



ACADEMIA ROMÂNĂ
Grupul de reflecție
Evaluarea Stării Economiei Naționale

ESEN - 2
INTEGRAREA ROMÂNIEI ÎN UNIUNEA EUROPEANĂ

**REVOLUȚIA FINANCIARĂ MONDIALĂ -
IMPLICAȚII PENTRU ROMÂNIA**

Prof. univ. dr. Gheorghe DOLGU

Secția de Științe Economice, Juridice și Sociologie a Academiei Române

Institutul Național de Cercetări Economice
Centrul de Informare și Documentare Economică



ACADEMIA ROMÂNĂ
Grupul de reflecție
Evaluarea Stării Economiei Naționale

Coordonare generală:
Academician Eugen SIMION
Președintele Academiei Române

Coordonare executivă:
Academician Aurel IANCU

Consiliul de orientare și evaluare științifică:

Secția de științe Economice, Juridice și Sociologie a Academiei Române

Acad. Tudorel POSTOLACHE, președintele Secției;
Prof. dr. Constantin BĂRBULESCU, m.c.; Acad. Mircea Paul COSMOVICI;
Prof. dr. Daniel DĂIANU, m.c.; Acad. Emilian DOBRESCU;
Prof. dr. Ion DOGARU, m.c.; Acad. Ion FILIPESCU;
Acad. Aurel IANCU, vicepreședinte executiv;
Prof. dr. Constantin IONETE, membru de onoare al Academiei Române;
Prof. dr. Mugur C. ISĂRESCU, m.c.; Acad. Costin KIRIȚESCU;
Prof. dr. Vasile STĂNESCU, membru de onoare al Academiei Române;
Acad. Iulian VĂCĂREL; Prof. dr. Gheorghe ZAMAN, m.c.;
Prof. dr. Cătălin ZAMFIR, m.c.

Institutul Național de Cercetări Economice

Prof. dr. Mircea CIUMARA, director general
Prof. dr. Valeriu IOAN-FRANC, director general adjunct
Prof. dr. Gheorghe DOLGU

Directoratul și secretariatul științific

Prof. dr. Valeriu IOAN-FRANC; Prof. dr. Sorica SAVA;
Mircea FĂȚĂ; Drd. Aida SARCHIZIAN; Dan OLTEANU

*Ediție realizată cu asistență financiară din partea Comunității Europene,
grant B7-030-ZZ00 24.03.08.15.*

Punctele de vedere exprimate în acest studiu aparțin autorilor și, prin urmare, nu pot fi considerate în nici un fel ca exprimând punctul de vedere oficial al Comunității Europene.

CUPRINS

1. Transformarea sistemelor financiare	8
1.1. Direcții ale revoluției financiare	8
1.2. Evoluții în Europa.....	10
1.3. Reculul piețelor bursiere. Spre o inversare de tendințe?	12
1.4. Cercetarea economică și serviciile de investiții.....	15
1.5. Unele concluzii privind o strategie românească pe termen lung de modernizare economică	17
2. Tendințe pe piețele de tranzacționare și posttranzacționare	21
2.1. Tendințe în Statele Unite	21
2.2. Tendințe în Europa	21
2.3. Tendințe spre transformarea burselor în societăți pe acțiuni	22
2.4. Sugestii pentru o strategie românească pe termen lung privind piețele bursiere	24
3. Internetizarea.....	25
3.1. Factori de expansiune în SUA	25
3.2. Evoluții în Europa.....	26
3.3. Evoluții în Asia	26
3.4. Gama noilor posibilități	27
3.5. Interesul băncilor și al prestatorilor de servicii Internet	28
4. Extinderea normelor și practicilor de guvernare societară	30
4.1. Evoluții în Statele Unite.....	30
4.2. Evoluții în Europa.....	30
4.3. Evoluții în țările emergente	33
4.4. Principii elaborate de OCDE	33
4.5. Ridicarea nivelului guvernării societare în România	35
5. Tendințe în planul structurilor de reglementare financiară	40
5.1. Structuri de reglementare pe glob.....	40
5.2. Banca centrală și supravegherea bancară.....	42
5.3. Două viziuni asupra reglementării piețelor financiare	43
5.4. Reglementare consolidată sau reglementare specializată.....	45
5.5. Problema reglementării financiare la nivelul Uniunii Europene	46
5.6. Spre o unificare a reglementării și supravegherii serviciilor financiare în România.....	48
Bibliografie selectivă.....	50

CONTENTS

1. The transformation of the financial systems	8
1.1. Directions of the financial revolution	8
1.2. Developments in Europe	10
1.3. The stock market setback. Towards reversing trends?.....	12
1.4. Economic science and investment services	15
1.5. Some conclusions concerning a Romanian long-term strategy for economic modernisation	17
2. Trends in transaction and post-transaction markets	21
2.1. In the United States	21
2.2. In Europe	21
2.3. Demutualising and floating the stock exchanges	22
2.4. Suggestions for a Romanian long-term strategy	24
3. Internet penetration in financial services	25
3.1. Expansion factors in the USA	25
3.2. Developments in Europe	26
3.3. Developments in Asia	26
3.4. The range of new opportunities	27
3.5. The interest shown by commercial banks and Internet service providers	28
4. Corporate governance rules and practices	30
4.1. Developments in the United States	30
4.2. Developments in Europe	30
4.3. Developments in the emerging market countries	33
4.4. OECD principles	33
4.5. Improving the corporate governance in Romania	35
5. Reshaping the financial regulation structures	40
5.1. Regulation structures in the world.....	40
5.2. The Central Bank and bank supervision	42
5.3. Two approaches to the financial market regulation.....	43
5.4. Consolidated or specialised regulation	45
5.5. The financial regulation in the European Union	46
5.6. Towards a consolidation of the regulation and supervision structures in Romania	48
Selected bibliography	50

România se află în fața unui nou mare val de modernizare.

Suportul moral al primului val l-a constituit latinitatea redescoperită a românilor și deci înrudirea cu națiuni avansate economic, politic și cultural ale Occidentului. Cel de-al doilea val a fost stimulat de marea unire de la 1918. Al treilea, soldat în bună parte cu un eșec, a fost demarat în contextul schimbărilor politice și ideologice de după al doilea război mondial.

Acum forța motrice – un nou mit fondator, orientat spre viitor – este apartenența României la Europa și lumea Occidentului, respectiv dorința românilor ca după o jumătate de secol de evoluție separată, să revină la matca valorilor occidentale și să integreze structurile economice, politice și militare ale Vestului. Mitul fondator recent, materializat în poziția opiniei publice, pozițiile mass-media, atitudinea partidelor politice și a societății civile va fi, probabil, alimentat de primirea în NATO, ca și de roadele modernizării în planul bunăstării și civilizației și al consolidării statului de drept.

Criteriile de aderare, ca și **acquis-ul** european, structurează și facilitează procesul de modernizare. Europa sugerează nu numai formele, ci și fondul, conținutul (deși nu întotdeauna conștiința fondului este deosebit de puternică). Aceasta deosebește esențial al doilea val de modernizare de primul și este de natură să accelereze considerabil progresul economic și social, întrucât acum modernizarea nu mai poate fi selectivă și haotică, ca în cursul primului val. La nivelul obiectivelor și principiilor, al legilor și instituțiilor, în toate diversele domenii, drumul este jalonat, criteriile de evaluare și autoevaluare există.

Efortul național de modernizare poate fi însă irosit în parte, dacă direcția mișcării nu este bine înțeleasă, sau poate fi potențat dacă se înțelege bine care sunt tendințele de bază ale lumii occidentale și unde ne situăm în contextul mișcării acesteia, spre a decela posibile scurtături istorice și “etape de ars”. O astfel de tradiție s-a creat la INCE din 1990, iar eforturile Academiei, în cadrul proiectelor ESEN, și proiectele naționale Snagov 1 și Snagov 2 pentru definirea strategiei de aderare la Uniunea Europeană, au continuat-o și aprofundat-o. Personal, am aplicat această metodică în 1991 și în cadrul proiectelor menționate.

Lucrarea prezentă își propune să degajeze concluzii pentru o strategie pe **termen lung**, de construcție, dezvoltare și modernizare a serviciilor financiare și a economiei de piață în România. Încerc, astfel, să depășesc orizontul temporal și abordarea mai tehnică din comunicarea prezentată în cadrul ESEN 1 și din strategia subsectorială pentru planul de acțiune consensualizat pe care am coordonat-o în cadrul Proiectului național Snagov 2.

Evoluțiile din ultimii câțiva ani, inclusiv în planul cercetării, permit o înțelegere mai clară a resorturilor și frânelor dezvoltării moderne. Aș sintetiza concluziile proprii în această privință în felul următor.

Alături de globalizare, de revoluțiile reprezentate de străpungerile în informatică și Internet, precum și de trecerea de la paradigma keynesiană a managementului prin cerere la paradigma economiei ofertei, **revoluția financiară** schimbă esențial modalitățile și rezultatele economiei de piață. Revoluția financiară care marchează tranziția de la sistemele financiare bazate pe bănci și

finanțare prin credite bancare la sisteme financiare bazate pe piețe de capital și finanțare prin emisiuni de acțiuni și obligațiuni ridică economia de piață pe o treaptă superioară, sporindu-i potențialul de eficiență.

Sistemele financiare bazate pe finanțarea prin piețe de capital oferă țărilor respective avantaje la nivel micro și macroeconomic, le pune în situația de a avea performanțe mai bune în ceea ce privește productivitatea și creșterea PIB pe locuitor.

Pionier și lider în acest proces sunt Statele Unite. Europa, încă în urmă, avansează rapid în aceeași direcție. În această privință, convergența între modelul american și cel european este crescândă. Japonia se află de un deceniu în pierdere de viteză datorită cantonării în structuri demodate, care până în 1990 fuseseră sursa performanțelor sale excepționale. Ea este încă la ora sistemului financiar bazat pe bănci, a conglomeratelor industrial-financiare, a participărilor încrucișate. Zăbovirea în sisteme financiare bazate pe bănci și alimentarea prin credite bancare a baloanelor speculative din construcții, ca și vulnerabilitatea, în condițiile globalizării, a sistemelor monetare ancorate la dolar se află la originea dificultăților țărilor cu dezvoltare rapidă din Asia de Est și Sud-Est.

Nivelul de dezvoltare a piețelor de capital a devenit un etalon al nivelului de dezvoltare a țărilor mai puțin dezvoltate din lumea a treia și din lumea în tranziție confruntate cu problemele similare ale "deschiderii" și demonopolizării, privatizării, dereglementării și retragerii statului din activități care afectează principiul "terenu-lui de joc egal". Paralel cu revoluția paradigmatică din SUA, Fondul Monetar și Banca Mondială (prin IFC - International Financial Corporation), au devenit instrumentul promovării în lumea extra-OCDE a direcțiilor de acțiune pentru construirea unor economii de piață funcționale, inclusiv prin sprijinirea creării de piețe de capital.

Revoluția financiară se regăsește într-o serie de procese care se constituie în vectori ai continuării și aprofundării ei și, implicit, ai unei eficiențe sporite la nivel micro și macroeconomic.

Granițele dintre instituțiile de credit, băncile de investiții și firmele de asigurări se șterg. Băncile comerciale depășesc sfera creditului bancar, implicându-se în activități de brokeraj cu valori mobiliare, gestiune de active financiare, prestarea de servicii de investiții, vânzarea de servicii de asigurări. Instituțiile financiare își păstrează specializările, dar tind să acționeze ca "supermarketuri financiare" care prestează întreaga gamă de servicii financiare. Simbolul acestei transformări este faptul că în anul 2000, în SUA, Legea Glass-Steagall (care în urmă cu peste șase decenii instaurase separarea juridică dintre instituțiile de credit, cele de investiții financiare și firmele de asigurări) a fost în sfârșit abrogată, eliminând o diferență dintre instituțiile financiare americane și cele europene și un obstacol în calea globalizării financiare.

Ascensiunea investitorilor instituționali – fonduri mutuale, fonduri de pensii investite în instrumente financiare, societăți de asigurări – asigură răspândirea privilegiată a produselor piețelor de capital în calitate de instrumente de economisire,

de investire, inclusiv de investire în țări străine. O mare parte a fluxului de capitaluri străine sunt plasamente ale investitorilor instituționali la piețe bursiere din alte state. Dezvoltarea acestor investitori și, respectiv, atragerea celor străini trebuie să devină parte a oricărei strategii naționale pe termen lung de dezvoltare și modernizare a serviciilor financiare, chiar și atunci când accidente naționale (cazurile SAFI, FNI) sugerează atitudini de rezervă. Corolarul și fundamentul dezvoltării investitorilor instituționali este răspândirea indirectă a proprietății asupra capitalului acționarial la nivelul publicului larg. Împreună cu accesul la proprietatea imobiliară, pe care, de asemenea, îl facilitează, și cu schemele de tip ESOP, aceasta ar putea constitui instrumentul de democratizare economică a capitalismului. Primul efect al difuzării directe și indirecte a acționariatului la nivelul publicului larg îl constituie diminuarea rezistenței la schimbare, respectiv la măsurile distructive social, de raționalizare sub impulsul progresului tehnologic și al concurenței.

