinderea emitentă.

Pentru cei care economisesc, dacă dobânzile sunt scăzute, iar tendința este una de creștere a acestora, obligațiunile de acest tip le permit să evite efectele scăderii bursiere a cursurilor și pierderea de câștig din cupoane, ce afectează deținătorii de obligațiuni cu venit fix.

În schimb, practica a arătat că în perioadele în care tendința este una de scădere a dobânzilor, obligațiunile cu rată variabilă nu sunt căutate, fiind preferate de către investitori derivatele financiare.

c. Obligațiunile convertibile

Obligațiunile convertibile în acțiuni sunt titluri care dau dreptul de a obține prin conversie acțiuni ale societății emitente. Ele au apărut în secolul al XIX-lea în S.U.A. pentru a finanța construcția de căi

¹² vezi Solnik, B., *Op.cit.*

ferate. Sunt deseori confundate cu obligațiunile rambursabile în acțiuni. Acestea din urmă nu oferă posibilitatea investitorilor de a fi rambursate în numerar. Ele se identifică cel mai adesea cu acțiunile cu supradividend, deoarece cupoanele vărsate sunt superioare dividendelor primite de acționari, iar în bilanțul emitentului sunt asimilate cvasifondurilor proprii.

O obligațiune convertibilă prezintă în general caracteristici identice cu obligațiunile clasice: valoare nominală, preț de emisiune, scadență, preț de rambursare și cupon. Aceste obligațiuni convertibile se emit în general la paritate, la un preț totdeauna superior valorii nominale a acțiunilor respective. În schimb, prețul de rambursare este cel mai adesea superior valorii nominale, diferența constituind-o prima de rambursare.

Obligațiunile convertibile prezintă de asemenea o serie de elemente specifice legate de capacitatea de conversie. Astfel, raportul de conversie ne arată numărul de acțiuni pe care obligatarul le va obține pentru o obligațiune (cel mai des 1 la 1).

Obligațiunile pot fi convertite pe parcursul uneia sau mai multor perioade determinate în prospectul de emisiune sau pot fi convertibile în orice moment (rar), în acest caz emitentul prevăzând de obicei și o clauză de rambursare anticipată.

Prima de conversie exprimată în % din prețul acțiunilor, se calculează astfel:¹³

$$\frac{\text{cursul obligațiunii convertibile} - \text{cursul acțiunii}}{\text{cursul acțiunii}}$$

Cursul acțiunii corespunde unei medii stabilite pe o perioadă de cel puțin o lună înainte de emisiune.

9.1.2. Acțiunile

După anii 80, finanțarea întreprinderilor pe baza capitalurilor proprii a căpătat o nouă amploare, intensificându-se emiterea de titluri de proprietate (acțiuni și titluri asimilate acestora).

Părțile sociale și acțiunile sunt titluri de proprietate remise asociaților unei întreprinderi în schimbul aportului lor. Spre deosebire de părțile sociale, acțiunile sunt negociabile. Această caracteristică permite emitenților, în anumite condiții, apelul la economiile publice. Acțiunile se pot emite doar de către societățile anonime și de către cele în comandită pe acțiuni. Marile întreprinderi, care au nevoi financiare importante și care nu pot fi asigurate de un cerc restrâns de persoane, optează în general ca și formă juridică de organizare pentru statutul de societate anonimă pe acțiuni. Aceasta permite investitorilor ca în schimbul aportului lor să primească acțiuni, negociabile liber, limitând responsabilitatea lor materială la sumele aduse.

Acțiunile conferă deținătorilor calitatea de asociați. Sunt incluse în rândul valorilor cu venit variabil, deoarece acționarul are dreptul la dividend, dar nu și certitudinea că-l va primi sau cu privire la mărimea acestuia. În definitiv, el este asociat la destinul societății respective.

Acțiunile trebuie să aibă o valoare nominală determinată (în România, minim 1000 de lei), la care se limitează responsabilitatea acționarului ca asociat la societate.

Emitenții pot, în funcție de interes, să modifice în timp valoarea nominală a acțiunilor, fie în sensul scăderii acesteia prin divizare, fie al creșterii ei prin apreciere.

O societate poate emite mai multe clase de acțiuni. Toate titlurile ce fac parte dintr-o astfel de clasă trebuie să aibă aceeași valoare nominală și să confere deținătorilor aceleași drepturi.

¹³ vezi Picon, O., *Op.cit*

Categorii de acțiuni

Natura aportului adus de către asociați este un prim criteriu care permite delimitarea acțiunilor în *de numerar și de aport*.

O acțiune de numerar este una la care suma este vărsată în numerar (pe parcursul creării societății sau a unei majorări de capital, prin subscriere de noi titluri) sau care este emisă și repartizată gratuit acționarilor cu ocazia încorporării unei părți din rezerve în capitalul social, ori cu prilejul unei conversii de creanțe.

Acțiunile de aport reprezintă contrapartida aportului în natură adus de către investitori (brevete, mărci, fond de comerț, terenuri etc.). Ele se emit la crearea întreprinderii, iar acest demers necesită o evaluare exactă a mărimii contribuției fiecărui acționar, pentru a contracara tentativele de supraevaluare.

Din rațiuni de protecție a intereselor acționarilor, în general, se prevede în statutul și contractul de societate al emitentului că acțiunile de aport nu sunt liber transferabile imediat după emiterea lor, ca și cele de numerar (pot fi înstrăinate doar după un interval de timp de până la doi ani de la momentul emiterii)¹⁵

Forma titlurilor face posibilă o altă clasificare a acțiunilor. Deși în ultimele două decenii, în principalele țări dezvoltate s-a generalizat dematerializarea, totuși distincția între titlurile *la purtător* și cele *nominative* există în continuare, chiar dacă ea se referă doar la organismul desemnat să țină evidența acționarilor. Acțiunile la purtător sunt gestionate de către intermediari financiari abilitați. Sunt mai numeroase, fiind preferate de către emitenți datorită ușurinței cu care se negociază. Drepturile titularilor sunt încorporate în titlu, pe când la acțiunile nominative, drepturile sunt evidențiate într-un registru. Acțiunile nominative pot fi gestionate de către societățile emitente, iar această formă este obligatorie pentru societățile necotate. În anul 1987, în țări precum Franța sau Belgia, au apărut așa-numitele titluri la purtător identificabile. Acestea se pot schimba rapid ca orice titlu la purtător, permițând însă emitentului să cunoască acționarii, facilitând stabilirea de relații privilegiate cu aceștia.¹⁶

În funcție de drepturile conferite deținătorilor, distingem acțiuni *ordinare* și *privilegiate*.

Cele dintâi oferă posesorilor o serie de drepturi consacrate precum cele la vot, la informare, de a participa la beneficii, de preempțiune, de a participa la lichidarea societății etc.¹⁷

Acțiunile privilegiate aduc deținătorilor anumite avantaje în raport cu cele ordinare (dividende mai mari, drept de vot dublu etc.) permițând recompensarea membrilor fondatori sau a acționarilor fideli.

În rândul acestei categorii de titluri se întâlnesc des așa numitele acțiuni de preferință, care oferă deținătorilor un regim privilegiat față de cele ordinare în ceea ce privește participarea la beneficii.

Astfel, statutul societății poate de exemplu prevedea pentru ele un dividend statutar mai mare decât în cazul acțiunilor comune, un dividend cumulativ, un dividend suplimentar (supradividend) etc.

O altă categorie de acțiuni privilegiate o constituie cele cu dividend prioritar. Posesorii lor renunță la dreptul la vot în adunarea generală a emitentului în schimbul primirii cu prioritate a unui dividend minim garantat, înainte de orice afectare a profitului. Se recomandă ca ponderea acestor titluri să nu depășească 25% din capitalul social al emitentului. Ele permit o creștere a capitalului fără ca acționarii cu vechime în firmă să-și vadă controlul lor asupra acesteia diluat.

Aceste acțiuni se bucură de un real succes în special în S.U.A. și în Marea Britanie.

Un alt tip de acțiuni privilegiate îl reprezintă cele cu drept de vot plural. Sunt acordate acționarilor fideli și prezintă în raport cu acțiunile ordinare un drept de vot multiplu (dublu, de exemplu).

¹⁵ vezi Pop, C., Ungureanu, P., *Societățile de intermediere financiară*.

¹⁶ vezi Pilverdier-Latrete, J., *Le marche financier française*.

¹⁷ vezi Ciobanu, G., *Op.cit.*

O categorie aparte de acțiuni o reprezintă certificatele de investiții. Ele rezultă din desmembrarea unei acțiuni într-un drept de vot cotate separat, oferit vechilor acționari și certificatul de investiții, pe de altă parte. Sunt deci acțiuni fără drept la vot, emise inițial de societățile de stat cu scopul de a face apel la economiile populației și firmelor fără a pierde controlul asupra întreprinderii. În prezent astfel de titluri nu se mai emit. Au existat și societăți private care au pus în circulație astfel de certificate. Acest fapt le-a permis să-și sporească nivelul fondurilor proprii fără a da drept de vot subscriptorilor, ceea ce a redus vulnerabilitatea firmei în fața unor oferte publice de cumpărare ostile.

O serie de specialiști includ în rândul titlurilor asimilate acțiunilor și așa-numitele „părți”.¹⁸ Acestea sunt titluri fără valoare nominală, create în general pentru a remunera serviciile aduse firmei, brevetele de invenție sau alte bunuri necorporale greu de evaluat în bani. Dacă titlul este remis gratuit în momentul înființării societății se numește parte a fondatorilor. Dacă este emis pe parcursul duratei de viață a firmei se numește parte beneficiară. Aceste titluri care sunt în afara capitalului social conferă deținătorilor calitatea de semi-asociați, aceștia având dreptul la o fracțiune din beneficiu.

În anii 90 au apărut „certificatele de valoare garantată”. Ele au menirea de a proteja deținătorii în proporții limitate, de scăderea cursului acțiunilor pe care le posedă. Cotează separat de acțiuni și cursul lor evoluează în contrasens cu al acestora. Au o durată de viață limitată și sunt în general utilizate în cursul derulării unei oferte publice de schimb pentru a garanta participanților valoarea acțiunilor ce le vor primi.

9.2. Produsele financiare derivate și sintetice

Pe piața derivatelor se negociază la termen contracte a căror valoare depinde de prețul unui alt activ (financiar sau corporal) numit și activ-suport. Dezvoltarea piețelor de produse derivate în ultimele trei decenii se explică prin nevoia crescândă de a se asigura o protecție împotriva fluctuației prețurilor, fie că este vorba de piața materiilor prime, a schimburilor valutare, de ratele dobânzilor sau de valori mobiliare. În afară de operațiunile de acoperire (hedging), derivatele sunt utilizate de asemenea pentru arbitraje sau speculații. Piețele de derivate pot fi studiate în funcție de marile tipuri de contracte ce constituie obiectul lor de activitate (în *la termen* și *condiționale*) sau de organizarea lor (în *piețe organizate* și *OTC* sau “*la ghișeu*”).

Piața *contractelor la termen cu caracter ferm* (de tip “*futures*”), nu este o invenție a secolului al XX-lea. În Antichitate se practicau cumpărări și vânzări la termen pentru produse agricole. De asemenea, în secolul al XVII-lea, în Olanda exista o piață a opțiunilor cu bulbi de lalele.²⁴ Primele piețe moderne au apărut în S.U.A. în secolul al XIX-lea (după 1860) la Chicago. Era vorba de contracte la termen pe grâu și animale

Piața la termen de produse financiare derivate a apărut în anii 70 în S.U.A. Un contract *futures* de acest tip poate fi definit ca un angajament standardizat de a cumpăra sau vinde, indiferent în ce ordine, un anumit activ monetar sau financiar, la o dată viitoare și la un preț stabilit în momentul încheierii tranzacției. Inițial s-au negociat contracte *futures* pe devize, au urmat apoi cele pe rata dobânzii și pe indici bursieri. În prezent se folosesc și alți indici ca suport pentru contractele la termen, precum: indici ai costului vieții, ai activității de construcții imobiliare etc.

Indiferent de activul suport, contractul *futures* implică fixarea în prealabil a următoarelor elemente:

- prețul;

¹⁸ vezi Navatte, P., *Op.cit.*

²⁴ vezi *Totul despre futures și opțiuni*, BMFMS, 1999

- scadența;
- cantitatea ce trebuie livrată;
- calitatea activului de la baza contractului.

De asemenea, mărimea contractului și data livrării sunt standardizate. La scadență, contractele futures pot fi lichidate în numerar sau prin livrarea activului de la baza contractului. Contractele care sunt lichidate în numerar presupun eliberarea sumelor în ziua scadenței, reflectând diferența dintre prețul futures inițial și prețul activului suport de la baza contractului înregistrat în ziua scadenței.

Indiferent care este motivația care a stat la baza tranzacționării pe piața futures (hedging, speculație sau arbitraj), se deschide o poziție „long”, adică se cumpără un contract futures atunci când operatorul estimează o creștere viitoare a prețurilor futures. O poziție „short”, de vânzare a unui contract futures, este deschisă când inițiatorul este expus scăderii prețului activului respectiv.

Cumpărătorul nu va înregistra profit atâta timp cât prețurile nu vor urca peste nivelul prețului de cumpărare a contractului. Similar, pozițiile short aduc un beneficiu operatorului doar dacă prețurile futures urmează un trend descendent.

A doua mare categorie de contracte care se negociază pe piața derivatelor financiare este reprezentată de *opțiunile negociabile*.

Primele contracte de opțiuni au fost negociate în 1973 la Chicago, urmând Londra și Amsterdam în 1978. La început au fost propuse opțiuni având ca și activ suport valorile mobiliare. Începând cu anii 80, au apărut și opțiuni asupra aurului, devizelor, contractelor futures, indicilor bursieri, materiilor prime etc. Spre deosebire de contractele futures, opțiunile nu sunt angajamente ferme și definitive.

Opțiunea conferă deținătorului ei dreptul, dar nu și obligația, de a cumpăra sau de a vinde un activ suport. Acesta poate fi reprezentat de o valoare mobilă, o rată a dobânzii, o rată de schimb, o materie primă, un alt activ financiar etc. Poate fi reprezentat de asemenea, de un suport nematerial – de exemplu, un indice al prețurilor de consum.

În funcție de drepturile convenite operatorilor care acționează pe această piață, contractele de opțiuni pot fi: de cumpărare (*call*) și de vânzare (*put*).

O *call* dă dreptul cumpărătorului ei să achiziționeze un număr determinat de unități ale activului suport, la un preț fixat (preț de exercițiu – *strike price*) și până la o dată precizată (data scadenței – *strike date*).

O *put* oferă cumpărătorului ei dreptul de a vinde un anumit număr de unități ale activului suport, la un preț determinat și până la o dată prestabilită.

În toate cazurile vânzătorul contractului este subordonat deciziei cumpărătorului acesteia, cel din urmă exercită opțiunea doar dacă este interesat. Dreptul cumpărătorului de a alege modul de executare al contractului este plătit prin vărsarea unei prime (premium) vânzătorului, la data încheierii contractului. Negociabilitatea opțiunilor are la bază caracterul standardizat al contractelor, care privește următoarele elemente:

- tipul opțiunii (*call* sau *put*);
- mărimea acesteia (cantitatea de active, suport);
- prețul de exercitare;
- durata opțiunii (scadență de 3 până la 9 luni).

Precizăm că în anii 90 au apărut și așa-numitele „opțiuni lungi”, cu scadențe de până la 2 ani.²⁵

Ceea ce se negociază este nu prețul de exercitare, ci mărimea primei. În funcție de momentul la care pot fi exercitate, opțiunile se împart în următoarele categorii:

- *europene*, care pot fi exercitate doar la o dată determinată, cea a scadenței finale;

²⁵ vezi Roure, F., *Strategies financiers sur le MATIF et sur le MONEP*.

- *americane*, care se pot exercita în orice moment până la data expirării contractului;
- *asiatice*, se pot exercita oricând, dar la o valoare ce are la bază media valorii activului suport, calculată la momentul exercitării opțiunii.

Contractele se pot grupa în mai multe clase și serii de opțiuni. Opțiunile CALL și PUT de același tip, care au aceeași dată de expirare, fac parte din aceeași clasă. O serie de opțiuni reunește contracte din aceeași clasă care au un preț de exercitare identic. Piața opțiunilor permite cumpărătorilor atât să se acopere împotriva riscurilor de piață, cât și să profite de o evoluție favorabilă a cursului activului suport. Vânzătorii pot, în cazul unei evoluții corespunzătoare a prețurilor, să înregistreze un câștig, limitat la mărimea primei, fără a da curs vreunei obligații.

Piețele organizate de produse derivate se caracterizează prin:

a) existența unei „case de compensație” care se interpune între cumpărător și vânzător. Pentru a asigura siguranța tranzacțiilor, ea cere acestora anumite garanții financiare. Orice participant pe piață trebuie să verse un depozit de garanție astfel dimensionat încât să acopere pierderea maxim posibilă dintr-o ședință. În fiecare seară operatorii care au înregistrat pierderi care au dus la scăderea disponibilului lor din contul de marjă sub un nivel minim, numit „marjă de menținere”, trebuie să verse ca și gaj sumele pe care le-au pierdut, dând curs „apelului la marjă” cerut de către casa de compensație.

b) contractele negociate sunt standardizate. Cel care dă ordine de cumpărare sau de vânzare nu poate alege în ceea ce privește scadența, prețul de exercițiu, tipul suportului, al sumelor (volumului contractului).

Datorită acestei standardizări și a existenței casei de compensație, lichiditatea instrumentelor negociate pe această piață este foarte mare. Pe aceste piețe organizate se tranzacționează atât contracte futures, cât și opțiuni asupra acestor contracte la termen și pe devize.

Pe piețele OTC (over the counter) sau *la ghișeu*, produsele derivate pot fi tranzacționate direct între doi intermediari care încheie între ei un contract specific. S-au dezvoltat începând cu mijlocul anilor 80 când profesioniștii în administrarea investițiilor s-au orientat către bănci pentru a obține o gestionare personalizată a riscurilor portofoliilor pe care le dețin. Specificul contractelor care se încheie, cât și absența casei de compensație antrenează o slabă lichiditate a produselor și o siguranță redusă pentru participanți. Acoperirea realizată pe piețele de acest tip este mai costisitoare decât una pe o piață organizată.

Produsele negociate pe aceste piețe sunt:

- F.R.A. (forward rate agreement)
- SWAPS
- opțiuni
- caps and floors.

F.R.A. este un acord asupra ratei dobânzii la termen, sub forma unui contract semnat între două părți care încearcă să se protejeze contra unor variații de sens opus ale dobânzilor. Parametrii contractelor sunt următorii: valoarea nominală, rata de referință (ex. EURIBOR), data începerii și durata contractului, rata garantată. Operațiunea este disociată de contractarea unui împrumut sau creditare la scadență, ea putând fi realizată cu semnatarul FRA, cu un alt organism sau neîncheindu-se deloc. Lichidarea FRA se face prin vărsarea diferenței de dobândă dintre rata de referință și cea garantată.

Cumpărătorul unui FRA încearcă să se protejeze împotriva unei creșteri a dobânzilor pe termen scurt. Este cazul unui debitor care vrea să limiteze costul îndatorării sale. Invers, un creditor își va garanta rata unui plasament vânzând FRA (anticipează o scădere a ratei dobânzii). Ca și instrumentele clasice de acoperire a riscurilor, ce au un caracter ferm, F.R.A. permite asigurarea în fața unei evoluții nefavorabile a dobânzii pe termen scurt, dar nu oferă prilejul de a beneficia de pe urma unei evoluții favorabile.

SWAPS sunt contracte care permit fiecărei părți să modifice caracteristicile unei datorii sau ale unui plasament și deci, să schimbe între ei riscurile. Primele SWAPS au fost cele de devize (anii 80), în special pentru transformarea datoriilor țărilor în curs de dezvoltare, apoi au apărut SWAPS de dobânzi și opțiuni pe SWAPS.

SWAP de rate ale dobânzii sunt contracte prin care două părți se angajează să schimbe fluxurile de dobândă ale unui capital dat, conform unei eșalonări prestabilite. Seriile de fluxuri schimbate sunt numite tranșe de SWAP. În general, o tranșă este o serie de dobânzi cu rată fixă, iar cealaltă, este o serie de dobânzi cu rată variabilă.

Practic, la fiecare scadență, pentru a se evita mișcările inutile de fonduri, doar diferența de dobândă este vărsată de către partea „perdantă”. Un SWAP de dobânzi permite de obicei modificarea ratei unei datorii sau unui plasament

Opțiunile de pe piața OTC pot fi atât pe rata dobânzii, cât și pe devize. De exemplu, dacă o societate știe că va trebui să efectueze un plasament sau să contracteze un împrumut în viitorul apropiat, ea poate semna un contract de opțiune cu instituția financiară respectivă. Își va garanta datorită acestui produs adaptat cerințelor sale, rata sa viitoare a dobânzii, având și posibilitatea de a profita de o variație favorabilă a ratelor.

Când o opțiune este cumpărată la o bancă separată de cea care ulterior va realiza operațiunea de creditare sau plasare, exercitarea operațiunii va consta în vărsarea unei sume reprezentând diferența dintre rata garantată și rata de pe piață. Opțiunile pe diferența de rată a dobânzii pot fi pe termen scurt (simple) sau să privească perioade mai lungi (opțiuni multiple). Între ultimele, cele mai cunoscute sunt **CAPS, FLOOR și COLLARS**.

Un **CAP** permite garantarea unei rate a dobânzii având o limită maximă, pentru o sumă și o perioadă fixate în avans. Este propusă persoanelor fizice în opțiunile de credit ipotecar.

Un **FLOOR** reprezintă o operațiune simetrică care permite protejarea unui plasament de o scădere a dobânzilor și garantează o rată minimă prestabilită.

Un **COLLAR**, adică o combinație între cumpărarea unei CAP și vânzarea unei FLOOR, autorizează pe cel împrumutat să-și diminueze costul acoperiri sale (încasând o primă ca vânzător de FLOOR). În schimb, nu poate profita de o scădere a dobânzilor, decât până la rata minimă prevăzută. Creditorul poate la rândul lui să cumpere FLOOR și să vândă CAP, pentru a obține un randament cuprins între cele două rate (minimă și maximă).

„**Opțiunile la limită**” permit cumpărătorului să se protejeze de variația cursului unui activ suport pe un interval dat. Ele sunt mai puțin costisitoare decât opțiunile tradiționale, iar cele mai răspândite sunt următoarele:

- „*Cap up and out*” - permite cumpărătorului ei, care s-a împrumutat, să se acopere contra unei creșteri a ratei dobânzii pe un interval dat. Peste acesta, garanția dispare.

- „*Cap up and in*” – invers, se activează pornind de la o anumită limită, sub care cel împrumutat rămâne expus unei creșteri a ratelor dobânzii.

- „*floor down and out*” – permite cumpărătorului, un creditor, să se protejeze de o scădere a dobânzii pe un interval dat.

- „*floor down and in*” – protejează invers, de scăderea ratelor începând cu o anumită limită.

Opțiunile de generația a doua sunt mai recente decât opțiunile clasice și se tranzacționează doar pe piața OTC. Există practic atâtea variante câte bănci, cele mai răspândite fiind:

- opțiunile „*bermudas*” – sunt exercitabile la un anumit număr de date punctuale, determinate în avans. Așa cum insulele Bermude sunt situate în mijlocul Oceanului Atlantic, ele se interpun între opțiunile europene și cele americane.

- opțiunile „lookback” – numite și *cu retrovizor*, permit cumpărătorului să profite de cursul spot cel mai favorabil al activului suport înregistrat pe parcursul duratei de viață a opțiunii.

- opțiunile „cu barieră” – sunt însoțite de un curs limită. Cele cu barieră activantă se nasc doar când bariera este atinsă pe parcursul duratei lor. Cele cu barieră dezactivantă există din momentul creării lor, dar pot dispărea definitiv dacă este atins un anumit nivel al cursurilor.

Opțiunile de a treia generație – caracteristica generală a celor mai recente opțiuni este căutarea unei ameliorări a raportului cost-risc în cadrul gestionării riscului valutar. Aceste opțiuni, disponibile doar pe piața OTC, vizează în special diminuarea primei de plătit de către cumpărător.

Opțiunile „baskets” iau în considerare mai multe devize, evitând astfel cumpărarea sau vânzarea unui ansamblu de opțiuni, fiecare pe o monedă anume.

CAPITOLUL 10. TRANZACȚIILE BURSIERE

10.1. Tipuri de operațiuni bursiere și comportamentul investitorilor

Operațiunile financiare derulate în bursă au la bază trei motivații diferite, dar complementare:

- încasarea remunerației aferente unui plasament: dividende în cazul acțiunilor, dobânzi la obligațiuni etc.;

- achiziționarea unui număr suficient de acțiuni pentru a putea interveni în gestionarea unei societăți, pentru a o controla;

- realizarea de plus-valoare din vânzarea de titluri financiare, devize sau alte produse bursiere, la un curs mai mare decât cel de cumpărare. Simetric, un operator poate încerca să evite devalorizarea activelor pe care le deține în portofoliu, în ipoteza unei scăderi a cursurilor.

În funcție de motivațiile prezentate, dar și de obiectul lor, tranzacțiile bursiere se pot împărți în următoarele categorii:

a) operații cu titluri

Operațiunile de acest tip, dacă se desfășoară în piețe bursiere organizate, au ca și obiect, de regulă, cele mai lichide acțiuni, iar dintre obligațiuni, pe cele convertibile în acțiuni.

b) operațiunile cu produse financiare derivate

Pe aceste piețe se cumpără sau se vând la termen contracte futures pe rata dobânzii sau asupra unui lot virtual de obligațiuni, valoarea acestor produse variind invers proporțional comparativ cu evoluția ratei dobânzii. Sunt propuse și contracte futures pe indici bursieri sau pe devize. Piețele de opțiuni permit și ele a se cumpăra (nu a se negocia) dreptul de a vinde sau de a cumpăra contracte futures asupra acțiunilor unor mari societăți sau indici bursieri sau având ca și activ suport devize ori rate ale dobânzii etc.

Piața la termen constituie un mijloc pentru investitori de a se apăra contra fluctuațiilor de curs, realizând în același timp o achiziție la vedere și o vânzare la termen, care se compensează reciproc.

La fel, produsele derivate pot servi ca acoperire în fața riscurilor. Astfel, deținătorul unor active financiare care se teme de o devalorizare a acestora, poate vinde la termen contracte futures asupra acestora sau cumpăra opțiuni de vânzare avându-le activ suport.

Având un rol de asigurare, aceste operațiuni protejează operatorii, în schimbul unui cost limitat și rezonabil, împotriva unor evoluții aleatoare, care pot avea consecințe grave.

În acest context, în funcție de atitudinea investitorului față de risc, putem distinge scopul urmărit de către acesta, atunci când inițiază o tranzacție în bursă:

- efectuarea unui plasament propriu-zis, care presupune vânzarea sau cumpărarea efectivă a titlurilor ce fac obiectul operațiunii, la vedere sau la termen, pe una sau mai multe piețe bursiere;

- acoperirea în fața riscurilor (de preț, de dobândă, de schimb etc.), care pot afecta rezultatul unei investiții în bursă;
- exploatarea diferențelor de preț, ce pot apărea în timp și spațiu, în cazul activelor cotate.

10.2. Tranzacțiile la vedere

Sunt o categorie de operațiuni desfășurate atât în bursele americane (cash delivery), cât și în cele de tip european (au comptant), care au ca și trăsătură definitorie faptul că momentul încheierii tranzacției este legat direct în timp de cel al livrării și plății titlurilor ce fac obiectul contractului de vânzare-cumpărare.

Aceasta înseamnă că, pe de o parte, vânzătorul se găsește în posesia valorilor mobiliare pe care dorește să le înstrăineze, acestea fiind imobilizate și remise imediat reprezentantului cumpărătorului, iar pe de altă parte, acesta din urmă, virează contravaloarea titlurilor în contul celui dintâi, imediat se contractul a fost perfectat.

Prin urmare, tranzacțiile de acest fel nu se pot efectua decât având la bază o acoperire integrală în bani sau titluri a ordinelor de cumpărare, respectiv de vânzare date de către investitori brokerilor care îi reprezintă. De aceea ele mai sunt numite și operațiuni „la disponibil”. Piața pe care se desfășoară aceste tranzacții este una distinctă, numită și piața de spot, iar vânzările-cumpărările se fac prin intermediul unor brokeri specializați în acest fel de operațiuni.

Tranzacțiile se decontează imediat ce au fost semnate contractele de vânzare-cumpărare, de aceea ele mai poartă și denumirea de tranzacții cash, sau cu reglementare imediată. În practică, datorită particularităților procesului de decontare bancară și din rațiuni de siguranță, decontarea tranzacțiilor la vedere se face de regulă în trei zile bancare de la momentul încheierii lor.

În cazul în care vreuna dintre părți nu se achită de obligațiile asumate prin contract, brokerul care-i reprezintă interesele este obligat să-i lichideze automat poziția, vânzând sau cumpărând titlurile neachitate, respectiv nelivrate, la prețul zilei. Pierderea înregistrată în acest fel, datorită diferențelor de curs nefavorabile, este imputată clientului.

Piața spot prezintă avantajul pentru investitori că aceștia nu pot înregistra pierderi considerabile de pe urma executării ordinelor pe care le-au dat, deoarece acestea au la bază cursuri cunoscute, care nu pot varia prea mult în intervalul de timp cuprins între semnarea contractului de vânzare-cumpărare și finalizarea operațiunii. Sigur că ulterior, o poziție cash deschisă pe piața fizică poate fi perdantă, în măsura în care investitorul nu adaptează structura portofoliului său la conjunctura de pe piață.

De asemenea, existența pieței spot este indispensabilă pentru funcționarea pieței la termen, asigurându-i acesteia buna funcționare, făcând posibilă desfășurarea unor operațiuni de arbitraj între piața fizică și cea futures etc.

Tranzacțiile la vedere se pot efectua în principiu cu oricare dintre titlurile cotate la bursă și pentru orice cantitate din acestea, neexistând limite minime sau maxime în ceea ce privește volumul ordinelor. Trebuie precizat că unele acțiuni se tranzacționează doar în loturi (100 bucăți sau multipli) și că în acest caz se pot vinde sau cumpăra doar un număr rotund de titluri.

Cursul titlurilor tranzacționate la vedere este determinat direct de cererea și oferta pentru ele, cu mențiunea că aceeași cantitate de active financiare este mai ușor de vândut sau cumpărat la termen, datorită avantajelor pe care aceste operațiuni le prezintă. Prin urmare, într-o bursă în care se practică atât tranzacții spot, cât și la termen, cele dintâi au o importanță marginală.

Tranzacțiile la vedere au un caracter ferm și definitiv și împlinesc următoarele funcții:

- permit investitorilor să-și constituie și modifice portofoliile, pentru a obține o remunerație (dividende, cupon etc.).

- asigură realizarea plus-valorii din vânzarea titlurilor la un preț mai mare decât cel de cumpărare sau pentru a evita devalorizarea activelor deținute.

- oferă investitorilor posibilitatea de a interveni în administrarea unei societăți, de-a o controla.

Legat de acest din urmă aspect, o categorie aparte de tranzacții la vedere o reprezintă ofertele publice secundare. Acestea sunt considerate operațiuni cu caracter excepțional, ce privesc pachetele de acțiuni ale unor firme cotate la bursa respectivă.

La fel ca și orice ofertă publică și cele secundare presupun aducerea la cunoștință celor interesați, cu ajutorul mijloacelor de informare în masă, a intenției uneia sau mai multor persoane de a cumpăra, vinde sau schimba acțiuni ale unei societăți cotate, conform unor condiții de preț, cantitate și într-o perioadă de timp stabilite anticipat.

În funcție de sensul derulării lor, ofertele publice secundare pot fi de cumpărare și de vânzare. Cele dintâi sunt cel mai frecvent întâlnite într-o bursă și permit creșterea externă prin preluarea controlului asupra concurenților.

Oferta publică de cumpărare permite unei persoane (fizice sau juridice) sau unui grup de persoane care acționează concertat să facă publică dorința de a achiziționa cash titluri ale unei societăți cotate. Dacă în loc de numerar se propun titluri ca modalitate de plată, atunci ea se numește ofertă publică de schimb.

Oferta publică de cumpărare trebuie să privească totalitatea titlurilor de capital și a celor care dau acces la acesta și la drepturile la vot ale societății emitente: acțiuni, certificate de investitor, warante și drepturi de preferință etc.

Este necesar ca oferta să fie irevocabilă și să respecte un calendar fixat în avans. În acest sens, inițiatorul ofertei trebuie să publice mai întâi o notificare (prospect de ofertă) prin care să informeze publicul cu privire la intențiile sale în următoarele 12 luni, la prețul propus, la numărul de titluri deja deținute și la volumul ofertei etc. Prospectul de ofertă trebuie, în prealabil, avizat de către autoritatea de reglementare în domeniu (la noi CNVM). Societatea vizată trebuie să răspundă printr-o notă de informare a acționarilor cuprinzând repartitia capitalului, avizul motivat al Consiliului de Administrație față de oferta considerată oportună sau nu, un avertisment privind riscul pe care-l prezintă aceasta. Pe parcursul derulării ofertei acțiunile rămân cotate iar ofertantul poate cumpăra titluri, cu excepția cazurilor în care și-a rezervat dreptul de a renunța la operațiune când numărul de titluri prezentate ca răspuns la oferta sa nu atinge pragul fixat. În principiu, se pot depune și oferte concurente pe parcursul acestei perioade, cu condiția să aibă un preț cu cel puțin 2% peste cel oferit. După ce perioada de valabilitate a ofertei trece, rezultatul operațiunii este publicat, cu precizarea numărului de titluri achiziționate, în caz de finalizare cu succes a tranzacției.

În majoritatea țărilor cu o economie de piață consolidată, efectuarea unei oferte publice secundare de cumpărare sau de schimb este obligatorie în momentul în care o persoană fizică sau juridică ajunge să dețină mai mult de 1/3 din capital sau din drepturile la vot ale unei societăți deschise publicului, cotate pe o piață reglementată. În acest caz, oferta nu poate cuprinde nici o clauză care să prevadă necesitatea prezentării unui număr minim de titluri, pentru ca oferta să fie considerată finalizată cu succes.

Ofertele publice de cumpărare și cele de schimb constituie un mijloc eficient și rapid de a realiza concentrări sau regrupări de societăți. Ele permit efectuarea de achiziții la un preț fixat în avans. Dacă ofertantul ar proceda la cumpărări succesive în bursă, va rezulta o creștere a prețului și implicit controlul ar fi obținut cu un cost mai mare. Oferta publică de schimb, permite la rândul ei degajarea de lichidități pentru a finanța dezvoltarea, chiar dacă titlurile date la schimb trebuie remunerate. Ofertele animă piața financiară și relevă subevaluarea bursieră a unor titluri. Ele incită de asemenea administratorii firmelor

la o gestionare mai riguroasă și la o mai bună informare a acționarilor, care vor decide reușita sau insuccesul operațiunii.

Pentru că nu toate ofertele publice de cumpărare sunt considerate binevenite, societățile care se simt vizate de astfel de operațiuni cu caracter inamic, pot încerca să le prevină. O soluție poate fi schimbarea formei juridice a societății. Astfel, este posibilă adaptarea unui statut de societate în comandită pe acțiuni, unde asociații care gestionează firma nu pot ceda părțile lor fără consimțământul celorlalți.

Când capitalul este dispersat sunt posibile mai multe strategii: fidelizarea acționarilor prin oferirea unei remunerări suficiente, informarea corespunzătoare a acestora, crearea unor cluburi ale acționarilor și incitarea acestora să dețină titluri în formă „nominativă”. Se poate de asemenea crea un așa-numit „nucleu dur”, prin participarea semnificativă a unui grup de acționari prieteni care să intre în Consiliul de Administrație (este o apărare eficientă, dar prezintă riscul de a vedea un „amic” tentat să joace un rol mai mare în societate). Se poate apoi încuraja intrarea salariiștilor în capitalul întreprinderii, utilizarea dreptului la vot plural de acționarii cu vechime sau de către membrii fondatori, limitarea dreptului la vot la un anumit procent din capital etc. Se poate de asemenea, recurge la creșterea capitalizării bursiere prin absorbția filialelor care să ducă la creșterea valorii societății și deci a costului ofertei.

Majorarea de capital social, o operațiune curentă în viața întreprinderilor, poate deveni o armă anti-ofertă de cumpărare, în măsura în care ea diluează capitalul și face atacul mai costisitor.

Emiterea de bonuri de subscriere în acțiuni, legate sau nu de acțiuni sau obligațiuni este eficientă, când acestea sunt destinate unor investitori prieteni, pentru că permite excluderea inițiatorului ofertei de cumpărare, ceea ce nu este legal posibil în cazul unei creșteri ordinare a capitalului.

O soluție de ultimă instanță ar fi depunerea unei oferte concurente de către un terț, cu sprijinul societății vizate, dar aceasta riscă să devină dependentă de „salvatorul” ei. Ea poate de asemenea lansa o ofertă de cumpărare asupra capitalului „agresorului” ei sau se poate face mai puțin atractivă vânzându-și principalele active sau crescându-ți gradul de îndatorare. Această practică poate însă deteriora potențialul de dezvoltare în viitor al firmei și poate fi atacată în justiție de către acționari.

Tot ofertă publică de cumpărare este și cea numită ofertă de retragere, care trebuie efectuată în vederea asigurării protecției acționarilor minoritari, în situația în care o persoană sau un grup de interese ajung să dețină mai mult de 90% din drepturile la vot în adunarea generală. Odată ce această ofertă este încheiată, societatea va fi delistată din bursa respectivă, iar titlurile rămase în posesia acționarilor minoritari vor fi mult mai greu de înstrăinat.

Simetrice cu ofertele de cumpărare sunt cele de vânzare, prin care unul sau mai mulți deținători ai unor pachete semnificative de acțiuni la o societate, le propun celor interesați (din interiorul și din afara firmei) să le cedeze titlurile la un preț și într-o perioadă fixate dinainte.

În România, aceste tranzacții au fost folosite cu precădere de către stat în cadrul procesului de vânzare al întreprinderilor sale, cu precizarea că această metodă de privatizare nu a fost, din varii motive, preferată de autorități.

10. 3. Tranzacțiile la termen

Spre deosebire de tranzacțiile la vedere, cele la termen presupun un decalaj temporal între momentul inițierii și cel al lichidării operațiunii. În timp ce tranzacțiile cu reglementare imediată presupun o livrare și plată a titlurilor cvasiimediată, cele la termen pretind asumarea în avans a unor obligații contractuale care vor fi executate ulterior, la scadență. Intervalul de timp cuprins între perfectarea contractului și data lichidării acestuia, poartă generic denumirea de „termen”.

La scadență nu este necesară remiterea efectivă a produsului negociat, acest lucru se întâmplă rar, majoritatea tranzacțiilor compensându-se prin adoptarea unei poziții de sens opus în raport cu cea inițială, cu ajutorul unei case de cliting sau de compensație. Aceasta efectuează regularizarea pozițiilor deținute de operatori, calculându-le câștigul sau pierderea aferentă, în funcție de evoluția cursurilor.

Tranzacțiile la termen sunt socotite operațiuni pe credit, ele permițând investitorilor să inițieze vânzări-cumpărări de titluri pe care nu le dețin sau pentru care nu posedă capitalul necesar pentru a le plăti. Aceasta deoarece operațiunile la termen sunt garantate doar prin depunerea unei acoperiri, la momentul perfectării contractului. Ea reprezintă doar o fracțiune din angajamentele asumate de către cumpărători sau vânzători, iar mărimea ei este stabilită prin regulamentele de organizare și funcționare ale fiecărei burse, fiind actualizată periodic sau ori de câte ori este nevoie. Acest depozit de acoperire poate fi constituit din numerar, din titluri sau chiar aur și este destinat a garanta intermediarilor de bursă că investitorii care le sunt clienți își vor onora angajamentele. Ratele de acoperire diferă de la o bursă la alta, iar în cadrul aceleiași piețe depind de factori precum scadența operațiunii, volumul acesteia sau natura acoperirii. Astfel, în bursa franceză, procentul prevăzut pentru depozitul de acoperire în cadrul tranzacțiilor la termen ferme este de : 20% în cazul numerarului și bonurilor de tezaur, 25% pentru rente și obligațiuni franceze sau aur, 40% pentru valorile cu venit variabil. De asemenea, titlurile care sunt acceptate ca acoperire trebuie să fie dintre cele mai lichide din piață și nu pot să fie aceleași valori ca și cele din poziția pe care o garantează.

Tranzacțiile la termen se bucură de un real succes în rândul investitorilor, datorită multiplelor avantaje pe care le prezintă pentru aceștia:

- oferă posibilitatea operatorilor să reducă riscul de preț, incertitudinea cu privire la nivelul viitor al cursurilor, fixând astăzi un preț care va fi valabil după un timp mai mult sau mai puțin îndelungat.

- efectuarea tranzacțiilor presupune doar o acoperire parțială în titluri sau bani a ordinelor de vânzare sau cumpărare, sub forma depozitelor de garanție constituite inițial.

În consecință, tranzacțiile la termen au constituit premise favorabile dezvoltării speculației sau arbitrajelor, care sunt considerate în general a avea efecte benefice asupra burselor.

- tranzacțiile la termen generează, datorită specificului lor, un „efect de levier” considerabil. Acesta exprimă pentru investitor efectul de multiplicare al profitului dar și al pierderii pe unitatea de capital investită (de aceea este considerat un avantaj relativ), ca urmare a utilizării unui credit.⁸ Câștigul, dar și pierderea se amplifică cu atât mai mult cu cât procentul prevăzut pentru depozitul de acoperire este mai redus.

- operațiunile la termen produc și un efect de avalanșă deloc de neglijat. Acesta apare în cazul în care într-o tranzacție prețurile înregistrează o evoluție favorabilă pentru investitor, iar acesta fracționează ordinul principal de cumpărare sau de vânzare în mai multe ordine succesive și de sens opus. Beneficiul obținut de pe urma executării fiecăreia dintre acestea este reinvestit, majorându-se disponibilul din depozitul de acoperire și oferind posibilitatea amplificării treptate a volumului tranzacției și a beneficiului final. În funcție de modul în care sunt lichidate și de cursul la care se execută, tranzacțiile pot fi de mai multe tipuri.

Tranzacțiile la termen *ferme*, se numesc astfel deoarece trebuie finalizate obligatoriu la prima dată a lichidării care urmează perfectării contractului. În bursa franceză, aceste operațiuni sunt denumite tranzacții la termen de o lună (reglement mensuel) și se lichidează în a șaptea zi care precede ultima zi lucrătoare din fiecare lună.⁹

⁸ vezi Drăgoescu E. și A., *Op.cit.*

⁹ vezi Picon,O., *Op.cit.*

Cumpărătorul va câștiga atunci când au crescut cursurile, deoarece va putea revinde titlurile la prețul zilei, care este mai mare.

Vânzătorul este în câștig când au scăzut prețurile, deoarece poate răscumpăra activele respective la un curs mai ieftin. Pentru a evita apariția unor pierderi însemnate sau pentru a profita de o conjunctură favorabilă, investitorii pot să-și compenseze poziția până la data lichidării printr-o operațiune de sens opus în raport cu cea inițială.

Tranzacțiile de prelungire fac posibilă menținerea deschisă a poziției de cumpărător sau vânzător până la următoarea dată a lichidării. Un cumpărător care dorește să-și prelungească poziția va efectua o operațiune de *report*. El va căuta un operator dispus să cumpere în locul său titlurile la data curentă a lichidării și care acceptă să i le restituie la următorul termen. Acest intervenient va fi de acord să-și imobilizeze (plaseze) capitalul pe perioada dintre două lichidări în schimbul unei dobânzi numita *report*. Agentii de bursa dispun de sume importante de bani depuse la ei de clienți care le solicită să le plaseze temporar banii în operațiuni de *report*. Pentru a facilita derularea acestor tranzacții, ele au la bază un curs convențional numit „curs de compensare” stabilit de către bursă ca o medie a prețurilor la care cotează valoarea respectivă în ziua lichidării. Cumpărătorii cre-și reportează poziția vor vinde titlurile la acest curs de compensare și vor achiziționa aceleași valori la termen, pentru lichiditatea următoare la același curs + *reportul*.

Se poate întâmpla ca în ziua lichidării, vânzătorii care doresc să-și reporteze poziția să fie mai numeroși decât cumpărătorii (din punct de vedere al numărului de titluri). În acest caz, ei trebuie să găsească un investitor care deține titlurile de care au nevoie și care să fie dispus să le împrumute de la o lichidare la alta, în schimbul unei dobânzi numite „*deport*”.

Este posibil de asemenea și ca vânzările și cumpărările care se reportează să fie în echilibru. În acest caz, nu se mai percepe dobândă, iar *reportul* se efectuează la paritate.

Tranzacțiile la termen *cu primă* sunt considerate operațiuni condiționale deoarece oferă posibilitatea uneia dintre părți, de regulă cumpărătorului, ca la scadență să rezilieze contractul, dacă executarea acestuia le-ar aduce pierdere. În acest caz, el va trebui să plătească vânzătorului o despăgubire numită primă. Aceasta este fixată de către conducerea bursei și reprezintă pierderea maximă ce poate fi înregistrată de către cumpărător. Contractul va fi executat și deci prima nu va fi achitată, în toate cazurile în care la scadență cursul activului negociat va fi mai mare decât cursul de cumpărare din contract, diminuat cu prima.

Stelajele sunt operațiuni la termen aflate la granița dintre cele ferme și cele condiționale, care dau dreptul celui care le achiziționează ca la scadență să cumpere sau să vândă titlurile ce fac obiectul contractului, la un preț de achiziție, respectiv unul de vânzare stabilite anticipat. Un stelaj va conține așadar două prețuri, unul de cumpărare, mai mare decât cursul la care cotează titlul respectiv pe piața tranzacțiilor la termen ferme și unul de vânzare, mai mic.

Cumpărătorul stelajului este cel care mizază pe o variație amplă în viitor, indiferent de sensul ei, a cursului titlurilor respective. El va vinde în caz de prăbușire a cursului și va cumpăra în caz de apreciere. În situația în care la scadență prețul zilei va fi situat în interiorul intervalului cuprins între cele două extreme ale stelajului, cumpărătorul acestuia va pierde. La fel ca și în orice altă tranzacție bursieră, pierderea sa va reprezenta un câștig pentru partenerul său de afaceri. Prin urmare, cel care vinde un stelaj are o viziune diferită cu privire la evoluțiile viitoare ale cursurilor activelor respective în bursă. El anticipează că prețurile nu vor varia foarte mult și că la final se vor situa în interiorul stelajului.

a) *contractele la termen de tip forward*

Un contract la termen *forward* constituie un angajament de a cumpăra sau a vinde o anumită cantitate de „suporturi” la o dată scadență în viitor și la un preț precizat în momentul în care contractul

este încheiat. Dacă la data scadenței prețul activului suport al contractului este mai mare decât prețul specificat, cumpărătorul contractului obține un profit, în caz contrar, o pierdere.

Cumpărătorul contractului este câștigător dacă prețul acestuia crește în raport cu prețul inițial al contractului, deci prețul la vedere este mai mare la scadență decât prețul de cumpărare din contractul la termen, în măsura în care cumpărătorul nu denunță operațiunea sa înainte de scadență și invers.

b) Contractele la termen de tip futures

Deși contracte la termen futures având ca și active suport materii prime, au existat după 1860, primele contracte la termen de instrumente financiare au apărut în 1979 – contracte la termen de devize.

Profilul de risc este identic cu cel al contractelor forward. Ca și la acestea, futures prezintă un profil de câștiguri simetrice. Dar invers decât la forward, riscul de credit, adică riscul „defecțiunii” unuia dintre contractanți, este eliminat prin două mecanisme specifice: depozitul de garanție și apelul la marjă pe de o parte, și existența unei case de compensație și standardizare pe de alta.

Pentru a se asigura că fiecare parte, fie cumpărătorul, fie vânzătorul, respectă angajamentele sale, este necesar un depozit de garanție. Este marja inițială, care nu trebuie constituită în mod obligatoriu la forward. Mărimea ei depinde de volatilitatea titlurilor și deci de riscul implicat. Ea poate varia între 1 și 10% în funcție de natura suportului. Dacă valoarea contractului futures crește, câștigul (venit x număr de contracte) rezultat din diferența dintre noul curs și cel vechi, este evidențiat în creditul cumpărătorului.

Invers, când contractul pierde din valoare, suma pierderilor este debitată în contul cumpărătorului și depozitul său de garanție este diminuat.

Dacă în acest mod suma depozitului de garanție atinge un nivel minim, numit „marjă de menținere”, se va proceda la un apel la marja față de client. Marja de menținere reprezintă de regulă 70 – 80% din marja inițială. Marjele sunt depuse în bani lichizi, iar depozitarul nu varsă dobândă clientului său. Uneori, depozitarii autorizează clienți importanți să depună titluri purtătoare de dobândă precum bonuri de tezaur. În acest caz, nu avem de-a face cu un cost de oportunitate asociat contractului futures, deoarece marja continuă să aducă dobândă.

Dacă în urma unui apel la marjă clientul nu efectuează vărsământul corespunzător, poziția va fi lichidată. Astfel, riscul unor „defecțiuni” este practic eliminat. Totuși, în caz de variații importante a cursului suportului, piața futures poate fi închisă după ce autoritatea pieței constată o variație a prețului egală cu variația maximă autorizată. Același caz poate apare când un intermediar dorește să lichideze poziția unui client, dar este împiedicat de existența acestor limite.

De asemenea, în loc ca plata să intervină o singură dată, la scadență, ca și forward, toate modificările în valoarea contractului futures fac obiectul unei reglări în ziua în care se produc aceste schimbări. De exemplu, dacă prețul suportului crește și contractul înregistrează o valoare pozitivă, aceasta nu va fi primită la scadență ca și la forward, ci la sfârșitul zilei respective – contractele futures sunt „marked to market”.

Datorită faptului că perioada de contabilizare a câștigului sau pierderii în cazul unui futures este așa redusă, riscul de credit se diminuează.

În măsura în care valoarea contractului futures este primită sau vărsată la sfârșitul fiecărei zile, un futures este echivalentul unei serii de contracte forward succesive. În fiecare zi contractul zilei precedente este compensat, deoarece este creat un nou contract care expiră în ziua următoare etc.

Pentru a evita consecințele unor eventuale „defecțiuni” în raporturile dintre cumpărător și vânzător, pe toate piețele futures, operatorii nu încheie contracte direct între ei.

Toate operațiunile se efectuează prin intermediul unei camere de compensație care înregistrează imediat toate contractele negociate între cumpărător și vânzător. Ea se interpune automat ca și contraparte a cumpărătorului pe de o parte, și a vânzătorului pe de alta, rupând orice legătură între ei.

Toate contractele sunt deci încheiate cu casa de compensație, un contract între cumpărător și casa de compensație care are rolul de vânzător și altul între vânzător și casa de compensație, care joacă rolul cumpărătorului. Aceasta din urmă ține un registru nominal al negociatorilor autorizați. În fapt, ordinele nu sunt transmise direct casei de compensație. Ele trebuie automat să tranziteze prin intermediul negociatorilor care au aderat la acest organism, singurii abilitați să negocieze pe piață, în contul lor sau al clienților.

Acest sistem oferă o dublă garanție: intermediarii sunt responsabili față de casa de compensație pentru ducerea la bun sfârșit a operației; de asemenea, în cazul în care un negociator înregistrează dificultăți, casa de compensație va fi aceea care va onora contractele încheiate. Astfel, într-un fel, un operator care transmite un ordin pe piața futures cumpără de la casa de compensație o „poliță de asigurare”. În definitiv, un contract futures este asimilabil unui portofoliu forward. La încheierea fiecărei ședințe bursiere, componentele forward ale contractului sunt compensate și un nou contract este creat (această asemănare este valabilă în măsura în care ratele dobânzii sunt cunoscute în avans cu certitudine). În fapt, futures implică un profil sau un cost de finanțare pentru acoperirea pozițiilor la termen. Acest profil sau cost este incert, ceea ce face diferența față de forward.

Această compensație cotidiană, existența depozitelor de garanție și a piețelor organizate permite eliminarea riscurilor inerente contractelor forward.

Diferențele principale între contractele forward și futures¹⁰

10. FORWARD	11. FUTURES
<ol style="list-style-type: none"> 1. Contracte adaptate cliențului în termeni de format și dată a lichidării. 2. Contract privat între două părți. 3. Imposibilitatea inversării contractului. 4. Profitul sau pierderea dintr-o poziție nu sunt realizate decât la data lichidării. 5. Marja este fixată o dată, în ziua primei tranzacții. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Contracte standard în termen de format și de dată a lichidării. 2. Contract standard între client și casa de compensație. 3. Posibilitatea negocierii libere a contractului pe piață. 4. Contractele sunt „marked to market” profitul și pierderea sunt realizate imediat. 5. Marja trebuie menținută pentru a reflecta mișcarea prețurilor.

c) Contractele de opțiuni

Proprietarii contractelor forward, futures sau swap au contractat o obligație la termen, însă ferm și definitiv. Contractele forward și futures conferă obligația de a cumpăra (vinde) la o dată viitoare și la o dobândă (taxă) specificată în contract, Swap-ul obligă, de exemplu, la cumpărarea unui cash flow al unei rate a dobânzii în viitor pentru prețul unui cash flow bazat pe o dobândă fixă.

Invers, „opțiunea conferă deținătorului ei dreptul dar nu și obligația de a cumpăra sau de a vinde un activ”.¹¹ Există multe tipuri de opțiuni. Activul suport poate fi o rată a dobânzii, o rată de schimb, o

¹⁰ vezi Hull,J., *Options, Futures and other Derivatives Securities*.

¹¹ vezi Picon,O.,*Op.cit*.

materie primă, o acțiune sau alt activ financiar. Poate fi reprezentat de asemenea de un suport nematerial – de exemplu, un indice al prețurilor de consum. Principalele contracte de opțiuni negociabile pe piața opțiunilor sunt opțiuni de cumpărare call și opțiuni de vânzare put.

O call dă dreptul cumpărătorului să cumpere un număr determinat de unități ale activului suport la un preț determinat (preț de exercițiu – strike price) înainte de o dată determinată (data scadenței – strike date).

Un put dă dreptul cumpărătorului să vândă un număr determinat de unități ale activului suport la un preț determinat înainte de o dată precisă.

În toate cazurile, vânzătorul contractului este subordonat deciziei cumpărătorului acestuia, acesta din urmă exercită opțiunea doar dacă este interesat. Dreptul cumpărătorului este plătit prin vărsarea unei prime (premium) vânzătorului la data încheierii contractului.

Opțiunile de **tip european** nu pot fi exercitate decât la o dată determinată, data scadenței.

Opțiunile de **tip american** pot fi exercitate în orice moment până la data scadenței.

Principiile organizării piețelor de opțiuni sunt aceleași ca și la piețele futures. Diferența constă din faptul că nu se cere cumpărătorului opțiunii nici o marjă după încheierea contractului, deoarece riscul său a fost deja plătit; în plus, cumpărătorul opțiunii pierde doar suma primei vărsate vânzătorului prin intermediul casei de compensație la încheierea contractului.

Contractele de opțiune sunt cotate pe toată durata de viață a opțiunii, până la scadență. În multe cazuri, investitorii inversează poziția lor înainte de data scadenței sau eventual exercită opțiunea dacă aceasta le este în avantaj.

CAPITOLUL 11. RENTABILITATEA ȘI RISCUL INVESTIȚIEI ÎN ACTIVE FINANCIARE

11.1. Rentabilitatea investiției în active financiare

11.1.1. Rentabilitatea unui activ financiar

Rentabilitatea este o noțiune fundamentală în finanțe pentru că ea măsoară aprecierea sau deprecierea relativă a valorii unui activ financiar între două momente succesive. Este important a se face distincția dintre *randament* și *rentabilitate* pentru că confuzia dintre cei doi termeni este destul de frecventă. Se va numi randament sau rata randamentului unui activ financiar, raportul dintre fluxul generat de deținerea acelui activ (ex: dividend sau dobândă) și cursul acelui activ financiar la începutul perioadei de calcul. Această măsură ignoră fluctuațiile de curs, respectiv câștigurile sau pierderile datorate acestor variații, motiv pentru care măsura cea mai pertinentă în aprecierea unui plasament este rentabilitatea sau rata rentabilității.

Sub formă absolută, rentabilitatea este definită în timp discret după relația:

$$r_t = C_t - C_{t-1} + D_t$$

unde: r_t - rentabilitatea activului financiar pentru perioada t ;

C_{t-1}, C_t - cursurile înregistrate de activul financiar la momentele $t-1$ și t ;

D_t - venitul lichid atașat deținerii activului financiar între $t-1$ și t .

Intr-o astfel de relație de calcul, venitul D_t nu este reinvestit înainte de momentul t . O astfel de ipoteză este valabilă dacă perioada de timp este scurtă. Pentru a facilita comparațiile între plasamente se va utiliza o măsură relativă: rata de rentabilitate (*engl.*: rate of return; *fr.*: taux de rentabilité):

$$R_t^A = \frac{(C_t - C_{t-1}) + D_t}{C_{t-1}}$$

unde: R_t^A - rentabilitatea aritmetică a activului financiar, pentru perioada t .

În relația precedentă reinvestirea se realizează doar la momentul t . Presupunând că activul financiar generează dividende sau dobânzi în continuu și acestea sunt reinvestite în fiecare moment, se poate determina rentabilitatea continuă sau logaritmică a unui activ financiar după relația:

$$R_t^L = \ln\left(\frac{C_t + D_t}{C_{t-1}}\right)$$

Cele două metode duc la rezultate diferite și de aceea este important să se cunoască particularitățile lor, precum și cadrul de aplicare în practică. În cazul unei variații mici a valorii activului financiar, rentabilitatea logaritmică este o aproximare acceptabilă a rentabilității aritmetice. Când variațiile pozitive de curs sunt mari, rentabilitatea logaritmică este mai mică decât cea a rentabilității aritmetice. Utilizarea rentabilității logaritmică este de dorit în acele studii în care se presupune că rentabilitățile urmează o lege normală sau log-normală de probabilitate pentru că tinde să diminueze variațiile extreme pozitive.

Utilizarea celor două măsuri ale rentabilității depinde de scopul urmărit. Rentabilitățile aritmetice sunt recomandate în cazul studiilor empirice transversale (*cross section*) și atunci când se dorește măsurarea performanței unei investiții pe o perioadă de timp trecută. În cazul în care se lucrează cu serii de timp de rentabilități și se intenționează modelarea acestora sunt recomandate rentabilitățile logaritmică.

Cumularea rentabilităților pentru un interval de timp T se realizează astfel:

- în cazul rentabilităților aritmetice: $R_T^A = \prod_{t=1}^T (1 + R_t^A) - 1$
- în cazul rentabilităților logaritmică: $R_T^L = \sum_{t=1}^T R_t^L$

De remarcat că rentabilitățile logaritmică au proprietatea practică de a fi aditive. Dacă un activ ia valorile $\{C_0, C_1, \dots, C_T\}$, rentabilitatea totală observată între momentele 0 și T este:

$$R_T^L = \ln\left(\frac{C_T}{C_0}\right) = \ln\left(\frac{C_T C_{T-1} C_{T-2} \dots C_1}{C_{T-1} C_{T-2} \dots C_1 C_0}\right) =$$
$$\ln\left(\frac{C_T}{C_{T-1}}\right) + \dots + \ln\left(\frac{C_1}{C_0}\right) = R_1 + R_2 + \dots + R_T$$

și ea depinde doar de primul și ultimul curs.

Din contră, în cazul rentabilităților aritmetice, această proprietate de aditivitate nu se verifică. Pentru exemplificare, se consideră un activ financiar care ia succesiv valorile 100, 150 și 100. Rentabilitatea totală pe cele două subperioade este evident egală cu zero. Ea se poate descompune în două rentabilități aritmetice succesive egale cu 0,5 și $-0,3$. Media aritmetică simplă a acestora nu este egală cu zero. Dacă se aplică relația propusă pentru rentabilitățile aritmetice se va obține zero. Aplicând rentabilitatea logaritmică, folosind logaritmul natural, se obțin valorile 0,405 și $-0,405$. Media lor este, evident, zero.

În aceste condiții rata medie de rentabilitate se va calcula după relațiile:

- în cazul rentabilităților aritmetice: $\bar{R}_T^A = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_t^A)\right]^{1/T} - 1$
- în cazul rentabilităților logaritmică: $\bar{R}_T^L = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_t^L$

Exemplul prezentat este un caz extrem ales pentru a scoate în evidență diferența dintre media aritmetică și media geometrică. În practică, variațiile valorilor activelor financiare de la un moment la altul, sunt mult mai mici, cele două medii fiind foarte apropiate. Media aritmetică este totdeauna superioară mediei geometrice, cu excepția cazului în care rentabilitățile sunt egale, atunci mediile sunt egale. Cu cât amplitudinea variațiilor rentabilităților este mai mare, cu atât cele două medii se vor îndepărta.

Media empirică aritmetică este utilizată ca speranța rentabilității pentru perioada imediat următoare, iar media empirică geometrică este considerată ca o bună aproximare a speranței rentabilității pe termen lung.

11.1.2. Rentabilitatea unui portofoliu de active financiare

În condițiile în care compoziția portofoliului rămâne constantă între $t-1$ și t , rentabilitatea acestuia se determină ca și în cazul unui activ financiar, după relațiile:

- rentabilitatea aritmetică: $R_{pf,t}^A = \frac{V_t - V_{t-1} + D_t}{V_{t-1}}$;
- rentabilitatea logaritmică: $R_{pf,t}^L = \ln\left(\frac{V_t + D_t}{V_{t-1}}\right)$

unde: V_{t-1} , valoarea portofoliului la începutul perioadei;

V_t , valoarea portofoliului la sfârșitul perioadei;

D_t , fluxurile vărsate de activele din portofoliu pe durata perioadei de evaluare.

Relațiile precedente pleacă de la ipoteza că singura sursă de variație este dată de elementele sale constitutive. În realitate, valoarea unui portofoliu se schimbă și datorită retragerilor sau aporturilor de noi fonduri în portofoliu. În prezent sunt utilizate trei metode: rata de rentabilitate ponderată prin capitaluri, rata de rentabilitate internă și rata de rentabilitate ponderată în timp.

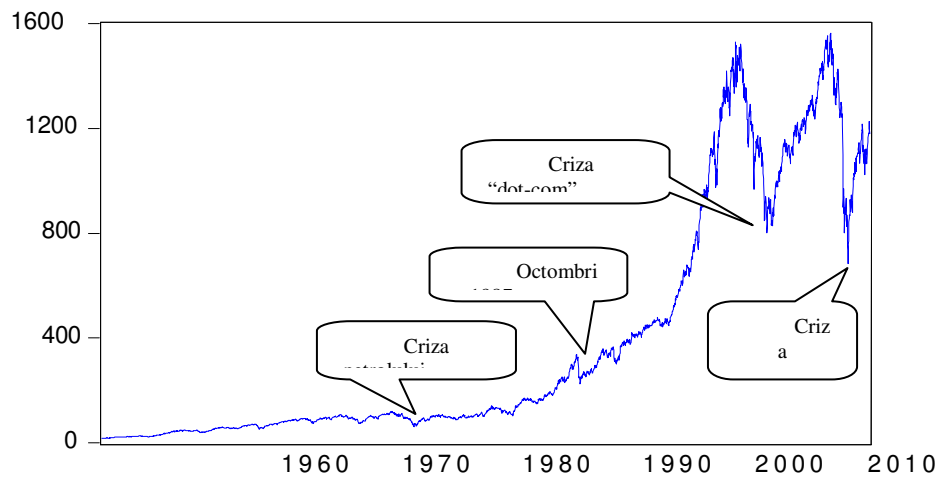
11.1.3. Indicii bursieri și rentabilitatea unei piețe bursiere

Indicele bursier este o măsură statistică a variației prețurilor unui grup (coș; panel) de titluri. După natura lor ei pot îndeplini una sau mai multe funcții care vor fi prezentate în continuare.

a). Funcția clasică de redare a evoluțiilor bursiere

Indicele Dow Jones Industrial Average (DJIA), creat în 1884, este primul indice bursier care redă evoluția cursurilor acțiunilor de pe piața americană. Acest indice, ca și indicele japonez Nikkei 225, este ponderat prin valoarea acțiunilor și nu prin capitalizare bursieră. Capitalizarea bursieră este valoarea de piață a ansamblului acțiunilor în circulație a unei societăți și se determină ca și produs între numărul de titluri emise pe piață de societate și cursul bursier la un anumit moment. Aceasta reprezintă valoarea teoretică a unei societăți la un anumit moment. Datorită modului de calcul și a reprezentativității sale, cel mai important indice de pe piața americană este indicele S&P 500, indice ponderat prin capitalizare bursieră și calculat pe baza a celor mai importante 500 de societăți americane. În Graficul 1-1 se poate observa evoluția indicelui pe o jumătate de secol, precum și principalele crahuri bursiere.

Grafic 1-1: Evoluția indicelui S&P 500 și principalele crahuri bursiere



Sursa datelor: yahoo finance

În prezent, marea majoritate a indicilor bursieri sunt indici ponderați prin capitalizare bursieră. O creștere a indicelui reprezintă o creștere a valorii de piață a societăților și implicit o creștere (teoretică) a bogăției acționarilor. Scăderea indicelui semnifică diminuarea valorii de piață și astfel sărăcirea acționarilor. Reprezentarea grafică a indicilor bursieri oferă informații privind stările unei piețe bursiere, de creștere (*bull market*) sau scădere (*bear market*). În afară de indici bursieri ai acțiunilor, pe marile piețe se calculează și indici ai obligațiunilor care sunt considerați portofolii de referință în gestiunea obligatară.

b). Funcția de portofoliu de referință (*benchmark*)

În funcție de obiectivul urmărit, investitorii de pe piața de capital se împart în investitori pasivi și investitori activi. Investitorii pasivi se mulțumesc cu performanța medie a unui portofoliu de referință (de obicei piața), în vreme ce cei activi își doresc să “bată” acel portofoliu de referință, adică să obțină performanțe superioare acestuia. Acest portofoliu de referință la care își raportează investitorii performanța poartă denumirea de *benchmark*, iar în multe cazuri acesta este un indice bursier.

c). Funcția de activ suport al contractelor la termen

În ultimele trei decenii piețele la termen au propus contracte care au ca și suport indicii bursieri. Rolul fundamental al acestor contracte este de a da posibilitatea managerilor de portofolii să se acopere sau să-și gestioneze riscul de piață. În această categorie se regăsesc contractele *futures*, contractele *options* și *trakers* (ETF – Exchange Traded Funds).

d). Funcția de analiză a volatilității activelor financiare și referință pentru anumite măsuri reglementare

În raport cu indicii bursieri se determină sensibilitatea titlurilor la variația de ansamblu a pieței, respectiv se măsoară riscul de piață al acestora prin intermediul coeficientului beta. O prezentare detaliată a acestor aspecte se regăsește în Secțiunea 3. Totodată, pe multe piețe sunt impuse anumite restricții de arbitraj pe indice și oprirea automată a cotației pe piața acțiunilor. În cazul în care indicele bursier depășește un anumit prag de variație, fixat de autoritățile pieței, tranzacțiile pe piața acțiunilor sunt întrerupte.

În funcție de modul în care sunt reținute titlurile în coșul unui indice bursier, aceștia se pot împărți în *indici de piață* (diversificabili) și *indici compoziți* (diversificați). Indicii bursieri de piață sunt calculați pe baza unui număr restrâns de titluri de pe acea piață, respectiv titlurile cele mai lichide și cu cea mai mare capitalizare bursieră. Acești indici sunt propuși pentru a constitui suport al contractelor la termen și sunt calculați la intervale scurte de timp (de ordinul zecilor de secunde). Indicii compoziți sunt calculați în general pe baza tuturor titlurilor de pe piață și scopul lor este de a reda evoluția globală a pieței. Alegerea titlurilor din coșul unui indice bursier de piață este astfel realizată încât acesta să fie cât mai bine corelat cu indicele bursier compozit, încercându-se astfel redarea evoluției pieței pe baza unui număr restrâns de titluri.

La nivel mondial există o concurență acerbă între producătorii de indici bursieri, cei mai importanți fiind societățile Standard and Poor's, Dow Jones, Wilshire, Stoxx Ltd., Russell și Financial Times. În cazul fiecărui indice există un Comitet al indicelui care supraveghează modul de calcul și ia decizii de ajustare atunci când au loc evenimente în viața societăților din coșul indicelui, astfel încât să se asigure continuitatea în timp. Pentru a veni în întâmpinarea nevoilor investitorilor aceste societăți calculează o gamă largă de indici: indici *mondiali*, indici *zonali*, indici *naționali*, indici *sectoriali*, indici *profilati* (ai societăților de capitalizare medie sau mică) și indici *specializați* (indici ai responsabilității sociale - pe baza titlurilor societăților angajate în dezvoltare durabilă).

Indicii *mondiali* și cei *zonali* vin în sprijinul investitorilor care vor să-și diversifice internațional portofoliile. În cele mai multe construcții acestor indici astfel este gândită încât cei mondiali se descompun în zonali și îndeplinesc funcția de benchmark sau în unele cazuri de activ suport.

11.2. Riscul investiției în active financiare

11.2.1. Noțiunea de risc. Riscul unui activ financiar

Singur, conceptul de rentabilitate, nu este suficient în analiza investiției în active financiare, fiindu-i necesară asocierea noțiunii de risc. Cursurile viitoare ale valorilor mobiliare nu pot fi prevăzute cu certitudine, astfel încât, rezultatul unei investiții nu poate fi determinat cu exactitate în avans, comportând un anumit risc. Riscul constituie o probabilitate de pierdere care poate fi considerată fie ca o pierdere reală de capital, fie ca un eșec în atingerea unei anumite speranțe de câștig. Cu cât oportunitatea de investiție este mai incertă, cu atât probabilitatea de a pierde este mai mare și riscul crește. Definierea formală și cantitativă a riscului este fondată pe conceptul de incertitudine. Obiectivul investitorilor este de a realiza o anumită rentabilitate din capitalul pe care îl gestionează. Obținerea acestei rentabilități nu este sigură în avans. Rentabilitatea realizată (ex post) poate fi diferită de cea sperată (ex ante). Astfel, riscul poate fi definit ca diferența dintre cursul sperat și cursul obținut: în alți termeni, riscul este dat de dispersia schimbărilor cursurilor viitoare. În literatura de specialitate există mai multe abordări pentru a măsura riscul activelor financiare. Măsurile istorice sau măsurile *ex-post* sunt cel mai frecvent folosite, dar există și abordarea scenariilor și abordarea volatilității implicite (în cazul opțiunilor).

În ipoteza că procesul stochastic al rentabilităților este staționar de ordin 2 (de medie, varianță și covarianțe constante) se poate lua un eșantion de rentabilități suficient de mare din trecutul nu prea îndepărtat pentru a se estima rentabilitatea și riscul așteptat al activului financiar. Frecvent se apreciază că o bună estimare a riscului se poate obține utilizând rentabilități lunare pe o perioadă de trei ani. Utilizarea varianței și a abaterii medii pătratice ca măsuri ale riscului este potrivită în cazul în care distribuția ratelor de rentabilitate este normală. De fapt, cunoașterea speranței și a varianței permite

calcularea probabilității ca rata de rentabilitate a activului considerat să se găsească într-un interval dat pentru că legea normală este definită în totalitate prin cei doi parametri.

Măsura statistică cea mai frecvent utilizată este **varianța** ($\sigma^2(R_i)$). Riscul unui activ financiar, pe un orizont de T perioade suficient de mare, se va putea estima după relația:

$$\sigma^2(\tilde{R}_i) \approx \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_{i,t} - \bar{R}_i)^2$$

unde: $R_{i,t}$ reprezintă rentabilitatea activului i în subperioada t ;

\bar{R}_i reprezintă media (empirică) a rentabilităților activului i pe orizontul de calcul.

Rădăcina varianței este **abaterea medie pătratică** fiind măsura statistică a riscului cea mai frecvent utilizată în practica financiară. De cele mai multe ori ea se anualizează. Astfel, dacă ea a fost estimată pe baza rentabilităților zilnice, anualizarea presupune multiplicarea acesteia cu rădăcina pătrată din 254 (reprezintă numărul mediu de ședințe bursiere dintr-un an). În cazul rentabilităților săptămânale multiplicarea se realizează cu $\sqrt{52}$. Principalul inconvenient al acestei măsuri este dat de faptul că ea consideră la fel atât riscul de scădere cât și cel de creștere, iar investitorii resping doar riscul de scădere a cursului bursier.

11.2.2. Riscul unui portofoliu de active financiare și efectul de diversificare

În prima secțiune a capitolului s-a văzut că rentabilitatea unui portofoliu se calculează ca medie ponderată a rentabilităților titlurilor care îl compun, după relația:

$$R_{pf,t} = \sum_{i=1}^N X_i R_{i,t}$$

Prin ipoteză se va considera că pe orizontul investiției rentabilitățile titlurilor din portofoliu (sunt variabile iar proporția din bugetul investitorului alocată investiției în titlul i este constantă. Determinarea speranței de rentabilitate și a riscului (măsurat prin varianță) unui portofoliu presupune utilizarea unor proprietăți statistice ale mediei (speranța matematică) și ale varianței (dispersiei). Notându-se cu a, b constantele și cu X, Y variabilele, proprietățile la care se face apel se regăsesc în Tabelul 1-2.

Tabelul 1-2: Proprietăți ale mediei și dispersiei

Proprietățile mediei (M)	Proprietățile dispersiei (D)
$M(a) = a; M(b) = b$	$D(a) = D(b) = 0$
$M(aX) = aM(X); M(bY) = bM(Y)$	$D(aX) = a^2 D(X); D(bY) = b^2 D(Y)$
$M(X + Y) = M(X) + M(Y)$	$D(X + Y) = D(X) + D(Y) + 2cov(X, Y)$

Pentru început se consideră un portofoliu compus din 2 titluri, rentabilitatea acestuia la momentul t fiind egală cu $R_{pf,t} = X_1 R_{1,t} + X_2 R_{2,t}$. Rentabilitatea așteptată și riscul acestui portofoliu vor avea expresiile:

- rentabilitatea așteptată (speranța de rentabilitate): $E(R_{pf}) = X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2)$;
- riscul (varianța):

$$\sigma^2(R_{pf}) = X_1^2 \sigma^2(R_1) + X_2^2 \sigma^2(R_2) + 2X_1 X_2 cov(R_1, R_2)$$

Se observă că rentabilitatea așteptată a unui portofoliu este o combinație liniară a rentabilităților așteptate ale titlurilor care îl compun. Riscul unui portofoliu depinde de riscul titlurilor incluse în portofoliu și de relația dintre acestea, măsurată prin intermediul covarianței. Pe baza datelor istorice această covarianță se poate estima după relația:

$$\text{cov}(R_i, R_j) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (R_{i,t} - \bar{R}_i)(R_{j,t} - \bar{R}_j)$$

unde R_i și R_j reprezintă ratele de rentabilitate a două titluri i și j , iar \bar{R}_i și \bar{R}_j reprezintă mediile empirice estimate pe eșantionul de date istorice de volum T . O covarianță pozitivă semnifică faptul că cele două titluri tind, în cele mai multe cazuri, să fluctueze în aceeași direcție, iar o covarianță negativă semnifică faptul că ele tind să evolueze în sens opus. Covarianța oferă informații legate de sensul legăturii, dar intensitatea legăturii se măsoară prin intermediul coeficientului de corelație liniară care are expresia:

$$\rho(R_i, R_j) = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{\sigma(R_i)\sigma(R_j)}$$

unde la numitor sunt abaterile medii pătratice ale rentabilităților celor două titluri. Coeficientul de corelație este definit între -1 și 1 . O valoare apropiată de -1 semnifică o corelație puternică negativă, iar cea aflată în vecinătatea lui 1 o corelație puternică pozitivă. Valoarea 0 indică lipsa corelației, adică cele două titluri tind să evolueze independent, neexistând o relație linară între ele. În continuare se vor simplifica notațiile, astfel: $\sigma(R_i) = \sigma_i$, $\text{cov}(R_i, R_j) = c_{ij}$ și $\rho(R_i, R_j) = \rho_{ij}$.

Relația dintre titlurile din portofoliu, măsurată prin covarianță sau prin coeficientul de corelație, este esențială în manifestarea efectului de diversificare a riscului unui portofoliu. Prin diversificare se înțelege repartizarea investiției în mai multe titluri de așa manieră încât să se obțină o reducere a riscului. Reușita unei diversificări depinde de caracteristicile titlurilor care vor fi incluse în portofoliu și de numărul acestora.

Se vor considera în continuare două exemple prin intermediul cărora se va înțelege mai bine influența coeficienților de corelație, dintre rentabilitățile titlurilor, asupra riscului portofoliului.

Fie un portofoliu pf în care investiția a fost repartizată în mod egal în două acțiuni a căror speranță de rentabilitate este egală cu $0,15$ și risc (abaterea medie pătratică) egal cu $0,07$. Speranța rentabilității portofoliului va fi egală cu $0,15$, indiferent de valorile coeficientului de corelație ρ_{12} . În schimb, riscul portofoliului, măsurat prin intermediul abaterii medii pătratice, va lua diferite valori în funcție de acest coeficient de corelație.

Când rentabilitățile celor două acțiuni sunt perfect corelate, coeficientul de corelație fiind egal cu 1 , varianța portofoliului va fi egală cu:

$$\begin{aligned} \sigma_{pf}^2 &= X_1^2 \sigma_1^2 + X_2^2 \sigma_2^2 + 2X_1 X_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12} \\ &= (0,5)^2 (0,07)^2 + (0,5)^2 (0,07)^2 + 2(0,5)(0,5)(0,07)(0,07)1 \\ &= 0,0049 \end{aligned}$$

iar abaterea medie pătratică va fi egală cu $0,07$. Se observă că diversificarea este inefficientă, riscul portofoliului fiind egal cu riscul titlurilor individuale.