Deși ascensiunea prestatorilor de servicii de investiții și extinderea Internet determină apariția unor sisteme de tranzacționare bursieră alternativă, care interferează cu marile sisteme constituite, tendința în Europa, dar și în SUA este de consolidare a piețelor de tranzacționare și în primul rând a sistemelor de clearing, decontare și depozitare.

La nivelul societăților, afirmarea piețelor de capital ca modalitate de bază de finanțare exterioară și trecerea la paradigma economiei ofertei au drept principală urmare evoluția conceptului și practicii **guvernării societare** de natură să dea o mai bună rezolvare "problemei agentului", asigurând noi posibilități de afirmare a suveranității acționarului.

La nivelul structurilor de reglementare a piețelor financiare în sensul larg, tendința, sub imperiul revoluției financiare, este de regrupare într-o autoritate unică, ca în Anglia, a diferitelor agenții de reglementare și supraveghere.

Pornind de la aceste tendințe mondiale, se pot identifica o serie de elemente ale unei strategii românești pe termen lung de dezvoltare și modernizare a serviciilor financiare:

1. asigurarea preponderenței finanțării prin piața de capital față de finanțarea prin bănci;
2. dezvoltarea investitorilor instituționali, inclusiv a fondurilor de pensii administrate privat;
3. crearea tuturor premiselor pentru dezvoltarea pieței acțiunilor și a capitalismului acționarial, stimularea dezvoltării întregii game de instrumente și servicii de investiții și a serviciilor de rating;
4. fuzionarea Bursei de Valori București cu Rasdaq;
5. dezvoltarea unor norme și practici de guvernare societară, convergente cu tendințele europene și mondiale;
6. instituirea unei autorități unice de reglementare și supraveghere pentru toate cele trei categorii de servicii financiare-bancare, de investiții și de asigurare.

1. TRANSFORMAREA SISTEMELOR FINANCIARE

Schimbarea care a avut loc în serviciile financiare în ultimele trei decenii are, prin amploare, viteză și radicalitate, ca și prin urmările la nivel micro și macro asupra economiei, caracterul unei revoluții.

1.1. Direcții ale revoluției financiare

Globalizarea financiară. Șocurile petroliere și schimbările pe care ele le-au atras, respectiv acumularea de enorme resurse financiare - "petrodolari" - la băncile private, deficitele bugetare și de balanțe de plăți înregistrate de numeroase țări membre ale OCDE sau în curs de dezvoltare transformă fluxurile internaționale de capital privat dintr-un fenomen periferic într-o componentă dominantă a economiei mondiale. Din necesitatea atragerii resurselor internaționale de capital are loc o deschidere a piețelor financiare naționale spre finanțările private. Fluxurile private devin inima sistemului financiar internațional.

Revoluția în instrumentele financiare. În planul instrumentelor creanțiere, cât și patrimoniale, modificările sunt profunde. Instrumentele creanțiere cunosc o schimbare fundamentală de peisaj. La nivelul firmelor, apar și capătă o dezvoltare enormă obligațiile cu randament ridicat (*junk bonds*)¹ și diverse alte produse rezultate din utilizarea creanțelor. Prin titrizarea ipotecilor, băncile largesc aria

¹ Aceste obligații, denumite în America obligații de duzină, de mâna a doua, respectiv junk bonds, și-au câpătat o reputație dubioasă după ce a avut loc în SUA scandalul caselor de economii (savings and loan institutions). În contextul dereglementării din anii 1980, acestora li s-a permis să facă investiții în orice fel de titluri, depozitele făcute la ele beneficiind în continuare de garanție publică. Lansându-se în mari investiții de junk bonds, acestea au cunoscut în 1989 o prăbușire de proporții. Statul și contribuabilii americani au suportat pierderi de sute de miliarde de dolari.

Manipularea caselor de economii a fost unul din capetele de acuzare împotriva lui Michael Milken, care e considerat drept inițiatorul operațiilor cu junk bonds. Aceste categorii de obligații au devenit un instrument privilegiat pentru finanțarea "creșterii" și "restructurărilor" corporațiilor emitente, fiind firme ale căror instrumente creanțiere erau notate cu un calificativ mai prost de BBB (în notația lui Standard & Poor's) Baa3 (în notația lui Moody's), adică sub nivelul recomandat pentru investiții. În 1989, cam un sfert din valoarea obligațiilor în circulație în SUA o reprezentau obligațiile de tip "junk". Emitenții lor erau: 1) "îngerii căzuți", adică societăți retrogradate de agențiile de rating; 2) societăți noi în căutare de capitaluri pentru dezvoltare; 3) firme ale căror echipe de management erau angajate în operații de răscumpărare (LBO) sau de preluare a altor firme.

Tranzacțiile cu junk bonds comportă două inovații: apelul la economii publice și recursul la plasamentul garantat. Calificativul de "junk" a apărut pe la mijlocul anilor '70, în legătură cu starea precară a companiilor emitente. Un echivalent precis pentru "junk" este greu de găsit în limba română. Uneori se recurge la sintagma obligațiunii "murdare", care nu mi se pare potrivită, fie și pentru faptul că americanii folosesc și sintagma junk food, lucruri de mâncare ieftine și rapide, dar nu "murdare". Sensul de "junk" în sintagma amintită este mai curând "de duzină", "nesigure", "riscante".

resurselor mobilizate prin creditul ipotecar. Pentru comunitățile locale se pune la punct sistemul obligațiilor municipale. Se dezvoltă gama largă a derivatelor ca instrumente de acoperire a riscurilor și de speculație financiară.

Se diversifică gama instrumentelor patrimoniale pentru a permite finanțarea crescândă prin emisiunea de acțiuni.

Obligațiile cu randament ridicat (*junk bonds*), produsele rezultate din titrizarea creanțelor (credite ipotecare, credite de consum, credite bancare etc.) obligațiile municipale, derivatele extind considerabil sfera posibilităților de investiții prin piața de capital, așa cum se arată în tabelul 1.

Tabelul 1

Titluri acoperite prin credite în SUA (volum în milioane dolari)

	1990	1994	1998	1999
Titluri acoperite prin credite ipotecare (a)	1075,3	1678,1	2421,8	2747,6
Volumul creditelor ipotecare (b)	2646,6	3330,0	4327,5	4759,2
Rata de tritizare (a/b în %)	40,6	50,4	56,0	57,7
Titluri acoperite prin alte active	105,8	256,4	812,0	917,9
din care, prin credite de consum (c)	76,7	146,1	372,4	435,1
Volumul creditelor de consum (d)	805,1	983,9	1331,7	1431,8
Rată de titrizare a creditului de consum (c/d în %)	9,5	14,8	28,6	30,4

Sursa: US Federal Reserve, Flow of Funds.

Revoluția vehiculelor. Ascensiunea investitorilor instituționali – fonduri mutuale, de pensii și de asigurări – a făcut posibil accesul publicului larg la investiții pe piața de capital. Pe de altă parte, ascensiunea băncilor de investiții a facilitat accesul firmelor la finanțare prin piața de capital.

Revoluția sistemelor de tranzacționare, de clearing, decontare și depozitare. Automatizarea operațiilor și dematerializarea titlurilor au permis interconectarea simultană a piețelor, tranzacții la distanță. Internetul, la rândul său, înseamnă brokeraj electronic și sisteme alternative de tranzacționare. Piețele câștigă în eficiență, adâncime, lărgime, lichiditate. Costurile de tranzacționare se reduc. Costul capitalului scade. Piețele de capital dezvoltă un avantaj competitiv față de bănci în ceea ce privește costul capitalului. Ne vom ocupa de această problemă într-un paragraf aparte.

Revoluția concurențială contribuie la lărgirea acestui avantaj competitiv. **Dereglementarea,** unul din procesele-cheie ale tranziției de la paradigma managementului prin cerere la paradigma economiei ofertei, reprezintă deschiderea spre concurență în arbitrajul între reglementare și concurență. Pentru a se facilita circulația internațională a capitalului, se renunță la controlul schimburilor, la măsurile restrictive privind ratele de dobânzi, impozitarea obligațiunilor deținute de străini. Se renunță, de asemenea, la sistemul comisioanelor fixe, la interdicția de a

tranzacționa pe alte piețe unele titluri cotate la Bursa de Valori din New York și la regulile care făceau extrem de dificilă delistarea. Prin abrogarea legii Glass-Steagall se suprimă compartimentarea existentă între serviciile bancare, de investiții și de asigurări. Toate acestea largesc posibilitățile de manifestare a concurenței și asigură, implicit, comprimarea costurilor de tranzacție.

Ascensiunea **piețelor de capital** este rezultanta acestor revoluții și, totodată, una dintre cele mai importante componente ale revoluției financiare. Corolarul acestei evoluții este dezintermedierea crescândă a finanțelor și scăderea rolului băncilor în atragerea de economii și finanțarea firmelor¹.

1.2. Evoluții în Europa

În Europa, evoluția convergentă cu sistemul financiar american s-a accentuat în ultimul deceniu și mai ales în ultimii 5 ani. Forțele motrice ale acestei mișcări convergente sunt trecerea la euro ca monedă unică și globalizarea. Prin titrizare și acționarizare, firmele europene caută să se poziționeze cât mai bine pentru exploatarea potențialului financiar european și global.

De notat că firmele europene au fost mai dependente de bănci ca surse de finanțare exterioară decât firmele americane. La începutul anilor 1980, peste 80% din finanțarea exterioară a firmelor din Europa continentală se asigura prin bănci, iar efectele de comerț erau inexistente. În prezent, finanțarea prin emisiunea de acțiuni și de obligațiuni depășește creditele bancare.

Cea mai semnificativă creștere – 30% pe an în perioada 1995-1999 – se înregistrează în domeniul emisiunii de acțiuni. La titlurile cu venit fix și îndeosebi la emisiunea de obligații acoperite prin ipoteci și credite ale instituțiilor bancare se observă un progres similar. Valoarea obligațiunilor emise de firme a început să înregistreze și ea o creștere foarte puternică (18% în 1998 și 58% în 1999). Valoarea emisiunii medii de obligații s-a dublat și ea în 1999, ceea ce reflectă mai buna capacitate de absorbție a piețelor.

Noile emisiuni și noile listări reprezintă o componentă semnificativă în dinamica înregistrată de capitalizarea bursieră în Europa. În 1999, capitalizarea bursieră din Europa celor 15 a atins 109 față de PIB (85% pentru grupul euro de 11 țări). Recordmen mondial este Finlanda – cu 272%, urmată de Anglia – 206%, Luxemburg – 192%, Olanda – 176 % și Grecia – 174%, conform tabelului 2.

¹ *Primul val de dezintermediere în domeniul economisirii îl reprezintă ascensiunea investitorilor instituționali, care determină reculul depozitelor bancare; al doilea val îl reprezintă procesul în cadrul căruia piețele de capital se substituie parțial băncilor în rolul lor de furnizori de capital; al treilea este simplificarea operațiilor de back-office prin introducerea progresului tehnic. În al patrulea val, distribuția produselor bancare este dezintermediarizată. Început cu răspândirea bancomatelor și a bankingului prin telefon și sisteme computerizate de firmă, acest proces este accelerat considerabil de Internet. Se întrevede și un al cincilea val, când pe bază de Internet și tehnologii conexe va fi posibilă evitarea băncilor ca intermediari de plăți, clearing și decontare.*

Tabelul 2

**Date comparative asupra sistemelor financiare: zona Europa
și SUA (în % față de PIB, 1999)**

	Zona euro	SUA
Credite bancare către firme	45,2	12,4
Titluri cu venit fix emise de:	98,8	166,2
- firme	7,4	29,0
- instituții financiare	36,4	46,8
- sectorul public	54,9	48,4
Capitalizare bursieră	90,2	179,8

Sursa: Raportul Lamfalussy.

După cum se vede din tabelul 2, procesul de dezintermediere este mult mai avansat în SUA, după cum mult mai avansat în această țară este procesul de acționizare. Direcția este esențialmente aceeași – dezintermedierea, acționizarea. Modelul european continuă să se deosebească de cel american prin accentul pe solidaritate și consens, prin mult mai marea reglementare și elementele de rigiditate care marchează piața muncii. Mișcarea sistemelor financiare se caracterizează însă prin convergență.

Raportul Lamfalussy constată, semnificativ, că activele administrate de investitorii instituționali reprezintă 10 trilioane de dolari, echivalentul PIB-ului european, că piața euro-obligațiilor este substanțială, depășind cu 40% obligațiile de stat piața americană (care nu mai trebuie să finanțeze deficitele bugetare), deși valoarea obligațiilor de firmă rămâne mult sub cea a pieței obligatare corespunzătoare din SUA. Tranzacțiile pe bursele europene au atins un nivel record în anul 2000, ceea ce reprezintă un alt indice al unei "culturi acționariale emergente în Europa". Piețele de valori mobiliare nu reprezintă însă decât circa jumătate din dimensiunea celor americane. Raportul identifică în această privință o serie de factori restrictivi, între care mai slaba dezvoltare a fondurilor de pensii, mai slaba dezvoltare a capitalului de risc (al cărui volum nu reprezintă în Europa decât o cincime din volumul capitalului de risc din SUA), cultura antreprenorială mai puțin aptă să genereze inițiative și să ducă la crearea de întreprinderi noi, o insuficientă armonizare de natură să permită aplicarea principiului recunoașterii mutuale și, mai ales, marile deficiențe ale cadrului de reglementare european.