În situația în care $\rho_{12} = 0,5$, varianța și abaterea medie pătratică devin:

$$\begin{aligned} \sigma_{pf}^2 &= (0,5)^2 (0,07)^2 + (0,5)^2 (0,07)^2 + 2(0,5)(0,5)(0,07)(0,07)(0,5) \\ &= 0,003675 \end{aligned}$$

respectiv $\sigma_{pf} = 0,06062$. Necorelarea perfectă a celor două titluri a permis reducerea riscului portofoliului. Această reducere va fi cu atât mai puternică cu cât coeficientul de corelație se apropie de -1 .

1. Astfel, dacă $\rho_{12} = 0$, riscul portofoliului măsurat prin intermediul abaterii medii pătratice va fi $\sigma_{pf} = 0,04949$.

Dacă cele două titluri sunt corelate negativ, respectiv $\rho_{12} = -0,5$, riscul portofoliului este mult diminuat, fiind egal cu $\sigma_{pf} = 0,035$. În acest caz efectele diversificării sunt evidente. În fine, în cazul teoretic în care titlurile sunt perfect corelate negativ, respectiv $\rho_{12} = -1$, diversificarea elimină în totalitate riscul suportat de investitor ($\sigma_{pf} = 0$).

Din acest prim exemplu se poate observa că diversificarea este total inoperantă când coeficientul de corelație este egal cu +1 și maximă când același coeficient este egal cu -1.

În continuare se va lua un al doilea exemplu în care atât caracteristicile titlurilor, cât și proporțiile X_1 și X_2 sunt diferite.

Speranța și abaterea medie pătratică a două acțiuni, din care se vor compune 11 portofolii, sunt:

$E_1 = 0,15$	$E_2 = 0,12$
$\sigma_1 = 0,07$	$\sigma_2 = 0,05$

În primul portofoliu proporția investită în primul titlu este nulă, iar în al doilea este egală cu unu. În al doilea portofoliu $X_1 = 0,1$ și $X_2 = 0,9$, în al treilea $X_1 = 0,2$ și $X_2 = 0,8$, ... și în ultimul $X_1 = 1$ și $X_2 = 0$.

Speranța portofoliilor, astfel constituite, va crește liniar de la primul portofoliu la ultimul, conform următorului tabel:

Portofoliul	X_1	X_2	E_{pf}
1	0	1	0,12
2	0,1	0,9	0,123
3	0,2	0,8	0,126
4	0,3	0,7	0,129
5	0,4	0,6	0,132
6	0,5	0,5	0,135
7	0,6	0,4	0,138
8	0,7	0,3	0,141
9	0,8	0,2	0,144
10	0,9	0,1	0,147
11	1	0	0,15

Riscul portofoliilor, măsurat prin intermediul abaterii medii pătratice, va fi în funcție de coeficientul de corelație dintre rentabilitățile celor două titluri, astfel:

11.1.1. portof.	$\rho_{12} = 1$	$\rho_{12} = 0,5$	$\rho_{12} = 0$	$\rho_{12} = -0,5$	$\rho_{12} = -1$
1	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

2	0,05 2	0,04 88	0,04 55	0,04 19	0, 038
3	0,05 4	0,04 85	0,04 23	0,03 51	0, 026
4	0,05 6	0,04 9	0,04 08	0,03 05	0, 014
5	0,05 8	0,05 02	0,04 1	0,02 90	0, 002
6	0,06	0,05 22	0,04 3	0,03 12	0, 01
7	0,06 2	0,05 48	0,04 65	0,03 63	0, 022
8	0,06 4	0,05 79	0,05 12	0,04 34	0, 034
9	0,06 6	0,06 16	0,05 69	0,05 17	0, 046
10	0,06 8	0,06 56	0,06 31	0,06 06	0, 058
11	0,07	0,07	0,07	0,07	0, 07

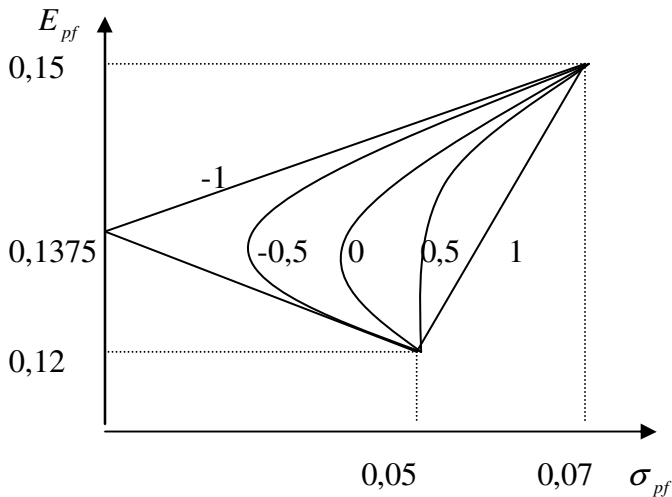
Se observă din tabelul de mai sus că riscul portofoliilor scade pe măsură ce coeficientul de corelație se apropie de -1 . În plus, singura situație în care riscul este zero se poate obține atunci când cele două titluri sunt perfect necorelate. În acest caz, expresia varianței, folosind notațiile $X_1 = X$ și $X_2 = 1 - X$, va fi:

$$\sigma_{pf}^2 = X^2 \sigma_1^2 + (1 - X)^2 \sigma_2^2 + 2X(1 - X)\sigma_1\sigma_2,$$

$$\text{respectiv } \sigma_{pf}^2 = [X\sigma_1 + (1 - X)\sigma_2]^2.$$

Expresia din paranteză fiind pozitivă, riscul portofoliului este $\sigma_{pf} = X\sigma_1 + (1 - X)\sigma_2$. Acest risc va fi zero pentru $X = \frac{\sigma_2}{\sigma_1 + \sigma_2} = 0,583$. Speranța unui astfel de portofoliu va fi egală cu $E_{pf}(X = 0,583) = 0,583 \cdot 0,15 + 0,417 \cdot 0,12 = 0,1375$.

Grafic 1-3: Portofolii posibile în funcție de $n \rho_{12}$



Toate portofoliile posibile constituite din cele două titluri, pentru diferite valori ale coeficientului de corelație, vor fi situate într-un triunghi, conform Graficului 1-3.

Cele două exemple prezentate demonstrează că un investitor, pentru a obține o diversificare eficientă, trebuie să includă în portofoliul său titluri a căror rentabilități sunt cât mai puțin corelate. Riscul portofoliului constituit depinde, totodată, și de riscul titlurilor incluse în acesta.

Expresiile de calcul a rentabilității așteptate și a riscului unui portofoliu compus din N titluri se pot obține prin generalizare ținând seama de proprietățile mediei și dispersiei și sunt:

- rentabilitatea așteptată (speranța de rentabilitate): $E(R_{pf}) = X_1 E(R_1) + \dots + X_N E$;
 - riscul (varianța) :
- $$\sigma^2(R_{pf}) = X_1^2 \sigma^2(R_1) + \dots + X_N^2 \sigma^2(R_N) + 2X_1 X_2 \text{cov}(R_1, R_2) + \dots + 2X_{N-1} X_N \text{cov}(R_{N-1}, R_N)$$

O piață bursieră poate avea două stări: de creștere (*bull market*) și de scădere (*bear market*). Aceste stări sunt generate de tendința de ansamblu a titlurilor de a evolua în aceeași direcție, motiv pentru care va exista o corelație medie pozitivă pe fiecare piață bursieră. Într-o astfel de situație riscul unui portofoliu nu poate fi eliminat în totalitate prin diversificare. Este interesant de văzut cum influențează numărul de titluri incluse în portofoliu, riscul său. Pentru aceasta se va considera, fără a pierde din generalizare, un portofoliu constituit din N titluri, în care se investește în mod egal în fiecare titlu (un portofoliu echiponderat). Expresia varianței portofoliului va fi egală cu:

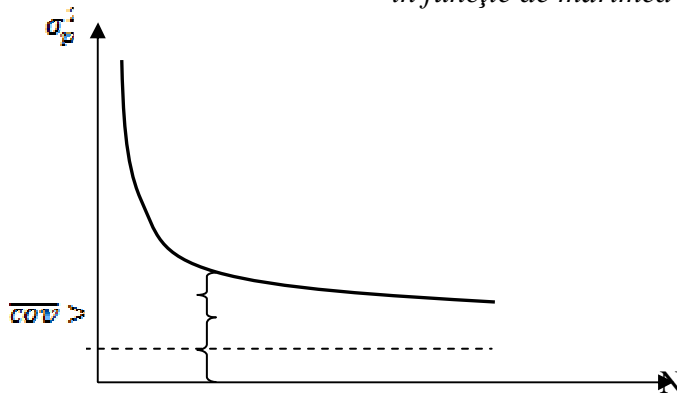
$$\sigma_{pf}^2 = \frac{1}{N^2} (\sigma_1^2 + \sigma_2^2 + \dots + \sigma_N^2) + \frac{1}{N^2} (\sigma_{12} + \sigma_{13} + \dots + \sigma_{1N} + \sigma_{21} + \sigma_{23} + \dots + \sigma_{2N} + \dots + \sigma_{N1} + \sigma_{N2} + \dots + \sigma_{NN-1})$$

Deoarece în această expresie sunt N varianțe și $N(N-1)$ covarianțe, ea mai poate fi scrisă și sub forma:

$$\begin{aligned} \sigma_{pf}^2 &= \frac{\bar{\sigma}^2}{N} + \frac{1}{N} N(N-1) \overline{\text{cov}} \\ &= \frac{\bar{\sigma}^2}{N} + \frac{N-1}{N} \overline{\text{cov}} \end{aligned}$$

unde σ^2 este varianța medie, iar σ_{ij} este covarianța medie de pe piață. Când $N \rightarrow \infty$ varianța portofoliului tinde spre σ_{ii} conform Graficului 1-4. Această reducere a riscului se realizează diferit în funcție de mărimea pieței. La Bursa de Valori București, unde sunt cotate 60-70 de titluri, portofoliul indicelui BET compus din 10 titluri, asigură o bună diversificare a riscului. Pe piața belgiana portofoliul indicelui BEL-20 conține 20 de titluri, pe piața franceză portofoliul indicelui CAC-40 conține 40 de titluri, în vreme ce pe piața americană portofoliul indicelui SP 500 conține 500 de titluri.

Grafic 1-4: Evoluția varianței rentabilității portofoliului în funcție de mărimea (talie) sa



Din graficul 1-4 se mai poate observa că riscul unui portofoliu are două componente: riscul diversificabil (RD) și riscul nediversificabil (RND). Riscul diversificabil poate fi redus spre zero prin includerea tuturor titlurilor de pe piață, în vreme ce riscul nediversificabil nu poate fi eliminat prin adăugarea de titluri, fiind generat de corelația pozitivă existentă pe fiecare piață.

CAPITOLUL 12. PORTOFOLII OPTIME ȘI CONSTRUIEREA FRONTIEREI EFICIENTE

12.1. Ipotezele modelului lui Markowitz și conceptul de frontieră eficientă

Markowitz (1959) a dezvoltat un model de determinare a portofoliilor „eficiente”, respectiv al acelor portofolii, care pentru o rentabilitate dată oferă cel mai mic risc posibil și pentru un risc dat cea mai mare rentabilitate. Acest model utilizează media pentru rentabilitatea sperată și varianța pentru incertitudinea asociată acestei rentabilității, de unde și denumirea criteriului de „medie-varianță”.

Pornind de la un ansamblu de titluri este posibilă constituirea unui număr infinit de portofolii. Un gestionar de portofolii trebuie să fie conștient renunțarea la tehnicile de optimizare presupune asumarea unui risc suplimentar care ar fi putut fi eliminat.

Modelul, în construcția sa se bazează pe o serie de ipoteze care vizează atât distribuția rentabilităților, cât și comportamentul investitorilor:

- Decizia de investiție este luată în condiții de incertitudine, fiindu-i asociată un anumit risc. **Rentabilitatea activelor financiare, pentru o perioadă viitoare, este o variabilă aleatoare care se presupune că urmează o lege normală de probabilitate.** Într-o astfel de ipoteză distribuția rentabilităților este în întregime caracterizată prin medie și varianță care sunt constante în timp.
- Rentabilitățile diferitelor active financiare nu fluctuează independent, ele fiind corelate. Altfel spus, elementele matricii de variație și covariație a rentabilităților sunt diferite de zero.
- Investitorii au un grad de aversiune față de risc mai mult sau mai puțin pronunțat. Acesta este măsurat prin abaterea medie pătratică a rentabilităților.
- Decizia de investiție se ia pentru o singură perioadă și ea este comună tuturor investitorilor.

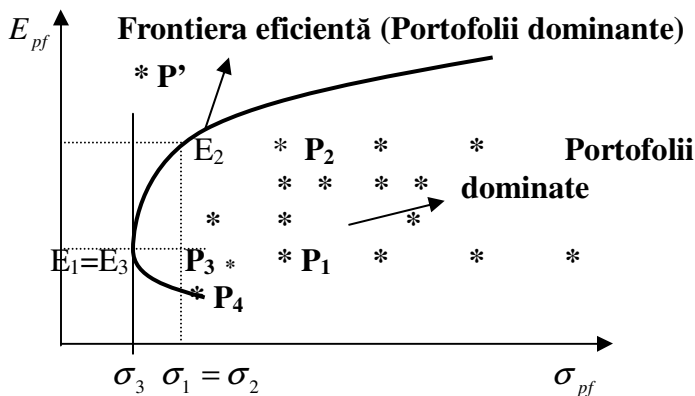
e). Investitorii sunt raționali. Utilizarea unei funcții de utilitate pătratică în modelarea preferințelor investitorilor are avantajul că maximizarea speranței de utilitate operează doar cu primele două momente.

Determinarea proporțiilor optimale X_i se realizează în două faze:

- în prima fază se vor determina toate portofoliile **dominante** sau **eficiente** care vor forma **frontiera eficientă** în planul speranță-abatere medie pătratică;
- în a doua fază se va identifica acel portofoliu de pe frontiera eficientă care maximizează **funcția de utilitate** a investitorului considerat.

Toate portofoliile care este posibil să se constituie pot fi reprezentate printr-un punct în spațiul (σ_{pf}, E_{pf}) . Ele vor fi îngrădite la nord-vest de o curbă care marchează limita domeniului de portofolii realizabile.

Grafic 2-1: Portofolii eficiente și portofolii ineficiente



În Graficul 2-1 se observă că portofoliul **P'** nu este realizabil deoarece nu există nici o combinație de active financiare care pentru un risc dat să ofere o speranță de reabilitate așa de mare. Un investitor care nu utilizează tehnici de optimizare poate alege portofoliul **P1**. Acesta îi va oferi o speranță E_1 la un risc asumat σ_1 . Dacă investitorul este rațional el va substitui portofoliul **P1** cu portofoliul **P2** care, la același nivel de risc, oferă o speranță de câștig mai mare. În cazul în care investitorul are o aversiune puternică față de risc portofoliul **P1** va fi substituit cu portofoliul **P3** care oferă aceeași speranță de câștig dar cu un risc asumat mai mic. Se poate spune că portofoliul **P1** este dominat de portofoliile **P2** și **P3**.

Portofoliul **P4**, situat pe curbă, este dominat de portofoliul **P3** pentru că are o speranță mai mare la un risc asumat mai mic. Generalizând, toate punctele care admit o tangentă la curbă cu pantă negativă sunt ineficiente, fiind dominate de punctele de pe curbă care admit o tangentă cu pantă pozitivă. Frontiera eficientă va fi acea porțiune a curbei care este limitată de tangenta verticală la stânga și tangenta orizontală la dreapta. Aceasta va conține un număr infinit de puncte, respectiv portofolii. De aceea va trebui dezvoltat un algoritm care să permită stabilirea unui număr finit de puncte și astfel o aproximare satisfăcătoare a adevăratei frontiere.

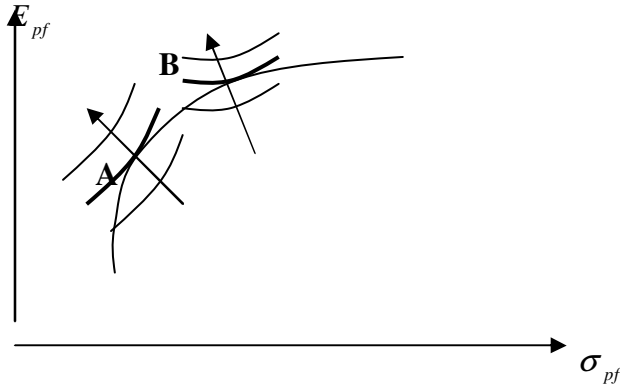
Algoritmul propus de Markowitz permite aproximarea acestei curbe printr-o linie poligonală. Punctele care determină această linie poligonală poartă denumirea de „portofolii colț”

În alegerea portofoliului optimal de către un investitor se aplică același principiu ca în microeconomie, prin căutarea unui punct de tangență între frontiera eficientă și o curbă de indiferență a investitorului. Curbă de indiferență este convexă în plan speranță-abatere pentru că investitorii au

aversiune față de risc. Orice creștere a riscului trebuie să fie compensată printr-o creștere a rentabilității pentru a menține satisfacția constantă.

În Graficul 2.2. se observă că investitorul A are o aversiune mai mică față de risc decât investitorul B, în consecință curbele sale de indiferență au o pantă mai mică. În practică gestionarul de portofolii trebuie să-și cunoscă bine clientul și obiectivele sale. Odată determinată frontiera eficientă, clientul va alege acel cuplu speranță-abaterere care i se potrivește mai bine.

Grafic 2-2: *Selecția unui portofoliu eficient*



Modelul lui Markowitz nu este utilizat pentru recompunerea zilnică a portofoliului, el fiind un model pe termen mediu (un an, de exemplu). Ajustarea portofoliului care reflectă mișcările bursiere pe termen scurt trebuie să fie doar marginală.

12.2. Frontiera eficientă fără activul fără risc

Frontiera eficientă constituită din combinarea a N active financiare riscante este definită ca fiind locul portofoliilor realizabile având cea mai mică varianță pentru o speranță fixată E^* . Determinarea proporțiilor X_i presupune minimizarea varianței portofoliului, care are expresia $\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij}$, sub restricțiile:

$$- E_{pf} = \sum_{i=1}^N X_i E_i = E^*$$

$$- \sum_{i=1}^N X_i = 1$$

Se observă că nu este formulată nici o restricție în ce privește proporția X_i . Acest lucru poate duce la proporții negative care corespunde vânzării descoperite a aceluia activ.

Pentru fiecare valoare E^* , utilizând tehnica multiplicatorului Lagrange, se va minimiza expresia:

$$L = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij} + \gamma_1 \left(\sum_{i=1}^N X_i E_i - E^* \right) + \gamma_2 \left(\sum_{i=1}^N X_i - 1 \right)$$

Anularea derivatelor parțiale¹⁵ ale lui L în raport cu X_i , γ_1 și γ_2 conduce la un sistem format din $N + 2$ ecuații liniare cu $N + 2$ necunoscute:

$$\begin{aligned}\frac{\partial L}{\partial X_i} &= \sum_{j=1}^N 2X_j \sigma_{ij} + \gamma_1 E(R_i) + \gamma_2 = 0, \quad i = \overline{1, N} \\ \frac{\partial L}{\partial \gamma_1} &= \sum_{i=1}^N X_i E(R_i) - E^* = 0 \\ \frac{\partial L}{\partial \gamma_2} &= \sum_{i=1}^N X_i - 1 = 0\end{aligned}$$

Sistemul de mai sus poate fi scris sub următoarea formă matricială:

$$C \cdot X = K$$

unde:

$$C \equiv \begin{bmatrix} 2\sigma_{11} & 2\sigma_{12} & \cdots & 2\sigma_{1N} & E_1 & 1 \\ \vdots & \vdots & & \vdots & \vdots & \vdots \\ 2\sigma_{N1} & 2\sigma_{N2} & \cdots & 2\sigma_{NN} & E_N & 1 \\ E_1 & E_2 & \cdots & E_N & 0 & 0 \\ 1 & 1 & \cdots & 1 & 0 & 0 \end{bmatrix} X \equiv \begin{bmatrix} X_1 \\ \vdots \\ X_N \\ \gamma_1 \\ \gamma_2 \end{bmatrix} \text{ și } K \equiv \begin{bmatrix} 0 \\ \vdots \\ 0 \\ E^* \\ 1 \end{bmatrix}$$

Vectorul X , cu soluțiile sistemului pentru o speranță a portofoliului E^* , va fi:

$$X = C^{-1} \cdot K$$

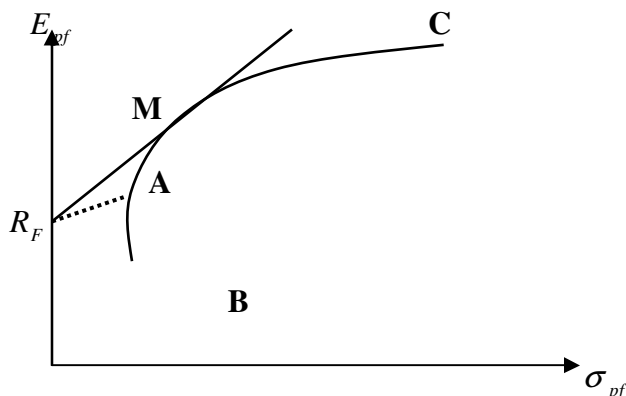
Cu toate că această metodă prezintă avantajul simplității ea are inconvenientul că acceptă și valori negative pentru X_i . Aceste portofolii se compun prin combinarea pozițiilor long (cumpărare) cu cele short (vanzare descoperită). Pentru exemplificare se va considera un portofoliu optim compus din trei titluri pentru care proporțiile obținute sunt 0,7, 0,5 și -0,2. Un investitor care dispune de un buget de 100 u.m. va lua poziție de vânzare descoperită (poziție *short*) pe ultimul titlu în valoare de 20 u.m. . Din această sumă și bugetul inițial va cumpăra (poziție *long*) primele două titluri investind 70 u.m în primul și 50 u.m. în al doilea.

12.3. Frontiera eficientă cu activ fără risc: teorema separației fondurilor

Tobin (1958) a fost primul care a introdus activul fără risc în gestiunea portofoliilor. Acest activ oferă un randament sigur pentru perioada în care portofoliul optimal a fost ales și va fi notat cu R_F . ipoteză, pe orizontul investiției această rată este considerată ca fiind constantă. S-a văzut în secțiunea precedentă că frontiera eficientă în cazul unui portofoliu de active financiare riscante este dată de partea superioară a unui arc de hiperbolă. Fiecare investitor își va putea alege de pe această curbă un portofoliu eficient în funcție de atracția sa față de câștig și aversiunea față de risc. Introducerea activului fără risc în portofoliu transformă frontiera eficientă din curbă într-o dreaptă.

¹⁵ Nu se vor dezvolta condițiile de ordinul doi (cele legate de derivatele parțiale de ordin doi) care să permită verificarea extremului găsit.

Grafic 2-4: *Frontiera eficientă cu activ fără risc*



Se va considera un punct **A** situat pe frontiera eficientă **C** și un portofoliu compus astfel:

- proporția x din fondurile disponibile este investită în portofoliul de active riscante **A**;
- restul, respectiv $(1 - x)$, este plasat la o rată fără risc R_F .

Caracteristicile acestui portofoliu vor fi:

$$E_{pf} = xE(R_A) + (1 - x)R_F$$

$$\sigma_{pf} = x\sigma(R_A)^{16}$$

Pentru că E_{pf} și σ_{pf} sunt ambele funcții liniare de x , toate portofoliile compuse de această manieră vor fi situate pe segmentul de dreaptă $R_F A$. Aceste portofolii domină portofoliile situate pe curba **BA**. Operația poate fi reluată pentru orice punct situat între **A** și **M**. Se observă că portofoliile de pe segmentul $R_F M$ domină portofoliile de pe curba **BM**.

Portofoliile de pe dreapta de eficiență $R_F M$ oferă o speranță superioară în comparație cu portofoliile de pe curba de eficiență **C**, la un nivel de risc dat. Introducerea activului fără risc ameliorează relația rentabilitate-risc pentru toți investitorii.

În punctul R_F toți banii sunt investiți în activul fără risc, iar în **M** în portofoliul de active riscante. Pentru a obține un portofoliu situat la dreapta lui **M** (engl. borrowing portfolio), pe dreapta de eficiență, este necesar a se împrumuta bani la o rată fără risc și a se investi în portofoliul de active riscante **M**.

Optimizarea portofoliului în condițiile existenței activului fără risc poate fi considerată un proces în două etape:

- optimizarea portofoliului de active riscante, aceasta conducând la aceeași structură a portofoliului **M** pentru toți investitorii;
- combinarea optimă între portofoliul de active riscante și activul fără risc în funcție de atracția față de câștig și aversiunea față de risc a fiecărui investitor.

Această separație a deciziei de investire este cunoscută în literatură sub denumirea de **teorema separației fondurilor**. Fixarea unui portofoliu eficient pe dreapta $R_F M$ presupune cunoașterea ecuației acesteia. Portofoliile eficiente de pe această dreaptă vor avea caracteristicile:

¹⁶ În obținerea expresiei se ține cont de faptul că $\sigma^2(R_F) = 0$ și $\text{cov}(R_F, R_A) = 0$

$$E_{pf} = xE(R_M) + (1-x)R_F$$

$$\sigma_{pf} = x\sigma(R_M)$$

Panta dreptei de eficiență se va calcula după relația:

$$\frac{\partial E_{pf}}{\partial \sigma_{pf}} = \frac{\partial E_{pf} / \partial x}{\partial \sigma_{pf} / \partial x} = \frac{E(R_M) - R_F}{\sigma(R_M)},$$

iar ecuația dreptei care trece prin punctele R_F și M se va putea scrie sub forma:

$$E_{pf} = R_F + \frac{E(R_M) - R_F}{\sigma(R_M)} \cdot \sigma_{pf}$$

Principala dificultate practică constă în găsirea structurii X_i , $i = \overline{1, N}$ a portofoliului M . Odată găsită această structură se va putea deduce foarte ușor structura portofoliului care combină portofoliul de active riscante și activul fără risc. O rezolvare elegantă a acestei probleme, care este preluată în continuare, se găsește în Viviani J.L.(1997). Ea constă în maximizarea pantei dreptei care pleacă din R_F

și este tangentă la curba de eficiență, sub restricția $\sum_{i=1}^N X_i = 1$, astfel:

$$MaxZ = \frac{E_{pf} - R_F}{\sigma_{pf}}.$$

Pentru a ușura demersul se va apela la scrierea matricială, folosind notațiile:

$$\bar{R} = \begin{bmatrix} E(R_1) \\ \vdots \\ E(R_N) \end{bmatrix}, X = \begin{bmatrix} X_1 \\ \vdots \\ X_N \end{bmatrix}, \Omega = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \cdots & \sigma_{1N} \\ \vdots & & \vdots \\ \sigma_{1N} & \cdots & \sigma_{NN} \end{bmatrix}$$

Speranța și varianța portofoliului se vor putea calcula după expresiile:

$$E_{pf} = X' \bar{R}$$

$$\sigma_{pf}^2 = X' \Omega X$$

Totodată, pentru a integra constrângerea în funcția obiectiv se va considera relația $R_F = \sum_{i=1}^N X_i R_F$. Folosind aceste notații, panta dreptei va avea expresia:

$$Z = \frac{\sum_{i=1}^N X_i (E(R_i) - R_F)}{\sigma_{pf}} = X' (\bar{R} - \bar{R}_F) [X' \Omega X]^{-1/2}$$

(\bar{R}_F este un vector de dimensiune N)

Derivata de ordinul întâi a funcției obiectiv Z va fi:

$$\frac{\partial Z}{\partial X} = (\bar{R} - \bar{R}_F) [X' \Omega X]^{-1/2} + (-1/2) 2 \Omega X [X' \Omega X]^{-3/2} (X' (\bar{R} - \bar{R}_F)) = 0$$

Pentru simplificarea expresiei, aceasta se va multiplica prin $[X' \Omega X]^{1/2}$, obținându-se:

$$(\bar{R} - \bar{R}_F) - \Omega X [X' \Omega X]^{-1} (X' (\bar{R} - \bar{R}_F)) = 0,$$

iar folosind notația $\eta = (X' (\bar{R} - \bar{R}_F)) [X' \Omega X]^{-1}$, ecuația devine:

$$(\bar{R} - \bar{R}_F) - \eta \Omega X = 0.$$

O ultimă schimbare de variabilă, de tipul $\eta X = Y$, conduce la expresia:

$$\bar{R} - \bar{R}_F = \Omega Y,$$

care dezvoltată are forma:

$$\begin{cases} E(R_1) - R_F = Y_1 \sigma_{11} + \dots + Y_N \sigma_{N1} \\ \vdots \\ E(R_N) - R_F = Y_1 \sigma_{1N} + \dots + Y_N \sigma_{NN} \end{cases}$$

Acest sistem va fi rezolvat în Y , iar determinarea proporțiilor investite în portofoliul \mathbf{M} , se va realiza prin schimbare de variabilă, astfel:

$$X_i = \frac{Y_i}{\sum_{i=1}^N Y_i}$$

Sintetizând, introducerea activului fără risc modifică considerabil frontiera eficientă, transformând-o dintr-o curbă într-o dreaptă. Cele mai bune portofolii sunt cele constituite prin combinarea activului fără risc cu portofoliul de active riscante \mathbf{M} .

CAPITOLUL 13. MODELUL DE PIAȚĂ ȘI DESCOMPUNEREA RISCULUI

13.1. Prezentarea modelului

Analizii bursieri și gestionarii de portofolii au constatat, din propria lor experiență, că:

- variațiile cursului oricărui titlu sunt, mai mult sau mai puțin, legate de variațiile pieței în ansamblul ei; rare sunt titlurile care tind a se mișca tot timpul invers decât bursa în ansamblul ei;
- anumite titluri sunt mai volatile, mai sensibile decât altele la mișcările pieței.

Volatilitatea unui titlu este descrisă prin sensibilitatea sa la mișcările pieței. Această relație dintre rentabilitatea unui titlu și rentabilitatea pieței poate fi evidențiată prin intermediul modelului de piață. Cursul unui titlu poate varia sub influența unor factori care afectează piața în ansamblul ei (factori macroeconomici, politici, legislativi, externi, etc.), caz în care vorbim despre riscul de piață. Dar cursul titlului poate varia și datorită unor factori strict legați de societate, caz în care vorbim despre riscul specific.

Modelul de piață a fost dezvoltat de Sharpe (1964) pornind de la cercetările lui Markowitz (1959). Este modelul cel mai cunoscut în descrierea rentabilității și riscului unei investiții. Ideea modelului este că variația cursului unui titlu, sau portofoliu de titluri, este determinată de piață, pe de o parte, și de alte cauze specifice, pe de alta. Relația obținută, considerată ca fiind liniară (reprezentarea sa grafică poartă denumirea de dreaptă caracteristică) posedă o pantă β_j și o ordonată α_j .

Ecuția drepte care ajustează cel mai bine punctele date de cuplurile $(R_{j,t}, R_{M,t})$ va avea expresia :

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{M,t} + \varepsilon_{j,t}$$

unde simbolurile semnifică :

$R_{j,t}$ - rata de rentabilitate a acțiunii j , în perioada t ;

$R_{M,t}$ - rata de rentabilitate a pieței, în perioada t ;

β_j - parametru propriu fiecărei acțiuni, care indică relația care există între fluctuațiile acțiunii j și fluctuațiile pieței; se mai numește coeficient de volatilitate sau simplu, beta;

$\varepsilon_{j,t}$ - variabila specifică acțiunii j , care însumează alți factori de influență asupra titlului j , în afară de piață;

α_j - parametru care arată locul de intersecție a drepte de regresie cu axa ordonatei, reprezentând rentabilitatea care ar putea fi obținută de titlul j în condițiile în care rentabilitatea pieței este 0.

În urma aplicării Metodei celor mai Mici Pătrate (MMP) parametrul β se estimează ca și raport între covarianța dintre rentabilitatea titlului j și rentabilitatea pieței și varianța ratei de rentabilitate a pieței, după expresia:

$$\beta_j = \frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2}$$

Conform teoriei moderne a portofoliilor, β este elementul central pentru că el măsoară riscul sistematic al aceluși titlu sau portofoliu. În funcție de valoarea pe care o ia acesta, acțiunile sau portofoliile se pot împărți în mai multe categorii:

- acțiuni cu volatilitate unitară: variază în același sens și în aceeași proporție cu piața.

Achiziționarea unei astfel de acțiuni presupune expunerea investitorului exact la riscul pieței;

- acțiuni cu volatilitate subunitară (nevolatile): variază în același sens, dar într-o proporție mai mică decât piața. Expunerea la riscul pieței este mai mică, ele fiind acțiunile „defensive”;

- acțiuni cu volatilitate supraunitară (volatile): variază în același sens, dar într-o proporție mai mare ca piața. Sunt acțiunile „ofensive” care amplifică variația pieței și sunt atractive când se anticipează o tendință ascendentă a pieței.

Coeficientul măsoară sensibilitatea titlului la variația de ansamblu a pieței, fiind o măsură a expunerii acestuia la riscul de piață. Atunci când riscul de piață se manifestă, respectiv piața intră pe un trend descendent, titlurile cu coeficientul supraunitar se așteaptă să scadă în medie mai mult decât piața, ele având astfel un risc de piață ridicat. În aceleași condiții de scădere a pieței, titlurile cu subunitar vor scădea în medie mai puțin decât piața având astfel un risc de piață mai mic. Spre exemplu, două titluri a căror β este de 0,5 și 1,5 variază diferit la o scădere a pieței cu 10%. În cazul primului titlu ne așteptăm la o scădere în medie de 5%, în timp ce în cazul celui de-al doilea la o scădere în medie de 15%.

Distincția dintre risc sistematic și risc specific poate fi evidențiată pornind de la modelul de piață, prin aplicarea varianței, astfel:

$$V(R_{j,t}) = \beta_j^2 V(R_{M,t}) + V(\varepsilon_{j,t}) \Leftrightarrow$$

$$\sigma^2(R_j) = \beta_j^2 \sigma^2(R_M) + \sigma^2(\varepsilon_j)$$

adică: $(Riscul\ total)^2 = (Risc\ sistematic)^2 + (Risc\ specific)^2$

Riscul sistematic este egal cu beta ori abaterea medie pătratică a pieței: $\beta\sigma(R_M)$, iar riscul specific este egal cu abaterea medie pătratică a factorului rezidual: $\sigma(\varepsilon_j)$, aceasta fiind măsura variabilității proprii a titlului.

13.2. Modelul de piață și diversificarea riscului

S-a văzut deja că riscul unui portofoliu depinde de trei factori:

- riscul fiecărui titlu inclus în portofoliu;
- covarianța dintre randamentele acțiunilor din portofoliu;
- numărul de titluri din portofoliu.

Un portofoliu va fi cu atât mai riscant cu cât titlurile care-l conțin vor avea un β mai mare. Gradul de independență a variațiilor de curs între ele au o mare importanță în reducerea riscului portofoliului. În general, două acțiuni nu vor varia de o manieră total independentă. Covarianța lor este, în general, mai mare de 0. În acest caz, reducerea riscului nu este așa de mare ca și în cazul în care cele două acțiuni vor varia independent. Totuși, aceasta reducere poate fi importantă, cum s-a văzut deja. Componenta de piață a unui portofoliu va varia de o manieră „sistematică” dată de incertitudinile pieței. Este imposibil să se elimine acest risc și orice investitor și-l va asuma mai mult sau mai puțin. Componenta independentă a portofoliului, dată de factorii specifici societăților cotate, poate fi eliminată ușor prin diversificarea portofoliului

Fie un portofoliu format din N titluri, iar X_i proporția în care s-a investit în titlul i , unde $\sum_{i=1}^N X_i = 1$. Rentabilitatea portofoliului va fi egal cu media ponderată a rentabilității titlurilor care îl compun, astfel: $R_{pf,t} = \sum_{i=1}^N X_i R_{i,t}$. Dacă în modelul de piață, în locul rentabilității titlului i , se va introduce relația de calcul a rentabilității portofoliului, se va obține expresia:

$$R_{pf,t} = \sum_{i=1}^N X_i \alpha_i + \left(\sum_{i=1}^N X_i \beta_i \right) R_{M,t} + \sum_{i=1}^N X_i \varepsilon_{i,t}$$

$$R_{pf,t} = \alpha_{pf} + \beta_{pf} R_{M,t} + \varepsilon_{pf,t}$$

de unde se poate observa că α_{pf} și β_{pf} portofoliului sunt egale cu mediile ponderate ale lui α și β ale fiecărei titlu, ponderile fiind X_i .

Efectul diversificării se poate observa, din relația următoare, fără a pierde din generalizare, presupunând că toate titlurile individuale au același risc specific $\sigma(\varepsilon)$. Riscul unui portofoliu echiponderat, compus din N titluri va fi egal atunci cu:

$$\sigma^2(R_{pf}) = \beta_{pf}^2 \sigma^2(R_M) + \frac{\sigma^2(\varepsilon)}{N}$$

Când $N \rightarrow \infty$, varianța portofoliului tinde spre $\beta_{pf}^2 \sigma^2(R_M)$ iar riscul specific spre 0. Într-o astfel de situație structura portofoliului pf va coincide cu structura portofoliului M de piață, coeficienții α_{pf} și β_{pf} fiind 0 și 1. Riscul specific al titlurilor poate fi eliminat prin diversificare, iar riscul sistematic al unui portofoliu poate fi „fixat”. În portofoliu, titlurile se pot alege astfel încât acesta să fie bine diversificat și să aibă β dorit. Avantajul unui portofoliu format dintr-un mare număr de titluri este dat de faptul că coeficientul de determinație (pătratul coeficientului de corelație liniară) dintre rentabilitatea portofoliului și rentabilitatea pieței tinde spre 1, ceea ce dovedește că fluctuațiile aleatoare proprii titlurilor tind spre zero, rămânând doar fluctuațiile datorate unui factor comun: piața.

CAPITOLUL 14. CONCEPTUL DE PIAȚĂ EFICIENTĂ INFORMAȚIONALĂ. MODELUL DE EVALUARE A ACTIVELOR FINANCIARE ÎN ECHILIBRU

14.1. Conceptul de piață eficientă informațională

Conceptul de piață eficientă constituie fundamentul teoriei financiare moderne de aproape patru decenii. Literatura propune diferite forme de eficiență în domeniul economic, dar în ce privește piețele financiare se pot identifica trei: eficiența informațională, comportamentul rațional al actorilor de pe piață și eficiența funcțională sau organizațională.

Eficiența informațională. O piață este eficientă dacă tratează corect informațiile privind activele financiare. Într-o astfel de situație este imposibilă previzionarea cursurilor viitoare pentru că toate evenimentele trecute sau previzibile sunt deja incluse în curs. Doar informațiile imprevizibile, noi, vor duce la modificarea cursului. Într-o astfel de situație cursurile au proprietatea de martingale: cea mai bună previziune a cursului viitor este cursul de astăzi.

Comportamentul rațional al actorilor de pe piață. Piața este eficientă dacă cursul activelor financiare reflectă speranțele câștigurilor viitoare conform principiilor tradiționale de evaluare. Altfel spus, cursurile se formează exclusiv pe baza „anticipărilor raționale” pe care le au actorii de pe piață față de veniturile viitoare.

Eficiența funcțională. Piața este eficientă dacă este capabilă să orienteze economiile spre cele mai bune investiții din punct de vedere economic. Emisiunea de noi acțiuni, fuziunile și achizițiile sunt doar câteva operații care vizează acest tip de eficiență.

Din cele trei forme de eficiență un gestionar de portofolii va fi interesat în mod deosebit de eficiența informațională. Aceasta îi va da indicații privind capacitatea sa și a altor actori de pe piață de a „bate” piața. De aceea, în continuare, prezentarea se va limita la tratarea amănunțită a acestui tip de eficiență.

În ultimele trei decenii o bogată literatură a fost consacrată studiului eficienței informaționale a piețelor de capital prin intermediul verificărilor empirice. Cu toate că cele trei dimensiuni ale eficienței sunt interdependente, existența eficienței informaționale este una dintre cele mai importante condiții pentru ca piața de capital să-și îndeplinească funcțiile sale și astfel să fie posibilă realizarea unei bune alocări a resurselor. Acesta este motivul pentru care, când se vorbește de eficiența piețelor de capital, se face referire în primul rând la eficiența informațională.

O piață de capital eficientă are implicații atât la nivel macroeconomic cât și în ce privește gestiunea portofoliilor de active financiare. De aceea, de rezultatele unor astfel de studii se vor interesa atât instituțiile statului, cât și investitorii privați și instituționali care sunt sau vor să intre pe piața românească de capital. Doar o piață de capital cu un grad ridicat de eficiență informațională are create premisele de integrare în sistemul piețelor europene.

Pe o piață de capital eficientă cursul titlurilor reflectă ansamblul informațiilor care au dus la formarea lor și astfel permit investitorilor să ia decizii optime în materie financiară; altfel spus, pe o astfel de piață nici un titlu nu este subevaluat sau supraevaluat. Investitorii sunt interesați de gradul de eficiență a pieței românești deoarece aceasta le va furniza informații în ce privește capacitatea lor de a „bate” piața. Pe o piață eficientă informațională, analiza tehnică și cea fundamentală devin inutile în obținerea de profituri sistematice. Rentabilitatea la care poate spera un investitor va fi doar în funcție de riscul pe care acesta și-l asumă. Marile fonduri de investiții internaționale sunt o categorie aparte de investitori care sunt interesați de eficiența pieței de capital din România. În ultimii ani se constată o diversificare internațională a portofoliilor acestor fonduri și prin realizarea de investiții pe piețele de

capital est-europene. Atragerea acestor investitori pe piața românească este vitală pentru obținerea unei creșteri substanțiale a economiei.

Fama E. (1965, 1970) marchează debutul literaturii moderne asupra subiectului definind o piață eficientă ca o piață pe care cursurile reflectă integral informațiile disponibile. După el:

„O piață „eficientă” este definită ca una pe care există un mare număr de agenți raționali care își maximizează profiturile, angajați într-o concurență activă, fiecare dintre ei încercând să prezică cursul viitor al acțiunilor individuale, și pe care informația curentă este disponibilă aproape gratuit pentru toți participanții.

Pe o piață eficientă, concurența dintre numeroșii participanți inteligenți conduce la o situație unde, în fiecare moment, prețurile curente ale acțiunilor individuale reflectă deja efectele informațiilor trecute precum și anticipările. Altfel spus, pe o piață eficientă prețul curent al acțiunii va fi în orice moment un bun estimator al valorii sale fundamentale” [Fama, (1965b)].

O astfel de piață se caracterizează prin egalarea cursului titlurilor cu valoarea lui de echilibru. Pentru Fama, în teza sa, această valoare de echilibru corespunde valorii fundamentale a unui titlu (sau valorii intrinseci). Semnificația aceste valori poate corespunde prețului de echilibru determinat printr-un model de echilibru general sau unei convenții de împărțire a actorilor de pe piață în informați¹⁷ și neinformați. Din cauza criticilor¹⁸, Fama a făcut referința la o convenție. Definiția dată de Fama este vagă din cel puțin două motive:

- trebuie date mai multe precizări privind ansamblul informațional disponibil;
- când se invocă noțiunea de „preț de echilibru” a unui titlu trebuie făcută referire la modelul de determinare a acestuia.

În articolul său din 1970 Fama propune o nouă definiție mult mai agreată:

„o piață pe care prețul reflectă perfect și în permanență informația disponibilă este „eficientă””

Totodată, Fama propune trei forme ale eficienței informaționale a piețelor financiare, care fac distincția între ansamblurile informaționale pe care prețurile unui titlu trebuie să le încorporeze.

• **forma slabă** : prețul unei acțiuni reflectă imediat toate informațiile conținute în istoria trecută a prețului aceluși titlu. Consecința directă a acestei ipoteze este că analiza tehnică sau grafică este inutilă pentru a anticipa cu profit cursurile activelor financiare utilizând seriile de cursuri trecute. Ipoteza fundamentală a analizelor tehnice sau grafice este că trecutul tinde a se repeta, iar anumite forme grafice, odată depistate, vor oferi informații cu privire la mișcarea viitoare a cursurilor. Un statistician va fi de acord cu aceste metode grafice, numai în măsura în care schimbările succesive ale cursurilor sunt evenimente dependente.

• **forma semiputernică** : prețul unui activ financiar reflectă imediat toate informațiile publice disponibile. Acestea includ : bilanțurile, conturi de exploatare, PER, creșteri de capital, anunțuri care vizează fuziuni sau achiziții, etc. Pe o piață eficientă în formă semiputernică analiza fundamentală bazată pe informațiile publice este fără utilitate.

• **forma puternică** : prețul unui activ financiar reflectă imediat toate informațiile disponibile, oricare ar fi natura lor, publice sau private. Într-o astfel de situație toate posibilitățile de câștig neexploatate vor fi eliminate. Distincția dintre informațiile publice și cele private nu este foarte ușor de realizat. Trei categorii de agenți sunt susceptibili de a avea informație privată: intermediarii de pe piețele financiare, conducătorii societăților care dispun de informații privind societatea lor și gestionarii fondurilor de investiții. În studiile empirice este dificil a se stabili cât din performanța acestor categorii

¹⁷ Fama (1965) îi numește „échangistes avertis”.

¹⁸ Aceste critici se refereau la necunoașterea exactă a numărului de „échangistes avertis”.

de agenți se datorează unui avantaj informațional și cât capacității lor superioare de a trata informațiile comune.

Intr-o nouă clasificare, Fama (1991) regroupează cele trei forme de eficiență distingând trei tipuri de teste empirice: teste de previzibilitate a rentabilităților bursiere, studiile de evenimente și testele de performanță ale investitorilor inițiați. Definițiile formulate de Fama au fost adesea criticate pentru că ipotezele pe care se bazează acestea sunt departe de a fi regăsite în practică. Mai mulți autori au încercat să formuleze definiții mai elaborate care să țină cont de imperfecțiunea piețelor financiare.

Malkiel (1992) completează definiția dată de Fama prin luarea în considerare a profiturilor rezultate din exploatarea informației, astfel:

„O piață financiară este considerată eficientă dacă reflectă complet și corect ansamblul informației pertinente în determinarea cursurilor. Formal, piața este eficientă în raport cu o anumită categorie de informație..., dacă cursurile nu sunt afectate de relevarea acestei informații pentru toți agenții. Mai mult decât atât, eficiența relativ la o informație prestabilită... implică imposibilitatea realizării profitului economic prin tranzacționarea bazată pe aceasta”

Obținerea informației este în general costisitoare. Jensen (1978) definește o piață eficientă prin intermediul noțiunii de arbitraj. Pe o piață eficientă nu există oportunități de arbitraj și nu se pot obține profituri. Intr-un astfel de caz, prețurile reflectă informația până la un punct unde costul noii informații nu depășește beneficiul așteptat.

În funcție de strategia de gestiune urmată investitorii de pe piețele de capital se împart în două categorii, respectiv investitorii activi și investitorii pasivi. Investitorii activi adoptă strategii ale analizei tehnice și analizei fundamentale cu scopul de a “bate” piața, respectiv de a obține rentabilități ajustate la risc care depășesc media pieței. Investitorii pasivi se mulțumesc cu performanța medie a pieței considerând, conform teoriei clasice a portofoliilor, că pe o **pieță eficientă informațional** acesta este maximul care se poate obține din punct de vedere al raportului rentabilitate-risc. Se observă astfel că decizia de a urma una sau alta dintre strategii este dată de gradul de eficiență informațională a unei piețe.

Conform definiției o piață este eficientă informațional dacă prețul activelor financiare reflectă în totalitate și în permanență informația disponibilă. Intr-o astfel de situație, prețul activelor financiare este în echilibru în raport cu acest ansamblu informațional și va fluctua doar ca răspuns al sosirii pe piață a noilor informații, care prin natura lor sunt aleatoare, imprimând astfel cursurilor bursiere un comportament de **mers aleator**. Pe o astfel de piață este imposibil pentru un investitor să previzioneze cursul bursier și să obțină profituri sistematice pentru că cea mai bună previziune pe baza cursurilor trecute este cursul prezent, iar variațiile de curs sunt independente și identic distribuite (i.i.d.). Investigarea ipotezei de eficiență informațională a reprezentat întotdeauna cheia alegerii strategiei de urmat, motiv pentru care în ultimele patru decenii există o literatură extrem de bogată în această direcție. O trecere amănunțită în revistă a principalelor studii, grupate pe metodologii de cercetare, se regăsește în Lim și Brooks (2010).

Numitorul comun al studiilor efectuate până în anul 2000 au plecat de la premiza naivă că o piață poate sau nu să fie eficientă. Această idee a fost demolată de Campbell et al. (1997) care arată că o piață nu poate fi perfect eficientă informațional pentru că acesta este un benchmark imposibil de atins. O abordare mai corectă este aprecierea gradului de eficiență informațională, decât de a investiga eficiența absolută, care se limitează la două posibilități: eficiență versus ineficiență. În acest sens aceștia introduc conceptul de eficiență relativă, that is the efficiency of one market measured against another. Măsurile eficienței relative ajută investitorii în luarea deciziei de investiție pe diferite piețe sau categorii de active financiare.

14.2. Modelul de evaluare a activelor financiare la echilibru

Acest model este primul care a introdus noțiunea de risc în evaluarea activelor financiare. Prețurile activelor financiare sunt evaluate în situație de echilibru, în funcție de comportamentul investitorilor luați în ansamblu.

Modelul poartă denumirea, în literatura anglo-saxonă, de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sau în cea franceză de *Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers* (MEDAF). În literatura română de specialitate se poate adopta terminologia de *Model de Echilibru al Activelor Financiare* (MEAF). Versiunea sa clasică a fost elaborată de Sharpe(1964) și Litner(1965), primul primind și premiul Nobel în Economie, pentru întreaga sa activitate profesională. Treynor(1961) a dezvoltat, independent, un model asemănător. Mossin(1966), Black(1972) și Merton(1973) sunt doar câțiva care și-au adus contribuția în dezvoltarea modelului.

Spre deosebire de modelul de piață, care este un model empiric, MEAF-ul este unul teoretic, care presupune o riguroasă fundamentare axiomatică. Pe baza acestuia s-au dezvoltat primele măsuri ale performanței corectate la risc.

Deși riguros fundamentat teoretic, el prezintă dificultăți reale în testarea sa empirică.

14.2.1. Contextul apariției modelului

Markowitz (1959) a construit frontiera eficientă pornind de la previziunile privind speranța randamentului, varianța și covarianțele. Portofoliul optim se alege de pe frontieră în funcție de nivelul de aversiune față de risc a investitorului. El consideră o singură perioadă de investiție, iar aceasta este comună pentru toți.

Includerea, în portofoliu, a unui activ fără risc de rentabilitate R_F modifică substanțial forma frontierei eficiente, aceasta transformându-se dintr-o curbă într-o dreaptă. Investitorul va putea să-și plaseze o parte din bani într-un portofoliu de active riscante, aflat pe curbă, iar cealaltă în activul fără risc.

Fie α proporția din fonduri investită în activul fără risc și $1 - \alpha$ proporția investită în portofoliul de active riscante, notat cu A . Speranța portofoliului P , care combină investiția în cele două clase de active va fi egală cu:

$$E(\tilde{R}_P) = \alpha R_F + (1 - \alpha)E(\tilde{R}_A)$$

și riscul său, măsurat prin intermediul abaterii medii pătratice, va fi:

$$\sigma(\tilde{R}_P) = (1 - \alpha)\sigma(\tilde{R}_A)^{19}$$

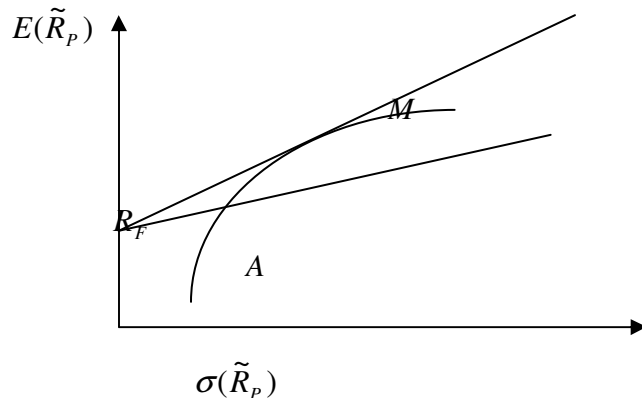
Eliminând pe α din cele două ecuații se va obține următoarea relație:

$$E(\tilde{R}_P) = R_F + \left(\frac{E(\tilde{R}_A) - R_F}{\sigma(\tilde{R}_A)} \right) \cdot \sigma(\tilde{R}_P)$$

Aceasta este ecuația unei drepte care leagă punctele R_F și A . Punctul A poate fi situat oriunde pe frontiera eficientă a lui Markowitz. Dintre toate dreptele care pleacă din R_F una singură le domină pe toate, cea tangentă la frontieră în punctul M , conform graficului următor:

¹⁹ Pentru că varianța activului fără risc și covarianța dintre activul fără risc și portofoliul de active riscante sunt zero.

**Grafic 9-1: Frontiera eficientă cu activ fără risc:
Dreapta pieței de capital (CML)**



Se observă că introducerea activului fără risc simplifică frontiera eficientă care devine o dreaptă. În plus, riscul portofoliilor este redus pentru o rentabilitate dată, această frontieră eficientă dominând frontiera activelor riscante în orice punct. Investitorul va avea interesul să dețină și activ nerisçant în portofoliul său.

Pe noua frontieră eficientă R_F, M investitorul va alege acel punct care îi corespunde cel mai bine aversiunii sale față de risc. Două situații sunt posibile:

- investitorul are posibilitatea să se împrumute fără limite la o rată R_F și să plaseze o sumă superioară în activele riscante; el situându-se la dreapta punctului M , pe dreaptă;
- investitorul dispune doar de fondurile sale, caz în care portofoliul său va fi situat între punctele R_F și M .

Decizia de investiție poate fi separată atunci, în două: alegerea portofoliului de active riscante M și alegerea repartiției între activul fără risc și portofoliul de active riscante în funcție de nivelul de risc dorit. Acest rezultat este cunoscut sub denumirea de *teorema de separație a fondurilor*, dată de Tobin (1958).

Până acum s-a considerat cazul unui singur investitor, iar poziția portofoliului M a fost definită grafic. În ipoteza că toți investitorii au aceleași anticipații privind activele financiare, deci aceleași previziuni, ei vor dispune de aceleași valori pentru speranțe, varianțe și covarianțe, construind aceeași frontieră eficientă de active riscante. Pentru a fi bine diversificat, portofoliul M trebuie să conțină toate activele, proporțional cu capitalizarea lor bursieră. Acesta va fi portofoliul de piață și a fost definit de Fama (1970). Când piața este în echilibru toți investitorii vor deține portofoliul de piață.

Frontiera eficientă comună tuturor investitorilor, în condițiile existenței activului fără risc, poartă denumirea de dreapta pieței de capital (engl.: *Capital Market Line*) și are următoarea ecuație:

$$E(\tilde{R}_p) = R_F + \left(\frac{E(\tilde{R}_M) - R_F}{\sigma(\tilde{R}_M)} \right) \cdot \sigma(\tilde{R}_p) \quad (4-1)$$

Relația de mai sus leagă liniar riscul și rentabilitatea portofoliilor eficiente. În continuare se va căuta relația care există între risc și rentabilitate în cazul titlurilor individuale.

14.2.2. Prezentarea modelului

Modelul se bazează, în construcția sa, pe o serie de ipoteze care se referă, pe de o parte, la ipotezele enunțate de Markowitz, iar pe de altă parte la ipotezele necesare existenței echilibrului pe piață. Se va vedea mai departe că nu toate aceste ipoteze sunt strict necesare, dezvoltându-se o serie de variante ale MEAF-lui. În esență aceste ipoteze sunt:

- investitorii consideră o singură perioadă de investiție și aceasta este comună pentru toți;
- în alegerea portofoliilor investitorii utilizează doar primele două momente ale distribuției rentabilităților: speranța și varianța;
- investitorii au aversiune față de risc și încearcă să-și maximizeze bogăția la sfârșitul perioadei;
- se poate împrumuta și da cu împrumut, la rata fără risc, fără limitări;
- piețele sunt perfecte, neexistând costuri de tranzacție și taxe, iar activele sunt negociabile și divizibile la infinit;
- informațiile se obțin fără costuri și sunt disponibile simultan pentru toți investitorii.

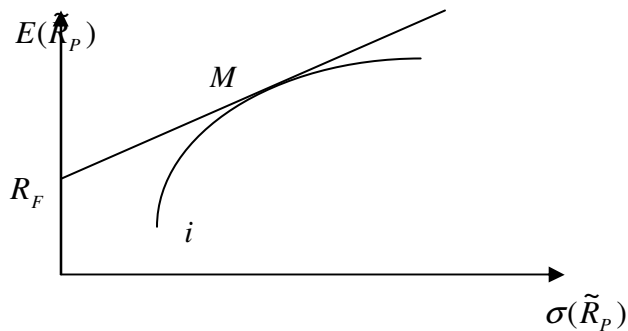
Pentru a demonstra relația fundamentală a MEAF-lui se va considera pentru început un activ riscant i oarecare. Se va defini un portofoliu P în care se investește proporția x în activul i și $(1-x)$ în portofoliul de piață M . Speranța randamentului acestui portofoliu va fi:

$$E(\tilde{R}_p) = xE(\tilde{R}_i) + (1-x)E(\tilde{R}_M),$$

iar a riscului său:

$$\sigma(\tilde{R}_p) = [x^2\sigma^2(\tilde{R}_i) + (1-x)^2\sigma^2(\tilde{R}_M) + 2x(1-x)\text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M)]^{1/2}$$

Prin atribuirea de valori lui x între 0 și 1 se va obține o curbă pe care sunt situate toate portofoliile posibile P care combină activul riscant i cu portofoliul de piață M , conform graficului următor:



Panta dreptei, tangentă la această curbă într-un punct oarecare, se poate calcula după următoarea relație:

$$\frac{\partial E(\tilde{R}_p)}{\partial \sigma(\tilde{R}_p)} = \frac{\partial E(\tilde{R}_p) / \partial x}{\partial \sigma(\tilde{R}_p) / \partial x}$$

Cele două derivate în raport cu x vor avea expresiile:

$$\frac{\partial E(\tilde{R}_p)}{\partial x} = E(\tilde{R}_i) - E(\tilde{R}_M)$$

respectiv:

$$\frac{\partial \sigma(\tilde{R}_p)}{\partial x} = \frac{2x\sigma^2(\tilde{R}_i) - 2\sigma^2(\tilde{R}_M)(1-x) + 2\text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M)(1-2x)}{2\sigma(\tilde{R}_p)}$$

Tinând cont de cele două relații, și în urma simplificărilor, panta dreptei va fi egală cu:

$$\frac{\partial E(\tilde{R}_p)}{\partial \sigma(\tilde{R}_p)} = \frac{[E(\tilde{R}_i) - E(\tilde{R}_M)]\sigma(\tilde{R}_p)}{x[\sigma^2(\tilde{R}_i) + \sigma^2(\tilde{R}_M) - 2\text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M)] + \text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M) - \sigma^2(\tilde{R}_M)}$$

Portofoliul de piață M la echilibru conține deja activul i , pentru că el conține toate activele. Portofoliul P diferă de M pentru că conține în exces activul i . Când piața este în echilibru toată lumea va deține portofoliul de piață iar excesul va fi zero, cele două portofolii fiind identice. Punctul M se caracterizează prin $x = 0$ și $\sigma(\tilde{R}_p) = \sigma(\tilde{R}_M)$.

La echilibru, panta tangentei la frontiera eficientă în punctul M va fi egală cu:

$$\frac{\partial E(\tilde{R}_p)}{\partial \sigma(\tilde{R}_p)}(M) = \frac{[E(\tilde{R}_i) - E(\tilde{R}_M)]\sigma(\tilde{R}_M)}{\text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M) - \sigma^2(\tilde{R}_M)} \quad (4-2),$$

iar aceasta trebuie să fie egală cu panta dreptei pieței de capital(CML). Prin egalarea expresiilor (9-1) și (9-2), aducerea la numitor comun și gruparea termenilor se obține:

$$E(\tilde{R}_i) = R_F + \frac{[E(\tilde{R}_M) - R_F]}{\sigma^2(\tilde{R}_M)} \cdot \text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M) \quad (4-3)$$

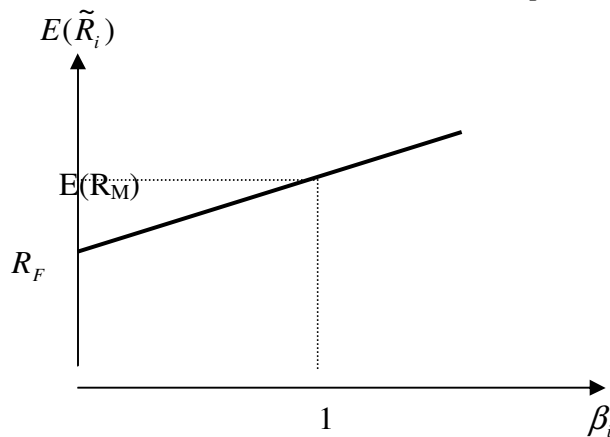
Se știe că coeficientul de volatilitate, care măsoară riscul de piață, se estimează pornind de la relația:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M)}{\sigma^2(\tilde{R}_M)}$$

Ținând cont de această expresie, ecuația Modelului de Echilibru al Activelor Financiare(MEAF) se poate scrie sub forma:

$$E(\tilde{R}_i) = R_F + \beta_i \cdot [E(\tilde{R}_M) - R_F] \quad (4-4)$$

Grafic 4-2: Dreapta de piață a titlurilor (SML)



Dreapta astfel definită poartă denumirea de *Security Market Line*(SML). La echilibru toate activele și portofoliile formate din acestea vor fi situate pe această dreaptă. Relația dintre beta și rentabilitate se regăsește în Graficul 4.2. Relația (4-4) arată că, la echilibru, rata de rentabilitate a unui activ riscant este egală cu rata activului fără risc plus o primă de risc. Această primă este proporțională cu riscul de piață asumat.

14.2.3. Aportul MEAF-lui în teoria financiară

MEAF-ul este primul model care evaluează rentabilitatea unui activ financiar în funcție de riscul său. Totodată, el a contribuit la o mai bună înțelegere a comportamentului piețelor de capital precum și la formarea prețurilor pe aceste piețe.

În cadrul modelului empiric de piață, prezentat în capitolul patru, s-a văzut că riscul total al unui titlu se descompune în două părți: riscul sistematic (de piață) și riscul specific. Ultimul poate fi diminuat sau chiar eliminat prin diversificare. Fiind eliminabil prin diversificare el nu merită să fie remunerat. Cea mai bună măsură a riscului unui titlu individual este atunci beta, iar remunerarea sa va fi prima de risc. Speranța de câștig va fi direct proporțională cu riscul de piață asumat.

Teoria de echilibru, care stă la baza acestui model, a favorizat dezvoltarea gestiunii pasive, respectiv a fondurilor indiciale, pentru că ea a demonstrează că portofoliul de piață este portofoliul optimal. Aceasta teorie are un conținut intuitiv evident. Totdeauna este foarte ușor a alege un portofoliu care este situat pe dreapta de piață. Este suficientă plasarea unei părți din bani într-un fond indicial și cealaltă într-un activ fără risc. De exemplu, un portofoliu investit jumătate într-un fond indicial, iar cealaltă jumătate într-un activ fără risc va avea un beta de 0,5 și o rentabilitate egală cu media rentabilității pieței cu cea a activului fără risc. Orice investitor „pasiv” se poate situa pe dreapta de piață în funcție de riscul dorit. Pe o piață eficientă teoria spune că nu se poate face mai mult în termeni de rentabilitate-risc. Gestionarilor de portofolii le rămâne să demonstreze că, în condițiile unei mai bune informații, ei pot crea portofolii care se situează deasupra dreptei de piață. Ultimul deceniu s-a concentrat mai ales pe cercetări științifice care încearcă să stabilească dacă gestionarii de portofolii sunt capabili de a „bate” sistematic piața și implicit dacă ea este eficientă informațional.

14.2.4. Critici în testarea MEAF-lui

MEAF-ul este un model dificil de testat empiric și utilizat deoarece sunt ridicate atât probleme conceptuale, cât și econometrice. Aceste dificultăți se pot grupa în trei mari categorii:

- MEAF-ul este construit în termeni de anticipații și nu de realizări, testele utilizând date istorice care sunt realizări;
- se presupune că primele de risc și beta sunt stabile în timp, ipoteză care, în cazul în care perioada luată în studiu este mare, nu este adevărată;
- testele nu utilizează decât aproximații ale portofoliului de piață, adevăratul portofoliu de piață nefiind observabil.

Această ultimă critică este și cea mai importantă, și a fost enunțată de R.Roll (1977). El a arătat că rezultatele testelor empirice nu sunt independente de indicele ales ca aproximare a portofoliului de piață. Dacă portofoliul este eficient MEAF-ul se va valida. În caz contrar, se va concluziona că modelul nu este valid. Dar aceste teste nu permit să se știe dacă adevăratul portofoliu de piață este realmente eficient. Roll a concluzionat că nu este posibil să se valideze empiric MEAF-ul, dar aceasta nu înseamnă că modelul nu este valid.

Această critică are consecințe asupra modelelor de măsurare a performanțelor gestiunii derivate din MEAF. Dacă indicele utilizat ca aproximare a portofoliului de piață nu este eficient, rezultatele performanței portofoliilor vor depinde de acest indice. Schimbând indicele clasamentul portofoliilor gestionate se poate modifica.

După criticile avansate de Roll cercetările asupra MEAF-lui s-au canalizat în două direcții:

- unii autori au dezvoltat metodologii mai sofisticate și mai puțin sensibile la alegerea portofoliului de piață;
- dezvoltarea unei noi teorii, cunoscută sub denumirea de *Arbitrage Pricing Theory* (APT), care nu presupune identificarea exactă a portofoliului de piață.

15. ORGANIZAREA GESTIUNII PORTOFOLIILOR. STRATEGII DE GESTIUNE

15.1. Organizarea gestiunii portofoliului

Principiile de construirea portofoliilor se grupează în două mari curente opuse : *bottom-up* și *top-down*. Primul este cel mai vechi și se concentrează pe selecția individuală a titlurilor. Al doilea, acordă cea mai mare importanță alegerii claselor de active în care se va realiza investiția. O serie de studii relativ recente²⁰ au arătat că 90% din performanță este datorată alegerii repartiției dintre diferitele clase de active, privilegiind abordarea *top-down*. Alte studii le contrazic pe acestea și demonstrează că performanța datorată alocării activelor este de fapt mai mică. Si în prezent controversa dintre cele două curente continuă.

Procesul de gestiune se poate descompune în trei etape independente²¹ :

a). Alocarea strategică a activelor

Conform curentului *top-down* această etapă este cea mai importantă în obținerea performanței. Se definesc obiectivele și politica investitorului, iar pe baza acestora se alege repartiția portofoliului între diferite clase de active pe termen lung, de către un comitet de gestiune. Totodată, se definește *benchmark*-ul sau portofoliu de referință. Această fază este cunoscută în literatura anglo-saxonă sub denumirea de *Policy Asset Allocation*.

Clasele de active care au speranța de câștig cea mai mare sunt și cele mai riscante. Determinarea speranței de câștig se realizează diferit de la o clasă de active la alta. In cazul obligațiunilor evaluarea se face vis-a-vis de rata de randament a obligațiunilor pe termen lung emise de stat, în timp ce pentru activele monetare se ține seama de rata de randament a bonurilor de trezorerie.

Evaluarea acțiunilor este mai complexă, distingându-se cel puțin trei metode. O primă metodă este *Dividend Discount Model* care va fi tratată separat în acest capitol, în cadrul gestiunii active. Ea permite calcularea rentabilității piețelor de acțiuni, pornind de la rentabilitatea individuală a fiecărei acțiuni. O a doua metodă, simplă, constă în analizarea rentabilităților istorice a indicilor bursieri. A treia metodă este cea a scenariilor. Se vor defini diferite scenarii privind configurația viitoare a economiei și se vor estima influențele în cazul acestor scenarii asupra claselor de active.

In cazul în care se dorește o diversificare internațională a portofoliului se va stabili repartiția portofoliului pe țări, interesul pentru aceste piețe naționale fiind măsurat printr-un indice local. Pe lângă estimarea rentabilităților claselor de active este necesară estimarea coeficienților de corelație dintre aceste clase.

²⁰ Brinson, Hood și Beebower (1986) sau Brinson, Singer și Beebower (1991).

²¹ După o prezentare realizată de Amenc și Le Sourd (2002).

Modelul de optimizare propus de Markowitz poate fi utilizat în alocarea strategică, respectiv, în calcularea proporțiilor optimale de investit în diferite clase de active. Numărul claselor de active, nefiind foarte mare, se adaptează mai bine decât în cazul activelor individuale. Această metodă prezintă dezavantajul instabilității rentabilităților medii.

b). Alocarea tactică

Alocarea tactică presupune ajustarea continuă a portofoliului pentru a putea ține cont de oportunitățile pe termen scurt. Structura portofoliului va rămâne tot timpul apropiată de cea inițială, stabilită în alocarea strategică. Cea mai cunoscută metodă este cea de *market timing* și va face obiectul unei prezentări mai amănunțite în acest capitol.

c). Selecția titlurilor

În cadrul fiecărei clase de active se va realiza selecția optimală. Este etapa în care diferitele metode de evaluare și optimizare a activelor, prezentate în capitolele anterioare, își găsesc aplicarea. În această etapă gestionarul își alocă cea mai mare parte din timpul său, marile fonduri de investiții având gestionari specializați pe clase de active și în interiorul acestora. Gestionarii pot fi, de asemenea, specializați pe stiluri de gestiune.

Metodele de gestiune a portofoliilor utilizează atât tehnicile dezvoltate de către teoria modernă a portofoliilor, cât și cele tradiționale ale analizei financiare. Tehnicile de gestiune cantitativă ocupă în acest moment prim-planul în cadrul metodelor de gestiune a fondurilor. Ele se împart în două mari categorii: tehnici ale gestiunii pasive și tehnici ale gestiunii active.

15.2. Gestiunea indicială clasică și alte tehnici pasive de gestiune

15.2.1. Prezentarea tehnicilor pasive de gestiune

Conform Modelului de Echilibru al Activelor Financiare riscul unui portofoliu este, în întregime, explicat prin intermediul riscului de piață. Riscul specific poate fi diminuat sau chiar eliminat prin diversificare, respectiv prin includerea în portofoliu a unui mare număr de titluri. Rentabilitatea sperată a portofoliului va fi atunci egală cu rentabilitatea pieței. În condițiile în care se acceptă eficiența informațională a piețelor este inutilă încercarea de a „bate” piața. Gestiunea pasivă constă în a urma piața, fără a utiliza anticipațiile privind evoluția sa. Aceasta a dus la crearea fondurilor indexate după piață, adică a fondurilor indiciale (engl.: Index Funds). Aceste fonduri presupun cheltuielile cele mai mici deoarece nu se realizează o analiză individuală a titlurilor precum și operațiuni de cumpărare și vânzare frecvente.

În situația în care piețele sunt eficiente, gestiunea activă este inutilă și costisitoare, gestiunea pasivă impunându-se indiscutabil. Dar, dacă toți gestionarii adoptă o strategie pasivă, piețele nu vor mai fi eficiente, iar gestiunea activă devine din nou profitabilă. Conform acestui paradox, existența gestionarilor care adoptă o strategie activă, este o condiție necesară a eficienței piețelor. Acești gestionari își asumă riscuri suplimentare în speranța unui câștig mai mare. Continuitatea acestor gestionari pe piețe, se justifică prin existența unor „pungi” de ineficiență, care apar pe termen scurt și de pe care ei își obțin câștigurile. Alte explicații ar putea fi: anomaliile bursiere, atracția față de jocul în bursă și ignoranța privind funcționarea reală a piețelor.

Gestiunea indicială

Gestiunea pasivă a fondurilor mai este cunoscută și sub denumirea de gestiune indicială deoarece are ca obiectiv replicarea cât mai exactă a unui anumit indice, oricare ar fi orizontul de plasament.

O primă dificultate care apare în realizarea unei astfel de gestiuni, este legată de alegerea indicelui. Conform teoriei, un portofoliu foarte bine diversificat este portofoliul de piață. De exemplu, indicele DJIA corespunde unui portofoliu slab diversificat, iar indicele SP 500 nu reprezintă decât 70% din capitalizarea bursieră a pieței americane. O a doua problemă este legată de modificarea, la intervale scurte de timp, a structurii coșului de titluri pe baza căruia se calculează indicele. Aceasta va duce la modificări în structura portofoliului gestionat și implicit la cheltuieli suplimentare care afectează performanța sa. Se poate spune, ironic, că portofoliul unui indice este un portofoliu „activ” copiat de gestionari pasivi!

Pe unele piețe bursiere gestiunea pasivă intră în contradicție cu reglementările legale privind investițiile. Astfel, anumite acte normative²² plafonează investiția într-un titlu și recomandă analize individuale. Unele societăți din coșul indicelui au o pondere superioară plafonului stabilit de lege. În aceste condiții replicarea cât mai corectă a indicelui este greu realizabilă.

Toate aceste inconveniente fac ca distanța dintre obiectivul gestiunii pasive, de a deține portofoliul de piață, și posibilitățile practice de realizare a acestuia să fie mare. Se poate spune atunci, că un fond care veghează la o bună diversificare a portofoliului și care minimizează cheltuielile de gestiune aduce, deja, enorme servicii investitorilor săi.

În ce privește construcția portofoliului pasiv se pot distinge mai multe metode:

- replicare integrală (*full duplication*): în portofoliu vor figura toate titlurile din coșul indicelui, proporțional cu capitalizarea lor bursieră; această metodă este cea mai frecvent utilizată în SUA;
- eșantionare stratificată (*stratified sampling*): portofoliul va fi format din titlurile cele mai importante din coșul indicelui, proporțional cu capitalizarea lor bursieră; o astfel de gestiune este practică de fondurile mai mici, care nu au suficiente resurse pentru a replica integral coșul indicelui;
- replicare parțială: este metoda care se utilizează pe acele piețe unde există foarte multe titluri slab lichide; ponderile se stabilesc de așa manieră, prin optimizare, încât să existe o corelație cât mai mare între portofoliu și indicele replicat.

Oricare ar fi metoda de construire a portofoliului pasiv, inclusiv replicarea integrală, va exista o diferență între rentabilitatea acestuia și rentabilitatea indicelui bursier²³. Aceste distanțe poartă denumirea de *tracking errors* și se măsoară prin intermediul abaterii medii pătratice a reziduurilor regresiei:

$$\tilde{R}_{pf,t} = a + b\tilde{R}_{I,t} + \varepsilon_t,$$

unde: $\tilde{R}_{pf,t}$ este rentabilitatea portofoliului pasiv la momentul t ;

$\tilde{R}_{I,t}$ este rentabilitatea indicelui bursier, cu dividende incluse, la momentul t .

Importanța relativă a acestor erori se poate aprecia prin intermediul coeficientului de determinație (R^2) a regresiei de mai sus.

În afara metodei de construire a portofoliului pasiv există și alte surse care generează *tracking errors*, cum ar fi:

- modificarea compoziției coșului indicelui bursier, ca urmare a unor evenimente (creșteri de capital, fuziuni, achiziții, radierea de la cotă, etc.) generează cheltuieli de tranzacționare în scopul reajustării portofoliului;
- reinvestirea dividendelor generate de societățile din portofoliu generează și ele cheltuieli de

²² Cum ar fi legea “Employee Retirement Income Security Act”, votată în 1974, din SUA.

²³ Indicele bursier va fi un indice de rentabilitate în care sunt luate în considerare și dividendele.

tranzacționare;

- întârzierea de timp care apare între reinvestirea dividendelor și includerea lor în calculul indicelui; unele societăți cotează deja ex-dividende, dar ele nu au fost încă vărsate;
- reglementările privind prudența, enunțate deja.

În aceste condiții, între minimizarea erorilor și minimizarea cheltuielilor, apar contradicții. De aceea fondurile care adoptă o gestiune indicială pasivă par a fi condamnate la o subperformanță lejeră în comparație cu indicele urmărit.

Gestiunea indicială cu componentă activă

Alături de fondurile indiciale clasice au apărut fonduri care practică o „gestiune activă, cu risc controlat”. Obiectivul acestora este de a „bate” indicele, fără a expune portofoliul la un risc superior celui de piață. Scopul gestionarului unui astfel de fond nu este de a obține performanțe cu mult superioare indicelui, ci de a-l depăși cu regularitate. Abaterea rentabilităților fondului de la indice, respectiv *tracking errors*, este urmărită continuu și trebuie să se afle situată între niște limite fixate.

Gestiunea indicială cu componentă activă are ca suport teoretic Modelul de Echilibru al Activelor Financiare și teoria de arbitraj (Arbitrage Pricing Theory), conform căreia randamentele titlurilor sunt generate, pe de o parte, de factori comuni de natură macroeconomică, iar pe de altă parte, de factori specifici proprii titlurilor. Singuri, factorii comuni fac obiectul unei prime și pot duce la un câștig. Ei pot fi eliminați numai prin tehnici de acoperire care utilizează contractele futures și pe opțiuni. O astfel de gestiune se bazează pe descompunerea fină a riscului de piață pe factori remuneratori, prin parcurgerea mai multor etape.

a). În prima etapă se vor extrage factorii de risc comuni titlurilor candidate la intrarea în portofoliu. Totodată, se vor estima primele de risc asociate fiecărui factor. Se vor reține acei factori a căror remunerare diferă semnificativ de zero și care explică marea parte din dispersia randamentelor titlurilor. Puterea explicativă a acestor factori este instabilă în timp și diferă de la o piață la alta. De aceea este necesară reestimarea primelor de risc și reidentificarea factorilor la intervale scurte de timp²⁴.

b). În a doua etapă se vor evalua sensibilitățile randamentelor titlurilor la factorii de risc, estimând beta titlurilor pentru fiecare factor în parte.

c). A treia etapă presupune estimarea beta-urilor țintă. Ele vor rezulta maximizând probabilitatea de a bate indicele de referință cu un anumit număr de puncte. Beta-urile țintă diferă sensibil de beta-urile indicelui de referință. Deviația acestora sau „tilt-ul” care se încercă a se obține provine din remunerarea diferită a factorilor. Ținând cont de anticipările privind evoluția factorilor, portofoliu va fi compus astfel, încât expunerea sa globală la riscul de piață să fie egală cu cea a indicelui.

d). Ultima etapă presupune optimizarea portofoliului care mai ține cont și de constrângerile date de lichiditatea titlurilor, reglementările existente și de dorințele investitorului.