Versiunea inițială a Raportului Lamfalussy reține cinci tendințe care se fac simțite pe piețele de capital europene.

Prima tendință este **creșterea semnificativă a tranzacțiilor cu valori mobiliare și a cererii de acțiuni**, observabilă la nivelul capitalului și a volumului tranzacțiilor și a numărului de persoane adulte care posedă **direct** acțiuni (25,1% în Anglia, 7,1% în Germania față de 50% în SUA) și o deplasare spre acțiuni în structura portofoliilor fondurilor de investiții (o creștere cu 20% față de 1994, respectiv 40% în prezent, față de 60% în SUA).

A doua tendință este **europenizarea/internaționalizarea piețelor de valori mobiliare**. Orizontul investițional al fondurilor și investitorilor devine treptat mai european. Ponderea titlurilor naționale în portofoliile fondurilor mutuale este în scădere. Volumul tranzacțiilor transfrontaliere crește. Aceleași fonduri de investiții sunt membre la diferite burse și servesc unor cliențele naționale multiple. Burse și structuri noi de tranzacționare se concurează transfrontalier. Totuși, în pofida acestor tendințe, preferința pentru instrumentele “naționale” persistă în activitatea primară și secundară de pe piețele de capital europene. Această situație se bazează în parte pe inerția deprinderilor în materie de investire. Se datorează însă și faptului că emisiunea, tranzacționarea și decontarea transfrontaliere sunt afectate de numeroase obstacole de ordin juridic și tehnic. Sunt remarcate însă și anumite bariere la intrare, o serie de restricții legale de care sunt afectați prestatorii europeni de servicii financiare pe piețe terțe (SUA). Raportul apreciază că această problemă va trebui să fie discutată în cadrul următoarei runde de negocieri comerciale multilaterale.

A treia tendință este **concurența și cooperarea între burse și sisteme de tranzacționare**. În legătură cu cele peste 20 de sisteme de tranzacționare alternative care funcționează în Europa, raportul constată că, “în măsura în care aceste noi aranjamente de tranzacționare sunt accesibile public unui mare număr de investitori, ele pot genera unele probleme de reglementare comparabile cu cele care se pun pe piețele de acțiuni.

A patra tendință este **presiunea crescândă în vederea consolidării activităților de compensare-decontare**.

A cincea tendință este **volatilitatea sporită a prețurilor activelor financiare**.

1.3. Reculul piețelor bursiere. Spre o inversare de tendințe?

Puternicul recul al piețelor bursiere din SUA (mai ales pe Nasdaq – unde volumul capitalizării s-a redus cu cca 60%, respectiv cu trei trilioane și jumătate de dolari) și din restul lumii¹ este de natură să provoace anumite reconsiderări și să tempereze dinamica piețelor de valori mobiliare. Cred însă, împreună cu alți analiști, că tendința **nu** va fi și **nu** poate fi inversată.

Evoluția reală a tranșat în disputa dintre cei care susțineau că noua economie schimbă toate datele problemei și determină dispariția crizelor ciclice. Ciclul, departe de a fi dispărut, își reafirmă prezența și perenitatea. În plus, sfârșitul unei piețe ascendente (*bull-market*) care durează de două decenii pune în lumină excesele și neajunsurile piețelor de capital.

Asociate cu inovațiile tehnologice, aceste piețe tind să se ambaleze ușor și să genereze baloane speculative. Creșterea exagerată a cotațiilor bursiere în raport cu profiturile generate de firme nu poate să nu ducă la corecții uneori foarte dureroase.

¹ Pe Neuer Markt, piața din Frankfurt pentru acțiuni “de creștere”, indicele Nemax 50 a scăzut cu 90% față de vârful din martie 2000.

Este limpede astăzi că la formarea baloanelor speculative au contribuit sistemul de recompensare a managerilor cu opțiuni asupra acțiunilor, sistemul de răscumpărare de acțiuni (*buy-backs*) cu obiectivul de a spori valoarea pentru acționari (*shareholder value*), dar, de fapt, punând acționarii să plătească pentru a asigura beneficii exorbitante managerilor.

Fuziunile și achizițiile sunt uneori prilejuri de excese și risipă, mai ales prin preluări insuficient chibzuite și uneori în detrimentul firmei preluatoare. Astfel de efecte atrage, de pildă, sistemul *pooling of interest*, în baza căruia, în contabilitate, se surprinde **nu** întregul cost al unei achiziții, ci numai valoarea activelor firmei achiziționate. Așa-numitul *goodwill*, diferența între prețul de achiziție și valoarea activelor, nu se contabilizează. Aceasta deformează dramatic situația reală privind rezultatul achizițiilor și performanțele managementului. Sistemul de *pooling* va fi probabil abrogat, dar el a reușit să alimenteze numeroase și grave excese și distorsiuni.

Capitalul de risc stimulat de profiturile realizate în două decenii de *bull-market* s-a revărsat supraabundent și cu riscuri mult mai mari pentru investitori asupra firmelor solicitante, îndeosebi din tehnologia informației, telecomunicații, mass-media.

Critici foarte dure există la adresa firmelor și compartimentelor de *research*, care prin analizele lor au servit grupuri de interese, manipulând piața și contribuind la “exuberanța” ei, ca și folosirea expresiei devenite celebre a lui Allan Greenspan.

În lumina evoluției din ultimele 18 luni, a dușului realității, crește probabil numărul celor înclinați spre o viziune mai realistă și chiar al celor tentați să vadă în funcționarea piețelor de capital elementele unei “economii de casino” (Keynes). Și, totuși, cu toată viziunea pe termen scurt pe care o favorizează, cu toată **volatilitatea** care le caracterizează și comportamentul gregar al investitorilor, piețele de capital au o serie de mari avantaje.

În primul rând, piețele de acțiuni și obligațiuni, care se află într-o permanentă mișcare, surprind imediat orice schimbări în percepțiile despre viitorul economiei, despre încredere sau despre risc. Această permanentă ajustare la evoluția pieței (*marking to market*), prin care se revizuieste valoarea activelor pentru a se ține seama de schimbarea survenită în circumstanțe și percepții, nu are un echivalent în activitatea băncilor. Băncile sunt instituții ideale pentru strângerea de mici depozite și transformarea lor în mari aglomerări de capital, pentru transformarea depozitelor pe termen scurt extrem de lichide în active pe termen lung lipsite de lichiditate, pentru redirecționarea capitalului de la activități cu randament sau risc scăzut spre activități cu randament ridicat și risc ridicat. Ele se pretează la abordări pe termen lung. Dar **crahurile bancare sunt mult mai devastatoare și cu urmări mai persistente** decât crahurile de bursă. O arată experiența americană în anii '30. Băncile nu-și “marchează la piață” activele, sunt mai sensibile la interferențe politice și la psihozele populare. Ele pot genera baloane speculative în sectorul imobiliar și în domeniul investițiilor. Întrucât valoarea activelor nu se ajus-

tează rapid, semnalele prin prețuri sunt bruiate, iar creditele continuă să meargă în direcții greșite. Așa s-a întâmplat în SUA cu criza din domeniul caselor de economii (*savings and loans institutions*) și criza petrolieră texană din anii '80 sau cu criza imobiliară de la începutul anilor '90. De fapt însă, deosebirea esențială între bănci și piețele de capital se referă nu atât la faptul că băncile ar fi mai susceptibile să genereze baloane speculative și crahuri, ci la faptul că ieșirea din crizele bancare este mai dificilă și cere eforturi mult mai îndelungate. Laureatul Nobel Merton Miller denumea băncile o tehnologie din secolul XIX care este extrem de expusă la dezastru. Băncile au însă rolul și locul lor, iar așa cum subliniază unii analiști, cele mai rodade economii sunt cele care-și diversifică sursele de finanțare, și se bazează pe piețe de capital când lucrurile merg bine, dar în stare să se replieze pe bănci atunci când apetitul pentru risc se schimbă.

Acestea sunt rațiunile avute în vedere de Alexander Lamfalussy, președintele Comitetului de *wise men* asupra reglementării piețelor europene de valori mobiliare, care afirmă că sprijinirea mai mare pe piețele de capital este unul din factorii care au permis SUA ca în ultimul deceniu să depășească în materie de performanțe Europa și Japonia. În versiunea prezentată în iarna anului 2000 se notează că viteza schimbării pe piețele europene și mondiale este amețitoare și în continuă accelerare. Velocitatea și complexitatea schimbărilor în curs sunt fără egal în istoria piețelor financiare. O serie de forțe își spun aici cuvântul: globalizarea care creează un mediu extrem de competitiv; progresul rapid în tehnologia comunicațiilor și informației, care determină reducerea costurilor de tranzacționare și stimulează inovația în materie de produse financiare, introducerea de produse noi devenind un fenomen zilnic, și trecerea la euro, care, înlăturând riscul de schimb în zona euro, împinge piețele de capital europene spre o tot mai mare integrare. Acest proces schimbă din temelii piețele mobiliare europene, inclusiv bursele de valori și participanții la piață (p. 71).

Alături de construirea economiei informaționale, integrarea serviciilor financiare reprezintă principalul obiectiv economic în următorii câțiva ani al UE, precum și un complement logic și necesar al euro.

În Raportul prezentat în martie 2001, Comitetul condus de Alexander Lamfalussy pune între avantajele integrării europene a piețelor de capital:

- **la nivel micro** – o mai rațională alocare a capitalului, o mai mare lichiditate, care va stimula toate întreprinderile, în special IMM-urile, reducerea costului capitalului, câștiguri nete mult mai mari pentru consumatori și un mai ieftin proces transfrontalier de clearing și decontare.
- **la nivel macro** – creșterea productivității capitalului și muncii și amplificarea premiselor pentru o creștere mai puternică a PIB și a cererii de muncă. "Aceste avantaje tangibile vor galvaniza voința politică, economică și socială în favoarea reformei și progresului".

La întrebarea dacă pasiunea pentru piețele bursiere și cultura acționarială va fi afectată de actualele vicisitudini ale piețelor americane și mondiale, **pe termen scurt** răspunsul trebuie să fie afirmativ. Investitorii manifestă deja

rețineri, mai ales în America, unde pentru prima dată în decurs de un deceniu, fondurile mutuale de acțiuni au înregistrat un val de răscumpărări. Aversiunea față de piețele de capital se manifestă și în alte țări, iar un indiciu semnificativ este și faptul că ponderea economiilor emergente în capitalizarea globală a scăzut de la 11% în 1996 la 6,5% în prezent, cu mult sub ponderea lor de aproape 40% în produsul mondial. Declinul piețelor de capital reprezintă însă mai curând o anomalie pasageră decât o inversare a unei tendințe pe termen lung. Chiar după reculurile din anul trecut, volumul pieței acțiunilor este triplu față de 1990. Acțiunile au crescut în valoare mai rapid decât obligațiunile și cu mult mai rapid decât depozitele bancare. Numeroase țări înregistrează o creștere lentă, dar continuă a numărului de acționari.

Schimbarea în favoarea piețelor de capital este indiscutabil pozitivă. Un rol mai mare pentru piețele de capital poate să însemne mai multă instabilitate, dar și o mai bună alocare a resurselor și posibilitatea trecerii la sisteme de pensii sustenabile. Răspândirea acționariatului poate contribui la asigurarea unor sisteme viabile de pensii. Mai presus de orice, acționarizarea va consolida sistemul capitalismului de piață însuși, asigurând angajaților o cointeresare mai substanțială și mai directă în succesul firmelor.

1.4. Cercetarea economică și serviciile de investiții

Una din trăsăturile revoluției financiare din ultimele două decenii o constituie faptul că unul dintre pilonii ei l-au constituit străpunerile realizate pe plan teoretic, la care au contribuit numeroși economiști, unii dintre ei distinși cu Premiul Nobel pentru studiile economice.

Diversificarea activelor și reducerea riscului pe măsura creșterii portofoliului sunt legate de contribuțiile lui Harry Markowitz, începând cu teza sa de doctorat din 1952. Pentru aceste contribuții care au revoluționat modalitățile și practicile de gestiune a portofoliilor individuale și instituționale și care au sprijinit ascensiunea spectaculoasă a investitorilor instituționali, el a fost distins cu Premiul Nobel pentru științe economice pe anul 1990.

Tehnica arbitrajului a beneficiat de pe urma puternicelor contribuții ale lui Franco Modigliani și Merton Miller, care au demonstrat că valoarea de piață a unei întreprinderi este independentă de modul în care o întreprindere își finanțează capitalul și decurge în special din fluxul de venit generat de active. O întreprindere cu mari datorii, dar și cu un *cash flow* puternic poate să aibă o valoare de piață mult mai mare decât o întreprindere care manifestă precauții în recursul la resurse externe și datorii.