Aceste etape se repetă lunar și duc la o rată de rotație anuală a portofoliului cuprinsă între 50 și 80%²⁵. În cadrul acestei gestiuni este importantă fixarea unui obiectiv rezonabil de depășire a indicelui.

„Tilt-ajul” indicelui se mai poate realiza prin metode tradiționale, utilizând strategii de selecție a titlurilor bazate pe analiză financiară. Modelele multifactoriale vor garanta că selecția titlurilor nu modifică expunerea globală a portofoliului la riscul de piață, în raport cu indicele de referință.

Asigurarea portofoliului

²⁴ Pe unele piețe acest lucru se realizează lunar.

²⁵ Cf. Aftalion, Briys, Crouhy și Werren (1991).

Unii investitori anticipează o scădere accentuată a pieței și doresc să se protejeze împotriva unei pierderi importante de capital. Ei vor apela la tehnici de asigurare a portofoliului. Acestea fac parte, de asemenea, din categoria tehnicilor pasive de gestiune, pentru că investitorul definind la început regulile de investiție nu le mai modifică pe parcursul deținerii portofoliului, indiferent de evoluția ulterioară a pieței. Performanța finală a portofoliului poate, astfel, să fie cunoscută în avans pentru fiecare configurație finală a pieței.

Metoda cea mai simplă de asigurare a portofoliului este cunoscută în literatura anglo-americană sub denumirea de *Tactical Asset Allocation*. Ea constă în reajustarea automată a repartiției portofoliului între activele monetare și cele riscante, în funcție de evoluția pieței, fără a se coborâ sub un anumit prag de rentabilitate. Observarea ciclurilor economice și bursiere se constituie în semnale privind atractivitatea comparativă a activelor monetare și a celor riscante. Aceasta este o strategie de „urmare” a pieței și este cunoscută sub denumirea de *trend follower*.

Asigurarea portofoliului se poate realiza și cu ajutorul opțiunilor. Ele sunt utilizate de către fondurile cu capital garantat și permit recuperarea sigură a unei părți din suma investită. Utilizarea lor este atractivă pe o piață cu un accentuat caracter volatil, dar împiedică obținerea unor câștiguri semnificative când piața este pe o tendință ascendentă²⁶.

ETF – Exchange-Traded Funds²⁷

Aceste produse financiare au fost create în 1993, în Statele Unite, și sunt fonduri indiciale care reflectă performanța unui benchmark și a cărui cote părți sunt negociate în Bursă. Aceste instrumente permit investitorilor ajustarea, la costuri mici, a expunerii față de piața acțiunilor. De câțiva ani ETF-urile au fost introduse și pe piețele europene cunoscând un real succes.

15.2.2. Argumente pro și contra unei gestiuni pasive

Punerea în aplicare a unei gestiuni pasive, în particular indicială, oferă o serie de avantaje, cum ar fi:

- diversificarea foarte bună a portofoliului și reducerea riscurilor specifice;
- costurile de gestiune relativ mici care duc la obținerea unei bune performanțe;
- transparența, pentru că investitorul într-un fond pasiv va cunoaște în orice moment compoziția portofoliului, aceasta fiind identică cu cea a indicelui;
- investitorii particulari care au capitaluri modeste vor putea obține o bună diversificare a riscului, la costuri mici.

Studiind istoricul rezultatelor gestionarilor pasivi în perioade de creștere bursieră, cercetătorii au găsit că aceștia obțin performanțe superioare gestionarilor activi de la un orizont de cinci ani. Acest fenomen devine din ce în ce mai stabil pe perioade mai lungi. Astfel, un investitor care are un orizont de trei ani va putea miza pe gestionarii activi în speranța că ei vor „bate” piața. Probabilitatea de reușită este de 0,65. Din contră, dacă orizontul este de opt ani probabilitatea ca gestiunea pasivă să aibă performanțe superioare indicelui este de 0,9²⁸.

În perioadele de scădere bursieră gestionarii pasivi sunt net dezavantajați. Ei sunt obligați să păstreze procentele investite conform structurii indicelui urmărit. Gestionarii activi se pot orienta mai ușor spre investițiile mai puțin riscante, cum sunt cele monetare.

²⁶ Literatura de specialitate vorbește despre așa numitul „cost de asigurare”.

²⁷ Aceste produse financiare mai sunt cunoscute și sub denumirea de „trackers”.

²⁸ Cf. http://www.zebourse.com/methodes/methodes_indicielle.php.

Alegerea indicelui bursier în adoptarea unei gestiuni pasive va influența hotărâtor performanța fondului gestionat pasiv. Acest indice, conform teoriei, ar trebui să fie al portofoliului de piață. Acest portofoliu există, dar nu poate fi identificat. Gestionarii pasivi se comportă ca și cum articolul celebru scris de Roll R. (1977) nu ar fi fost scris. Cei mai importanți indici la care se raportează gestiunea pasivă sunt:

- Dow Jones, S&P 500 și Nasdaq 100 în Statele Unite;
- CAC 40 (bluechips), MIDCAC (valorile medii), SBF 120 și SBF 80 în Franța;
- FTSE 100 (cunoscut sub denumirea de Footsie) în Anglia;
- DAX în Germania și MIB 30 în Italia, ... etc.

Acestora li se adaugă o multitudine de indici sectoriali și în special cei care cuprind titlurile din domeniul tehnologic și media. În ce privește zona Euro, indicele Dow Jones EURO SOXX 50SM este cel mai cunoscut. Indicele MSCI Europe este de asemenea urmărit de gestionarii pasivi. Acești indici europeni trebuie, prin construcția lor, să fie reprezentativi pentru piețele de acțiuni europene. Piața europeană, în ansamblul său, este reprezentată prin indicele Total Market Index (TMI). Paradoxal, indicele Eurotop 100 propus de grupul FTSE este mai bine cointegrat cu indicele larg TMI. Indiferent de indicele utilizat într-o gestiune pasivă este important ca acesta să fie cât mai reprezentativ.

Gestiunea indicială are un impact semnificativ asupra volatilității piețelor financiare. Un exemplu recent este cel al indicelui S&P 500. Se știe că mai mult de 800 miliarde de dolari sunt indexate pe acest indice. La data de 19.07.2002 un număr de șapte titluri au ieșit din coșul acestui indice: Unilever, Nortel, Royal-Dutch, Barrick Gold, Inco, Alcan și Placer Dome. Cu câteva zile înainte de ieșirea acestor societăți, la anunțarea modificării care urma să aibă loc, s-au constatat rentabilități negative pronunțate. De exemplu, într-o singură zi, cursul societății Unilever a scăzut cu 6% iar al societății Royal Dutch cu 8%. Aceasta se datorează vânzărilor masive realizate de fondurile indiciale. Titlurile care intră în coșul indicelui cunosc o apreciere semnificativă. De multe ori o volatilitate accentuată a rentabilităților titlurilor poate să apară când se modifică coeficienții de ponderare din coșul indicelui.

Gestiunea indicială constituie, deci, un factor de volatilitate important pe piețele de acțiuni. Aceasta duce la o accentuare artificială a riscurilor la care sunt supuși investitorii.

O gestiune pasivă poate fi preferabilă uneia activă datorită diminuării „riscului gestionarului”. Într-o gestiune activă acest risc este important. Mulți investitori își diversifică acest risc împărțind sumele de gestionat mai multor gestionari. Alegerea unei gestiuni pasive este justificată și de o deducție interesantă realizată de Sharpe(1991), astfel:

- Prin definiție, performanța pieței este dată de performanța obținută de toți investitorii. Dacă aceștia se împart în două categorii după stilul de gestiune, se va obține:
 - Performanța pieței = Performanța medie ponderată a investitorilor pasivi + Performanța medie ponderată a investitorilor activi
 - Pentru că performanța investitorilor pasivi este aceeași²⁹, fiind egală cu cea a pieței, va fi adevărată următoarea afirmație:
 - Performanța pieței = Performanța medie a investitorilor activi.

O astfel de egalitate se aplică ansamblului de gestionari activi și ea este adevărată în „medie”. Pentru a „bate” piața prin gestiuni active este necesar a se identifica gestionarii care au o astfel de capacitate. Alegerea gestionarilor, care în trecut au obținut performanțe superioare pieței, nu este totdeauna cea mai bună soluție pentru că probabilitatea ca aceștia să devină perdanți în viitor este mare.

²⁹ Dacă nu se iau în considerare cheltuielile de gestiune.

Gestiunea activă

Gestiunea activă se bazează pe selecția titlurilor de inclus în portofoliu. Gestionarul va selecta titlurile în funcție de calitățile lor proprii și nu în funcție de apartenența lor la un indice sau sector de activitate. Obiectivul gestiunii active este obținerea de performanțe superioare benchmark-ului ales ca și referință.

Gestionarii care adoptă o astfel de strategie se bazează pe un anumit grad de ineficiență al piețelor. Ei au constatat că pe perioade foarte scurte de timp cursul activelor financiare nu sunt la echilibru și se poate astfel obține profit. Gestiunea activă se poate practica atât la nivelul titlurilor individuale, caz în care vorbim despre *stock picking*, cât și la nivelul claselor de active, situație în care gestiunea poartă denumirea de *active asset allocation*. O a treia formă este *market timing*-ul care se bazează pe anticiparea evoluției pieței.

Portofoliile gestionate activ conțin mai puține titluri decât cele gestionate pasiv, pentru că presupun o analiză individuală a fiecărui titlu în parte. De asemenea gestiunea activă presupune costuri mai ridicate decât cea pasivă.

Literatura de specialitate anglo-saxonă reține două mari categorii de gestiune de tip *stock picking*:

- *stock picking growth* : portofolii formate din titluri ale societăților cu beneficii viitoare în creștere;
- *stock picking value* : portofolii formate din titluri subevaluate, dar cu un potențial mare de creștere a cursului;

Constituirea de portofolii omogene se încadrează în noua orientare bazată pe *stiluri* de gestiune. Pe lângă cele două prezentate, practica mai reține portofolii constituite din titluri de mică sau mare capitalizare sau din titluri care urmează foarte bine evoluția pieței. Cele patru stiluri de gestiune nu sunt totdeauna pure, existând combinații ale acestora. Se pot constitui, de exemplu, portofolii de creștere, de mică capitalizare bursieră, sau portofolii de valoare de mare capitalizare. Studiile au arătat că un gestionar are mari șanse de a fi performant dacă este specializat pe un singur stil de gestiune.

Gestiunea de tip *stock picking* este folosită de gestionarii independenți care lucrează în mici structuri. Ei încearcă, astfel, să se delimiteze de marile fonduri care urmează o politică de gestiunea bazată pe analiză macroeconomică.

Unul din principalele avantaje ale gestiunii active este dat de faptul că ea permite descoperirea titlurilor prețioase și aceasta duce la obținerea unei valori adăugate reale în portofoliu. Astfel, în anii 80-90, fondul de investiții Magellan – Fidelity a crescut de zece ori într-un deceniu, grație talentului gestionarului său Peter Lynch. Un alt avantaj al gestiunii active este dat de o mai mare posibilitate de mișcare acordată gestionarului, decât în cazul gestiunii pasive.

Pe o piață în creștere *stock picking*-ul obține, în medie, performanțe inferioare gestiunii indiciale. Aceasta se datorează faptului că portofoliile sunt prea concentrate în câteva titluri și cu o diversificare slabă a riscului. Un gestionar activ poate să iasă cu adevărat în evidență pe o piață în scădere.

Gestiunea activă ocupă încă un loc important, dar ponderea gestiunii pasive este în creștere. Statele Unite este țara în care gestiunea indicială a câștigat cel mai mult teren. O sinteză, pe clase de active, se regăsește în tabelul următor

Repartizarea activelor instituționale în 2001 (în %)		
Categoria activului	Europa	SUA
Acțiuni	44	54

- gestiune activă	90	64
- gestiune pasivă	10	36
17.1.1.1. Titluri cu venit fix	43	32
- gestiune activă	98	87
- gestiune pasivă	2	13
Piața monetară	8	9
Imobiliar	4	2
Diverse	1	3

Sursa: Pensions and Investments (2002)

Primul fond gestionat activ a fost creat în 1930 în Statele Unite. De abia în 1971, tot aici, a apărut primul fond pasiv lansat de Wells Fargo Bank. Intre timp gestiunea pasivă a câștigat neîncetat teren, ajungând în 2001 la o pondere de 36%, în ce privește acțiunile. In Europa aceasta este doar 10%. Gestiunea activă rămâne și în viitor principala modalitate de gestiune, dar pe piețele dezvoltate ea nu a probat capacitatea de a bate piața pe termen lung.

CAPITOLUL 16. CONSIDERENTE GENERALE PRIVIND ASIGURĂRILE

Ce este asigurarea? Care sunt unghiurile de vedere și cum poate fi abordată? Ce condiții trebuie întrunite să avem asigurare? Dacă are funcții și cum se manifestă? Există mai multe tipuri de asigurări?

Așadar capitolul de față, odată parcurs va aduce răspunsuri la întrebările ridicate.

16.1. Conceptul de asigurare.

Verbul "a asigura" are două accepțiuni relevante:

1. a-și lua măsuri de precauție, de prevedere;
2. a oferi o siguranță, o garanție în legătură cu ceva.

Acest "ceva" face trimitere la **evenimente nedorite** cu consecințe materiale, financiare, vătămări grave sau deteriorări ale stării de sănătate și chiar decese.

Concret asemenea evenimente pot fi:

- 1) **independente de om**, precum *calamitățile naturale*: seceta; uraganele, cicloanele; inundațiile; cutremurele de pământ; înghețul; grindina; incendiile; alunecările, surpările, prăbușirile de teren; erupțiile vulcanice; ploile torențiale; avalanșele de zăpadă, etc.
- 2) **dependente de om**, legate de *comportamentul omului și/sau de activitatea sa*:
 1. acte ca: neglijența, superficialitatea, iresponsabilitatea pot să provoace sau să favorizeze înregistrarea de accidente grave, incendii, explozii, electrocutări, asfixieri, arsuri, etc.;
 2. săvârșirea de acțiuni delictuale: furt, spargere, jaf, crime, acțiuni teroriste, etc.;
 3. pe coordonata economică, generatoare de crize, șomaj, inflație, greve, conflicte sociale, etc.

În esență **cauzele** acestor evenimente nedorite sunt trei:

- **forțele naturii**;
- **omul** luat ca **individ** dar și ca **grup** sau **societate**;
- **dezvoltarea științifico-tehnologică**.

Prin urmare *existența* în toate laturile sale *nu poate fi gândită, percepută fără riscuri*.

Pe măsura conștientizării și identificării lor se caută **metode și mijloace de control** sau cel puțin de control **asupra consecințelor lor**. Care sunt modalitățile de protecție ?

1. evitarea riscurilor;
 2. reducerea probabilității producerii unui risc;
 3. limitarea consecințelor riscului;
 4. asumarea riscului;
 5. transferul riscului.
1. **Evitarea** este o metodă pasivă, practic de renunțare la acele acțiuni, activități ce implică un anumit risc. Pentru unele riscuri acest lucru este posibil, în schimb în cazul celor generate de forțele naturii foarte rar o astfel de măsură are efect radical.
 2. **Reducerea probabilității producerii unui risc** constă în:
 - a) adoptarea unei atitudini și conduite preventive;
 - b) recurgerea la anumite mijloace practice, care ar putea determina limitarea cauzelor ce conduc la producerea evenimentelor nedorite.

Spre exemplu instalarea sistemelor de protecție și alarmă, instalarea de detectoare de fum, foc și monoxid de carbon cu alarmă interioară și exterioară și stropire automată pentru prevenirea producerii unui incendiu, etc.
 3. **Limitarea consecințelor unui risc** presupune ca, după producerea evenimentului, însă înainte ca acesta să fi încetat, persoanele interesate să ia măsuri care să reducă la minimum efectele sale.

De exemplu împiedicarea extinderii incendiului, aplicarea de tratamente curative persoanelor care au suferit accidente, oprirea scurgerii țițeiului în mare dintr-un tanc petrolier avariat și stăvilirea mării negre.
 4. **Asumarea riscului** presupune suportarea individuală a consecințelor materiale și financiare ale producerii unui eveniment nedorit. Lucru ce poate avea loc prin *crearea de rezerve* în vederea acoperirii pe seama resurselor proprii a eventualelor **pagube**. Este cazul fondurilor de rezervă cu destinație specială la nivelul agenților economici.
 5. **Transferul riscului** presupune preluarea consecințelor sale de către profesioniști și anume **societățile de asigurare**. Transferul către societatea de asigurare și asumarea de către aceasta a rolului de *gestionar al consecințelor riscului* se constituie într-o "marfă specifică", care se vinde și se cumpără ca orice altă marfă pe o piață specifică, **piața asigurarilor**.

Alegerea uneia sau alteia dintre măsurile de protecție prezentate depinde de:

 - natura riscului;
 - puterea economică a persoanei fizice sau juridice interesate în protecție;
 - efortul financiar pe care îl reclamă în raport cu mărimea potențială a pagubei.

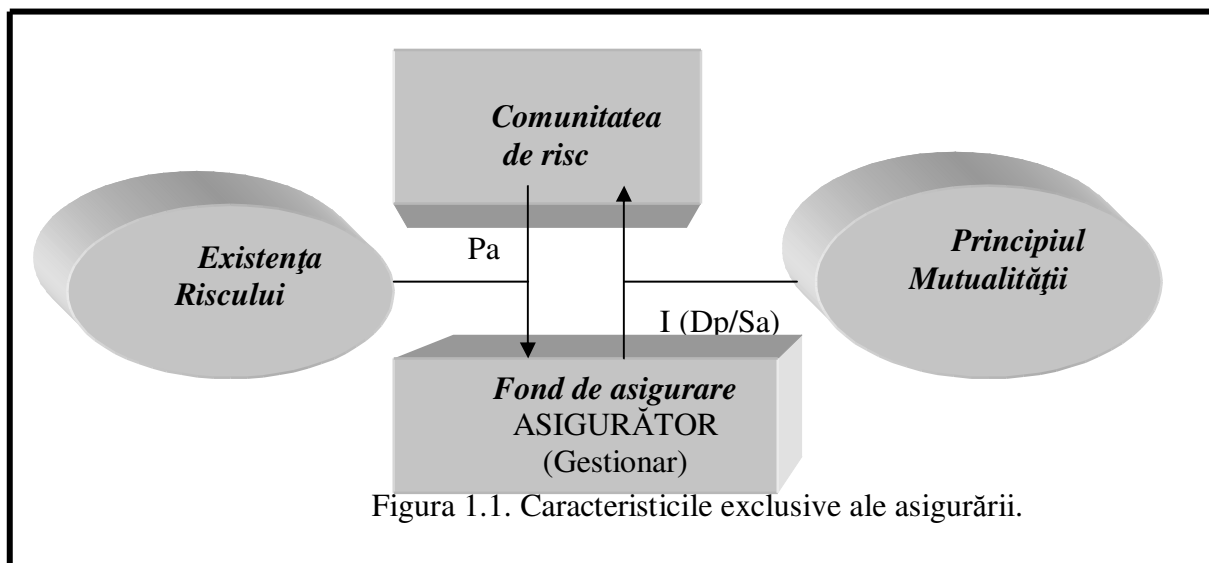
16.2. **Accepțiunile asigurării**

16.2.1. Abordarea sub aspect economic.

Definitiv pentru esența economică a asigurării sunt următoarele **caracteristici exclusive** ale acesteia:

- 1) **existența riscului;**
- 2) **formarea comunității de risc;**
- 3) **constituirea fondului de asigurare și utilizarea acestuia în baza principiului mutualității.**

Cele trei *coordonate fundamentale* constituie în același timp și *reperele majore* ale abordării asigurării sub aspect economic. Redate schematic avem



- 1) Cu privire la risc amintim aici doar faptul că nu toate riscurile sunt acceptate de către societățile de asigurare ci doar cele care îndeplinesc anumite condiții și odată trecute fac ca aceste **riscuri** să devină **asigurabile**. Sunt cunoscute și sub denumirea de **riscuri agreeate** de către asigurători.
- 2) Persoanele fizice și/sau juridice, amenințate de aceleași pericole și care acționează în comun pentru apărarea intereselor lor reprezintă **comunitatea de risc**.

Ca și trăsături evidențiem:

- a) comunitatea **se formează în mod spontan**, prin simpla participare la constituirea fondului de asigurare aflat la dispoziția societății de asigurare;
 - b) membrii comunității de risc, asigurații, consimt să contribuie la **suportarea în comun a pagubelor** pe care la vor pricinui evenimentele nedorite;
 - c) împărțirea pagubei între membrii comunității de risc se întemeiază pe faptul că **posibilitatea producerii riscului vizează pe fiecare membru al acesteia**. Posibilitatea se transformă în realitate, însă numai pentru unii dintre ei, fără să se știe dinainte "pentru cine?" și "când anume?"
- 3) Asigurarea oferă, așadar, avantajul că membrii comunității afectați de producerea riscului, primesc din fondul de asigurare, cu titlu de indemnizație de asigurare (I) (despăgubire - Dp, sumă asigurată - Sa), sume care întrec de câteva ori quantumul contribuției acestora la fondul respectiv (Pa - prime de asigurare). Acest lucru este posibil în baza **principiului mutualității**. Adică la constituirea fondului de asigurare participă toți membrii, toți asigurații, dar acesta se repartizează numai acelor asigurați care au suferit prejudicii de pe urma producerii riscului asigurat.

Fondul de asigurare :

- a) se constituie la dispoziția asigurătorilor;
- b) îmbracă în mod necesar forma bănească;
- c) se formează în mod descentralizat, pe seama primelor de asigurare și
- d) se utilizează centralizat.

În strânsă corelație destinațiile fondului de asigurare abordăm problema **funcțiilor asigurării**.

1. **Principala funcție** a asigurării este aceea **de compensare a pagubelor** (cazul asigurărilor de bunuri și de răspundere civilă - prejudicii materiale) **și plată a sumelor asigurate** (cazul asigurărilor de persoane și răspundere civilă - prejudicii corporale).

Aceasta este funcția care a stat la baza apariției și dezvoltării asigurărilor.

2. **O a 2 a funcție** caracteristică asigurării, care s-a dezvoltat în timp, îndeosebi după cel de-al doilea război mondial, este aceea **de prevenire a pagubelor**.

Funcția de prevenire se exercită pe două căi principale:

- a) prin finanțarea unor activități de prevenire a calamităților și accidentelor. *Spre exemplu: construirea de diguri de protecție împotriva inundațiilor, lucrări de împăduriri, desecări, irigații, finanțarea unor programe educaționale pentru asigurați.*
 - b) prin stabilirea unor condiții de asigurare care să-l oblige pe asigurat la o conduită preventivă permanentă. Cum? Prin decăderea din dreptul la despăgubire în cazul neîndeplinirii unor măsuri de limitare a pagubei, participarea asiguratului la acoperirea unei părți din pagubă, etc.
3. A 3 a funcție a asigurărilor care a câștigat tot mai multă importanță în ultimele decenii este **funcția financiară**.

Pornind de la decalajul de timp între momentul încasării primelor și momentul plății despăgubirilor, decalaj important îndeosebi în cazul asigurărilor de viață, societățile de asigurare centralizează temporar sume foarte importante pe care apoi la plasează pe piața capitalului în scopul obținerii unor venituri suplimentare.

Pe lângă aceste funcții principale, asigurarea îndeplinește și **funcții secundare** cum ar fi:

- 1) facilitarea accesului la credite, credite de export, credite ipotecare, credite de consum, etc.;
- 2) contribuție după unii substanțială la "exportul invizibil", prin plata primelor externe;
- 3) consultanță oferită de societățile de asigurare asiguraților pe linie de subscriere, prevenire a daunelor, prejudiciilor, evaluare, litigii, etc.

16.2.2. Abordarea sub aspect juridic.

În dicționarul explicativ al limbii române³⁰ termenului "a asigura" i se asociază construcția: " a încheia un contract de ocrotire materială în caz de calamități, accidente, etc."

Abordarea juridică este frecventă și justificată, întrucât asigurarea, pentru a fi operantă, trebuie să capete **forma juridică**, iar această formă este cea dintâi sesizabilă.

O asemenea formă i-o conferă **contractul**, care constituie "**legea părților**", precum și **legea propriu-zisă**, care emană de la puterea legislativă. (Legea 136/1995 modificată și completată prin OUG nr. 61/2005 și Legea nr. 283/2005).

Contractul de asigurare și legea cu privire la activitatea de asigurare, în calitate de izvoare de drepturi și obligații în materie de asigurări se completează reciproc.

Vom preciza că specialiștii din dreptul asigurărilor găsesc **definiția juridică** a contractului de asigurare ca insuficient de semnificativă și în consecință, propun ca aceasta să fie completată printr-o **definiție tehnică** o operației de asigurare³¹.

Legea constituie alături de contract o altă formă juridică de realizare a asigurării, astfel avem:

- a) **asigurarea ex contractu** are la bază principiul facultativității (voluntariatului) adică se încheie din proprie inițiativă, de către persoanele fizice și juridice interesate;
- b) **asigurarea ex lege** are la bază principiul obligativității, adică ea acționează:
 - 1) în mod automat;
 - 2) fără consimțământul prealabil al asiguraților;
 - 3) fără încheierea unui contract între părți.

³⁰ Canarache, A., Breban, V., *Mic dicționar al limbii române*, Ed. Științifică, București, 1974, pag. 47.

³¹ Asupra contractului de asigurare o să revenim într-o abordare mai largă și mai detaliată într-unul dintre capitolele viitoare.

16.2.3. Abordarea din punct de vedere financiar.

Aspectul financiar este evidențiat de rolul:

- 1) *asigurătorului de intermediar financiar;*
- 2) asigurării de *ramură participantă la oferta de capital de împrumut* pe piața financiară;
- 3) asigurării de *activ financiar*, factor de reducere a incertitudinii. Legat de aceasta contractul de asigurare apare ca o "*creanță condiționată emisă de asigurător și achiziționată de asigurat*".

Aspectul tehnico-economic, juridic și financiar al asigurării este întregit prin abordarea și tratarea asigurării ca *ramură prestatoare de servicii, ramură creatoare de valoare adăugată și de locuri de muncă.*

16.3. Premisele asigurării.

Pentru stabilirea raporturilor de asigurare se cer întrunite anumite condiții subiective și respectiv obiective.

16.3.1. Dintre **premisele subiective** remarcăm în principal:

- a) interesul pentru asigurare și
 - b) suportabilitatea financiară a asigurării.
- a) Interesul pentru asigurare al persoanelor fizice și agenților economici se interpretează prin conștientizarea necesității de a identifica, preveni, preîntâmpina riscurile generatoare de pagube sau prejudicii.

Interesul pentru acțiuni de asigurare se află în corelație cu:

1. evoluția generală a nivelului de dezvoltare al societății;
 2. cu nivelul de cultură și civilizație al omului.
- b) Posibilitățile financiare ale persoanelor fizice și juridice de a suporta plata primelor de asigurare sunt esențiale. Altfel zis, suportabilitatea financiară a primelor de asigurare poate finaliza interesul pentru asigurare, îl poate amâna sau bloca. Se relevă unul dintre motivele, pentru care în țările dezvoltate din punct de vedere economic, cu un înalt nivel de trai, asigurările sunt puternic intrate în uz.

16.3.2. **Premisele obiective** se referă la condițiile ce trebuie îndeplinite de riscuri pentru ca ele să fie agreeate de către societățile de asigurare și care sunt următoarele:

- 1) **posibilitatea de ivire a evenimentului** producător de pagube **trebuie să fie sporadică.**

Evenimentele care se ivesc pe scară foarte largă, care lovesc pe toată lumea, nu pot fi cuprinse în asigurare, deoarece pentru acoperirea lor ar trebui să se plătească prime atât de mari încât s-ar apropia, chiar ar depăși valoarea pagubei fiecăruia.

Se folosește în limbajul de specialitate în ideea de a surprinde acest aspect termenul de **coeficient de simultaneitate al producerii riscului** pentru toți cei asigurați, care trebuie **să fie cât mai mic**, în caz contrar societatea de asigurare nu ar putea face față pretențiilor de despăgubire ale asiguraților.

Exemplu.

Evenimentul din 11 septembrie 2001 de pe Wall Street³² a reprezentat și o mare lovitură dată industriei asigurărilor. Estimările preliminare se situau în jurul valorii de 15 miliarde \$, însă experții apreciau că sumele plătite de companiile de asigurare ar putea ajunge chiar la 25-30 miliarde \$.

³² Gabriel Bârligă, *Terorismul lovește economia mondială*, Biz nr.38, 28 septembrie - 12 octombrie 2001, pag. 16-17.

Până la aceea dată, cea mai mare sumă plătită de companiile de asigurări pentru un caz neasociat cu un dezastru natural era de 775 milioane \$, pentru violențele rasiale înregistrate la Los Angeles în 1992.

Cel mai costisitor incident pentru firmele de asigurări a fost uraganul Andrew, care a lovit coasta de est a SUA, provocând pagube de aproximativ 20 miliarde \$ și moartea a 38 de persoane.

1. Potrivit presei britanice, proprietarii World Trade Center (WTC) nu au asigurat decât unul dintre cele două turnuri,

pentru că s-a considerat că posibilitatea ca ambele structuri să se prăbușească ar fi nerealistă. Prin urmare Autoritatea Portuară a orașului New York, care a construit WTC și l-a oferit în leasing unei companii private la începutul anului, va primi pentru clădirea în sine "doar" 1,5 miliarde \$. Cifra depășește costul de construcție din anii 70 de 1,2 miliarde \$, dar este mult sub valoarea celor doi zgârie - nori estimată la 5 miliarde \$.*

2. O altă problemă este cea a persoanelor decedate la World Trade Center și în avioanele deturnate, o parte dintre ele având asigurări de viață pentru sume importante. Analiztii sunt de părere că sumele plătite în contul asigurărilor de viață ar depăși daunele plătite pentru pagubele suferite de imobile și avioane.

Ținând seama de numele firmelor care-și aveau birourile în cele două turnuri și deci de salariile angajaților lor, valoarea contractelor de asigurare de viață conține multe zerouri.

3. În plus, pe lângă daunele produse și clădirilor din apropiere,

4. firmele de asigurări vor fi nevoite să acopere costurile întreruperii activităților în perioada necesară pentru repararea sau reconstrucția clădirilor.

5. Atacurile teroriste au avut un efect "catastrofic" asupra companiilor aeriene din întreaga lume. Asociația Internațională a Transporturilor Aeriene (IATA) a estimat că numai anulările curselor aeriene din primele zile de după atacuri au adus pierderi de 10 miliarde \$.

*2) **Evenimentul** trebuie să nu fie excesiv de rar, ci să apară cu o oarecare regularitate. Dacă:*

a) posibilitatea ivirii acestuia este extrem de redusă el nu poate fi inclus în sfera de acoperire a asigurării, pentru că nu există interes din partea asiguraților.

De exemplu într-o țară în care nu se produc erupții vulcanice nu se poate introduce o asigurare contra acestora.

b) așa cum în extrema cealaltă intră evenimentele cu o frecvență ridicată de realizare.

Nu se vor face asigurări medicale pentru gripe, înțepături de albine sau asigurări de protecție împotriva hoților de buzunare pentru călătorii în care se folosește transportul în comun.

*3) **Evenimentul trebuie să fie întâmplător, să aibă o natură aleatoare**, realizarea lui să nu depindă de voința asiguratului. Altfel zis să fie greu de înscenat și să nu fie intenționat.*

*4) **Evenimentul trebuie să fie evaluabil pentru a fi asigurat**. Adică:*

a) consecințele producerii evenimentului nedorit să se poată evalua în bani (altfel nu se pot stabili primele de asigurare);

b) evenimentul trebuie să poată fi cuprins în cercetarea statistică și să se poată încadra în regulile calculului probabilistic.

*5) **Evenimentul trebuie să apară pe un teritoriu cât mai întins** și nu numai în anumite locuri.*

Un pericol specific numai unui anumit loc nu este, în general asigurabil deoarece numărul persoanelor periclitare este restrâns și ele nu pot constitui un fond de asigurare suficient de mare pentru a acoperi pagubele respective. Altfel zis să existe la baza asigurării un număr mare de persoane, o largă comunitate de risc.

Nu s-ar încheia asigurarea contra pagubelor pricinuite de inundațiile regulate produse de un anumit curs de apă.

- 6) **Probabilitatea de apariție a evenimentului trebuie să fie aproximativ aceeași pentru fiecare membru al comunității de risc.** Adică persoanele fizice sau juridice trebuie să fie egal amenințate pentru a putea constitui împreună mutualitatea de asigurare. Este vorba aici de **principiul echidistanței față de risc.**

Nu pot fi atrași spre o asigurare de furt atât posesorii unor bunuri mobile cât și proprietarii de clădiri.

- 7) **Evenimentul trebuie să fie viitor.** Ceea ce a trecut este sigur și nu mai poate constitui, deci obiect al asigurării.

Nu se poate asigura un imobil distrus de incendiu, nu se poate face o asigurare de deces unei persoane decedate.

16.4. Clasificarea asigurărilor

Numeroase criterii pot servi la realizarea clasificării asigurărilor.

Dintre ele amintim:

- A. obiectul sau ramura de asigurare;
- B. regimul juridic;
- C. teritoriul pe care se acordă acoperirea;
- D. natura raporturilor ce se stabilesc între asigurat și asigurător;
- E. obiectul asigurat;
- F. riscul asigurat;
- G. locul unde se petrec evenimentele asigurate;
- H. interesul pecuniar al asigurării, etc.

Cea mai importantă clasificare este însă cea făcută de legiuitor.

Astfel în *Legea 47/1991 privind constituirea, organizarea și funcționarea societăților comerciale din domeniul asigurărilor* la art. 7 alin. 2 erau prevăzute următoarele tipuri de **asigurări legale**:

- a) asigurări de viață;
- b) asigurări de persoane altele decât cele de viață;
- c) asigurări de autovehicule;
- d) asigurări maritime și de transport;
- e) asigurări de aviație;
- f) asigurări de incendiu și alte pagube la bunuri;
- g) asigurări de răspundere civilă;
- h) asigurări de credite și garanții;
- i) asigurări de pierderi financiare din riscuri asigurate;
- j) asigurări agricole.

În vederea armonizării legislației noastre la uzanțele comunitare în *Legea 32/2000 privind societățile de asigurare și supravegherea asigurărilor* la art. 3 alin. 1 se prevede că: "Activitatea de asigurare se grupează în:

- a) asigurări de viață;
- b) asigurări generale,

iar, alin.2 specifică: "Clasele de asigurări aferente categoriilor de la alin. 1 se stabilesc prin norme".

Potrivit Legii nr. 403/2004 pentru modificarea și completarea Legii nr. 32/2000 privind societățile de asigurare și supravegherea asigurărilor³³, Anexa nr. 1, clasele de asigurări legale sunt:

A. Asigurări de viață

Tipuri de asigurări care au o bază contractuală:

- a) asigurări de viață care includ: asigurarea la termen de supraviețuire, asigurarea de deces, asigurarea la termen de supraviețuire și de deces (mixtă de viață), asigurarea de viață cu rambursarea primelor, asigurarea de căsătorie, asigurarea de naștere;
- b) anuități;
- c) asigurări de viață suplimentare: asigurări de deces din accident, asigurări de vătămări corporale, asigurări de incapacitate permanentă din boală, asigurări de incapacitate permanentă din accident, asigurări de incapacitate temporară din boală, asigurări de incapacitate temporară din accident, asigurări de spitalizare, asigurări de cheltuieli medicale, asigurări de boli grave, asigurări de șomaj, când acestea se încheie suplimentar unui contract de asigurări de viață;
- d) asigurări permanente de sănătate.

Clasele de asigurări de viață

I. Asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare, prevăzute la lit. A a), b) și c), cu excepția celor prevăzute la pct. II

II. Asigurări de căsătorie, asigurări de naștere

III. Asigurări de viață și anuități care sunt legate de fonduri de investiții, prevăzute la lit. A a) și b)

IV. Asigurări permanente de sănătate, prevăzute la lit. A d)

B. Asigurări generale

Clasele de asigurări generale:

1. Asigurări de accidente (inclusiv de muncă și boli profesionale), pentru care se acordă:
 - despăgubiri financiare;
 - despăgubiri în natură;
 - despăgubiri mixte (financiare și în natură);
 - despăgubiri pentru vătămări corporale suferite de persoane în timpul transportului.
2. Asigurări de sănătate, pentru care se acordă:
 - despăgubiri financiare;
 - despăgubiri în natură;
 - despăgubiri mixte (financiare și în natură).
3. Asigurări de mijloace de transport terestru (altele decât feroviare), care acoperă:
 - daune survenite la mijloacele de transport terestru cu motor;
 - daune survenite la mijloacele de transport terestru, altele decât cele cu motor.
4. Asigurări de mijloace de transport feroviar, care acoperă:
 - daune survenite la mijloacele de transport feroviar care se deplasează sau transportă mărfuri ori persoane.
5. Asigurări de mijloace de transport aerian, care acoperă:
 - daune survenite la mijloacele de transport aerian.
6. Asigurări de mijloace de transport meritim, lacustru și fluvial, care acoperă:
 - daune survenite la mijloace de transport fluvial;
 - daune survenite la mijloace de transport lacustru;

³³ Publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 976 din 25 octombrie 2004.

- daune survenite la mijloace de transport maritim.
7. Asigurări de bunuri în tranzit, care acoperă:
- daune suferite de mărfuri, bagaje și alte bunuri transportate.
8. Asigurări de incendiu și calamități naturale, care acoperă:
- daune suferite de proprietăți și bunuri (altele decât bunurile cuprinse în clasele 3, 4, 5, 6 și 7), cauzate de:
 - incendiu;
 - explozie;
 - furtună;
 - alte fenomene naturale în afara furtunii;
 - energie nucleară;
 - surpare de teren.
9. Alte asigurări de bunuri, care acoperă:
- daune suferite de proprietăți și bunuri (altele decât bunurile cuprinse în clasele 3, 4, 5, 6 și 7), atunci când aceste daune survin generate de grindină sau îngheț, furt, altele decât cele prevăzute la pct. 8.
10. Asigurări de răspundere civilă pentru autovehicule, care acoperă:
- daune care rezultă din folosirea autovehiculelor terestre (inclusiv răspunderea transportatorului).
11. Asigurări de răspundere civilă pentru mijloace de transport aerian, care acoperă:
- daune care rezultă din folosirea mijloacelor aerian (inclusiv răspunderea transportatorului).
12. Asigurări de răspundere civilă pentru mijloace de transport maritim, lacustru și fluvial (inclusiv răspunderea transportatorului).
13. Asigurări de răspundere civilă generală, care acoperă:
- daune din prejudicii produse terților, altele decât cele menționate la pct. 10, 11 și 12.
14. Asigurări de credite care acoperă următoarele riscuri:
- insolabilitate;
 - credit de export;
 - vânzare în rate;
 - credit ipotecar;
 - credit agricol.
15. Asigurări de garanții pentru:
- garanții directe;
 - garanții indirecte.
16. Asigurări de pierderi financiare, care acoperă:
- riscuri de șomaj;
 - insuficiența veniturilor;
 - pierderi datorate condițiilor meteorologice nefavorabile;
 - nerealizarea beneficiilor;
 - riscurile aferente cheltuielilor curente;
 - cheltuieli comerciale neprevăzute;
 - deprecierea valorii de piață;
 - pierderile de rentă sau alte venituri similare;
 - pierderile comerciale indirecte, altele decât cele menționate anterior;
 - pierderile financiare necomerciale;
 - alte pierderi financiare, conform clauzelor contractului de asigurare.

17. Asigurări de protecție juridică, care acoperă:

- cheltuielile cu procedura judiciară și alte cheltuieli, cum ar fi: recuperarea pagubei suferite de asigurat printr-o procedură civilă, apărarea ori reprezentarea asiguratului într-o procedură penală, administrativă sau împotriva unei reclamații îndreptate împotriva acestuia.

18. Asigurări de asistență a persoanelor aflate în dificultate în cursul deplasărilor de la domiciliu ori de la locul de ședere permanentă.

Riscurile cuprinse într-o clasă nu pot fi clasificate într-o altă clasă, cu excepția cazului menționat la lit. C.

C. Denumirea autorizației acordate simultan pentru mai multe clase de asigurare:

- a) clasele nr. 1 și 2 se acordă sub denumirea „Asigurări de accidente și boală”;
- b) clasele nr. 1 (a patra liniuță), 3, 7 și 10 se acordă sub denumirea „Asigurări auto”;
- c) clasele nr.1 (a patra liniuță), 4, 6, 7 și 12 se acordă sub denumirea „Asigurări maritime și de transport”;
- d) clasele nr.1 (a patra liniuță), 5, 7 și 11 se acordă sub denumirea „Asigurări de aviație”;
- e) clasele nr. 8 și 9 se acordă sub denumirea „Asigurări de incendii și daune la proprietăți”;
- f) clasele nr. 10, 11, 12 și 13 se acordă sub denumirea „Asigurări de răspundere civilă”;
- g) clasele nr. 14 și 15 se acordă sub denumirea „Asigurări de credite și garanții”.

D. Riscuri auxiliare

Asigurătorul autorizat să subscrie un risc principal dintr-o clasă poate să subscrie riscuri cuprinse dintr-o altă clasă, fără ca autorizația să prevadă aceste riscuri, dacă acestea:

- sunt legate de riscul principal;
- privesc obiectul care se află sub incidența riscului principal; și
- sunt garantate prin contractul care reglementează riscul principal.

Riscurile cuprinse la lit. B în clasele nr. 14 „Asigurări de credite”, nr. 15 „Asigurări de garanții” și nr. 17 „Asigurări de protecție juridică” sunt considerate riscuri secundare pentru alte clase.

Riscurile cuprinse la lit. B în clasa 17 „Asigurări de protecție juridică” pot fi considerate riscuri auxiliare clasei nr. 18 „Asigurări de asistență” atunci când sunt legate de riscul principal și când riscul principal se referă numai la asistența furnizată persoanelor care sunt în cursul deplasărilor sau absențelor de la domiciliu ori de la locul de reședință permanentă.

Asigurările de protecție juridică pot fi considerate riscuri auxiliare, cu respectarea prevederilor primului alineat, dacă litigiile sau diferendele ce decurg din acestea sunt aferente utilizării mijloacelor de transport.

E. Riscuri majore sunt:

- a) riscurile cuprinse în clasele nr. 4, 5, 6, 7, 11 și 12 de la lit. B;
- b) riscurile cuprinse în clasele nr. 14 și 15 de la lit. B, în măsura în care titularul contractului de asigurare exercită din punct de vedere al obiectului activitate industrială, comercială sau independentă și riscul se referă la această activitate;
- c) riscurile cuprinse în clasele nr. 3, 8, 9, 10, 13 și 16 de la lit. B, în măsura în care titularul contractului de asigurare depășește cel puțin două dintre următoarele trei criterii, începând cu 1 ianuarie 2007:

- totalul activelor: 6,2 milioane euro, stabilit pe baza cursului RON/EUR comunicat de Banca Națională a României pentru finalul exercițiului financiar precedent;
 - cifra de afaceri: 12,8 milioane euro, stabilită baza cursului RON/EUR comunicat de Banca Națională a României pentru finalul exercițiului financiar precedent;
 - numărul mediu de angajați în cursul exercițiului: 250;
- d) în cazul în care titularul contractului de asigurare face parte dintr-un grup care are obligația întocmirii situațiilor financiare consolidate criteriile menționate la lit. c) se vor aplica conturilor condolidate.

Cele mai uzuale clasificări ale asigurărilor se realizează pe baza criteriilor:

- obiectul sau ramura de asigurare,
- regimul juridic;
- teritoriul pe care se acordă acoperirea și
- natura raporturilor ce se stabilesc între asigurat și asigurător.

A. După obiectul, **domeniul asigurării** sunt 4 mari ramuri³⁴:

- a) asigurări de bunuri;
- b) asigurări de persoane;
- c) asigurări de răspundere civilă;
- d) asigurări de interes financiar.

- a) **Asigurările de bunuri** au ca obiect valorile materiale de tot felul aparținând persoanelor fizice și juridice, susceptibile de a fi distruse sau avariate de calamități naturale, accidente sau orice alt eveniment.

Principalele subramuri sunt:

- asigurarea animalelor;
- asigurarea culturilor agricole, pomilor, hameiului și rodului viilor;
- asigurarea clădirilor, construcțiilor și a conținutului acestora;
- asigurarea autovehiculelor, etc.

- b) **Asigurările de persoane** au ca obiect persoana fizică, viața și integritatea sa supuse amenințării unor evenimente care pot provoca boala, invaliditatea sau decesul. Acestea cuprind două mari grupe:

- asigurări de viață și
- asigurări de accidente,

care fiecare include un număr mare de forme de asigurare.

- c) **Asigurările de răspundere civilă** au ca obiect o valoare patrimonială egală cu despăgubirea pe care ar urma să o plătească asiguratul (persoană fizică sau juridică) care a cauzat o pagubă unei terțe persoane.

Principalele forme ale asigurării de răspundere civilă sunt:

- asigurarea de răspundere civilă pentru pagube produse prin accidente de autovehicule;
- asigurarea de răspundere civilă a conducătorilor auto profesioniști pentru pagubele produse prin accidente cu autovehicule aparținând societăților comerciale;
- asigurarea de răspundere civilă legală.

- d) Prin **asigurările de interes financiar** se obține protecție pentru situațiile de nerealizare a profitului, incapacitate de plată, insolvabilitate, necinstea angajaților, etc. Asigurările financiare cuprind trei categorii: asigurarea de credite, asigurarea de garanții, asigurarea de fidelitate, etc.

³⁴ Violeta Ciurel, *Asigurări și Reasigurări: abordări teoretice și practici internaționale*, Ed. All Beck, București, 2000, pag.44.

B. După **regimul juridic** asigurările se împart în:

- a) asigurări prin efectul legii;
- b) asigurări facultative;
- c) asigurări obligatorii.

a) În **asigurările prin efectul legii**, relațiile între asigurat și asigurător, drepturile și obligațiile ambelor părți sunt stabilite prin prevedere legală cu caracter obligatoriu.

După 1990 până la promulgarea Legii asigurărilor 136/1995 în sfera asigurărilor prin efectul legii s-au menținut:

- asigurarea clădirilor și construcțiilor aparținând populației;
- asigurarea animalelor aparținând persoanelor fizice;
- asigurarea de accidente călători (trafic intern, auto, feroviar, aerian, pe apă);
- asigurarea de răspundere civilă auto.

Legea 136/1995 a menținut caracterul obligatoriu doar pentru asigurarea de răspundere civilă auto.

b) **Asigurările facultative** au la bază acordul de voință al asiguratului și asigurătorului concretizat în contractul de asigurare. Prin urmare, relațiile dintre părți se stabilesc prin liber consimțământ.

c) Pe lângă asigurarea prin efectul legii și asigurarea facultativă, denumită în literatura de specialitate și asigurarea contractuală există și unele **asigurări obligatorii**, impuse de lege, dar care nu intră în vigoare decât după încheierea unui contract între asigurat și asigurător.

Spre exemplu prin Ordinul Președintelui Autorității Naționale pentru Turism nr. 129/15 septembrie 2000³⁵ se instituie obligația pentru agenții economici care comercializează pachete de servicii turistice să încheie polițe de asigurare cu societăți de asigurare privind rambursarea cheltuielilor de repatriere și a sumelor achitate de turiști în cazul insolvenței sau falimentului agenției de turism.

C. Funcție de **teritoriul pe care se acordă acoperirea**, asigurările se clasifică în:

- asigurări interne și
- asigurări externe.

Deosebirea fundamentală dintre acestea constă în **elementul de extraneitate**, care este prezent numai în cazul asigurărilor externe. Acesta poate fi:

- a) domiciliul în altă țară al uneia dintre părțile contractante ori al beneficiarului asigurării;
- b) domiciliul în altă țară al obiectului asigurării;
- c) riscul preluat de asigurător și care se poate produce în afara limitelor teritoriale ale țării în care se încheie contractul.

Principalele categorii de asigurări externe sunt:

- asigurarea bunurilor în timpul transportului extern (cargo-extern);
- asigurarea navelor maritime și fluviale;
- asigurarea aeronavelor;
- asigurarea construcțiilor, a lucrărilor de construcții-montaj în străinătate și a răspunderii constructorului;
- asigurarea creditelor de export;
- asigurarea de răspundere civilă auto în străinătate (asigurarea carte verde);
- asigurarea de asistență medicală pentru călătorii în străinătate.

³⁵ Publicat în Monitorul Oficial al României nr. 519 din 23 octombrie 2000.

D. După **natura raporturilor** ce se stabilesc **între asigurător și asigurat**, asigurarea poate fi:

- a) directă și
- b) respectiv indirectă.

a) Specific asigurărilor directe este faptul că raporturile de asigurare se stabilesc în mod nemijlocit între asigurați (diferite persoane fizice sau juridice) și asigurător, fie prin intermediul contractului de asigurare, fie în baza legii.

Pe lângă **asigurarea propriu-zisă**, în sfera **asigurărilor directe** intră și **coasigurarea**.

Coasigurarea este termenul desemnat pentru a acoperi situația în care dat fiind valoarea bunurilor asigurabile, numărul lor, riscurile vizate, fiind greu de asumat de către o singură societate de asigurare, asiguratul încheie contractul de asigurare cu mai multe societăți, ce participă la acoperire fiecare în cotă-parte, aferent aceleași perioade.

Din punct de vedere juridic, subscriptorul cunoaște pe toți coasiguratorii, dar în practică, se desemnează un coasigurator însărcinat de a reprezenta pe toți ceilalți în relațiile cu clientul (asiguratul), este vorba de deschizător sau societatea deschizătoare.

b) În categoria asigurărilor indirecte intră raporturile de asigurate stabilite de fiecare dată între societăți de asigurare: **reasigurarea** și **retrocesiunea**.

1. **Reasigurarea** reprezintă o asigurare a asigurătorului, încheiată în baza unui *contract de reasigurare*. Asigurătorul denumit cedent sau reasigurat cedează unui reasigurator (societate de reasigurare sau de asigurare-reasigurare) o parte din răspunderea asumată prin contractul de asigurare și o parte din primele încasate. Este de menționat că, contractul de reasigurare derivă în toate cazurile din contractul de asigurare, fără însă ca între reasigurator și asigurat să existe vre-un raport juridic.

2. Reasiguratorul poate la rândul lui să cedeze unui alt reasigurator o parte din riscul preluat, devenind retrocedent, iar acesta din urmă retrocesionar în cadrul operațiunii denumite **retrocesiune**.

Se face astfel afirmația că asigurarea indirectă - reasigurarea și retrocesiunea reprezintă un raport ce apare numai între persoane juridice, instituții sau societăți de asigurare.

E. După **obiectul asigurat**, asigurările pot fi clasificate în³⁶:

- **asigurări de mijloace de producție fixe**: clădiri, mașini, utilaje, instalații, mijloace de transport, etc.;
- **asigurări ale fondurilor de producție circulante**: materii prime, materiale, combustibili, etc.;
- **asigurări ale obiectelor de uz casnic** ale cetățenilor;
- **asigurări ale culturilor agricole și animalelor**, etc.

F. După **riscul cuprins în asigurare**, asigurările pot fi clasificate astfel³⁷:

- **asigurări împotriva incendiului, trăsnetului, exploziei, mișcărilor seismice**, etc. Bunurile asigurate contra acestor fenomene sunt: clădirile, construcțiile, utilajele, instalațiile, mijloacele de transport, inventarul gospodăresc, mobilierul și obiectele de uz casnic, etc.;
- **asigurări contra grindinii, furtunii, uraganului, ploilor torențiale, inundațiilor, prăbușirii sau alunecărilor de teren**, etc. Împotriva acestor riscuri sunt asigurate, de regulă culturile agricole și rodul viilor;
- **asigurări pentru boli, epizootii și accidente**, care se practică în cazul animalelor;

³⁶ Constantin Alexa, Violeta Ciurel, *Asigurări și reasigurări în comerțul internațional*, Ed. All, București, 1992, pag. 19.

³⁷ Iulian Văcărel, Florian Bercea, *Asigurări și Reasigurări*, Ed. Marketer - Expert, București, 1993, pag. 66.

- **asigurări contra avariilor și altor riscuri specifice** (răsturnări, ciocniri, căderi, derapări, etc.), la care sunt supuse mijloacele de transport și încărcăturile aflate pe acestea, în timpul staționării și al mersului. În această categorie intră asigurările mijloacelor de transport și ale mărfurilor în timpul traficului intern și internațional;
- **asigurări împotriva unor evenimente ce apar în viața oamenilor, ca deces, boli, accidente**, etc. - care pot duce la pierderea temporară sau definitivă a capacității de muncă - în cazul asigurărilor de persoane;
- **asigurări pentru cazurile de răspundere civilă** care se referă la prejudicii cauzate terțelor persoane prin accidente de autovehicule, prin exercitarea unei anumite activități, etc.

G. În funcție de **locul unde se produc evenimentele asigurate**, asigurările pot fi clasificate în:

- **asigurări terestre**, care se extind și asupra riscurilor ce vizează lacurile, râurile, porturile, etc.;
- **asigurări maritime**, care au ca scop asigurarea împotriva evenimentelor ce se produc pe mare;
- **asigurări aeriene**, care acoperă două mari categorii de riscuri:
 - pentru pierderea sau avarierea aeronavei;
 - de răspundere civilă a companiei aeriene.

H. După **interesul pecuniar** în asigurare avem:

- **asigurarea averii;**
- **asigurarea împotriva falimentului altor persoane;**
- **asigurarea responsabilității;**
- **asigurarea rezultatelor, a profiturilor sperate.**

I. În funcție de **numărul, volumul de obiecte asigurate** avem:

- **asigurări individuale** (asigurarea contra incendiului a unei case);
- **asigurări colective** (asigurarea bunurilor dintr-o locuință);
- **asigurări complete sau globale** (asigurarea tuturor mărfurilor depozitate sau transportate în decurs de un an).

CAPITOLUL 17. ELEMENTELE TEHNICE ALE ASIGURĂRILOR

Indiferent de formele în care se perfectează, asigurările au ca elemente comune:

1. părțile implicate, *subiecții asigurării*;
2. *obiectul asigurării*;
3. *riscul asigurat*;
4. *interesul în încheierea asigurării*;
5. *suma asigurată*;
6. *prima de asigurare*;
7. *paguba*;
8. *despăgubirea*;
9. perioada, *durata de asigurare*

17.1. Subiecții asigurării

În relațiile de asigurare iau parte directă întotdeauna asiguratul și asigurătorul, legați între ei, fie prin contract, fie în baza legii, prin obligații reciproce, prevăzute în condițiile respective de asigurare.

1. **Asigurătorul** este persoana juridică care administrează fondul de asigurare și își asumă obligația de a plăti asiguratului despăgubirea sau suma asigurată.
2. **Asiguratul** este orice persoană fizică sau juridică, îndreptățită prin lege sau prin condițiile asigurărilor facultative și care intră astfel în raporturi juridice cu asigurătorul.

În general, *asiguratul* este cel *care contractează* asigurarea și care are dreptul să încaseze despăgubirea, respectiv suma asigurată, *fiind astfel și beneficiar al asigurării*.

Sunt însă și situații în care pot interveni ca părți independente de asigurare și distincte de părțile principale:

3. **contractantul** asigurării și respectiv
4. **beneficiarul asigurării**.

A. Exemple de cazuri când contractantul asigurării este o altă persoană decât asiguratul:

- 1) asigurările de accidente încheiate de agenții economici pentru transportul salariaților la și de la locul de muncă;
- 2) asigurările de accidente încheiate de agențiile de turism.

Contractanți sunt agenții economici respectiv agențiile de turism, iar asigurați sunt salariații respectiv turiștii.

B. Beneficiarul asigurării este:

- a) persoana îndreptățită să primească suma asigurată respectiv despăgubirea în cazul decesului asiguratului. În cazul decesului asiguratului, dacă nu s-a desemnat un beneficiar indemnizația de asigurare se plătește moștenitorilor legali ai asiguratului³⁸ sau
- b) persoana expres menționată în contract prin:
 - indicare nominală sau
 - desemnare doar a calității sale. Spre exemplu în cazul asigurărilor de transport, mai precis cargo, beneficiar al asigurării este persoana care va dobândi prin cumpărare proprietatea mărfurilor.

Desemnarea beneficiarului se poate face:

- fie la încheierea contractului de asigurare,
- fie în cursul executării acestuia, prin declarație scrisă comunicată asigurătorului de către asigurat sau de contractantul asigurării, cu acordul asiguratului,
- ori prin testament³⁹.

Dacă asiguratul nu a dispus altfel, atunci când sunt mai mulți beneficiari desemnați, aceștia au drepturi egale asupra indemnizației de asigurare⁴⁰.

c) terța persoană, necunoscută la momentul încheierii asigurărilor de răspundere civilă.

³⁸ Art. I. 23. din Legea nr. 172/2004.

³⁹ Art. I. 24. din Legea nr. 172/2004.

⁴⁰ Art. I. 25. din Legea nr. 172/2004.

17.2. Obiectul asigurării

Bunul asigurat, persoana asigurată, răspunderea civilă asigurată, interesul pecuniar asigurat constituie obiectul asigurării.

17.3. Riscul asigurat

Cuvântul risc atât de frecvent în limbajul asigurătorilor reprezintă în fapt cuvântul cheie. El nu are însă în asigurări un singur înțeles, ci mai multe, din care cauză cei neinițiați pot confunda un înțeles cu altul. Astfel:

- a) se desemnează prin risc - **evenimentul** - calamitatea naturală sau accidentul care poate produce pagube și contra ivirii cărora se solicită acoperirea prin asigurare, astfel, incendiul, grindina, decesul, etc. sunt riscuri acoperite prin asigurare sau riscuri asigurate;
- b) se mai înțelege prin risc și **obiectul asigurării** (bunul asigurat respectiv în asigurările de persoane, persoana asigurată);
- c) se mai utilizează denumirea de risc în **tarifele de asigurare** pentru clasificarea acestora. Se spune de exemplu: "risc auto", "risc simplu de incendiu", etc.

Riscul asigurat este abordat în asigurări din punct de vedere tehnic și din punct de vedere juridic

- I. Din punct de vedere juridic, riscul este evenimentul viitor, posibil dar incert și aflat în afara influenței voinței părților împotriva consecințelor cărora asiguratul își ia măsuri de precauție prin încheierea asigurării.
- II. Din punct de vedere tehnic, riscul este caracterizat prin probabilitatea de producere a evenimentului și respectiv întinderea acestuia.

Bazându-se pe legile statisticii și pe constatările făcute asupra unui număr mare de cazuri, asigurătorul "evaluează" riscul după **numărul de evenimente întâmplare în trecut, în împrejurări comparabile**, stabilind pe baza acestei evaluări prima de asigurare.

El determină tot în urma observațiilor statistice, **volumul maxim al pagubelor posibile**, în funcție de care stabilește, **dacă, în ce măsură și până la ce nivel** poate acoperi consecințele acestuia.

Când evenimentul, riscul asigurat se realizează, el devine ceea ce se numește **caz asigurat**, generator de daună, de prejudicii și respectiv de obligații pentru asigurător.

La baza activității de asigurare stă **principiul selecției riscurilor**. Asigurătorul este cel care selectează riscurile pe care le primește în asigurare.

El realizează această selecție de obicei la început prin reglementări, respingând sau suprataxând riscurile ce le sunt propuse de a fi asigurate.

De exemplu: oameni bolnavi, clădiri care nu corespund unor norme de securitate, profesii riscante, etc.

Selecția poate fi făcută și ulterior, după contractarea asigurării, prin eliminarea sau suprataxarea riscurilor pe care experiența le-a arătat a fi nefavorabile.

Dacă nu ar exista acest principiu al selecției s-ar da naștere următoarelor 3 fenomene nefavorabile:

1. s-ar crea o puternică **antiselecție** (sau contraselecție), adică o cerere mare de asigurare tocmai pentru riscurile defavorabile asigurătorului, care acceptate ar avea drept urmare o dezechilibrare a situației sale financiare;
2. s-ar încuraja oamenii să nu-și încheie asigurări decât când au ajuns în situații foarte periclitare: când îmbătrânesc sau se îmbolnăvesc, când lucrează în condiții de risc excepționale sau de boală, etc.;
3. ar necesita tarife de prime mari ceea ce ar face asigurarea neatrăgătoare pentru marea parte a populației.

17.4. Interesul asigurat (interesul în contractarea asigurării)

Una dintre regulile fundamentale în materie este aceea a existenței unui interes, care să justifice asigurarea bunului, persoanei sau răspunderii respective.

Nu se poate concepe, de exemplu, ca o persoană să contracteze o asigurare pentru cazul avarierii sau distrugerii unui bun aparținând și/sau deținut de o altă persoană, față de care nu are nici o răspundere sau pe viața cuiva cu care nu are nici o legătură.

1) La **asigurarea de bunuri**, interesul asigurat aparține proprietarului bunului asigurat, deoarece acesta suportă paguba provocată de distrugerea sau avarierea bunului, iar **titularul bunului** este **titularul interesului și titularul asigurării**.

a) Se întâlnesc și situații când titularul interesului nu coincide cu titularul asigurării.

De exemplu, asigurarea mărfurilor pentru cazurile de pagube produse în timpul transportului, situația în care contractul de vânzare comercială s-a perfectat în condiția de livrare CIF (cost-insurance-freight), titularul asigurării este expeditorul, iar destinatarul este titularul interesului.

b) Sunt și situații când **titularul interesului** în asigurare este o altă persoană decât **titularul bunului**.

Interesul pentru asigurare poate aparține oricărei persoane ce are un interes legitim vădit sau

vre-o răspundere pentru conservarea bunului respectiv.

De exemplu: chiriașul, depozitarul, transportatorul, creditorul cu drept de proprietate asupra bunului, etc.

2) La **asigurările de persoane** interesul asigurat este legat de **evenimentul** privind persoana - deces, invaliditate, atingerea unei anumite vârste, etc. - la producerea căruia asigurătorul plătește suma asigurată.

3) Pentru **asigurările de răspundere civilă**, interesul asigurat este legat de raporturile care intervin între asigurat și terțele persoane pagubite, asiguratul fiind obligat să acopere daunele provocate acestora.

17.5. Suma asigurată

Este suma stabilită prin contractul de asigurare sau prin acte normative, ea reprezentând LIMITA MAXIMĂ până la care asigurătorul răspunde față de asigurat în ipoteza producerii evenimentului asigurat.

A. În **asigurările de bunuri**, suma asigurată se stabilește, în principiu în funcție de valoarea bunurilor asigurate.

Despăgubirea nu poate depăși în nici un caz:

- 1) *cuantumul pagubei* suferite de asigurat (pe considerentul că asigurarea nu trebuie să constituie o sursă de îmbogățire);
- 2) *valoarea bunului în momentul producerii evenimentului asigurat și nici*
- 3) *suma asigurată.*

În consecință, dacă asigurarea a fost contractată pentru o sumă mai mare decât valoarea bunului în momentul producerii evenimentului asigurat, surplusul de asigurare rămâne fără efect.

1. În asigurările facultative suma asigurată este stabilită de asigurat.

Bunurile pot fi asigurate la:

- a) valoarea lor;
- b) o valoare mai mică, caz în care se spune că s-a făcut o **subasigurare**;
- c) o valoare mai mare, situație de **supraasigurare**.

La anumite asigurări facultative, asigurătorii prevăd în condițiile lor de acoperire un maxim de sumă până la care se poate contracta asigurarea.

2. În asigurările obligatorii asiguratul nu-și poate stabili suma asigurată, aceasta fiind prevăzută de lege.

Cel mult legea poate prevedea mai multe alternative de acoperire, din care asiguratul își poate alege pe cea mai apropiată de interesele sale.

La asigurările obligatorii avem **norma de asigurare**, ce reprezintă suma asigurată stabilită prin lege pe unitate de bun asigurat. Făcând produsul între norma de asigurare și numărul unităților de obiect asigurat obținem suma asigurată obligatoriu pentru bunul respectiv.

De exemplu:

- a) la clădiri, norma de asigurare era stabilită pe metru pătrat suprafață construită, cuantumul ei fiind diferențiat funcție de mediul urban sau rural, de felul și destinația clădirii;
- b) la culturi agricole, norma de asigurare se stabilea la hectar, diferențiat pe feluri de culturi agricole.

În practică se realizează evaluarea de asigurare pentru stabilirea valorii de asigurat a bunului (VA) obținută pornindu-se de la valoarea din nou (VN) din care se scade uzura (UZ):

$$VA = VN - UZ$$

Uzura este cuantificată prin coeficient, fixat funcție de vechimea bunului, de gradul de utilizare, starea de întreținere, etc. Prin valoarea din nou se înțelege valoarea de achiziție a bunului, prețul de catalog, prețul zilei, prețul pe piața locală sau zonală, etc.

Momentul de referință la care se face evaluarea de asigurare poate fi:

- 1) momentul încheierii asigurării;
- 2) al realizării inspecției de risc;
- 3) convenit prin stipulațiile clauzale;
- 4) momentul producerii evenimentului asigurat.

B. În **asigurările de persoane** suma asigurată se stabilește după dorința asiguratului și nu în baza unei evaluări de asigurare, dat fiind că nici viața, nici sănătatea omului nu sunt evaluabile în bani.

Unele societăți de asigurare prevăd, în schimb plafoane ale sumei asigurate.

C. La **asigurările de responsabilitate** operează de regulă plafonarea răspunderii asigurătorului.

Plafonul poate fi exprimat pe:

- a) eveniment;
- b) anul de asigurare.

Legat de fixarea plafonului pe eveniment facem precizarea că după un prim eveniment, asiguratul rămâne garantat cu privire la alte evenimente eventuale pentru suma fixată în contract fără deducerea indemnizației generate de primul caz. Astfel zis, asiguratul își vede reconstituită automat garanția după fiecare eveniment.

17.6. Prima de asigurare

Reprezintă suma, dinainte stabilită pe care asiguratul este obligat în baza contractului sau în baza legii să o plătească asigurătorului, în schimbul garanției pe care acesta i-o acordă.

Prima de asigurare se compune din două părți:

- 1) **prima netă**, numită și **primă tehnică** sau **primă pură**, adică prima destinată constituirii fondului de asigurare curent, din care se plătesc despăgubirile și sumele asigurate cuvenite;
- 2) **adaosul la prima netă**, stabilit de cele mai multe ori ca sumă de procente, destinat:
 1. alimentării fondului de rezervă;

2. finanțării unor măsuri, acțiuni de prevenire și combatere a riscurilor asigurate;
3. acoperirii cheltuielilor asigurătorului;
4. realizării de profit.

Prima netă (Pn) și adaosul (a) formează împreună **prima brută** (Pb) sau **prima comercială**, care stă la baza calculului primei de asigurare.

$$Pb = Pn + a$$

Ca determinare prima de asigurare se stabilește în funcție de 2 factori:

- I. cota tarifară (ct), ce reprezintă prima brută sau prima comercială aferentă unei unități de calcul (de exemplu, de fiecare 1000 lei sumă asigurată sau de fiecare 100 lei sumă asigurată;
- II. suma asigurată (Sa).

$$Pa = ct * Sa$$

Legat de prima de asigurare în materie operează **principiul echivalenței**. Principiul cere ca primele să fie în așa fel stabilite încât să acopere cheltuielile pe fiecare formă, produs de asigurare în parte.

În plus, spre deosebire de producția de mărfuri⁴¹, asigurarea prezintă ciclul de producție inversat⁴².

Motiv pentru care soluțiile ce pot fi adoptate pentru stabilirea cuantumului primelor sunt următoarele:

- A. acordarea garanției de asigurare fără a se stabili plata cu anticipație a unei prime, așteptându-se sfârșitul anului de asigurare sau a unei perioade mai lungi, de câțiva ani (3 ani, cazul Lloyd's) pentru a se vedea cât vor reprezenta despăgubirile efectiv plătite și a se stabili atunci pe baza datelor certe, primele datorate de asigurați pentru perioada scursă - **metoda avansului de garanție**.
- B. stabilirea plății de către asigurați a unor avansuri asupra primelor, în baza unor calcule provizorii privind despăgubirile preliminate, urmând ca la expirarea perioadei de asigurare să se determine primele definitive, după care să se regularizeze conturile fiecărui asigurat prin încasarea sau restituirea diferențelor respective - **metoda avansului de primă**.
- C. **metoda primelor fixe**, este posibilă numai în baza observațiilor statistice îndelungate, făcute pe scară largă, fără de care stabilirea primelor nu ar avea un caracter științific.

În ce privește *locul de plată al primei*, în trecutul activității de asigurare uzanța era ca asigurătorul să se îngrijească de încasarea ei la scadență, prin organe proprii, la domiciliul asiguratului. În acest sistem de plată **prima** era din punct de vedere juridic **cherabilă**. Tot cherabilă este, astăzi plata primei prin introducerea unei dispoziții de încasare de către asigurătorul autorizat prin contract să facă acest lucru.

Pe măsură ce asigurările au evoluat și s-au dezvoltat, posibilitatea asigurătorilor de a mai continua încasarea primelor la domiciliul tuturor asiguraților a scăzut continuu din care cauză s-au născut litigii tot mai numeroase între asigurații păgubiți și neîncasați și asigurători.

⁴¹ unde cunoscându-se valoarea materiilor prime, materialelor, manoperei, etc. care intră în componență, costul producției poate fi determinat cu ușurință,

⁴² nu se poate ști dinainte care va fi volumul despăgubirilor, acesta depinzând de factori aleatori, necunoscuți ce pot fi doar preliminați și astfel problema stabilirii prețului asigurării, adică a cotelor de primă, este mai dificilă decât în alte ramuri ale economiei.

Din acest motiv s-a stabilit principiul în baza căruia asiguratul este obligat să plătească la scadență prima la casieria asigurătorului sau în zilele noastre prin virament bancar, electronic, etc.

Prima a devenit astfel, din punct de vedere juridic **portabilă**. În aceste condiții, asiguratul nu poate avea pretenții de a fi despăgubit dacă nu a achitat prima la scadență sau în termenul de păsuire acordat.

În practica internațională a asigurărilor, pentru a stimula grija asiguraților pentru bunurile cuprinse în asigurare s-a introdus sistemul reducerilor sau majorărilor de prime denumit **sistemul "Bonus-Malus"**.

În cadrul acestuia asigurății care printr-o îngrijire deosebită a bunurilor nu generează plăți de despăgubiri, beneficiază în anul de asigurare următor de bonificații, reduceri de prime - **clauza Bonus**, iar celor care provoacă datorită slabei îngrijiri plăți de despăgubiri mari sau repetate li se stabilesc majorări de prime - **clauza Malus**.

17.7. Paguba, dauna, avaria.

Paguba sau **dauna** reprezintă *pierderea, în expresie bănească*, intervenită la un bun asigurat ca urmare a producerii fenomenului împotriva căruia s-a încheiat asigurarea.

În terminologia clasică a asigurărilor, spre deosebire de limbajul uzual, prin **avarie** se înțelege orice pierdere, cheltuială sau pagubă produsă unui mijloc de transport (avarie la corpul unei nave, unui autovehicul, unui avion) sau mărfurilor pe parcursul transportului.

A. În asigurările de transport, prin **avarie particulară** sau **avarie simplă** se înțeleg *cheltuielile făcute sau paguba suferită fie numai de către mijlocul de transport, fie numai de către mărfurile transportate, în intervalul de la plecarea acestora din depozit, respectiv încărcare și până la sosirea lor la destinație, la descărcare, respectiv intrarea în depozit.*

B. În transporturile maritime există un gen specific de avarie, produsă în mod voit de om și care este denumită **avarie comună** sau **avarie generală**.

Aceasta este paguba care s-a produs în mod voit fie navei, fie mărfurilor transportate, fie ambelor precum și cheltuielile făcute după deliberări motivate în scopul salvării atât a navei cât și a încărcăturii, în intervalul de la încărcare și plecare până la sosire și descărcare.

1. Este *cauzată în mod expres de căpitan* în interesul salvării întregii expediții maritime, de exemplu se aruncă o parte din mărfuri în mare pentru a nu se scufunda întreaga încărcătură, și care *se suportă printr-o contribuție comună a armatorilor și a proprietarilor mărfurilor transportate, a tuturor celor interesați în succesul transportului respectiv.*

2. Se spune și generală nu pentru că ar reprezenta o pagubă mai mare decât o avarie particulară, ci pentru că *privește totalitatea transportului.*

În limbajul comun, utilizat în ultima vreme în asigurări s-a generalizat tendința de a întrebuiți termenul avarie și pentru pagubele parțiale produse altor bunuri decât mijloacelor de transport sau mărfurilor transportate, spre exemplu, avarie la clădiri, avarie la un bun din gospodărie, etc.

17.8. Despăgubirea de asigurare. Sisteme de acoperire în asigurările de bunuri.

Avem în vedere cele două situații:

S1. Pagubă (Pg) totală,

S2. Pagubă (Pg) parțială

și două variante:

a) suma asigurată (Sa) la valoarea bunului în momentul producerii evenimentului asigurat (V.m.e.a.):

Sa = V.m.e.a. și respectiv,

b) suma asigurată sub valoarea bunului în momentul producerii evenimentului asigurat (subasigurare):
 $S_a < V.m.e.a.$

Ne punem întrebarea care va fi de fiecare dată mărimea despăgubirii (D_p) ținând cont și de principiul deja enunțat la prezentarea sumei asigurate că asigurarea nu poate constitui în nici un caz mijloc de îmbogățire a asiguratului?

S1. Pagubă

totală.

a) $S_a = V.m.e.a.$

$$P_g = V.m.e.a.$$

$$D_p = P_g$$

b) $S_a < V.m.e.a.$

$$P_g = V.m.e.a.$$

$$D_p = S_a$$

S2. Pagubă parțială.

În această situație când bunul asigurat nu a fost în întregime distrus, cuantumul despăgubirii se stabilește în funcție de sistemul de acoperire practicat și anume:

1) Sistemul acoperirii proporționale.

a) $S_a = V.m.e.a.$

$$P_g < V.m.e.a.$$

$$D_p = P_g$$

b) $S_a < V.m.e.a.$

$$P_g < V.m.e.a.$$

$$D_p = P_g \cdot S_a / V.m.e.a., \text{ unde:}$$

$$S_a / V.m.e.a. = G_a, \text{ gradul de}$$

acoperire prin asigurare.

a) Așadar dacă asigurarea a fost încheiată pentru o sumă egală sau mai mare decât valoarea integrală a

bunului, despăgubirea și în cazul pagubei parțiale este egală cu valoarea pagubei.

b) Dacă numai o parte din valoarea bunului a fost asigurată (subasigurare) despăgubirea va reprezenta numai o parte din valoarea pagubei, corespunzător **gradului de acoperire prin asigurare**.

Astfel cu cât suma asigurată este mai apropiată de valoarea bunului cu atât despăgubirea este mai apropiată de valoarea pagubei.

Din cele arătate rezultă că, la toate asigurările în care acoperirea este acordată în baza sistemului proporțional, asiguratul trebuie să fie atent la stabilirea sumei asigurate.

Dacă el dorește o acoperire completă atunci trebuie să-și asigure bunul la valoarea lui integrală.

Dacă pe parcursul duratei asigurate valoarea bunului crește, asiguratul va trebui să-și completeze asigurarea cu diferența de sumă respectivă, dat fiind că la calcularea despăgubirii se ia ca bază valoarea din momentul producerii evenimentului asigurat și nu valoarea din ziua contractării asigurării.

2) **Sistemul acoperirii primului risc.**

Introducerea lui a fost determinată de neînțelegerile intervenite între asigurați și asigurători cu ocazia stabilirii cuantumului despăgubirilor pe baza acoperirii proporționale, mai ales datorită faptului că pe parcursul duratei asigurate se modifică valoarea bunurilor asigurate.

Sistemul garantează astfel o despăgubire completă în cazul pagubelor parțiale până la maximum suma asigurată.

a) $S_a = V.m.e.a.$ și b) $S_a < V.m.e.a.$

$$P_g < V.m.e.a.$$

$$D_p = P_g \leq S_a$$

3) Un alt **sistem** tot mai des utilizat în activitatea de asigurare este cel **al acoperirii limitate**.

Limita în jurul căreia intră în discuție intervenția sau nonintervenția asigurătorului poartă denumirea în limbajul de specialitate de "franșiză". Sub aspect etimologic termenul vine de la verbul "franchir" din limba franceză, care înseamnă "a sări", "a trece peste ceva".

Ea reprezintă partea din valoarea pagubei dinainte stabilită pe care asigurătorul nu o despăgubește, ea rămânând în sarcina asiguratului.

Franșiza se poate stabili în 3 modalități:

1. în mărime absolută, sumă fixă dinainte stabilită;
2. în mărime relativă, cotă procentuală din pagubă sau din suma asigurată;
3. în sistem mixt, mărime relativă dar minimum o sumă fixă.

Fiecare tip de franșiză se poate aplica în două variante:

1. deductibilă, când cuantumul său se scade din orice pagubă, achitându-se asiguratului numai ceea ce se depășește;
2. nedeductibilă, simplă sau atinsă când ea acționează numai pentru pagubele până la nivelul ei, pagubele mai mari achitându-se integral.