Modigliani și Miller sunt părinții fondatori ai unei noi discipline economico-financiare, apărută la joncțiunea dintre teoria economică pură și studiul comportamentului financiar al firmelor. În plan practic, contribuțiile lor stau la baza acțiunii firmelor de investiții care urmăresc câștiguri din operațiuni de arbitraj.

Gestiunea pasivă pe bază de indici a portofoliilor se bazează pe teoria efi-

cienței piețelor de capital, care nu pot fi depășite ca performanță printr-o gestiune activă. Gestiunea pe bază de indici a portofoliilor utilizată de investitorii instituționali cu corolarul ei – benchmarking-ul (compararea rezultatelor unei gestiuni active cu un indice de referință) - au la bază contribuțiile teoretice a lui Eugen Farma și Fisher Black și reprezintă ceva nou, inexistent în urmă cu două decenii.

Evaluarea activelor financiare în funcție de gradul lor de risc a devenit posibilă ca urmare a analizelor lui Farma privind eficiența piețelor de capital îmbinate cu rezultatele cercetărilor lui Markowitz și Tobin (Premiu Nobel pentru științe economice pe 1980) privind alegerea portofoliului de către operatori. Tobin, autorul celebrului său indice “q”, definit ca raport între valoarea de piață a unui activ și costul său real de înlocuire, este unul dintre economiștii care, pornind de la programul de cercetare al lui Hicks, a încercat să stabilească o legătură între sectorul financiar și sectorul real al economiei.

Ideile lui Markowitz și Tobin au fost dezvoltate de William Sharpe (laureat Nobel pentru științe economice pe 1990) și Jack Treynor, care au elaborat modelul de echilibru al activelor financiare, cunoscuta formulă CAPM (Capital Asset Pricing Model), care implică estimarea tuturor fluxurilor viitoare de venit și transformarea lor în valoarea prezentă netă, NPV în engleză.

Calculul valorii opțiunilor și al produselor derivate, considerat a fi rezultatul cel mai important al cercetărilor în materie de economie financiară, se bazează pe contribuția unui număr de economiști, având în fruntea plutonului pe Fisher Black, Miron Schiles și Robert Merton, toți trei laureați ai Premiului Nobel pentru științe economice în 1990. Se consideră că opera lor care datează de la începutul anilor '70 a contribuit foarte mult la dezvoltarea rapidă a piețelor de produse derivate în ultimii 20 de ani.

O relevanță directă pentru înțelegerea piețelor financiare și îmbunătățirea instituțiilor și practicilor lor au lucrările lui Joseph E. Stiglitz, laureat al Premiului Nobel pentru economie pe anul 2001. Aprofundând idei ale multor precursori, inclusiv Alfred Marshall și A. Barle, lucrările lui despre economia informației proiectează o lumină nouă asupra importanței instituțiilor financiare, asupra rolului imens al unei bune guvernări societare în funcționarea corespunzătoare a companiilor, asupra arhitecturii sistemului financiar internațional în condițiile globalizării etc.

Unele lucrări științifice recente subliniază legătura dintre dezvoltarea piețelor de capital și rata de creștere a PIB și PIB/locuitor, reluând teza lui Schumpeter cu privire la influența pozitivă a acestor piețe asupra creșterii pe termen lung.

În anii '90, numeroase lucrări teoretice s-au ocupat de deplasarea accentului de la finanțarea prin bănci la finanțarea prin piețe de capital. Modele referitoare la lichiditate și risc fundamentează concluzia că difuzarea internațională a riscului prin piețe de acțiuni integrate internațional permit substituția portofoliilor sigure, cu randamente scăzute, prin portofolii cu randamente ridicate și deci creșterea accelerată a productivității investițiilor. Până recent însă, suportul empiric al unor asemenea concluzii lipsea.

Ragan and Zingales (1998)¹ se concentrează pe mecanismele prin care dezvoltarea financiară stimulează creșterea economică. Ei testează empiric ideea că în condițiile unor sisteme financiare dezvoltate sunt avantajate firmele și ramurile care depind de finanțarea prin mijloace atrase (firme și ramuri noi). Concluzia lor este că dezvoltarea *ex ante* a piețelor de capital facilitează substanțial creșterea *ex post* a acestor ramuri și firme. În măsura în care acestea sunt o sursă de idei noi, dezvoltarea financiară stimulează inovația și deci și creșterea economică. În particular, este demonstrată importanța pentru creștere a unei dezvoltări a pieței capitalurilor de risc. Așadar, se poate conchide că o puternic dezvoltată piață de capital reprezintă pentru o țară o sursă de avantaj comparativ în ramuri care sunt mai dependente de finanțare exterioară.

Levine și Zervos verifică și ei empiric dacă nivelurile de dezvoltare a piețelor de acțiuni (lichiditate, dimensiune, volatilitate și integrarea cu piețele de capital mondiale) sunt corelate cu ratele prezente și viitoare de creștere economică, acumulare de capital, creșteri de productivitate și rate de economisire. Ei analizează date statistice din 47 de țări pentru perioada 1976-1993. Concluziile lor arată că aceste corelații sunt pozitive și semnificative. Factorii financiari apar ca parte integrantă a procesului de creștere.

În anul 2000, un studiu elaborat de trei economiști² analizează date din 63 de țări referitoare la perioada 1960-1995, pentru a desprinde influența dezvoltării financiare asupra creșterii economice și asupra surselor ei. Ei urmăresc influența acestei dezvoltări asupra ratelor de economisire, acumulării de capital fizic și creșterii totale de productivitate la nivelul factorilor. Acești autori nu constată o corelație pozitivă puternică cu acumularea de capital fizic sau ratele de economisire private, dar găsesc o asemenea corelație când este vorba de creșterea reală a PIB pe locuitor și creșterea de productivitate la nivelul factorilor.

1.5. Unele concluzii privind o strategie românească pe termen lung de modernizare economică

Dacă tendințele semnalate mai sus în legătură cu revoluția financiară surprind corect realitatea, aceste tendințe ar trebui să se manifeste și în cazul României. Sporirea eficienței – la nivel micro și la nivel macro – a economiei românești reclamă transformarea piețelor de capital în pilonul de bază al serviciilor financiare, respectiv transformarea instrumentelor sale în principala formă de economisire, precum și de finanțare externă a firmelor.

Tabelul 3 arată însă că în prezent ponderea serviciilor de investiții este nesemnificativă în țara noastră. România se află cu zeci de ani în urmă față de țările membre ale UE, iar vecini ca Polonia, Ungaria, Cehia au față de noi un avans considerabil. Între cauzele acestor rămăneri în urmă se numără: demararea cu

¹ Raghiran G. Ragan and Luig Zingales, "Financial Dependence and Growth", American Economic Review, nr. 88, June, 1998.

² Beck Thorsten, Rass. Levine and Norman Loayza, "Finance and the Sources of Growth", Journal of Financial Economics, nr. 58, 2000.

Întârziere și inconsecvență a programelor de privatizare și angajarea cu un decalaj de 5-6 ani a procesului de creare a infrastructurilor legale și instituționale ale pieței de capital, accentul pus pe programele de privatizare în masă, instabilitatea politică și socială din unii ani, inflația și stagnarea economică, ratarea primului val de aderare la NATO, Uniunea Europeană, OCDE și, bineînțeles, lipsa culturii acționariale, ca și experiențele nefericite în materie de fonduri mutuale.

Tabelul 3

Piețele de capital din România în context zonal (date pe anul 2000)

Țara	Capitalizare (mii USD)	Capitalizare/PIB	Număr societăți	Volum mediu zilnic (mii USD)	Pondere capitalizare în total piețe emergente	Primele 10 societăți ca pondere în capitalizarea pieței
România	1.572	4,2%	5.580	1,67	0,1%	25,7%
Rep. Cehă	10.565	19,9%	131	15,70	0,4%	26,0%
Ungaria	10.187	20,8%	59	28,20	0,37%	67,1%
Polonia	27.779	19,0%	226	37,90	1,0%	38,0%
Grecia	101.996	90,0%	331	156,30	3,7%	31,1%
Slovenia	2.507	16,1%	40	1,78	0,1%	42,3%
Estonia	1.550	31,0%	19	0,83	0,1%	7,0%
Europa emergentă	239.456			661,20	8,7%	
America Latină	641.444			503,50	23,2%	

Sursa: Emerging Stock Markets Review, January 2001.

O creștere susținută a societăților pe acțiuni, a mobilizării de resurse financiare prin piața de capital și a orientării spre aceste piețe a economiilor interne și mai ales externe reclamă, înainte de toate, un mediu economic, politic și social stabil, cu inflație scăzută, absența șocurilor, guverne omogene și cu viziune prospectivă, syndicate mai cooperante. Mediul economic general trebuie să fie prielnic și să se caracterizeze prin rate de creștere de 5-7% pe termen lung, un sector prosper de întreprinderi mici și mijlocii, cu tot mai multe întreprinderi mari cu performanțe bune și care, în căutare de resurse financiare la un cost cât mai scăzut, să se orienteze în măsură crescândă spre instrumentele patrimoniale și creanțiere ale piețelor de capital.

Politica monetară a BNR și politica de gestiune a datoriei ar trebui să fie astfel concepute încât să minimizeze efectul de evicțiune și să permită dezvoltarea emisiunilor primare de acțiuni și obligațiuni.

Față de investițiile străine de portofoliu trebuie să se manifeste nu teamă, ci o deschidere dublată de prudență. Nu putem dezvolta în ritmuri accelerate piețele de capital fără prezența masivă a investitorilor instituționali străini. În țările vest-

europene, aceștia asigură zeci de procente din volumul tranzacțiilor bursiere, implicându-se tot mai activ în problemele de guvernare societară. Prezența investitorilor străini poate contribui nu numai la expansiunea piețelor de capital, dar și la creșterea eficienței firmelor românești și a economiei în ansamblu. Desigur, piețele de capital nu sunt un instrument al stabilității. Dar falimentele bancare care s-au succedat în salbă nu sunt un semn că sistemul bancar ar promova în mai mare măsură stabilitatea. Capitalismul în general nu excelează prin stabilitate, ci prin dinamism. Dinamismul, atunci când se bazează pe progres tehnic, nu poate să nu fie însoțit de perturbări, de fugă înainte, baloane financiare speculative, suprainvestiții, asumare de riscuri excesive și chiar de fenomene de distrugere, faimoasa distrugere creatoare de care vorbea Schumpeter. Unele țări, ca Taiwan-China, au motive cu totul speciale (teama de China continentală) spre a bara drumul oricăror investiții de portofoliu. Alte țări, precum Chile, pot penaliza refluxurile de capital efectuate mai repede decât durata minimă legală de rămânere în țară. Dar nici o țară care vrea să beneficieze de avantajele globalizării nu se poate izola de fluxurile masive de capital promovate pe glob de investitorii instituționali cu vocație internațională.

O rezervă enormă pentru dezvoltarea piețelor de acțiuni o constituie procesul de privatizare. Indiferent de metoda aleasă, guvernul trebuie să pună pe piață, prin burse, un anumit procent din cota statului, spre a fi distribuită publicului larg, eventual în condiții mai avantajoase. O asemenea idee a fost introdusă anul trecut în **planul de acțiune** consensualizat pentru piețele de capital, la a cărui elaborare au participat zeci de persoane cu poziții-cheie dintre participanții de piață, din autoritatea de reglementare, din parlament, proces în care Academia Română, prin INCE, a avut un rol-cheie în elaborarea materialelor de lucru și găsirea numitorului comun al valoroaselor contribuții prezentate.

Dezvoltarea pieței acțiunilor presupune stimularea dezvoltării investitorilor instituționali. Relansarea fondurilor mutuale va trebui legată de înlăturarea cauzelor actualei anomalii, respectiv faptul că procente infime din activele fondurilor sunt investite în acțiuni cotate. Certificatele de trezorerie sunt instrumente ale pieței monetare, a cărei dezvoltare este un element al oricărei strategii pe termen lung, ca aceea de care ne ocupăm. Această piață nu se poate substitui însă pieței acțiunilor și pieței obligațiunilor. Politica publică și participanții la piață trebuie să aibă în vedere crearea condițiilor legale și instituționale pentru dezvoltarea întregii game de instrumente și servicii financiare, pentru dezvoltarea serviciilor de investiții, pentru participarea tot mai intensă a fondurilor mutuale și a celorlalte categorii de fonduri de investiții la mobilizarea economiilor și la investiții financiare prin instrumente și servicii proprii pieței de capital.

Diversificarea serviciilor și instrumentelor de investiții – obligații societare, obligații acoperite prin credite ipotecare și alte active financiare, obligații municipale, prestare de servicii de plasament, de consultanță în materie de finanțare, de fuziuni și achiziții - trebuie să constituie un prim pas, pentru care acum există mai multe premise favorabile, în direcția dezvoltării piețelor de valori mobiliare. Derivatele sunt necesare ca instrument de arbitraj, dar în această fază o maximă prudență față de ele se impune.

Aflate undeva la intersecția între fonduri mutuale și fonduri de risc, SIF-urile se confruntă cu mari dificultăți în realizarea vocației lor de societăți de investiții. Ele sunt structuri înzestrate cu o mare stabilitate intrinsecă, pe care societățile ar trebui să se poată baza în procesul lor de modernizare. Ca și investitorii instituționali din SUA, SIF-urile ar trebui să devină un vector de introducere a practicilor bune de guvernare societară, de cultură acționarială și de dezvoltare a pieței acțiunilor și, în general, a piețelor de capital.

Dezvoltarea fondurilor de pensii administrate privat ar putea contribui la expansiunea piețelor financiare. Este de înțeles tendința de reținere în această privință a actualei guvernări. Ea are de gestionat urmările unei crize (FNI) declanșate într-un alt context politic, dar cu efecte traumatice persistente. România are însă cea mai gravă situație din lume în materie de finanțare a fondului de pensii pe principiul *pay as you go*, astfel că alternativă la sistemul fondurilor private nu există. La nivelul cetățenilor, soluția cea mai bună ar fi ca aceste fonduri, o dată create, să poată investi (și) în străinătate, în primul rând în țări membre ale UE. Randamentele pentru investitorii români ar fi mai mari, iar "efectul de patrimoniu" mai puternic. În Danemarca, peste 60% din activele acestor fonduri sunt investite în valori străine. La urma urmei, dacă România ar fi deja membră a UE, ea ar trebui să asigure libera circulație a capitalului și libertatea prestării transfrontaliere de servicii financiare, făcând totodată amenajările necesare pentru ca fluxurile europene de capital spre România să fie mai mari decât refluxurile. Ar trebui studiată experiența Republicii Chile, vedeta sud-americană a sistemului de pensii bazat pe investiții. Întreaga dezvoltare a piețelor de capital în Chile s-a sprijinit pe introducerea acestui sistem.

În sfârșit, statul și participanții la piață trebuie să creeze condiții prielnice pentru dezvoltarea **culturii acționariale**. Firmele cu capital majoritar de stat și proprietarii care achiziționează pachetul de control de la firmele mari ar trebui încurajate/obligate să facă pregătirile de evidență, auditare și de informare publică ce le fac eligibile pentru înscrierea la cota bursei. Firme vedetă ar putea fi încurajate să se înscrie la cota unei mari burse europene sau americane și să lanseze emisiuni de acțiuni și obligațiuni pe piețele respective. Firmele care parcurg o asemenea filieră ar putea beneficia de facilități fiscale. Guvernul și participanții la piață ar trebui, totodată, să aibă o atitudine pozitivă față de sistemul emisiunilor de ADR (*American Depositary Receipts*), EDR (*European Depositary Receipts*), GDR (*Global Depositary Receipts*) etc.

Aceste instrumente simplifică și înlesnesc accesul investitorilor străini pe piețele românești, reprezintă forme mai stabile de investiții străine de portofoliu și contribuie într-un mod mai eficace la mai buna cunoaștere a piețelor românești.

Deplasarea centrului de greutate de la instrumentele și serviciile bancare la instrumentele și serviciile piețelor de capital este un proces îndelungat, dar benefic pentru economia României, un joc cu sumă pozitivă din care au de câștigat toate categoriile de instituții financiare, inclusiv instituțiile de credit, atât bancare, cât și nebancale.

2. TENDINȚE PE PIEȚELE DE TRANZACȚIONARE ȘI POSTTRANZACȚIONARE

2.1. Tendințe în Statele Unite

În SUA, piețele bursiere rămân dominate de New York Stock Exchange, cea mai mare piață de tranzacționare, cu sistemul ei bazat pe ordine și licitație continuă, și Nasdaq, piața dealerilor, cu sistemul ei bazat pe cotații, mai avantajos, probabil, pentru intermediarii financiari decât pentru investitori și mai susceptibil de acțiuni de coluziune între formatorii de piață. Aceste două piețe, mai ales Nasdaq, se află sub o triplă presiune, care vine de la e-brokeri, de la sisteme intranet alternative capabile să identifice cea mai bună posibilitate pentru un client (vezi secțiunea specială referitoare la Internet), precum și din partea băncilor de investiții. Față de acești concurenți care operează cu costuri de tranzacționare scăzute, piețele bursiere tradiționale se bazează pe inerția clienților, pe economiile de scară și pe unele avantaje, oferite la limita dintre legalitate și ilegalitate (așa-numitele comisioane soft).

Deși presiunile în acest sens există, perspectiva ca NYSE sau Nasdaq să devină societăți tranzacționate public nu este prea apropiată, după cum, în pofida discuțiilor, nici nu este prea reală perspectiva de fuziune între cei doi giganți, care vor juca un rol de seamă în orice evoluție viitoare la nivel global.

2.2. Tendințe în Europa

În țările din Uniunea Europeană există circa 30 de burse de valori și derivate. Și din acest motiv, realizarea pieței unice a serviciilor de produse financiare înregistrează mari întârzieri, iar planul de accelerare a construcției acestei piețe adoptat în anul 2000 la Lisabona riscă să rămână neîndeplinit.

Trei factori sunt la baza numeroaselor tentative de alianțe și fuziuni în care s-au remarcat prin inițiative bursele din Londra, Frankfurt, Paris, Bruxelles, Stockholm și Zürich¹: concurența pentru atragerea economiilor din țările membre, trecerea la utilizarea efectivă a **euro** care suprimă orice risc de curs de schimb și răspândirea rapidă a culturii acționariale. În ceea ce privește sistemele alternative de

¹ La sfârșitul lui octombrie 2001, consiliul de direcție al bursei pentru derivate din Londra - Liffe - a acceptat propunerea de fuziune a Euronext din Paris. Această mișcare întărește poziția Londrei ca principal centru financiar al Europei și sporește șansele Euronext de a se afirma ca principala poartă bursieră în Europa. Preferința pentru Londra a piețelor financiare se explică prin factori multipli, între care se numără: încrederea în sistemul și structura de reglementare (bazată pe o autoritate integrată), deschiderea pieței londoneze spre investiții străine și fuziuni prin preluare, faptul că societățile de valori mobiliare și băncile de investiții sunt dominate de capitalul străin.

tranzacționare, ele nu au reușit străpungeri în domeniul burselor tradiționale ca în SUA, întrucât marja de manevră la sistemele *order driven* dominante în Europa este mult mai mică. Bursa din Londra, care în momentul marilor transformări din 1986 (big bang) adoptase sistemul dealerilor, deci sistemul de cotații utilizat de Nasdaq, a renunțat între timp la el. Discuțiile și tendințele de demutualizare sunt puternice. La Stockholm, bursa a devenit societate pe acțiuni, iar acțiunile ei se tranzacționează. Deutsche Börse este și ea cotate și tranzacționată. Bursa din Londra s-a transformat în societate pe acțiuni, tranzacții limitate cu acțiunile sale au loc, iar un regim de flotare deplină este programat pentru finele anului 2001. Euronext urma și ea să-și floteze acțiunile și să lanseze o ofertă publică inițială în această vară.

Bursele care, de regulă, sunt organizate și administrate ca monopoluri naționale, se concurează pentru ordine atât între ele, cât și cu noii concurenți. Noile tehnologii au redus costurile de intrare pe piață, permițând unor piețe virtuale să servească largi zone geografice. Concurența între platformele de tranzacționare poate duce la sporuri de eficiență în execuția ordinelor. Peste 20 de sisteme alternative de tranzacționare (ATS) funcționează în Europa, mai ales în Anglia și Germania, oferind servicii de intermediere specializate pentru participanții profesioniști, reprezentând mai curând un complement decât un substitut al aranjamentelor de tranzacționare bazate pe burse clasice. Raportul Lamfalussy apreciază că "ATS-urile pot deveni o importantă forță în peisajul piețelor bursiere europene".

Toate bursele au făcut investiții masive în tehnologie, astfel că sistemele lor de tranzacționare electronică bazate pe ordine se caracterizează prin eficiență. Sistemul de la Deutsche Börse se folosește și la bursele din Austria, Irlanda și Finlanda, iar sistemul SEATS de la Londra este pe punctul de a fi preluat de Africa de Sud. Competiția între bursele europene se desfășoară mai ales pe teren tehnologic.

2.3. Tendințe spre transformarea burselor în societăți pe acțiuni

Trei argumente pledează pentru schimbarea actualului statut al burselor europene și înscrierea lor la cotă ca societăți deținute public.

În primul rând, flotarea permite trecerea la o altă formă de guvernare, astfel că bursele, în loc să fie conduse potrivit intereselor grupurilor de presiune din interiorul lor, ar fi guvernate potrivit intereselor acționarilor. Aceasta ar fi de natură să elimine și ambiguitatea legată de definițiile care privesc bursele ca instituții de utilitate publică, când, în realitate, ele au un caracter lucrativ.

În al doilea rând, flotarea înlătură suspiciunea că diversele burse sunt prizoniere ale unor interese naționale și că, prin membrii lor, ele se opun concurenței din partea străinilor.

În al treilea rând, flotarea creează premise mai bune (prin oferte ostile de preluare) pentru desfășurarea procesului de consolidare.

În orice caz, idealul și miza îl constituie constituirea unei burse unice

paneuropene gen NYSE care să concentreze tranzacțiile cu acțiuni lichide ale marilor firme.

Raportul Lamfalussy, menționat mai înainte, nu se pronunță în problema unificării burselor europene. El insistă însă asupra necesității consolidării în domeniul instituțiilor de compensare-decontare. Actualele sisteme, care sunt construite pe o bază națională, comportă costuri excesive la operațiile trans-frontaliere de compensare-decontare (în comparație cu SUA), astfel că o unificare a lor, efectuată de sectorul privat, apare ca necesară. În caz de eșec, factorul politic ar urma să intervină, după ce însă, în prealabil, s-a convenit asupra oportunității unui organism unic de compensare-decontare ca în Statele Unite.

În ultimii câțiva ani, în SUA mai ales, își face loc și un alt gen de preocupări și reflecții pe care evenimentele de la 11 septembrie n-au făcut decât să le accentueze. Este vorba de creșterea instabilității legate de globalizare și dereglementare și de interesul pentru mai multă supraveghere, o mai riguroasă reglementare, standarde etice mai înalte și instituții financiare care să asigure promovarea interesului public. În acest context se subliniază, cu referire la New York Stock Exchange, că în centrul piețelor globale sunt necesare organizații cu ținută și integritate indiscutabile, pe care nici un fel de entități pur comerciale nu le pot garanta. Este, de pildă, punctul de vedere¹ al lui Jeffrey E. Garten, decanul Facultății de Management de la Universitatea Yale. Rolul special al NYSE rezultă din faptul că la această bursă sunt cotate 90% din primele 100 de societăți americane, aproape toate societățile globale din Asia și Europa, că are o capacitate de tranzacționare depășind cu peste 100% volumele de vârf, iar în momentele de criză - crahul bursier din 1987, colapsul lui LTCM în 1998 sau atentatele din 11 septembrie - persoana din fruntea lui deliberează alături de președintele Rezervei federale sau președintele SEC (Comisia Americană a Valorilor Mobiliare). În plus, NYSE, cu puternicul său staff (o treime din personal) angajat în operații de supraveghere, are mai mult decât alte instituții vocația și capacitatea de a veghea la interesul public. Cheltuielile ocazionate de folosirea unui asemenea personal de înaltă calificare, precum și de construcția și întreținerea unor vaste sisteme de *back-up* ar fi mai greu compatibile cu rigorile unei societăți deținute și tranzacționate public, cu vocația și obligația de a produce valoare pentru acționari. Concluzia pe care o trage Jeffrey E. Garten este că NYSE trebuie **nu** să fie transformată într-o societate deținută public, ci să se dezvolte statutul de **întreprindere privată de interes public** pentru a putea opera după standarde foarte ridicate atât în materie de **autoreglementare**, cât și în ceea ce privește sistemele de contabilitate și de guvernare societară a companiilor admise la cotă. Aceasta ar presupune, la nivelul conducerii, ca jumătate din membrii consiliului de administrare să reprezinte interesul public și să fie aleși de un grup de specialiști desemnați de Congres. Pentru postul de președinte al consiliului, candidații ar urma să satisfacă aceleași cerințe ca și candidații la postul de președinte al Fed sau al SEC, iar alegerea ar fi făcută de membrii independenți ai Consiliului de administrație al NYSE. Guvernul federal ar

¹ Vezi *Business Week*, November 12, 2000.

urma să finanțeze cheltuielile de securitate fizică și pentru asigurarea unui local alternativ în caz de urgențe.

2.4. Sugestii pentru o strategie românească pe termen lung privind piețele bursiere

Pornind de la tendințele surprinse mai sus și ținând seama de faptul că participarea la piața unică a serviciilor financiare ar putea avea loc într-un viitor nu prea îndepărtat, o serie de lucruri ar trebui să fie avute în vedere.