3.1.1. **Sistemul acoperirii limitate cu franșiză în sumă absolută deductibilă, F:**

a) $S_a = V.m.e.a.$

$$P_g < V.m.e.a.$$

$$D_p = P_g - F$$

b) $S_a < V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

$$Dp = Pg - F \leq Sa$$

3.1.2. Sistemul acoperirii limitate cu franșiză în sumă absolută nedeductibilă, simplă sau atinsă, F:

a) $Sa = V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

1. $Pg < F$

$$Dp = 0$$

2. $Pg > F$

$$Dp = Pg$$

b) $Sa < V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

1. $Pg < F$

$$Dp = 0$$

2. $Pg > F,$

$$Dp = Pg \leq Sa$$

3.2.1. Sistemul acoperirii limitate cu franșiză în cotă procentuală din pagubă deductibilă, $f = \%(Pg)$:

a) $Sa = V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

$$Dp = Pg - F = (100\% - f)Pg$$

b) $Sa < V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

$$Dp = Pg(100\% - f) \leq Sa$$

3.2.2. Sistemul acoperirii limitate cu franșiză în cotă procentuală din suma asigurată nedeductibilă,

$f = \%(Sa)$:

a) $Sa = V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

1. $Pg < F = f \cdot Sa$

$$Dp = 0$$

2. $Pg > F = f \cdot Sa$

$$Dp = Pg$$

b) $Sa < V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

1. $Pg < F = f \cdot Sa$

$$Dp = 0$$

2. $Pg > F = f \cdot Sa$

$$Dp = Pg \leq Sa$$

3.3.1. Sistemul acoperii limitate cu franșiză în sistem mixt deductibil, $f (\%Pg)$ dar MIN F:

a) $Sa = V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

$$Ff = \text{MAX} \{ \%Pg, F \}, \text{ unde } Ff \text{ reprezintă franșiza finală}$$

$$Dp = Pg - Ff$$

b) $Sa < V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

$$Ff = \text{MAX} \{ \%Pg, F \}, \text{ unde } Ff \text{ reprezintă franșiza finală}$$

$$Dp = Pg - Ff \leq Sa$$

3.3.2. Sistemul acoperii limitate cu franșiză în sistem mixt nedeductibil, simplu sau atins, $f (\%Pg)$ dar MIN F:

a) $Sa = V.m.e.a.$

$$Pg < V.m.e.a.$$

$$Ff = \text{MAX} \{ \%Pg, F \}, \text{ unde } Ff \text{ reprezintă franșiza finală}$$

1. $Pg < Ff$

$$Dp = 0$$

2. $Pg > Ff$

$$Dp = Pg$$

b) $Sa < V.m.e.a.$

$P_g < V.m.e.a.$

$F_f = \text{MAX} \{ \%P_g, F \}$, unde F_f reprezintă franșiza finală

1. $P_g < F_f$

2. $P_g > F_f$

$D_p = 0$

$D_p = P_g \leq S_a$

De ce s-a introdus sistemul acoperirii limitate?

Trei sunt motivele introducerii lui:

1. *din considerente de urgentare a lichidării daunelor*, prin descongestionarea asiguratorului de daunelemărunte. În acest sens "clauza cu franșiză" presupune că pagubele de valori mici nu se despăgubesc, aparatul de asigurare având posibilitatea de a se concentra spre lichidarea operativă a daunelor importante.
2. *ieftinește costul asigurării*. Numărul mare de pagube mărunte, de volum neînsemnat fiecare în parte, totalizează un volum de plăți de despăgubiri relativ mare pentru asigurator.

Contravaloarea acestor sume care nu se mai plătesc plus economiile realizate cu salariile personalului suplimentar care ar fi fost necesar lichidării pagubelor mărunte dau posibilitatea asiguratorilor să stabilească prime mai reduse pentru asigurările cu acoperire limitată.

3. *sistemul are o funcție educativă*, contribuind la prevenirea producerii evenimentelor asigurate.

Asiguratul știind că în caz de pagubă va trebui să suporte și el o parte devine mai atent decât în cazul acoperii complete.

Între fiecare dintre alternativele de franșiză prezentate mai sus există diferențe care se manifestă în favoarea sau în defavoarea asiguratului sau asiguratorului, după caz.

17.9. Durata sau perioada de asigurare

Reprezintă perioada de timp la care se referă drepturile și obligațiile părților.

Perioadele pentru care asigurarea poate fi încheiată sunt prevăzute în condițiile și regulamentele de asigurare și stipulate în contract.

După întinderea în timp contractele de asigurare pot fi:

- de durată determinată sau fixă și
- de durată nedeterminată (asigurările viagere).

În asigurările de bunuri și de răspundere civilă, contractele pot fi încheiate pe o perioadă de maximum un an.

La asigurările de viață, durata poate fi de 5, 10, 12, 20 ani sau nedeterminată.

Stabilirea cu precizie a duratei asigurate prezintă o importanță deosebită deoarece răspunderea asiguratorului acționează numai în cadrul acesteia.

CAPITOLUL 18. CONTRACTUL DE ASIGURARE

Baza legală:

√ *Legea nr. 304/2007 privind modificarea și completarea Legii nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările în România, publicată în Monitorul Oficial, Partea I nr. 784 din 19/11/2007.*

√ *Legea nr. 283 din 5 octombrie 2005 privind aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 62/2005 pentru modificarea și completarea Legii nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările în România publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 897 din 07 octombrie 2005.*

√ *Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 61/2005 pentru modificarea și completarea Legii nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările în România publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 562 din 30 iunie 2005.*

√ *Legea nr. 172 din 14 mai 2004 pentru modificarea și completarea Legii nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările în România publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 473 din 26 mai 2005.*

√ *Legea nr. 136 din 29 decembrie 1995 privind asigurările și reasigurările în România publicată în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 303 din 30 decembrie 2005.*

18.1. Condițiile de validitate ale contractului de asigurare.

Potrivit art. 948 din Codul Civil, un contract este valid dacă sunt îndeplinite cumulativ următoarele condiții:

- 1) părțile să aibă capacitatea de a contracta;
- 2) consimțământul acestora să fie valabil;
- 3) să aibă un obiect determinat sau determinabil;
- 4) cauza contractului să fie licită.

Și contractul de asigurare este supus aceluiași condiții de validitate.

1) Capacitatea părților de a contracta.

Potrivit art. 949 din Codul Civil, orice persoană poate contracta dacă nu este declarată incapabilă de lege.

- a) Contractele de asigurare pot fi încheiate de către *persoanele juridice* în mod direct sau prin reprezentanți. Aceasta deoarece spre deosebire de persoanele fizice, persoanele juridice *dobândesc capacitatea de exercițiu concomitent cu cea de folosință din momentul înființării și alegerii organelor de conducere.*
- b) *Persoanele fizice* pot încheia contracte de asigurare dacă au împlinit vârsta de 14 ani și nu sunt puse sub interdicție. Cu toate acestea contractele de asigurare încheiate de către minorii sub 14 ani și de persoane puse sub interdicție, rămân valabile atât timp cât cei în cauză sau reprezentanții lor nu cer anularea. În consecință o daună reclamată de asigurat va trebui să fie despăgubită. Dacă se cere anularea se vor restitui primele încasate.

2) Consimțământul părților este valabil dacă:

1. *nu a fost dat prin eroare;*
2. *smuls prin violență sau*
3. *surprins prin dol.*

2)1. Spre exemplu un client solicită unei bănci un împrumut la o bancă. În contractul de împrumut banca cere ipotecă pe casă și asigurarea casei la o societate de asigurări agreată de bancă. Împrumutul se refuză ceea ce dă dreptul la anularea contractului de asigurare.

2)2. Violența, în materie de asigurări este greu de presupus că poate fi întâlnită. Oricum dacă uneia dintre părțile contractante consimțământul i-a fost smuls prin violență, contractul de asigurare este nul.

2)3. Dolul constă în folosirea de mijloace viclene de către una din părți pentru încheierea contractului, astfel încât să apară în mod evident că fără aceste manevre, cealaltă parte nu ar fi contractat.

Cazuri de dol se pot întâlni în practica asigurărilor:

- prin prezentarea unor asigurări facultative ca fiind obligatorii pentru obținerea consimțământului asiguratului de a contracta;
- în situația în care asiguratul dă răspunsuri inexacte sau incomplete cu privire la împrejurările esențiale referitoare la risc.

3) Dacă **obiectul asigurării** îl constituie bunul, la asigurarea de bunuri; despăgubirile datorate unei terțe persoane, la asigurările de răspundere civilă; unele atribute ale persoanei, viața ori incapacitatea sa de muncă, la asigurările de persoane, **obiectul contractului de asigurare este, de fapt, numele dat interesului financiar pe care o persoană îl are în legătură cu obiectul asigurării**⁴³.

Printr-o poliță de incendiu, nu cărămizile sau materialele folosite pentru construcția clădirii sunt asigurate, ci interesul asiguratului în legătură cu acel obiect al asigurării.

Pe lângă bunurile supuse distrugerii sau avarierii în substanța lor constitutivă, pot fi cuprinse în asigurare și lucrurile care fără a fi distruse sunt susceptibile de diminuare sau nerealizare, cum ar fi **profitul sperat**.

Spre exemplu, cazul asigurării mărfurilor, asigurarea cargo: 10% din valoarea mărfii, dacă nu s-a convenit altfel.

4) Validitatea unui contract de asigurare se exprimă și prin **cauza sa licită**, potrivit legii.

Un contract de asigurare va fi considerat ca având o cauză ilicită atunci când el s-a încheiat cu încălcarea ordinii publice și bunelor moravuri.

Spre exemple contrabanda reprezintă un risc dependent de o situație contrară ordinii de drept și ca urmare nu poate forma obiectul unui contract de asigurare.

De asemenea nu poate fi contractată o asigurare cu privire la bunuri rezultate din săvârșirea unei infracțiuni sau bunuri a căror existență ori dobândire este ilicită sau susceptibilă de a face obiectul unei acțiuni în justiție, potrivit legii.

18.2. Încheierea contractului de asigurare.

Formulând în mod sintetic, prin încheierea contractului înțelegem realizarea acordului de voință între asigurat și asigurător asupra clauzelor contractuale. Afirmația făcută ar duce cu gândul la o negociere a clauzelor contractuale, dar care în cazul asigurării este foarte limitată datorită faptului că acesta se prezintă ca un contract de adeziune, însă posibilitatea negocierii nu trebuie exclusă⁴⁴.

În cazul asigurării asigurătorul este acela care "propune" chiar modul de manifestare a ofertei sub forma declarației de asigurare.

⁴³ Violeta Ciurel, *Asigurări și Reasigurări: Abordări Teoretice și Practici Internaționale*, Ed. All Beck, București, 2000, pag. 183.

⁴⁴ Cosmin Iliescu, *Contractul de asigurare de bunuri*, Ed. All Beck, București, 1999, pag. 59.

18.2.1. Declarația de asigurare.

Declarația, cererea de asigurare, chestionarul constă în completarea de către asigurat a unui formular special al asigurătorului, prin care se manifestă voința de a încheia contractul.

În baza răspunsurilor date de asigurat, asigurătorul poate să-și facă o opinie asupra riscului și să stabilească prima aferentă.

La majoritatea formelor *asigurărilor de persoane*, la *asigurările externe* și la unele *asigurări de bunuri*, cele care se încheie cu persoane juridice, declarația sau cererea de asigurare **se redactează anterior și separat de contractul de asigurare.**

La celelalte asigurări, declarația se întocmește concomitent cu contractul de asigurare.

Declarația de asigurare ca **act unilateral de voință, nu este susceptibilă de efecte juridice specifice asigurării, până ce nu a fost acceptată de către asigurător.** În caz de neacceptare declarația poate fi revocată expres sau tacit.

Analiza declarației (cererii de asigurare).

În funcție de conținutul declarației celui ce dorește asigurarea, societatea de asigurări va face o analiză, un studiu, asupra situației de fapt având ca obiect central riscul.

Riscul reprezintă pentru asigurător o importanță deosebită, deoarece în funcție de acest element esențial al contractului se apreciază dacă asigurătorul poate accepta încheierea contractului și dacă da în ce condiții.

Tot în funcție de această analiză, dar și de suma la care se dorește a fi făcută asigurarea bunurilor, se vor stabili primele de asigurare. Valoarea primelor de asigurare se obține prin aplicarea unei cote procentuale la suma asigurată. Însă această cotație de primă este întotdeauna rezultatul evaluării riscurilor și a naturii bunurilor asigurate.

În urma analizei declarației de risc societatea de asigurări are la dispoziție 3 opțiuni:

1. fie să refuze încheierea contractului;
2. fie să facă o contra-ofertă;
3. fie să accepte propunerea viitorului asigurat și să încheie contractul de asigurare.

Dat fiind, că de multe ori, asigurătorii preiau în asigurare riscuri pentru bunuri aflate la mare distanță de ei sau de împuterniciții lor, nu este posibilă o evaluare "pe viu" a riscului și de aceea buna credință, ca principiu de bază al asigurărilor, trebuie să fie unanim acceptată. Evaluarea se va face numai pe baza informațiilor puse la dispoziție de asigurat sau de reprezentantul său.

El trebuie să facă declarații complete atât în momentul solicitării asigurării, cât și pe parcurs, când împrejurările esențiale privind riscul s-au schimbat. În caz contrar, asigurătorul își rezervă dreptul de a modifica, de a denunța contractul sau de a refuza indemnizația solicitată de asigurat⁴⁵.

18.2.2. Obligația asigurătorului de a încheia contractul.

Asigurătorul nu poate refuza încheierea contractului dacă sunt întrunite condițiile prevăzute de lege. El constată numai dacă aceste condiții sunt întrunite și în caz afirmativ el trebuie să accepte propunerea și să emită polița de asigurare.

Asigurătorul nu are interesul și nici nu poate motiva refuzul încheierii contractului.

Potrivit Art. I. 51. alin. 1. litera a) din Legea nr. 172/2004 care modifica și completa prevederile Art. 63 al Legii nr. 136/1995 constituia contravenție, dacă, potrivit condițiilor în care au fost săvârșite nu constituie infracțiune conform legii penale săvârșirea următoarelor fapte: „a) *refuzul asigurătorului autorizat de a încheia asigurarea obligatorie de răspundere civilă pentru pagube produse terților prin accidente de autovehicule, la cererea*

⁴⁵ Violeta Ciurel, *Asigurări și Reasigurări: Abordări Teoretice și Practici Internaționale*, Ed. All Beck, București, 2000, pag. 203.

asiguratului”. O atare contravenție se sancționa cu avertisment scris sau cu amenda de la 5.000.000 Rol la 50.000.000 Rol și cu limitarea operațiunilor, cu interzicerea temporară sau definitivă pentru asiguratorii a exercitării activității de asigurare, pentru una sau mai multe categorii de asigurări, sau cu suspendarea ori retragerea autorizației asiguratorilor⁴⁶.

Ordonanța de urgență nr. 61/2005 la Art. I. 34 modifică conținutul art. 63 al Legii nr.136/1995, legiuitorul renunțând la a considera o atare situația, ca cea prezentată anterior, ca fiind contravenție și drept urmare nu mai apare în textul „noului” articol și respectiv, ulterior, în Legea nr. 283/2005.

18.2.3. Momentul încheierii contractului.

Potrivit condițiilor și regulamentelor privind asigurările contractul se consideră încheiat prin plata primei și emiterea documentului de asigurare.

Înscrisul constatator se numește poliță de asigurare la asigurările de persoane și contract de asigurare la celelalte forme.

1. Sunt situații când declarația de voință a asiguratului precede acceptarea ofertei de către asigurator, de exemplu când plata primei se face ulterior declarației de asigurare, prin dispoziție de plată, urmând ca documentul de asigurare să fie emis de asigurator după încasarea primei.

2. Între absenți, contractul se consideră încheiat din momentul în care s-a luat cunoștință despre acceptare, altfel zis data primirii poliței sau contractului. Într-o atare situație cererea de asigurare este înaintată prin intermediari, denumiți brokeri, care devin mandatar ai asiguraților, agenților asiguratorului.

Polița este considerată acceptată dacă în termen de două zile lucrătoare de la înmânare asiguratul nu ridică obiecții.

Două *momente* distincte sunt de luat în considerare:

- *cel al încheierii contractului* și
- *cel al intrării în vigoare a asigurării*.

Un contract de asigurare poate fi perfectat cu intrarea în vigoare ulterior datei perfectării lui.

De asemenea, intrarea în vigoare a asigurării poate să nu coincidă cu *începutul răspunderii asiguratorului*. În astfel de situații, diferențierea este în funcție nu numai de plata primei ci și de natura riscului asigurat.

18.2.4. Conținutul contractului.

În principal, drepturile și obligațiile părților reprezintă conținutul contractului de asigurare.

Acesta este structurat pe 2 părți.

O parte conține *clauzele imprimare*, sub forma unor *extrase din condițiile generale*, care reglementează raporturile dintre asigurat și asigurator, menite să atragă atenția asiguratului asupra drepturilor și obligațiilor sale.

A doua parte, neimprimată a documentului, *clauzele manuscrise*, care se referă, în principal la indicarea părților, specificarea riscurilor, a primei, a sumei asigurate, a duratei contractului, cu indicarea datei intrării în vigoare⁴⁷.

⁴⁶ Art. I. 51. alin. 2. litera a) din Legea nr. 172/2004.

⁴⁷ Art. I. 9. din Legea 172/2004: "Contractul de asigurare se încheie în formă scrisă și va cuprinde:

- a) numele sau denumirea, domiciliul sau sediul părților contractante;
- b) obiectul asigurării: bunuri, persoane, răspundere civilă, credite și garanții, asigurări de pierderi financiare, alte asigurări;
- c) riscurile ce se asigură;
- d) momentul începerii și cel al încetării răspunderii asiguratorului;

Documentul se întocmește în două exemplare.

Luat în totalitatea sa, contractul de asigurare este alcătuit din:

- polița de asigurare,
- condițiile principale și adiționale și
- anexele, care pot să extindă sau să limiteze condițiile impuse de standardizare.

Unele contracte sunt alcătuite din polița de bază și un formular care adaptează polița la nevoile specifice ale clientului⁴⁸.

18.2.5. Proba contractului.

Consimțământul valabil al părților se cere a fi exprimat în scris⁴⁹.

El nu poate fi dovedit cu martori, chiar dacă există un început de dovadă scrisă⁵⁰.

Cererea formei scrise se referă la **proba contractului** nu și la **existența** lui, care poate fi recunoscută de asigurător dacă rezultă din registre sau din alte acte emise de el⁵¹.

În *cazurile de forță majoră*, în care documentele de asigurare au dispărut și nu există posibilitatea obținerii unui duplicat, dunt admise orice dovezi legale care să confirme existența acestora⁵².

Părțile sunt nevoite să adopte forma scrisă pentru a nu se vedea puse în imposibilitatea de a dovedi existența contractului, deoarece *un act cu neputință de probat este echivalent*, din punct de vedere juridic, *cu un act inexistent*.

Forma scrisă face posibilă stabilirea certă a momentului încheierii contractului, a intrării sale în vigoare, a începutului și încetării răspunderii asigurătorului.

Elementele esențiale ale contractului sunt precizate cu exactitate, ceea ce constituie o garanție pentru îndeplinirea obligațiilor părților, așa cum au fost ele stabilite inițial, evitându-se neînțelegerile ulterioare.

Încheierea contractului de asigurare se probează cu **polița de asigurare** sau **certificatul de asigurare emise și semnate de asigurător** sau cu **nota de acoperire emisă și semnată de brokerul de asigurare**.

Documentele care atestă încheierea unei asigurări pot fi semnate și certificate prin mijloace electronice, în condițiile din Legea nr. 455/2001 privind semnătura electronică⁵³

18.2.6. Interpretarea contractului.

Principiul care se aplică în materia asigurărilor este cel al **interpretării stricte a condițiilor contractului**.

Un termen din poliță, ca și *expresiile curente* se vor interpreta în *sensul lor de bază, natural, folosit de persoane obișnuite*.

1. Cu predilecție **definirea riscului asigurat** trebuie făcută în termeni cât mai preciși, pentru a se evita interpretările eronate.

Spre exemplu:

e) primele de asigurare;

f) sumele asigurate;

Alte elemente pe care trebuie să le cuprindă contractul de asigurare se stabilesc prin norme adoptate în baza legii de Comisia de Supraveghere a Asigurărilor".

⁴⁸ Idem, pag. 194.

⁴⁹ Art. I. 9. din Legea nr. 172/2004.

⁵⁰ Art. 10 alin 2 din Legea nr. 136/1995.

⁵¹ Art. 11 din aceeași lege: "Dovada încheierii contractului de asigurare rezultă și din emiterea și trimiterea unui document de asigurare, cum ar fi polița sau certificatul, cererea de plată a primei ori din înscrisul prin care se manifestă voința asigurătorului de a încheia contractul".

⁵² Art. I. 9. din Legea nr. 172/2004.

⁵³ Art. I. 6. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu modificări și completări de Legea nr. 283/2005.

- a) pe cale de interpretare s-a stabilit că în asigurarea culturilor agricole, riscul de ploi de durată nu este echivalent aceluia de ploi torențiale, risc pentru care s-a încheiat asigurarea.
- b) deteriorarea mărfurilor din magazinul aflat la parterul unui bloc din cauza neglijenței locatarilor de la etajul I, care au lăsat robinetul de apă deschis nu poate fi identificată cu nici unul din cazurile acoperite prin asigurare. Asigurătorul se obligase numai pentru caz de inundație și stricăciuni accidentale la instalațiile de apă, canal sau încălzire centrală.

2. În situația unor *clauze susceptibile de a avea două înțelesuri*, a unor *clauze ambigue*, se aplică dispozițiile dreptului comun interpretându-se în sensul de a produce efect și nu în acela de a nu produce nici unul.

3. Interpretări privind clauzele contractului pot avea loc și cu privire la *clauzele imprimare* și *manuscrite*. Ambele categorii de clauze au aceleași valoare și problema prevalării uneia dintre ele se pune numai atunci când se constată contradicție între ele.

Exemplu, dacă unele categorii de riscuri sunt excluse potrivit clauzelor generale, imprimare, prin clauza manuscrisă ele pot fi acoperite, deoarece aceste ultime clauze sunt menite nu numai să completeze ci să și deroge de la cele generale.

18.3. Efectele contractului de asigurare.

Prin efectele oricărui act juridic se înțeleg drepturile subiective și obligațiile corelative la care dă naștere, pe care le modifică sau le stinge un asemenea act⁵⁴. Contractele de asigurare, ca orice contract sinalagmatic, dau naștere la drepturi și obligații corelative.

Aceste efecte ale contractului de asigurare pot fi delimitate în funcție de:

- perioada scursă până la ivirea evenimentului asigurat;
- după producerea acestuia și
- efecte ce pot apărea după plata indemnizației în condițiile în care există o terță persoană răspunzătoare de producerea pagubei.

Înainte de a trece la prezentarea obligațiilor în funcție de distincția făcută anterior, este de precizat faptul că există două îndatoriri ale viitorului asigurat, care, deși nu se nasc prin încheierea contractului, sunt strâns legate de conduita asiguratului în vederea încheierii valabile a asigurării:

- a) persoana interesată de asigurare are obligația de a face cunoscute asigurătorului împrejurările esențiale referitoare la risc⁵⁵ și de a declara orice vicii, defecțiuni, afecțiuni, etc.;
- b) asiguratul are obligația de a declara, la momentul încheierii contractului cât și pe parcursul executării acestuia, existența altor asigurări privind același bun⁵⁶. Necesitatea unei astfel de obligații în sarcina asiguratului poate fi motivată prin dorința de a se evita o posibilă îmbogățire a acestuia apelându-se la practica coasigurării, precum și prin faptul că în cazul producerii riscului asigurat lichidarea daunelor nu se poate realiza decât cu acordul tuturor asigurătorilor⁵⁷.

18.3.1. Drepturile și obligațiile părților până la ivirea evenimentului asigurat.

18.3.1.1. Obligațiile asiguratului.

În perioada de până la producerea evenimentului asigurat, asiguratul este obligat:

⁵⁴ Cosmin Iliescu, *Contractul de asigurare de bunuri în România*, Ed. All Beck, București, 2000, pag. 76.

⁵⁵ Art. I. 11. din Legea nr. 172/2004: „Persoana care încheie asigurarea este obligată să răspundă în scris la întrebările formulate de asigurător și, de asemenea, să declare, la data încheierii contractului, orice informații sau împrejurări pe care le cunoaște și care sunt, în mod obiectiv, esențiale pentru evaluarea riscului”.

⁵⁶ Art. 29 alin. 2 din Legea nr. 136/1995: „Asiguratul are obligația să declare existența altor asigurări pentru același bun la asigurători diferiți atât la încheierea contractului de asigurare, cât și pe parcursul executării acestuia”.

⁵⁷ Art. 29 alin 1 din Legea nr. 136/1995.

1. să plătească primele de asigurare la termenele stabilite în condițiile de asigurare⁵⁸;
2. să întrețină bunul asigurat în bune condiții;
3. să comunice împrejurările care agravează riscul.

1. a) Cu privire la obligația asiguratului de a plăti prima de asigurare, ca regulă persoana care încheie asigurarea, contractul, este una și aceeași persoană cu asiguratul.

b) Dacă asigurarea a fost încheiată în beneficiul altei persoane, obligația de plată nu incumbă beneficiarului ci aceluia care a încheiat contractul.

Asigurătorul are posibilitatea de a opune beneficiarului asigurării doar excepția rezultând din neplata primei, pe care o poate invoca și împotriva titularului contractului.

c) Atunci când riscul se produce, asigurătorul mai are dreptul de a compensa primele ce i se mai datorează până la sfârșitul perioadei de asigurare cu orice indemnizație convenită asiguratului sau beneficiarului.

d) În cursul executării contractului pot interveni și unele modificări cu privire la obligația de plată a primei:

- 1) dacă titularul contractului de asigurare moare, iar bunul asigurat este cuprins în masa succesorală, obligația de plată a primei revine moștenitorilor, care sunt ținuti solidar la plata primei cât timp bunul este în indiviziune. Dacă bunul a fost atribuit unuia dintre succesori el va deveni singurul obligat la onorarea primei.
- 2) în cazul înstrăinării bunului asigurat, contractul de asigurare își produce efectele, în principiu, față de dobânditorul bunului, căruia îi revine obligația de a plăti prima în măsura în care nu a fost achitată în întregime de titularul contractului. Pentru ratele de primă datorate înainte de înstrăinare, obligația de plată rămâne în sarcina înstrăinătorului.

e) În domeniul asigurărilor, regula cherabilității plății este înlocuită cu cea a portabilității. În acest sens art. I alin 13 din Legea nr.172/2004 prevede: "*Plata primelor se face la sediul asigurătorului sau al împuterniciților săi, în lipsa unei clauze diferite stabilite în contractul de asigurare de către părți*".

f) Dovada plății primelor de asigurare revine asiguratului, înscrisul constatator fiind polița de asigurare sau alt document probator al plății, prevăzut de legislația în vigoare⁵⁹ (chitanța, dispoziția de plată, etc.).

g) Plata primelor se poate face integral sau în rate plătibile la termenele scadente prevăzute în contract, conform negocierii părților⁶⁰, în numerar, transfer bancar, cecuri, prin compensare cu indemnizații datorate de asigurător asiguratului, prin ordin de plată, transfer electronic sau alte modalități. Când se folosește dispoziția de plată sau de încasare, plata se consideră efectuată numai în momentul în care s-a operat de către bancă virarea primei de asigurare.

⁵⁸ Art. I. 13. din Legea nr. 172/2004.

⁵⁹ Art. I. 14. din Legea nr. 172/2004.

⁶⁰ Art. I. 13. din Legea nr. 172/2004.

2. Obligația de întreținere a bunurilor și luarea de măsuri pentru prevenirea pagubelor se găsește expres stipulată în legislația în materie⁶¹.

În caz de neîndeplinire a acestei obligații, asiguratorul poate:

- a) denunța asigurarea sau
- b) la ivirea cazului asigurat:
 - b1) are dreptul de a refuza plata despăgubirii dacă din acest motiv nu a putut determina cauza producerii și întinderea pagubei sau
 - b2) să reducă despăgubirea în cazul în care dauna s-a mărit.

3. O ultimă categorie de obligații o reprezintă cele rezultând din agravarea riscului⁶².

În măsura în care, în cursul executării contractului, se ivesc împrejurări care modifică avizarea inițială a riscului de către asigurat, acesta trebuie să le comunice asiguratorului.

Agravarea riscului determină modificări corespunzătoare asupra cuantumului primei sau, în caz extrem, imposibilitatea de a mai putea continua contractul.

Modificări cu privire la împrejurările privind riscul poate avea loc:

- 1) datorită asiguratului:
 - fie prin acte pozitive, cum ar fi mutarea bunurilor asigurate contra furtului din locurile specificate în contract în alte locuri, mai puțin expuse riscului,
 - fie prin acte negative cum ar fi abținerea asiguratului de a lua măsuri corespunzătoare în cadrul obligației sale de a întreține bunurile și de a preveni producerea evenimentului asigurat;
- 2) datorită activității unui terț;
- 3) datorită unor evenimente independente de voința unei persoane, cum sunt fenomenele sociale și politice: războiul, greva, etc.

Logic, asiguratul nu poate comunica decât împrejurări pe care le cunoaște.

Acestea pot surveni *prin fapta sa ori fără fapta sa*.

În primul caz, asiguratul nu poate invoca, în apărarea sa, necunoașterea schimbării întrucât el este autorul agravării, având *obligația de a-l informa imediat pe asigurator*.

În al doilea caz, agravarea riscului fiind realizată fără fapta sa, asiguratul este *obligat ca, imediat ce a cunoscut-o să o comunice asiguratorului*.

18.3.1.2. Drepturile asiguratului

Pe parcursul executării contractului asiguratul are:

- 1) dreptul de a modifica contractul, de exemplu posibilitatea de a schimba numele beneficiarului asigurării sau modul de plată pentru prime, când ele se achită în rate, dreptul de a mări suma asigurată;
- 2) dreptul de a încheia asigurări suplimentare;
- 3) dreptul de răscumpărare. La asigurările la care se constituie rezerve de prime, cum sunt cele de viață, asiguratul are dreptul să ceară încetarea contractului prin plata sumei de răscumpărare. Orice plată, indiferent de forma sub care este făcută de asigurator, diferită de indemnizația de asigurare sau de suma asigurată nu va putea fi efectuată mai devreme de 6 luni de la data încheierii contractului⁶³;

⁶¹ Art. 26 alin. 1: "Asiguratul este obligat să întrețină bunul asigurat în bune condiții și în conformitate cu dispozițiile legale, în scopul prevenirii riscului asigurat", Legea nr. 136/1995.

⁶² Art. 13: "Persoana care urmează să încheie asigurarea este obligată să răspundă în scris la întrebările formulate de asigurator, cu privire la împrejurările esențiale referitoare la risc, pe care le cunoaște.

Dacă împrejurările privind riscul se modifică în cursul executării contractului, asiguratul este obligat să comunice în scris asiguratorului schimbarea", Legea nr. 136/1995.

⁶³ Art. I. 13. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu completări și modificări de Legea nr. 283/2005.

- 4) dreptul de a obține împrumuturi asupra polițelor de asigurare, ca procent din suma de răscumpărare - calculată în raport de timpul în care s-au plătit primele și cel mult până la data cererii de împrumut;
- 5) dreptul la asigurările la care se constituie rezerva tehnică să ceară repunerea în vigoare a asigurării, în cazurile prevăzute în contractul de asigurare⁶⁴.

Observații:

1. Articolul 39 din Legea nr. 139/1995 potrivit căruia era prevăzut *dreptul asiguraților de a participa la tragerile de amortizare (lunare sau anuale) în cazul asigurărilor de viață* potrivit Art. I. 30. din Legea nr. 172/2004 se abrogă.

2. Drepturile asiguraților asupra sumelor rezultând din rezervele tehnice ce se constituie la asigurările de viață pentru obligații de plată scadente în viitor nu sunt supuse precipției⁶⁵.

18.3.1.3. Drepturile asiguratorului

Fiecărei obligații a asiguratului îi corespunde un drept al asiguratorului, astfel avem:

- 1) dreptul de a verifica existența bunului asigurat și a modului în care acesta este întreținut⁶⁶;
- 2) dreptul de a aplica sancțiuni legale când asiguratul a încălcat obligațiile privind întreținerea, folosirea și paza bunurilor asigurate.

18.3.1.4. Obligațiile asiguratorului

Până la ivirea evenimentului asigurat asiguratorul are și unele obligații cum ar fi:

- 1) obligația de a elibera la cerere duplicatul documentului de asigurare dacă asiguratul l-a pierdut pe cel inițial;
- 2) obligația de a elibera la cererea asiguratului certificate de confirmare a asigurării, ca spre exemplu cazul asigurării de răspundere a cărașului față de pasageri pentru bagajele și mărfurile transportate, precum și față de terți, cu indicarea sumelor asigurate;
- 3) obligația să notifice asiguratul despre obligația de plată a primei, cu 20 de zile înainte de împlinirea termenului de plată⁶⁷. Referitor la această obligație Ordonanța de urgență nr. 61/2005 la Art. I alin. 8 dispune: *asiguratorul este obligat să îl informeze pe asigurat despre consecințele neplății primei la termenul de plată și să prevadă aceste consecințe în contractul de asigurare*;
- 4) obligația de a pune la dispoziția asiguraților sau contractanților asigurării informații în legătură cu contractele de asigurare, atât înainte de încheierea asigurării, cât și pe durata derulării acestora. Aceste informații vor fi prezentate în scris, în limba română, vor fi redactate într-o formă clară și vor cuprinde cel puțin următoarele elemente:
 - a) clauzele opționale/ suplimentare și beneficiile rezultate din fructificarea rezervelor tehnice;
 - b) momentul începerii și cel al încetării contractului, inclusiv modalitățile de încetare a acestuia;
 - c) modalitățile și termenle de plată a primelor de asigurare;
 - d) elementele de calcul ale indemnizațiilor de asigurare, cu indicarea sumelor de răscumpărare, a sumelor asigurate reduse, precum și a nivelului până la care acestea sunt garantate;
 - e) modalitatea de plată a indemnizațiilor de asigurare;
 - f) legea aplicabilă contractului de asigurare⁶⁸

⁶⁴ Art. I. 28. din Legea nr. 172/2004.

⁶⁵ Art. I. 31. din Legea nr. 172/2004.

⁶⁶ Art. 26 alin 2 din Legea nr. 136/1995.

⁶⁷ Art. I. 15. din Legea nr. 172/2004.

⁶⁸ Art. I. 32. din Legea nr. 172/2004.

18.3.2. Drepturile și obligațiile părților după producerea evenimentului asigurat.

18.3.2.1. Obligațiile asiguratului

După realizarea evenimentului asigurat, asiguratul are următoarele obligații:

- 1) să limiteze paguba, să salveze bunurile asigurate, să păstreze și să asigure paza bunurilor rămase pentru prevenirea degradărilor ulterioare⁶⁹;
- 2) să avizeze asigurătorul în termenele prevăzute de condițiile de asigurare cu privire la producerea evenimentului asigurat⁷⁰. Comunicarea producerii riscului asigurat se poate face și către brokerul de asigurare care, în acest caz, are obligația de a face la rândul său comunicarea către asigurător, în termenul prevăzut în contractul de asigurare⁷¹;
- 3) să participe la constatarea cazului asigurat produs și a pagubei rezultate;
- 4) să furnizeze date și acte referitoare la evenimentul asigurat.

18.3.2.2. Obligațiile asigurătorului

Principala obligație a asigurătorului după producerea evenimentului asigurat constă în plata indemnizației cuvenite asiguratului⁷². Pentru ca această indemnizație să fie datorată trebuie stabilită situația de fapt din care să rezulte dreptul asiguratului la indemnizație și obligația corelată a asigurătorului de a o plăti.

Pentru aceasta este necesar să verifice dacă:

- primele de asigurare au fost plătite și perioada de timp pentru care au fost achitate;
- asigurarea era în vigoare la data producerii evenimentului asigurat;
- bunurile respective sunt cuprinse în asigurare;
- evenimentul producător de daune este risc împotriva căruia s-a încheiat asigurarea.

În cazul în care o daună a fost produsă ca urmare a acțiunii simultane sau succesive a mai multor cauze, se efectuează verificările necesare pentru a se stabili quantumul daunelor provocate de fiecare în parte. Dacă acest lucru nu este posibil dauna se consideră ca fiind produsă în egală măsură de fiecare din aceste cauze.

În situația în care părțile nu se înțeleg asupra quantumului indemnizației de asigurare, suma care nu face obiectul litigiului va fi plătită de asigurător înainte ca acesta să se fi soluționat prin negocieri sau de către instanța judecătorească⁷³.

18.3.3. Limitarea garanției de asigurare.

a) Stipulațiile legale prevăd⁷⁴ că nu se datorează despăgubiri dacă evenimentul asigurat a fost produs cu intenție de către asigurat și/sau de beneficiar, ori de către un membru din conducerea persoanei juridice asigurate. Asigurătorul nu datorează indemnizația de asigurare, dacă riscul a fost prin sinucidere asiguratului în termen de 2 ani de la încheierea contractului de asigurare sau prin comiterea cu intenție de către asigurat ori beneficiar a unor fapte grave prevăzute în contractul de asigurare⁷⁵. Dacă un beneficiar a produs intenționat decesul asiguratului, indemnizația de asigurare se plătește celorlalți beneficiari desemnați sau, în lipsa acestora, moștenitorilor legali ai asiguratului⁷⁶.

⁶⁹ Art. 26 alin 3: "În cazurile prevăzute de condițiile de asigurare la producerea riscului, asiguratul este obligat să ia, pe seama asigurătorului și în cadrul sumei la care s-a făcut asigurarea, potrivit cu împrejurările, măsuri pentru limitarea pagubelor", Legea nr. 136/1995.

⁷⁰ Art. 19 alin. 1 din Legea nr. 136/1995.

⁷¹ Art. I. 16. din Legea nr. 172/2004.

⁷² Art. 9 din Legea nr. 136/1995.

⁷³ Art. I. 17. din Legea nr. 172/2004.

⁷⁴ Art. 20 alin. 1 din Legea nr. 136/1995.

⁷⁵ Art. I. 26. din Legea nr. 172/2004.

⁷⁶ Art. I. 26. din Legea nr. 172/2004.

b) Dacă nu se prevede altfel în condițiile de asigurare, această regulă se aplică și în cazul în care evenimentul asigurat a fost produs cu intenție de către⁷⁷:

- persoane fizice majore care în mod statornic locuiesc și gospodăresc împreună cu asiguratul sau beneficiarul;
- prepușii asiguratului sau ai beneficiarului.