În legătură cu piețele bursiere. În raport cu nivelul capitalizării și volumul tranzacțiilor, pare excesiv să avem două piețe: Bursa de Valori București și Rasdaq. În interesul construirii unei piețe largi, adânci, lichide și eficiente, cele două piețe ar trebui să fie unificate în cadrul Bursei de Valori. În paralel, ar trebui să se procedeze la o **depopulare** a pieței bursiere, prin scoaterea de la tranzacționare a firmelor cu titluri inactive.

De altfel, numai din cauza unor dificultăți de ordin tehnic și procedural, s-a decis la vremea respectivă ca piața secundară pentru acțiunile rezultate din programul de privatizare în masă să fie construită distinct de BVB. Piața Rasdaq creată astfel a jucat oricum rolul ei, mai ales în concentrarea proprietății, deși probabil că nu acesta a fost obiectivul avut în vedere inițial de legiuitor și nici de consultanți americani, care oricât ar fi de divizați când este vorba de diverse probleme ale pieței de capital americane, pot demonstra la unison că un acționariat dispersat este preferabil unui acționariat concentrat.

Sistemul tehnic al bursei. Sistemul tehnic trebuie să răspundă unui număr de urgențe de funcționare, comoditate și eficiență. Se impune introducerea unei tehnologii ultramoderne, optându-se, din rațiuni care țin de poziția noastră în raport cu UE, pentru unul din sistemele utilizate în Europa.

Caracterul bursei. Flotarea fiind o tendință pe plan european, transformarea BVB într-o societate pe acțiuni și tranzacționarea acțiunilor ei ar fi de natură să permită debarasarea de interese parohiale și adoptarea unei forme mai eficiente, mai susceptibile să stimuleze inserția în circuitul european. Pe de altă parte, menținerea bursei ca instituție privată de interes public ar fi mai potrivită în această etapă atât pentru disciplinarea pieței, cât și pentru a contribui la introducerea în întreprinderile cotate a unor standarde înalte în materie de conduită în afaceri și guvernare societară.

3. INTERNETIZAREA

Internetizarea, o altă mare tendință în evoluția serviciilor financiare, este cea mai recentă expresie a revoluției financiare. Ea s-a afirmat puternic în ultimii ani de ascensiune a piețelor bursiere și este puternic prezentă în domeniul brokerajului cu acțiuni și obligațiuni în contul investitorilor individuali, al **platformelor alternative de tranzacționare**, care fac concurență sistemelor bursiere “tradiționale”, respectiv NYSE și Nasdaq, în domeniul tranzacțiilor *en detail*. Internetizarea reduce dramatic costurile de tranzacționare (deși firmele care o practică au adesea alte mari capitole de cheltuieli, mai ales pentru câștigarea de noi clienți și deschiderea de noi conturi); ea oferă clienților modalități mai practice și mai confortabile de a-și utiliza finanțele.

Fundamentul tehnic al internetizării serviciilor financiare îl oferă revoluția în domeniul comunicațiilor, tehnologiei informației, creșterea fiabilității și securității comunicațiilor prin Internet și extinderea posibilităților de accesare a Internetului, atât prin computer personal, cât și prin alte mijloace, fără computer, respectiv prin telefonie mobilă, prin sisteme PDA (asistență digitală personală, un fel de carnet electronic, care, prevăzut cu un modem mobil, poate transmite și recepționa e-mail-uri), prin televizor, prin consolă de jocuri pe computer. Procesul de internetizare financiară începe să se desfășoare după ce telecomunicațiile au atins un anumit nivel, iar penetrația computerelor personale, a telefoniei mobile, inclusiv cu acces la Internet, și a sistemelor electronice de plată a depășit o anumită masă critică. O anumită masă critică trebuie să fie depășită, de asemenea, în ceea ce privește acționariatul individual, conturile bancare individuale, răspândirea fondurilor de pensii administrate privat, precum și nivelul de afluență al țării respective.

3.1. Factori de expansiune în SUA

În SUA, care au sistemul financiar cel mai dezvoltat și mai sofisticat și au poziție de lider în ceea ce privește nivelul de dezvoltare în materie de telecomunicații, penetrație a computerelor personale și a Internet, factorii specifici cei mai importanți au fost tendința spre inovație tehnică și economică și, în special, financiară, foarte puternică la americani, recursul larg al publicului larg la piața de capital în scopul de economisire și investiție prin fonduri mutuale, de pensii și de asigurări, dar mai ales boom-ul prelungit și vigoarea expansiunii pe piețele bursiere. Au contribuit însă, desigur, și disponibilitățile de capital și propensiunea spre investire în valori mobiliare, proprie noii economii, fondurile de risc, ofertele publice inițiale pe Nasdaq, abundența ofertei și disponibilitatea generațiilor de copii născuți în primii ani de după război (*baby-boomers*) de a se lansa spre această nouă frontieră și spre a-și demonstra abilitățile extraordinare de internauți și jucători de bursă.

La stimularea tranzacțiilor bursiere *on line* a contribuit succesul unor firme de brokeraj ca Charles Schwab și E. Trade¹.

Sub impulsul concurenței acestor firme, mai toate casele tradiționale de servicii financiare și-au organizat și ele servicii de e-broking. Merrill Lynch acum oferă și ea servicii *on-line* la un tarif de sub 30 dolari pe tranzacție față de 100-400 dolari; comisionul perceput de brokerii care prestează întreagă gama de servicii Schwab practică însă comisioane de sub 15 dolari pentru clienții care vin la tranzacționare mai mult de 60 de ori pe trimestru. Anul trecut, Charles Schwab și E.Trade își adjudecaseră peste 35% din tranzacțiile cu acțiuni.

3.2. Evoluții în Europa

În Europa, de departe în fruntea și, de fapt, în topul mondial, se află Finlanda, Suedia, Norvegia. Aceste țări cu populație mică au rol de lideri în telefonia mobilă (Nokia), un înalt nivel de educație publică, de penetrare a computerelor personale și Internet și se disting prin măsuri de politică publică care încurajează firmele să-și echipeze salariații cu PC-uri (la domiciliu).

În Anglia, care posedă cel mai dezvoltat și mai complex sistem de servicii financiare, 10% din tranzacțiile de la London Stock Exchange se fac **on line**.

În Germania (13% din numărul tranzacțiilor față de 16% în SUA), Franța, Italia, privatizările și flotarea de firme familiale, precum și ceilalți factori care stimulează dezvoltarea culturii acționariale au stimulat și dezvoltarea **finanțelor on line**.

3.3. Evoluții în Asia

În Asia, plutonul țărilor fruntașe la tranzacții financiare prin Internet este format din Japonia, Coreea de Sud, Taiwan. În Coreea de Sud, unde 30% din volumul tranzacțiilor bursiere se efectuează *on line*, doi factori au influențat această performanță: răspândirea consolelor de jocuri pe computer și vigoarea relansării după criza din 1997-1998. Japonia are foarte puternice premise tehnice (penetrare Internet și telefonie mobilă, console pentru jocuri pe Internet), instituționale (dereglementarea comisioanelor) și, mai ales, economice (populația dispunând de economii însumând 12 trilioane de dolari). Unele piedici instituționale subzistă, în măsura în care reglementările privind cerințele de evidență nu au ținut pasul cu dezvoltările în domeniul finanțelor, iar japonezii sunt reputați a avea aversiune la risc. Totuși, potențialul investibil este enorm, iar atracția spre investiții în piața de capital poate fi mare în condițiile în care dobânzile la depozitele bancare sunt ne semnificative sau chiar negative.

¹ Charles Schwab este lider mondial al tranzacțiilor bursiere pe Internet și avea în anul 2000 o valoare de piață mai mare decât marea bancă de investiții Merrill Lynch, care administra active ale clienților de trei ori mai mari. Schwab nu este o firmă nouă. Ea este o bancă off-line, care în perioada pre-Internet avea și încă mai are 350 de filiale. Dintre cele 7 milioane de conturi directe, mai mult de jumătate sunt on-line, conținând active de peste 700 miliarde de dolari. În ceea ce privește E. Trade, aceasta are 2,6 milioane de conturi ale clienților.

Experiența acestor ani a arătat că brokerajul electronic oferă mari posibilități de fraudă, în special prin difuzarea de informații false și manipularea pieței. Dar oficiul special creat, acum doi ani, în cadrul SEC (Securities and Exchange Commission) - organismul de reglementare și supraveghere a piețelor de capital din SUA - nu a constatat nereguli care ar impune reglementări noi, iar identificarea infractorilor se pare că este mai ușoară.

În ceea ce privește activitatea en gros a băncilor, așa numita B2B, respectiv prestarea de servicii bancare propriu-zise și de servicii de investiții către firme nefinanciare, Internetul produce, de asemenea, mutații extraordinare.

Progresul tehnologic a făcut deja posibilă existența unei piețe financiare globale pe care orice titlu sau valută să poată fi tranzacționată oriunde și oricând, iar tranzacțiile să fie decontate instantaneu. În realitate, există însă reglementări și structuri naționale deja foarte automatizate, dar în cadrul unor sisteme proprii. Aceste structuri de tranzacționare funcționează eficient, clienții au încredere în ele și nu pot fi abandonate fără costuri enorme, în cazul trecerii la rețeaua globală pe care o reprezintă Internetul.

3.4. Gama noilor posibilități

Internetul deschide posibilitățile noi de difuzare a informației și produselor financiare, pe care atât noii, cât și vechii actori nu pot să nu le exploateze.

Noii veniți pot intra mai ușor pe piață și contesta oligopolul jucătorilor tradiționali, care însă beneficiază de recunoașterea publică a numelui de firmă, de numărul mare al clienților și de inerția acestora. În aceste condiții, se estompează distincțiile între diversele feluri de instituții – bănci comerciale și bănci de investiții, firme de brokeraj cu valori mobiliare și firme de investiții financiare pe cont propriu, firme de asigurare și administratori de fonduri. Pe baza răspândirii ECN-urilor (rețele de comunicații electronice), unele societăți de investiții se transformă în burse de valori și cer să fie recunoscute ca atare.

Pe aceste baze, devine posibil ca utilizatorii de servicii financiare să poată obține aceste servicii fără a mai recurge la intermediari financiari obișnuiți.

Gama de servicii oferită prin Internet de către prestatorii cei mai diverși este largă și în rapidă extindere. Ea include, între altele:

- asigurarea ofertelor publice inițiale unor firme noi, finanțate prin fonduri de risc, și uneori plasamentul unor asemenea emisiuni către investitorii individuali;
- plasamentul la investitorii individuali, de obligațiuni ale firmelor, iar în unele cazuri, de certificate de trezorerie și obligațiuni;
- implicarea în activitatea burselor B2B (pe care firmele pot face mari economii la achiziții) prin oferirea de servicii de decontare și chiar de finanțare;
- operarea de platforme pentru tranzacționarea derivatelor pentru credite și instrumente creanțiere;

- operarea de platforme care permit tranzacții directe de instrumente financiare între societăți nefinanciare;
- construirea de către băncile comerciale a unor portaluri pentru servicii de afaceri destinate IMM-urilor, respectiv pentru achiziții de echipamente de birou, în condiții în care se asigură servicii de decontare și - la cerere - și servicii de finanțare;
- angajarea în operațiile legate de finanțarea comerțului, prin scanarea sau procesarea *on line* a documentelor sau prin oferirea de servicii de plată.

3.5. Interesul băncilor și al prestatorilor de servicii Internet

În domeniul **serviciilor de investiții** recurg la Internet atât prestatorii tradiționali, cât și diverse situri și prestatori de servicii Internet sau firme nefinanciare. În SUA, prima bancă Internet este Security First Network Bank (SFNB) cu sediul la Atlanta, care a fost autorizată încă din 1985 să accepte depozite cu asigurare federală. Unele bănci încearcă să separe activitățile și clienții *off line* de activitățile și clienții *on line*. De fapt, în Europa, multe bănci Internet sunt filiale ale unor mari instituții financiare *off line*.

Un mare potențial de implicare în activitățile bancare au unele portaluri ca rețeaua AOL, siturile Yahoo, siturile Microsoft. Aceste portaluri nu pot să accepte depozite și să acorde credite, dar ele au un mare număr de vizitatori și o bună reputație de fiabilitate. Pe de altă parte, idealul utilizatorului este să-și poată rezolva toate problemele financiare de pe un singur sit, ușor accesibil, respectiv operațiile cu conturi bancare, portofolii de instrumente financiare, polițe de asigurări. Acest utilizator, care ar beneficia de o parolă universală, oferindu-i acces la toate finanțele sale *on line*, n-ar fi obligat să părăsească situl sau să treacă prin sistemul de măsuri de separare etanșă menite să reducă riscurile delictului de inițiat (măsuri cunoscute sub denumirea de **firewall**). Într-o asemenea direcție se mișcă firme ca Yodlee și Vertical One, cunoscute sub denumirea generică de "agregatori". Încă de pe acum, firme ca Inswel (pentru asigurări) sau LendingTree (pentru credite ipotecare) oferă informații cu privire la cele mai avantajoase oferte existente pe Internet.

Pe de altă parte, firme de servicii nefinanciare, ca, de exemplu, marele lanț de magazine Wal-Mart, caută, prin achiziția de bănci, să pătrundă în domeniul bancar. Așa procedează în Anglia Marks and Spencer, Virgin și o serie de rețele de supermarketuri. În Franța, operații bancare are Carrefour. În Germania, Volkswagen și-a transformat în bancă în urmă cu câțiva ani o societate financiară pe care o deține din 1949. Banca are peste un sfert de milion de clienți. În Japonia, multe bănci municipale oferă servicii *on line*. Pe de altă parte, lanțul de magazine universale Seven-Eleven a cerut să fie autorizat ca bancă, pentru a putea oferi posibilități de achiziții Internet de la domiciliu sau de la terminale din magazinele sale.

Băncile comerciale tradiționale își dezvoltă activitățile *on line* spre a urma tendința, a preveni amenințările și riscurile din partea multor activități și bănci și a putea concura cu actualii lor rivali *off line*.

În sfârșit, o direcție distinctă în **finanțele on line** o reprezintă ATS (Alternative Trade Systems), adică sistemele de tranzacționare alternative, dezvoltate pe bază de ECN-uri (Electronic Communications Networks), adică de situri pe Internet. Ele folosesc informațiile de preț din sistemul burselor tradiționale, facilitând clienților lor execuția optimă a ordinelor limită. ATS-urile profită de reglementările recente, ca de pildă, cele adoptate în 1997 de SEC (Securities and Exchange Commission) – Comisia de Valori Mobiliare Americană care obligă pe formatorii de piață de la Nasdaq să afișeze și să execute ordinele-limită ale clienților lor, atunci când prețul este mai bun decât cel oferit de formatorul de piață sau se depășește volumul oferit. Astfel, clientul ajunge să-l concureze pe formatorul de piață, ceea ce poate duce la reducerea spreadurilor dintre prețurile oferite la cumpărare și la vânzare. Pe această bază, sistemele alternative ale ECN-urilor au ajuns ca în anul 2000 să dețină 26,1% din volumul tranzacțiilor pe Nasdaq-Instinet, platforma deținută de Reuters și-a adjudecat 14,2% din volumul acestor tranzacții, Island – 6,4%, iar alte cinci firme – procente în jur de 1%.

Electronizarea și internetizarea intensifică, la nivelul prestatorilor de servicii financiare, o serie de tendințe, printre care:

- ștergerea frontierelor dintre diversele categorii de prestatori pe măsură ce procesul achiziției de produse financiare este dezintermediat electronic;
- continuarea, parțial pe această bază, a procesului de consolidare, paralel cu încercările de evitare a obstacolelor inerente consolidărilor transfrontaliere prin expansiune regională și globală legate de Internet;
- afirmarea crescândă a complementarității dintre structurile on line și cele off line;
- dezvoltarea serviciilor de **open finance**, respectiv oferta crescândă de produse financiare ale firmelor concurente după principiul supermarket;
- progresul dezintermedierii și ocolirea crescândă a intermediarilor bancari în efectuarea operațiilor de plată, de compensare și de decontare.

Toate aceste tendințe impun unele **concluzii cu caracter strategic pentru sistemul financiar românesc**.

În primul rând, se impune promovarea de politici publice și măsuri care să încurajeze accesul la Internet al emitenților (deci al firmelor), dar și al prestatorilor de servicii financiare și utilizarea cât mai largă a posibilităților acestuia. În acest scop, ar trebui să se creeze un grup de reflecție ad-hoc al participanților la piață, care să urmărească tendințele pe plan mondial, să elaboreze rapoarte, să facă propuneri de măsuri și politici.

În al doilea rând, apare rațional să se adopte principiul de a nu se bloca prin norme legale sau administrative concurența din partea firmelor care prestează servicii financiare bazate pe Internet.

4. EXTINDEREA NORMELOR ȘI PRACTICILOR DE GUVERNARE SOCIETARĂ

În țările dezvoltate, atât la nivelul guvernelor, al operatorilor economici, cât și în cadrul organismelor de cooperare economică internațională - de exemplu, OCDE, Banca Mondială -, o atenție tot mai mare se acordă în ultimii 5-10 ani problemelor de **guvernare a societăților pe acțiuni**.

4.1. Evoluții în Statele Unite

Conturarea unor norme de bună guvernare a firmelor s-a impus în legătură cu revoluția financiară și mai ales cu acele componente ale ei care sunt legate de finanțarea preponderent prin piața de capital și, în special, prin emisiunea de acțiuni, precum și de creșterea rolului investitorilor instituționali. Unii dintre acești investitori, în special fondurile de pensii, și-au stabilit obiectivul strategic de a se implica în guvernarea societăților în care au achiziționat acțiuni. În mod similar, au început să procedeze și o serie de fonduri cu capital de risc, deci care finanțează întreprinderi necotate. S-au impus, astfel, un mai bun echilibru între management, consilii de administrație și acționari, precum și forme și metode de a pune pe primul plan interesele acționarilor. Sporirea valorii pentru acționari a devenit obiectivul fundamental declarat al firmelor. S-a dezvoltat astfel ansamblul de principii și reguli care desemnează așa-numita guvernare societară.

4.2. Evoluții în Europa

În Europa continentală, numeroase handicapuri au frânat procesele de modernizare la nivelul firmelor, mai ales în ceea ce privește strategiile de dezvoltare și formele de guvernare. Este vorba de tradiții și de prezența unor puternice structuri industriale și financiare dominate de stat, de numeroasele participatii ale băncilor la capitalul pe acțiuni al societăților nefinanciare și, în general, de sistemul participărilor încrucișate, de existența unor categorii multiple de acțiuni și de posibilitatea dobândirii unei puteri de control disproporționat de mari în raport cu acțiunile deținute și, în final, de enorma concentrare acționarială și a puterii de vot față de dispersia acționariatului observată în SUA și țările anglo-saxone¹ și,

¹ În Anglia și SUA, o îndelungată tradiție a capitalismului acționarial a făcut ca marile întreprinderi să dispună de un acționariat foarte dispersat, marii acționari dispunând rareori de mai mult de 5% din acțiuni. În Europa continentală, dimpotrivă, după cum spun unii analiști, proprietatea asupra acțiunilor și, mai ales, controlul se caracterizau prin concentrarea în mâinile unor clanuri de insideri. În Italia, Germania, Austria, Belgia și Olanda, iar pe o scară mai mică, în Spania și Franța, un acționar sau un grup de acționari controlează 40-50% din drepturile de vot în marile societăți cotate. În Suedia, la Ericsson, se pot emite acțiuni cu o putere de vot de 1000 de ori mai mare decât cea a acțiunilor ordinare. Astfel, cu 2,7% din capital se poate dispune de o putere de vot de 22%. La Royal Dutch/Shell, 40% din acțiuni este posibil să nu dispună decât de 0,0003% din voturi, în timp ce acționari cu "acțiuni prioritare" reprezentând cinci milionimi din capitalul grupului pot dispune de imense blocuri de vot.

evident, de dominația structurilor industriale și de afaceri de tip conglomerat, vizibilă mai ales în peisajul germanic.

Toate acestea au fost de natură să alimenteze structuri și practici de guvernare anacronice, caracterizate prin lipsă de transparență, de deschiderea spre piață și prin atotputernicia echipelor de management.

În ultimii ani însă, ritmul schimbărilor s-a accelerat ca urmare a concurenței dintre partenerii din Uniunea Europeană pentru captarea rezultatelor procesului de economisire pe plan european, dar și pentru acces la fondurile de investiții americane prezente în Europa. La accelerarea schimbării contribuie valul de privatizări (active de peste 200 miliarde de dolari au fost privatizate în cursul deceniului trecut) și de simplificare a reglementărilor.

Expresiile acestor schimbări sunt multiple.

Terenul pentru concurență și practici de guvernare societară corespunzătoare se degajează prin reducerea volumului participărilor încrucișate, al privatizărilor, precum și ca urmare a reformelor fiscale (renunțarea la impozitul asupra câștigurilor de capital). De la aproape 20% din capitalizarea firmelor cotate la bursă în 1996, volumul participărilor încrucișate s-a redus la circa 10% în cursul anului 2000. Comportamentul băncilor față de firmele unde pot exercita prin procură drepturile de vot ale unor investitori individuali începe să fie mai rezervat după experiențele de la mijlocul deceniului trecut, când un număr de societăți dominate de bănci s-au prăbușit sau au ajuns în pragul falimentului. Drept urmare, numărul de acțiuni efectiv negociabile și disponibile pentru investitori din afară (*free float*) a crescut considerabil și s-au împutinat barierele în calea preluărilor inamicale. Rezervele de reducere a volumului participărilor încrucișate sunt încă foarte mari. Numai în Germania, ele se cifrau în 1999 la peste 200 de miliarde de dolari.

Numeroase firme importante, ca Siemens, Thyssen, Krupp, Hoechst, ABB, Fresenius echipamente medicale, Phillips, Daimler-Benz ș.a., au trecut la strategia de **deconglomerare** și focalizare industrială, ceea ce le permite atât sporirea performanțelor, cât și sporirea atractivității lor pe piețele de capital.

Ele se angajează cu o întârziere de 10-15 ani pe drumul parcurs de societățile americane¹.

În țări ca Franța, unde, din motive clientelare, privatizările din anii '80 promovaseră așa-numitele nuclee dure (*noyaux durs*), participările încrucișate pe care se sprijineau aceste nuclee încep să fie desfăcute.

Prosperitatea economică și dezvoltarea piețelor axate pe acțiuni de creștere, respectiv **Neuer Markt** în Germania și **Nouveau Marché** în Franța,

¹ Dacă în anii '70 valul de fuziuni a constituit în SUA un instrument de promovare a conglomeratelor, în ultimii 10-15 ani firmele americane au făcut un drum în sens invers, punând accent pe streamlining, adică pe raționalizare, asuplizare și concentrarea pe activitățile de bază în care sunt capabile de excelență.

Încurajaseră dezvoltarea capitalului de risc. Anul trecut, fonduri cu capital de risc de 10-15 miliarde de dolari erau la dispoziția noilor întreprinderi. Astăzi însă, când pe **Neuer Markt** valoarea acțiunilor tranzacționate este cu 80% mai mică decât vârful din anul trecut, față de pierderea de valoare de 60% de pe Nasdaq, este în-doielnic că ar mai fi rămas fie și vagi urme de entuziasm față de capitalul de risc.

Un alt semn de schimbări revoluționare îl constituie evoluția în planul fuziunilor. Până acum 4-5 ani, ideea preluărilor neamicale era de neconceput, aproape o blasfemie în Europa. În 1999-2000, ele deveniseră o modă, inclusiv și mai ales, în cazurile în care erau implicate firme din țări diferite. În 1999, volumul tranzacțiilor implicând firme europene a totalizat 1500 miliarde de dolari, față de circa 250 de miliarde în 1990. Europa devansa SUA ca pondere a fuziunilor în capitalizarea totală. Valul de fuziuni oglindește tendința, firească în procesul construcției europene, de a depăși, prin consolidarea transfrontalieră, fragmentarea națională și de a asigura avantajele de care se bucură firmele americane pe piața lor internă. Liberalizarea și privatizarea stimulează aceste procese. Jaloane în aceste valori de privatizare le-au constituit preluarea grupului Mannesman de către Vodaphone, fuziunea între Rhone-Poulenc și Hoechst, firme semnificative din principalele două economii continentale europene. În domeniul apărării se conturează o fuziune între firme franco-germane-spaniole. Sunt puternice presiunile de consolidare transfrontalieră în comerțul de detaliu, producția de automobile și telefonia mobilă. Există motive să se presupună că actuala recesiune nu va face decât să încetinească sau cel mult să stopeze temporar valul de fuziuni, căci pentru construcția Europei ele sunt indispensabile.

Firmele europene sunt însă prinse la mijloc între presiunile pieței, care le împing spre asuplizare și performanță, și presiunile sindicatelor, cu preocupările lor specifice vizând adesea un orizont pe termen scurt. Unele schimbări se înregistrează însă și la nivelul sindicatelor. Astfel, sindicatele suedeze, care și de această dată au rol de pionier, tind să se axeze pe strategii care recunosc inevitabilitatea restructurărilor și faptul că, pe termen lung, ele coincid cu interesul public. De aici, tendința acestor sindicate de a pune un mai mare accent pe programele vizând formarea și perfecționarea, și nu atât pe securitatea locurilor de muncă. Chiar și în Germania, sindicatele mai combative, ca I.G. Metall, sunt în oarecare pierdere de viteză. Mișcarea sindicală se reorganizează, se regroupează spre a face față progresului serviciilor, tendințelor de efasare a barierelor dintre ocupații și scăderii numărului de membri. Sub o anumită presiune se află și însuși sistemul german de guvernare societară, care rezervă sindicatelor 50% din locuri în consiliile de supraveghere.