În materia asigurărilor, spre deosebire de dreptul comun ***culpa atrage decăderea asiguratului din beneficiul indemnizării numai dacă este expres precizată în condițiile de asigurare.***

Exemple:

- a) Condițiile de asigurare contra incendiului consideră cazuri de culpă care atrag exonerarea asiguratului de la plata despăgubirii folosirea focului deschis, inclusiv a unei surse de lumină cu flacără deschisă în încăperi în care sunt depozitate sau manipulate produse inflamabile sau ușor inflamabile.
- b) La asigurarea bunurilor în timpul transportului terestru se consideră culpa asiguratului de a fi încărcat în același mijloc de transport împreună cu bunurile asigurate unele materiale inflamabile, lichide acide sau materiale toxice, dacă pagubele produse bunurilor au provenit din cauza acestui mod de încărcare.
- c) În asigurarea autovehiculelor pentru furt, asiguratul se află în culpă dacă în timpul cât autovehiculul nu este folosit conducătorul îl părăsește lăsând cheia în contactul de la bord și portierele neînchise.

Așadar exonerarea asiguratului are loc atunci când există o legătură cauzală între fapta asiguratului și producerea riscului asigurat și fără intenția asiguratului întrucât acesta putea și trebuia să prevadă consecințele conduitei sale și chiar să le preîntâmpine.

18.3.4. Subrogarea asiguratului în drepturile asiguratului

Ca regulă generală, asiguratul se subrogă în toate drepturile asiguratului sau beneficiarului asigurării contra celor răspunzători de producerea pagubei, ***în limita despăgubirii plătite***. Potrivit Art. I. 10. alin.1. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu modificări și completări de Legea nr. 283/2005: „*În limitele indemnizației plătite, asiguratul este subrogat în toate drepturile asiguratului sau ale beneficiarului asigurării celor răspunzători de producerea pagubei, cu excepția asigurărilor de persoane, iar în cazul în care în vigoare era o asigurare obligatorie de răspundere civilă pentru pagube produse prin accidente de autovehicule și împotriva asiguratului de răspundere civilă în limita daunei acestuia*”. Prevederea legală este actualizată de art. I. Alin. (4) al Legii nr. 304/2007⁷⁸ pentru modificarea și completarea Legii nr. 136/ 1995 privind asigurările și reasigurările în România⁷⁹.

Explicația subrogării este dublă:

- 1) este necesară menținerea unui echilibru financiar între primele încasate și despăgubirile acordate;
- 2) ea se justifică din punct de vedere social, cel care a pricinuit o pagubă trebuie să fie obligat să o repare.

Condițiile exercitării subrogării:

1. plata indemnizației de către asiguratul;

⁷⁷ Art. 20 alin. 2 din Legea nr. 136/1995.

⁷⁸ Publicată în Monitorul Oficial, Partea I nr. 784 din 19/11/2007.

⁷⁹ Termenul de autovehicul este înlocuit cu cel de "vehicul": *orice mijloc de transport, cu sau fără propulsie proprie, destinat deplasării pe uscat, inclusiv orice tip de remorcă, indiferent dacă este cuplată sau nu, excepție făcând cele ce se deplasează pe șine, bicicletele sau vehiculele cu tracțiune animală*”.

2. existența unei acțiuni în răspundere aparținând asiguratului contra terților responsabili autori ai evenimentului.

Chiar dacă subrogarea operează deplin drept când cele două condiții sunt reunite asiguratul este obligat să conserve realizarea dreptului de subrogare⁸⁰.

- a) Cu alte cuvinte, asiguratul trebuie să se abțină de la săvârșirea oricăror acte care ar micșora sau ar atinge dreptul de regres al asigurătorului. Spre exemplu, recunoașterea că terțul responsabil nu este în culpă.
- b) Mai mult decât atât asiguratul are obligația de a întocmi toate actele și face toate demersurile necesare pentru păstrarea și valorificarea acestui drept al asigurătorului.

Sanctiunea pentru încălcarea acestor obligații este micșorarea despăgubirii proporțional cu prejudiciul adus de asigurat dreptului de regres contra terțului mergând până la refuzul despăgubirii sau restituirea despăgubirii dacă aceasta a fost deja acordată.

Cu toate acestea **asigurătorul poate renunța**, în totalitate sau în parte, la exercitarea dreptului de subrogare⁸¹.

Derularea exercitării subrogării.

- a) Prin subrogare, asigurătorul exercită acțiunea în nume propriu, ca titular al dreptului creanței. Asigurătorul va putea opune terților mijloacele de apărare sau excepțiile ce ar fi fost invocate de asigurat.
- b) Sarcina probei culpei terțului în producerea evenimentului o are asigurătorul subrogat în drepturile asiguratului.
- c) Dacă asiguratul a intentat acțiune contra terțului vinovat, asigurătorul se poate substitui asiguratului în orice fază a procesului.
- d) El poate de asemenea să solicite investirea cu formulă executorie a hotărârii judecătorești asupra acțiunii contra terțului răspunzător de daună.
- e) Asigurătorul se poate constitui ca parte civilă în procesul penal în care terțul ar fi urmărit pe această cale sau se poate substitui asiguratului care s-a constituit parte civilă.
- f) De asemenea asigurătorul este în drept să exercite împotriva asiguratului acțiunea de restituire a despăgubirilor plătite în temeiul art. 992 din Codul Civil, dacă la acțiunea sa împotriva terțului, acesta împiedică subrogarea, asigurătorul opunând excepția plății de bună-credință făcută asiguratului.
- g) Terțul poate invoca față de asigurător "apărăriile" pe care le putea opune persoanei păgubite, asiguratului. El se poate apăra numai în măsura calității sale juridice și a interesului său legitim.

Astfel, dacă asigurătorul a plătit despăgubirea pentru o daună avizată tardiv sau pentru o pretenție de asigurare prescrisă, aceasta nu dă drept terțului de a invoca tardivitatea asigurării sau prescripția. Cu alte cuvinte asigurătorul ia locul asiguratului față de terț și nu terțul ia locul asigurătorului față de asigurat.

18.4. Încetarea contractului de asigurare.

- I. a) Modul obișnuit de încetare a contractului de asigurare cu durată determinată îl constituie **ajungerea la termen**, adică *expirarea perioadei pentru care a fost încheiat*.

Observație: în cazurile prevăzute de condițiile de asigurare, la împlinirea termenului pentru care a fost încheiat, contractul de asigurare poate fi reînnoit, pentru o nouă perioadă, egală cu cea anterioară, dacă una dintre părți nu îl denunță⁸².

⁸⁰ Potrivit Art. I. 10. alin.2. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu modificări și completări de Legea nr. 283/2005: „Asiguratul răspunde de prejudiciile aduse asigurătorului prin acte care ar împiedica realizarea dreptului prevăzut la alin. 1”.

⁸¹ Art. I. 10. alin.3. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu modificări și completări de Legea nr. 283/2005.

⁸² Art. I. 18. din Legea nr. 172/2004.

b) Un alt mod de încetare a contractului, de asemenea uzual este **producerea evenimentului asigurat**, situație întâlnită în cazul *asigurărilor de viață și accidente*. Pentru *asigurările de bunuri* contractul încetează numai dacă prin realizarea riscului bunul asigurat a fost distrus în totalitate. Dacă distrugerea este parțială contractul poate continua să-și producă efectele, în principiu, pentru suma asigurată rămasă.

Situația este asemănătoare și la asigurarea de răspundere civilă. Dacă suma asigurată nu se epuizează prin achitarea despăgubirii terțului prejudiciat prin fapta asiguratului, asiguratorul va răspunde în continuare până la concurența sumei contractate.

II. Modurile neobișnuite⁸³ de încetare a contractului de asigurare sunt:

- 1) denunțarea;
- 2) rezilierea;
- 3) anularea.

1) Specificul **denunțării** ca modalitate de încetare a contractului constă în exercitarea acesteia în mod unilateral din cauze autorizate de lege.

Astfel, **asiguratorul** poate denunța contractul în următoarele cazuri:

1. dacă asiguratul nu a comunicat, în scris, modificările intervenite în cursul contractului în legătură cu datele luate în considerare la încheierea asigurării. Denunțarea poate fi exercitată numai dacă modificarea intervenită exclude potrivit condițiilor de asigurare menținerea contractului;
2. când se constată neîndeplinirea de către asigurat a obligației de prevenire impuse de lege, autorități ori de natura însăși a bunurilor asigurate, astfel încât să crească probabilitatea realizării riscurilor și existența bunului asigurat să fie pusă în pericol.

Asiguratul poate denunța contractul de asigurare:

1. în cazul subscrierii unui contract de asigurare de viață individual într-o perioadă de 20 de zile de la încheierea de către asigurator. Aceste prevederi nu se aplică contractelor de asigurări cu o durată de 6 luni sau mai mică⁸⁴;

2. după comunicarea de către asigurator a unor modificări dispuse prin condițiile de asigurare⁸⁵.

În cazul contractului de asigurare pe durată nedeterminată, acesta se poate denunța de **oricare dintre părți**. Denunțarea contractului de către una dintre părți se poate efectua numai cu notificarea prealabilă a celeilalte părți, care trebuie făcută cu cel puțin 20 de zile înainte de denunțare⁸⁶.

Contractul de asigurare fiind cu executare succesivă, denunțarea acestuia *nu* produce, în principiu, *efecte retroactive ci numai efecte viitoare*.

Astfel, reținerea primelor pentru perioada în care contractul a fost în vigoare este normală, dar nu se mai justifică încasarea de prime după ce contractul a fost denunțat.

2) **Rezilierea** contractului înseamnă desfacerea pentru viitor a acestuia datorită neexecutării obligației uneia din părți din cauze care i se pot imputa. Efectele produse de contractul de asigurare până la data rezilierii rămân valabile. *O situație reglementată legal⁸⁷ în urma căreia contractul de asigurare se reziliază este cea a înstrăinării bunului asigurat.*

3) **Nulitatea** contractului de asigurare este reglementată de condițiile de asigurare și normele dreptului comun. Ea poate rezulta din:

⁸³ Ele sunt considerate "neobișnuite" deoarece fac să înceteze contractul înaintea expirării duratei sale precum și înaintea producerii evenimentului asigurat.

⁸⁴ Art. I. 12. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu completări și modificări de Legea nr. 283/2005.

⁸⁵ Art. I. 18. din Legea nr. 172/2004.

⁸⁶ Art. I. 9. din Ordonanța de urgență nr. 61/2005 aprobată cu completări și modificări de Legea nr. 283/2005.

⁸⁷ Art. I. 21. din Legea nr. 172/2004.

- declarații inexacte sau incomplete făcute de asigurat cu prilejul contractării asigurării, cu bună știință;
- ca urmare a încetării prevederilor cuprinse în condițiile de asigurare, respectiv în cazul în care la momentul încheierii contractului riscul s-a produs deja.

Spre deosebire de denunțare și reziliere, nulitatea contractului de asigurare operează și pentru trecut nu numai pentru viitor. Ea readuce pe contractanți în situația juridică avută la data încheierii asigurării procedându-se la restituirea reciprocă a prestațiilor efectuate. Asigurătorul va restitui primele de asigurare încasate, iar asiguratul indemnizația dacă a fost plătită.

18.5. Caracteristicile contractului de asigurare

Contractul de asigurare este un contract consensual, sinalagmatic, unic, cu executare succesivă, oneros, aleatoriu și de adeziune.

1. **Caracterul consensual** se datorează faptului că se formează "*solo consensu*" prin simplul acord de voință al părților, fără să fie nevoie de vre-o formă specială de manifestare a voinței lor.

Forma contractului este cea scrisă, dar aceasta nu este cerută *ad validatem*, ci numai *ad probationem*. Ca urmare lipsa probei scrise nu va atrage nulitatea contractului, ci va determina numai limitarea posibilității de a dovedi existența și conținutul acestuia.

În practică, polița sau certificatul de asigurare, precum și decontul de primă trimis asiguratului fac dovada contractului de asigurare, ca acord de voință al părților.

2. Contractul de asigurare are un **caracter sinalagmatic** întrucât părțile se obligă reciproc. În principal, asiguratul să plătească prima, iar asigurătorul să suporte riscul, despăgubind pe asigurat pentru pagubele suportate ca urmare a producerii evenimentului asigurat. În plus, obligațiile părților nu sunt numai reciproce ci și interdependente, ele condiționându-se reciproc.
3. Contractul de asigurare este **unic** pentru întreaga sa durată. Unicitatea contractului de asigurare se menține chiar și atunci când ar suferi o împărțire pe termene periodice deoarece divizarea privește numai modul de plată al primei și nu contractul.
4. Contractul de asigurare este **cu executare succesivă**, aceasta neavând loc dintr-odată, printr-o singură prestație. Asiguratul este obligat să plătească primele la termenele stabilite, asigurătorul acordând continuu protecție asiguratului pentru acoperirea riscului. Executarea succesivă a contractului are următoarele consecințe:
 - regulile rezolutorii nu sunt aplicabile contractului de asigurare;
 - partea care și-a îndeplinit obligația are drept la contraprestația co-contractantului până la desființarea contractului;
 - neîndeplinirea de către asigurat a obligațiilor sale nu produce efecte pentru viitor și ca urmare primele plătite pentru perioada anterioară rezilierii nu se restituie asiguratului;
 - dispariția obiectului asigurat ca urmare a altui eveniment decât cel în vederea căruia s-a încheiat asigurarea implică rezilierea de drept a contractului.
5. **Caracterul oneros** al contractului de asigurare rezidă în aceea că fiecare parte urmărește un anumit avantaj, o contraprestație în schimbul aceleia pe care o face ori se obligă să o facă în favoarea celeilalte părți.

6. **Caracterul aleatoriu** este specific contractului de asigurare deoarece efectele sale depind de un eveniment incert. La încheierea contractului, nu se poate ști dacă și măsura în care fiecare dintre părți va avea un avantaj sau o pierdere ca rezultat al contractului.
7. Contractul de asigurare este un contract **de adeziune**. Caracteristice pentru un astfel de contract sunt clauzele stabilite numai de către una dintre părți, asigurătorul, cealaltă parte având facultatea de a le accepta ca atare sau de a nu contracta. *Limitarea modului de exprimare a voinței*⁸⁸ celui ce solicită asigurarea se compensează cu:
- a) *posibilitatea acestuia de a alege între multiplele oferte ale societăților de asigurare și*
 - b) *dorința acestora*⁸⁹ *de a atrage cât mai mulți clienți ce duce la o anumită flexibilitate în ceea ce privește adaptarea ofertelor la nevoile specifice.*
- De aceea este posibilă *amendarea sau completarea clauzelor standard propuse inițial*.

CAPITOLUL 19. ASIGURAREA RISCURILOR FINANCIARE ȘI POLITICE

19.1. Noțiuni introductive.

Relațiile comerciale dintre agenții economici implică adesea decontarea prin virament, cec, acreditiv ori pe seama creditului. Fiecare furnizor este interesat să-și amplifice vânzările și de aceea livrează mărfuri și în condițiile acceptării unui decalaj la plata acestora, plata amânată sau eșalonată, acordând astfel clientului un **credit comercial**.

Acest fapt afectează însă resursele financiare ale furnizorului, care într-o atare situație poate recurge la **credite bancare**. Când *furnizorul* nu acordă credit din resurse proprii sau prin finanțare bancară, atunci *cumpărătorul* este cel care apelează la credit bancar pentru a achita datoria față de furnizor.

Creditul exprimă o relație bănească între o persoană fizică sau juridică - **creditor** care acordă un împrumut în bani sau care vinde mărfuri sau servicii pe datorie (plată amânată temporar) și o altă persoană fizică - **debitor** care primește împrumutul sau cumpără pe datorie.

Așadar avem ca forme ale creditului:

- a) **creditul bancar** - împrumutul dat de către bănci sau CEC în bani persoanelor juridice și fizice;
- b) **creditul comercial:**
 - b1) **creditul - furnizor** desemnează o amânare la plată acordată de furnizorul de mărfuri sau servicii clienților, în baza contractului comercial încheiat între ei. Creditul - furnizor se acordă, de regulă, pe perioade scurte de timp. În cazul acestui tip de credit, părțile contractante - furnizorul și cumpărătorul - întocmesc un singur contract - cel comercial, în care sunt incluse toate informațiile relevante: cantitate, preț unitar, valoare, termene și modalități de plată etc.⁹⁰
 - b2) **creditul-cumpărător** se acordă direct cumpărătorului, la cerere, de către o bancă (rezidentă în țara furnizorului), în baza unui contract de împrumut, suma împrumutată este destinată achitării obligațiilor de plată față de furnizor. În cazul contractelor de valoare mare și perioadă de creditare lungă, furnizorul nu este capabil să susțină din resurse proprii acest efort financiar. Astfel, cumpărătorul se va adresa unei bănci de pe piața furnizorului pentru a obține un împrumut ce poartă denumirea de credit - cumpărător. Sunt prezente două documente:

⁸⁸ Violeta Ciurel, *Asigurări și Reasigurări: Abordări Teoretice și Practici Internaționale*, Ed. All Beck, București, 2000, pag. 180.

⁸⁹ Cosmin Iliescu, *Contractul de asigurare de bunuri în România*, Ed. All Beck, București, 2000, pag. 28.

⁹⁰ Dan Anghel Constantinescu și colab., *Asigurări și Reasigurări*, vol. 21, Ed. Bren, București, 1999, pag. 173.

- contractul comercial încheiat între furnizor și cumpărător și
- contractul de împrumut încheiat între cumpărător și banca

creditoare.⁹¹

Riscurile financiare.

În derularea tranzacțiilor comerciale, riscurile sunt inevitabile, ele fiind evident mai mari în tranzacțiile externe decât în cele interne.

Riscul financiar reprezintă prejudiciul potențial la care sunt expuse interesele și activitatea în tranzacțiile comerciale de vânzare-cumpărare, execuție de lucrări, prestări de servicii.

Riscurile financiare care pot interveni în tranzacții sunt:

- a) **Riscul comercial** se poate manifesta atât în tranzacțiile interne cât și externe și constă în deteriorarea situației financiare a cumpărătorului astfel încât acesta ajunge în imposibilitatea de a plăti furnizorului suma datorată la scadență.
- b) **Riscuri generate de calamități naturale** constau în manifestarea unor fenomene naturale, *cutremur, inundație, alunecare de teren, furtună, ciclon, erupție vulcanică, etc.*, care pun cumpărătorul în imposibilitate de plată față de furnizor.
- c) **Riscuri monetare** care se referă la riscul valutar, riscul creșterii costului de fabricație al produsului - obiect al exportului, riscul fluctuării ratei dobânzii.⁹²
- d) **Riscuri politice** constau în evenimentele social-politice, independente de voința și solvabilitatea cumpărătorului care îl împiedică să-și onoreze obligația de plată către furnizor.

Sistemul asigurărilor pentru riscuri financiare cuprinde 3 categorii mari de produse:

1. **Asigurarea creditelor** - formă de asigurare destinată să protejeze pe *bancheri* pentru sumele împrumutate clienților și pe *comercianți și producători* împotriva daunelor financiare rezultate din insolvabilitatea cumpărătorilor care au achiziționat bunuri pe credit.

În funcție de câmpul de manifestare al tranzacțiilor pe plan intern sau extern, asigurarea de credite poate fi împărțită în:

- **asigurarea creditelor interne** și
 - **asigurarea creditelor de export.**
2. **Asigurarea de cauțiuni (de garanții)** prin care asigurătorul se alătură debitorului (asiguratului) pentru a garanta față de creditor îndeplinirea de către asigurat a obligațiilor contractuale.
 3. **Asigurarea de fidelitate** oferă asiguratului protecție împotriva unor pagube generate de încredere acordată personalului angajat care administrează activele firmei.

Conștient de faptul că activitatea de creditare este, prin excelență, o activitate de risc, pentru evitarea sau atenuarea acestuia, banca, furnizorul, vânzătorul, locatorul - creditorul, în general apelează la soluții ca:

- a) acoperirea creditului cu garanții⁹³.

Mai mult, băncile, spre exemplu cer clienților în cazul garanțiilor materiale să asigure bunurile respective pe perioada de creditare cu cesionarea de către societatea de asigurare a dreptului de despăgubire în favoarea sa.

⁹¹ *Ibidem.*

⁹² Ion Negoită, *Aplicații practice în Asigurări și Reasigurări*, Ed. Etape, Sibiu, 2001, pag. 115.

⁹³ Garanțiile se structurează în 2 mari categorii:

- garanții personale** - constau în angajamentul pe care alți debitori și-l iau să plătească datoria în caz de neplată a debitorului principal. Forma cea mai utilizată este **cauțiunea**.
- garanții reale** - constau în "afectarea" specială a unui bun material (mobil sau imobil) pentru garantarea obligației. Formele cele mai folosite sunt **gajul** și **ipoteca**.

b) încheierea de asigurări de credit specifice.

În fapt, **pierderea financiară** pe care o poate suferi un creditor, ca urmare a acordării unor împrumuturi se numește **risc de creditare** și constă în:

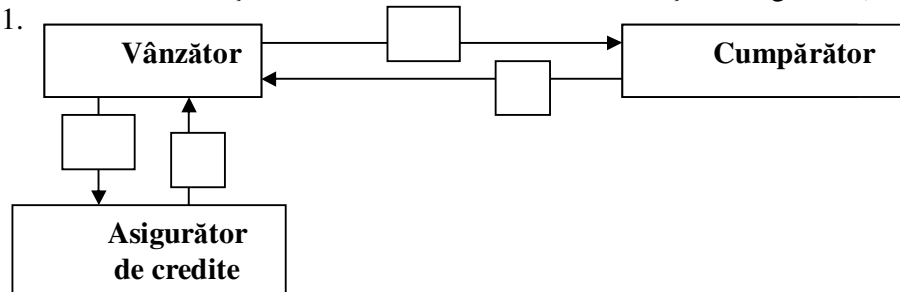
- *riscul de neplată din partea clientului și*
- *riscul de nu putea obține suma necesară prin valorificarea garanției.*

Drept urmare oferta societăților de asigurare este structurată în:

- I. asigurarea garanțiilor;
- II. asigurarea de credite;
- III. asigurarea de garanții (de cauțiune).

19.2. Necesitatea și avantajele asigurării de credite.

Plecând de la schema relațiilor de creditare comercială (1/3) și de asigurare (2/4) redată în Figura 4.1.



- 1 - Livrare de bunuri / Prestare de servicii + Credit Comercial;
- 2 - Prima de asigurare;
- 3 - Plata bunurilor și serviciilor;
- 4 - Despăgubiri;

vom încerca să răspundem întrebărilor:

- A. *de ce este necesară asigurarea creditului (aici, comercial)? și*
- B. *care sunt avantajele acesteia?*

A.

I. Asigurarea creditelor este element de protecție:

1. al bilanțului contabil;
2. al contului de venituri.

Contul "Clienți" reprezintă până la 50% din totalul activelor unei societăți non-financiare.

II. Vânzătorul nu este nevoit să-și mărească rezervele destinate acoperirii creditelor devenite neperformante.

III. Asigurarea creditelor își găsește reflectare în: cota de piață, valoarea de piață a acțiunilor, calitatea serviciilor, etc.

B.

Tot din punct de vedere al vânzătorului (furnizorului, exportatorului, etc.) asigurarea creditului prezintă 3 avantaje principale:

1. *Transferul riscurilor.* Societățile de asigurare, gestionând riscurile (în principal, insolabilitatea, falimentul cumpărătorului) prin diversificarea portofoliilor, prin garantarea cu un volum important de fonduri proprii, sunt mult mai apte de a-și asuma aceste riscuri decât societățile comerciale.
2. *Servicii.* Asigurarea creditelor include o gamă largă de servicii:
 - *supravegherea permanentă a solvabilității clienților asigurați;*
 - *gestiunea conturilor clienți;*
 - *consiliere asupra modalităților de plată și livrare;*

➤ *asistență pe linia încasării creanțelor.*

Din acest motiv pregătirea unui contract de asigurare poate dura până la un an.

3. *Facilitează operațiunile de finanțare.* Societățile care au o asigurare a creditelor obțin în condiții mai bune împrumuturi de la bănci.

19.3. Alternative la asigurarea de credite.

Serviciile bancare de factoring și scrisorile de garanție bancară sunt substituitele tradiționale la

asigurarea creditului.

- I. **Factoringul** este un serviciu financiar prin intermediul căruia o societate vinde sau transferă titlurile creanțelor sale unei societăți de factoring în schimbul plății imediate în numerar.

Factorul nu s-ar putea îndrepta împotriva furnizorului în caz de neplată și va fi nevoit să înceteze procedurile de încasare dacă creanțele au fost cedate fără recurs.

Cumpărătorii (debitorii) auți în vedere sunt avizați asupra faptului că, creanțele lor au fost vândute unei societăți de factoring și că trebuie să-și onoreze obligațiile față de aceasta din urmă.

Avantajele factoring-ului pentru o societate sunt:

- ea obține bani imediat și nu așteaptă ca, clientul sau societatea de asigurare să procedeze la plată, la scadență și astfel,
- există posibilitatea de a da curs unor noi comenzi.

Micile întreprinderi, care nu au decât puține soluții în materie de finanțare și care adesea nu au decât capacități limitate de creditare, recurg la factoring sau cer clienților lor scrisori de garanție bancară, în timp ce soluțiile de asigurare sunt mai puțin atrăgătoare.

Pentru ca factoringul să fie un substitut al asigurării de credit societățile de factoring transferă, în general riscul de credit comercial unui asigurător de credite.

Societățile care acordă o mare importanță relațiilor lor cu clienții preferă fără îndoială să-și procure o acoperire de asigurare mai degrabă decât de a ceda creanțele lor societății de factoring⁹⁴.

- II. **O scrisoare de garanție bancară** este un acord emis de către o bancă pentru a garanta plata cambiei (tratei) clientului pentru o anumită sumă și pe o perioadă dată.

Ea se substituie creditului bancar și elimină riscul pentru furnizor. Furnizorul este cel care-i cere o astfel de scrisoare și cumpărătorul este cel care o procură. Dacă cumpărătorul se găsește în imposibilitatea de a plăti, banca cea care a emis scrisoarea de garanție va fi obligată să reglementeze situația cu furnizorul.

Scrisoarea de garanție bancară se referă la tranzacții individuale și este supusă unui ansamblu de reguli fixe, în particular când este vorba de export, caz în care sunt implicate cel puțin două bănci.

- III. În schimb, fără a se solicita cumpărătorului nici garanție și nici scrisoare de garanție **asigurarea creditului** poate permite creșterea vânzărilor, în particular pe piețe foarte concurențiale.

Cumpărătorilor nu le place să recurgă la scrisoarea de garanție întrucât îngreunează costurile tranzacției și diminuează capacitatea lor de a se împrumuta la bănci dat fiind faptul "suma sa" este luată în considerație în calculul angajamentelor.

⁹⁴ Afirmația este în mod particular adevărată pentru sectoarele de activitate în care tranzacțiile între cumpărători și furnizori sunt frecvente.

Analiza comparativă a celor 3 alternative o vom reda în următoarea structură tabelară:
Tabel 4.1.

Aspect	Asigurarea creditului	Scrisoarea de garanție bancară	Factoringul fără recurs
Riscuri acoperite	Faliment și insolvabilitate	Insolvabilitate	Insolvabilitate și amânare la plată
Servicii	Informații asupra riscului de credit, evaluarea riscurilor, informații despre piață și încasarea creanțelor	Nu sunt servicii suplimentare	Nu sunt necesare
Finanțare	Facilitate la finanțare	Facilitate la finanțare	Creanțele comerciale sunt convertite în numerar prin intermediul scontului
Relația cu clientul	Cumpărătorul nu este informat de tranzacție	Cumpărătorul este "afectat" de tranzacție (plăți, demersuri administrative)	Preluarea creanței de către societatea de factoring riscă să facă rău relației cu clientul

19.4. Tipologia polițelor - asigurări de credite

- 1) După *durata acoperirii riscurilor* avem două variante:
 1. Polițe valabile dacă încetarea plăților are loc înăuntrul duratei asigurate fără a avea în vedere perioada vânzării (*forward coverage policies*) și
 2. Polițe cu acoperirea pierderilor ce apar pe parcursul vânzării, vânzări ce se derulează înăuntrul duratei asigurate (*back coverage policies*).
- 2) Potrivit *tipurilor de clienți* ai asiguratului avem:
 1. *Polița pe tranzacție* (Polița tip "A") - asigurare pentru o singură tranzacție încheiată de asigurat la o anumită dată, cu unul sau mai mulți clienți. Este o poliță scumpă și necesită, în general un volum mare de muncă. Se recomandă în cazul unor tranzacții de valori mari⁹⁵.
 2. *Polița pe flux de afaceri continue* (Polița tip "B"), mai este cunoscută și sub denumirea de "acoperire specifică". Este o asigurare pentru un număr nedeterminat de tranzacții, încheiate de asigurat cu unul sau mai mulți clienți. În general, este limitată la un număr de 5 clienți.
 - a) Este subscrisă de către companiile care fac afaceri cu un număr limitat de clienți (cumpărători).
 - b) În schimb, dacă se utilizează când conturile debitoare ale unui singur client sau 5 clienți reprezintă "o expunere serioasă", polița este perfectată numai prin acceptarea individuală, a fiecăruia în parte, de către asigurator.

⁹⁵ Dan Anghel Constantinescu, *Asigurări și Reasigurări*, vol. 21, Editura Semne'94, București, 1999, pag. 171.

În cadrul acestei forme de acoperire, asigurătorul își rezervă dreptul de a anula acoperirea și încărcarea viitoare cu orice debitor, dar este obligat să o facă cu avizarea acestei rezilieri printr-o notă scrisă.

3. *Polița pe cifra de afaceri* (Polița tip "C") denumită și polița cu acoperire generală (*general coverage policies*) include protecția tuturor afacerilor pe credit desfășurate de asigurat pe o perioadă de 12 luni. Pe de o parte, investigarea clienților individual nu este necesară, iar pe de altă parte asigurătorul evită a acoperi doar "riscurile rele", altfel zis evită antiselecția. În schimb, înaintea încheierii unui asemenea contract asigurătorul solicită vânzătorului o serie de informații referitoare la experiența acestuia în ceea ce privește creanțele nerecuperate de la clienți precum și limitele de credit pe fiecare client.
- 3) Funcție de *natura, de teritorialitatea vânzărilor* există două categorii de asigurare a creditului:

1. *asigurarea creditului intern și*
2. *asigurarea creditului de export.*

În trecut, societățile de asigurare a creditului se specializau în una sau alta, dar în marea lor parte, la nivel mondial, ele oferă acum cele două tipuri de produse. O dată cu internaționalizarea societăților de asigurare frontiera între cele două tipuri de asigurare a creditului se estompează.

În asigurarea creditelor de export cumpărătorul asiguratului își are locul de desfășurare al afacerilor într-o altă țară. Astfel, în subscrierea riscului trebuie avute în vedere informații atât în legătură cu situația economico-financiară a cumpărătorului cât și informații referitoare la țara de origine a acestuia⁹⁶.

Bibliografie

1. Alexandru, F., Armeanu, D., *Asigurări de bunuri și persoane. Aspecte teoretice. Aplicații practice*, Editura Economică, București, 2003.
2. Amenc N., Le Sourd V., 2002, „*Théorie du portefeuille et Analyse de sa Performance*”, Ed. Economica, Paris.
3. Anghelache G., „*Piața de capital: caracteristici, evoluție, tranzacții*”, Editura Economică, București, 2004
4. Badea, D. „*Piața de capital și restructurarea economică*”, Ed. Economică, București, 2000;
5. Băjenescu T., „*ABC bursier*”, Editura Polirom, Iași, 2002
6. Basno C., Dardac N., Floricel C., *Monedă, credit, bănci*, Ed. Didactică și Pedagogică, București, 2001
7. Beju D., *Mecanisme monetare și instituții bancare*, Ed. Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2009
8. Berceanu D. s.a. – *Finanțele firmei*, Ed. Didactica si Pedagogica, R.A., Bucuresti, 2006
9. Bistriceanu, Gh., Bercea, Fl., Macovei, E. I., *Lexicon de protecție socială, asigurări și reasigurări*, Editura Karat, București, 1997.
10. Bistriceanu, Gh., *Asigurări și Reasigurări în România*, Editura Universitară București, 2006.

⁹⁶ Aspecte ce vor fi abordate în detaliu în cuprinsul unui paragraf distinct.

11. Bran P., *Finantele intreprinderii*, Ed. Economica, Bucuresti 1999
12. Brealey R., Myers S. – *Corporate Finance*, Ed. Irwin McGraw Hill, 2000
13. Brociner A., *Europa monetară*, Ed. Institutul European , Iași, 1999
14. Broquet C., Van den Berg A., 1991, „*Gestion de portefeuille*”, De Boeck-Wesmael, Bruxelles.
15. Bucataru D., *Finantele intreprinderii*, Ed. Junimea, Iasi, 2006
16. Campbell, J.W., Lo, A.W., MacKinlay, A.C., 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton.
17. Căpraru B., *Retail banking*. Editura C.H.Beck București. 2009
18. Cerna S., *Moneda și teoria monetară*, vol. I, Ed. Mirton, Timișoara, 2000
19. Ciumaș, C., *Asigurări Generale*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2009.
20. Ciumaș, C. „*Asigurările internaționale*”, Ed.Intelcredo, Deva, 2001;
21. Ciurel, V., *Asigurări și Reasigurări: Abordări Teoretice și Practici Internaționale*, Editura All Beck, București, 2000.
22. Cristea M., Gherghinescu O., Avram V., *Gestiune și contabilitate bancară*. Edit.Universitaria Craiova, 2009
23. Dedu V., Enciu A., Ghencea S., *Produse și servicii bancare*. Editura ASE. 2008
24. Fama E.F., 1970, „*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, Journal of Finance, vol.25, n^o2, martie, p.383-417.
25. Fama E.F., 1991, „*Eficiență capital markets:II*”, Journal of Finance, vol.XLVI, nr.5, p.1575-1617.
26. Faugere J.P., *Moneda și politica monetară*, Ed. Institutul European, Iași, 2000
27. Fisher C., „*Cum să investești inteligent*”, Editura Risoprint, Cluj-Napoca, 2007
28. Hoanta N., *Finantele firmei*, Ed. Economica, Bucuresti, 2003
29. Inceu A.M., „*Pârghiile fiscale și forța lor de orientare*”, Ed. Accent, Cluj Napoca, 2005
30. Inceu A.M., Lazăr D.T., „*Finanțe și bugete publice*”, Ed. Accent, Cluj Napoca, 2009
31. Inceu A.M., Lazăr D.T, Mara E.M, „*Finanțe și bugete publice*”, ISBN 978-973-8915-70-1 Ed. Accent, Cluj Napoca, 2008
32. Ionescu C. L, *Analiza riscului în creditare*, Institutul Bancar Român, 2004
33. Lim, K.P., Brooks, R.D., 2010, The evolution of stock market efficiency over time: a survey of the empirical literature, Journal of Economic Surveys 25 (1), 69-108.
34. Lungu, N., Cst., *Bazele asigurărilor*, Editura Sedcom Libris, Iași, 2006.
35. Mara E.M., *Finanțele publice și fiscalitatea între teorie și practică*, Ed. Risoprint, Cluj-Napoca, 2010
36. Markowitz H., 1959, „*Portofolio selection. Efficient Diversification of Investments*”, New York, John Wiley and Sons, 1959.
37. Mayo H., *Financial Institutions, investments and management*, The Dryden Press, Orlando, 1998
38. Moșteanu, T., ș.a., 2005, *Finanțe Publice*, Editura Universitară, București
39. Mutașcu M.I., „*Finanțe publice*”, Ed. ArtPress, Timișoara, 2005
40. Negru, T., *Asigurări – Ghid practic*, Editura C.H. Beck, București, 2006.
41. Nistor I., *Teorie și practica în finanțarea întreprinderilor*, Ed. Casa Cartii de Stiinta, Cluj-Napoca, 2004
42. Nistor I., *Finantele intreprinderii*, Ed. Presa Universitara Clujeana, 2002
43. Nistor I, Lacatus V,ș.a., *Finantele intreprinderii – Noțiuni teoretice și aplicative*– Ed. Risoprint, Cluj-Napoca, 2011
44. Onofrei M., *Finanțele întreprinderii*, Ed. Economică, București 2004
45. Pop, C, Ungureanu, P. „*Societățile de intermediere financiară*”, Ed. Dacia, Cluj-Napoca, 1999;

46. Roll R., 1977, „*A critique of asset pricing theory's tests : on past and potential testability of the theory*”, Journal of Financial Economics, martie.
47. Roșca T., *Monedă și credit*, Ed. Altip, Alba Iulia, 2001
48. Rose P., *Money and capital markets*,. McGraw – Hill, Boston, 2000
49. Saunders A., *Financial institutions management: a modern perspective, 3rd edition*, McGraw – Hill, Boston, 2000
50. Sharpe W., 1964, „*Capital asset prices : a theory of market equilibrium under conditions of risk*”, Journal of Finance, sept.
51. Spulbăr C., Nanu R., Gherghinescu O., *Economie monetară și bancară*. Editura Universitaria Craiova, 2008
52. Stancu I., *Finante*, Ed. Economica Bucuresti, 2002
53. Stancu I., „*Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului*”, Editura Economică, București, 2002
54. Tăbăraș, M., Constantin, M., *Asigurări. Culegere de practică judiciară*, Editura C. H. Beck, București, 2007.
55. Tănăsescu, P., Șerbănescu, C., Ionescu, R., Popa, M., Novac, L., E., *Asigurări comerciale moderne*, Editura C. H. Beck, București, 2007.
56. Todea A., 2005, „*Eficiența informațională a piețelor de capital. Studii empirice pe piața românească.*”, Ed. Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca.
57. Todea A., 2007, *Investiții*, Ed. Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca
58. Trenca I., *Metode și tehnici bancare*, ed 3-a Casa Cărții de Știință, Cluj - Napoca, 2006
59. Trenca I., Bătrâncea I. (coord), *Transferuri bancare*. Edit Risoprint Cluj-Napoca, 2007.
60. Trenca I., *Tehnica bancară*, ed 3-a, Casa Cărții de Știință, Cluj - Napoca, 2008
61. Tulai H., „*Plasamente de capital*”, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2003
62. Tulai H., „*Piețe financiare*”, Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, 2004
63. Tulai, C., Șerbu, S., 2005, *Fiscalitate comparată și armonizări fiscale*, Editura Casa Cărții de Știință,
64. Ungureanu, P. „*Bănci, burse și profit pe piața financiară*”, Edit. Dacia, Cluj-Napoca, 2007
65. Ungureanu, P., *Banking*”, Ed. Dacia, Cluj-Napoca, 2001;
66. Văcărel Il., etc., „*Finanțe publice, ed. III-a*, Ed. Didactică și Pedagogică, București, 2001
67. Văcărel, Il., Bercea, Fl., *Asigurări și Reasigurări*, Editura Expert, București, 2007.
68. Viviani J-L., 1997, „*Gestion de portefeuille*”, Ed. Dunod, Paris
69. Vosgian, V: „*Reforma piețelor financiare din România*”, Ed. Polirom, București, 1994;
70. Zăpodeanu D., *Politici monetare*, Ed. Dacia, Cluj-Napoca, 2002
71. *** Legislația bancară în vigoare. Regulamente ale BNR privind operațiile cu numerar, cu valuta, de efectuare a decontărilor interne și externe și de creditare bancară (actualizate).