În acest context de concurență sporită și de presiuni din partea pieței pentru ca firmele să evolueze, de activism acționarial crescând¹, structurile și practicile

¹ În Franța, în Germania, în Suedia, ca și în Italia, acționarii minoritari, sprijinindu-se pe media și pe asociații naționale de apărare a intereselor lor, angajează și uneori câștigă bătălii în urma cărora se aleg cu locuri în consiliile de administrație sau cu promovarea propunerilor pe care le susțin. Activismul acționarial din Europa nu se ridică la nivelul vigoriei demersului fondului de pensii Calpers din Statele Unite, dar are totuși un rol semnificativ.

de guvernare societară sunt într-o continuă evoluție. Direcția mișcării este spre transparență, adaptarea de norme de contabilitate americană sau IAS, spre un mai mare echilibru între management, consilii de administrație, acționari. Preocupările profesionale, reglementative și legislative pentru guvernarea societară sunt tot mai intense. Presa arăta anul trecut că în Franța existau două, iar în Belgia trei coduri de guvernare societară.

4.3. Evoluții în țările emergente

În țările cu piețe emergente, principalii promotori ai bunei guvernări a întreprinderilor sunt o serie de fonduri mutuale și alți investitori instituționali din lumea dezvoltată, dar și o instituție din grupul Băncii Mondiale – IFC (International Financial Corporation) – activă și în sprijinirea dezvoltării piețelor de capital. Din motive menționate mai sus, IFC participă de mult timp la activitatea principalelor fonduri care se ocupă cu investiții de dezvoltare (*private equity funds*). Interesul investitorilor instituționali străini este de înțeles. În crizele din Asia de Est și Rusia, ei au pierdut ca urmare a prăbușirii pieței acțiunilor aproape 250 de miliarde de dolari, în parte și datorită standardelor inferioare în materie de guvernare a întreprinderilor. Guvernarea societară este cea mai importantă problemă care stă în fața țărilor în dezvoltare, subliniază Mark Mobius, director (Emeritus) al Templeton Investment Management, managerul unui portofoliu de peste 5 miliarde de dolari și vechi consilier al IFC. Din cauza lacunelor și deficiențelor guvernării societare, țările în dezvoltare nu sunt suficient de atractive pentru capitalurile străine. Într-adevăr, din peste 21 de trilioane de dolari aflați la dispoziția investitorilor instituționali din SUA, Europa și Japonia, doar 233 de miliarde, adică ceva mai mult de 1% ajung în țările în dezvoltare. De altfel, tot după Mobius, fără o bună guvernare societară și fără protecția drepturilor acționarilor, investițiile nu vor fi eficiente pe termen lung.

Vederi similare susține James D. Wolfensohn, președintele Băncii Mondiale. Răspunderea societăților față de proprietarii lor reprezintă un element vital într-o democrație modernă, iar o bună guvernare societară contează foarte mult, ea lărgind acționariatul și reducând concentrările de putere. Guvernarea societară, subliniază, Wolfensohn stimulează piețele de capital și încurajează inovația. Ea favorizează investițiile străine directe pe termen lung, reduce volatilitatea acestora și acționează disuasiv asupra fugii capitalurilor. De altfel, numai dacă au fost adoptate înalte standarde de guvernare își încredințează publicul economiile societăților care administrează fonduri de pensii.

Observații ca cele aparținând lui Mobius și Wolfensohn sunt deosebit de pertinente în cazul țărilor cu probleme de finanțare a sistemelor de securitate socială, care depind tot mai mult de capacitatea de a atrage capitalul privat străin.

4.4. Principii elaborate de OCDE

Acestea sunt și rațiunile pentru care OCDE și Banca Mondială au convenit recent să creeze un Forum Global pentru Guvernare Societară. Aceste două instituții continuă să sublinieze în documentele lor că o bună guvernare contribuie

la sporirea performanțelor economice pe termen lung ale diferitelor state și la întărirea sistemului financiar internațional. Acesta este unul din principalele învățăminte ale crizei relativ recente de pe piețele emergente.

În acest context, în aprilie 1998, un consiliu ministerial OCDE a chemat organizația ca, împreună cu guvernele naționale, alte organizații relevante și cu sectorul privat, să dezvolte un corp de standarde și norme de guvernare societară. A fost astfel constituit un grup de lucru special, care, pornind de la experiențele naționale și în cooperare cu IMF și Banca Mondială, a elaborat **Principiile OCDE de guvernare societară**.

Principiile sunt menite să sprijine guvernele țărilor membre și nemembre în eforturile lor de a evalua și perfecționa cadrul legal, instituțional și de reglementare pentru guvernarea societară în țările lor și să ofere repere și sugestii pentru burse de valori, investitori, societăți comerciale și alți agenți care au un rol în procesul dezvoltării unei guvernări societare corespunzătoare.

În accepția autorilor, guvernarea societară se referă la relațiile dintre management, consiliul de administrație, acționarii unei societăți, precum și alte categorii de părți interesate și asigură mecanismele prin care se stabilesc obiectivele societății și se determină mijloacele pentru atingerea lor și monitorizarea performanțelor. O guvernare societară corespunzătoare oferă stimulente adecvate pentru ca la nivelul consiliului de administrație și al conducerii executive să se urmărească obiective care sunt în interesul societății și al acționarilor și să se asigure o monitorizare efectivă, stimulând firmele să-și folosească mai eficient resursele.

Principiile se concentrează asupra problemelor care rezultă din separarea proprietății de funcția de control, cu alte cuvinte de aspectele practice ale problemei agentului.

Respectarea principiilor de bază ale unei bune guvernări societare are o importanță crescândă în deciziile investiționale.

Pe de o parte, este vorba de accesul la fluxurile internaționale de capital. Dacă diversele țări vor să beneficieze din plin de avantajele pieței globale de capital și să atragă capital pe termen lung, aranjamentele privind guvernarea trebuie să fie credibile și bine înțelese peste hotare.

Pe de altă parte, chiar și atunci când investitorii străini nu sunt implicați, "aderarea la practici de bună guvernare contribuie la sporirea încrederii investitorilor interni și poate duce la reducerea costului capitalului și, prin urmare, la atragerea de surse de finanțare mai stabile" (p. 3).

Principiile nu au un caracter obligatoriu și nu aspiră să ofere recomandări detaliate pentru legiuitorii naționali. Ele acoperă cinci domenii: 1. Drepturile acționarilor (cadrul de guvernare societară trebuie să protejeze drepturile acționarilor); 2. Tratatamentul echitabil al acționarilor (cadrul de guvernare societară trebuie să asigure tratamentul echitabil al tuturor acționarilor, inclusiv minoritari și străini; toți acționarii trebuie să aibă posibilitatea de a obține reparații efective pentru încălcarea drepturilor lor); 3. Rolul părților interesate în guvernarea societară (cadrul de

guvernare societară trebuie să recunoască drepturile altor părți interesate, recunoscute de lege, și să încurajeze cooperarea activă a societăților comerciale și părților interesate în crearea de avuție, locuri de muncă și asigurarea sustenabilității unor finanțe sănătoase); 4. Informarea publică și transparența (cadrul de guvernare societară trebuie să asigure prezentarea de informații la timp și exacte în toate problemele importante privind societatea comercială, inclusiv situația financiară, performanțele, structura acționariatului și guvernarea societății); 5. Atribuțiile consiliului de administrație (cadrul de guvernare societară trebuie să asigure supravegherea efectivă a managementului de către consiliul de administrație și răspunderea consiliului față de societate și de acționari).

Ținând seama de legătura care, așa cum se acceptă tot mai larg, există între performanțele firmei și calitatea guvernării societare, particularitățile acesteia în diverse țări sunt ținute sistematic sub atenție. Asociațiile patronale (Franța), bursele de valori (Canada) fac studii analitice însoțite de recomandări, se adoptă legi (Germania), se elaborează studii academice comparative.

Convergența spre un model care pune în centru acționarul și valoarea pentru acționari este trăsătura dominantă. "Modelele de guvernare a societăților se aseamănă tot mai mult și vizează cam aceleași obiective"¹.

În practică însă, structurile de guvernare prezintă diferențe de la țară la țară.

Astfel, în Germania se practică o organizare pe două niveluri a consiliului de administrație: un nivel de control, respectiv consiliul de supraveghere, și un directorat executiv, iar salariații sunt reprezentați aproape întotdeauna în consiliile de supraveghere. Raportările anuale cuprind informații asupra salariaților, asupra proporției în care valoarea adăugată se distribuie între factorii de producție, face referiri la problemele de securitate a muncii și de mediu. Guvernarea de întreprindere reflectă raporturile de parteneriat și pune accentul pe aspectele sociale caracteristice capitalismului partenerial (*stakeholder capitalism*) de tip renan.

În țările anglo-saxone, unde domină capitalismul acționarial, salariații sunt priviți ca factori de producție remunerați la prețul pieței. Aici accentul se pune pe transparență, pe divulgarea oricărei informații semnificative, pe norme și proceduri care să prevină lezarea intereselor acționarilor, pe capacitatea consiliului de administrație de a face judecăți independente față de conducerea executivă, pe posibilitatea acționarilor minoritari de a participa, a-și spune părerea, a înscrie probleme pe ordinea de zi a consiliului, respectiv a adunărilor generale etc.

4.5. Ridicarea nivelului guvernării societare în România

Ridicarea nivelului guvernării societare concepute ca un proces continuu este nu numai o coordonată a efortului la nivel micro de îmbunătățire a performanțelor economice, ci și o condiție a dezvoltării capitalismului acționarial, a dez-

¹ R al Labelle (Școala de înalte Studii Comerciale (H.E.C.) din Montréal și Bernard Rafurnier (HEC – Universit  de Genève), "Conseil d'administration et gouvernement d'entreprise; une comparaison internationale", La Revue Financi re, no.127, 2000, Paris.

voltării unui sistem financiar bazat pe piețele de capital și pe utilizarea avantajelor globalizării piețelor de capital.

Câteva direcții de acțiune se impun cu deosebire.

O primă direcție se referă la cadrul legal. S-ar putea folosi prilejul relaborării legilor privitoare la piețele de capital (dar și a legii societăților comerciale) pentru a transforma o serie de aspecte esențiale de guvernare societară în dispoziții legale.

S-ar putea, de exemplu, institui obligativitatea declarării **conflictului de interese**, respectiv a situațiilor în care membrii consiliilor de administrație și managerii au o relație de afaceri, de familie sau de altă natură care poate să afecteze judecata lor în legătură cu o afacere.

S-ar putea, de asemenea, interzice tranzacțiile bazate pe informațiile deținute de persoane inițiate. Nu în toate țările legea interzice asemenea practici, iar în unele cazuri când interdicția există, urmărirea și sancționarea cazurilor de încălcare a legii nu se face în mod consecvent. Practicile respective contravin normelor unei bune guvernări și încalcă principiul tratamentului echitabil al acționarilor. În comentariile la **Principiile OCDE** se recomandă guvernelor din țări cu lacune legislative să ia măsuri de eliminare a unor asemenea lacune. Desigur, se poate avea în vedere și posibilitatea declarării conflictului de interese, urmată de o decizie a consiliului de administrație la care să participe doar membrii fără conflict de interes. Nu credem că această soluție este eficientă, mai ales în condițiile tranziției și în cazurile în care consiliile de administrație nu au în componența lor membri independenți sau reprezentanți ai acționarilor minoritari (de menționat că legea maghiară privind piețele financiare și de capital din 1997 conține o asemenea interdicție). În orice caz, două tipuri de tranzacții cu risc mare de abuz se cer interzise: plățile făcute de o persoană terță unei persoane inițiate în legătură cu o tranzacție între o societate și o persoană terță și creditele acordate de societate unei persoane inițiate fără documentație sau fără obligația de a plăti o dobândă rezonabilă.

S-ar putea institui obligația divulgării structurilor și aranjamentelor care permit unor acționari să obțină un control disproporționat în raport cu proporția acțiunilor deținute.

Un obiect de preocupare trebuie să-l constituie funcționarea eficientă și transparentă a piețelor pentru controlul societăților comerciale. Regulile și procedurile care guvernează dobândirea poziției de control într-o societate și tranzacțiile extraordinare, cum sunt fuziunile și vânzarea unor părți substanțiale a activelor societății, trebuie să fie clar articulate, astfel ca investitorii să-și înțeleagă drepturile și posibilitățile de recurs. Măsuri legale și regulamentare trebuie să oblige ca aceste tranzacții să se desfășoare la prețuri transparente și în condiții de corectitudine, astfel încât să se protejeze drepturile investitorilor în funcție de categoria lor. Acțiunile antipreluare trebuie interzise, spre a nu permite managerilor să se sustragă de la răspunderea față de acționari.

În ceea ce privește obligația de informare periodică, ar fi cazul să se precizeze că aceasta trebuie să cuprindă informații semnificative privind cel puțin următoarele probleme: rezultatele financiare și operaționale ale societății; obiectivele societății; acționarii semnificativi și drepturile lor de vot; membrii consiliului de administrație, persoanele din principalele posturi de conducere și retribuțiile lor; factorii de risc semnificativi care pot apărea; aspecte semnificative referitoare la salariați și alți parteneri; structuri și politici de guvernare societară (divulgarea structurilor și politicilor de guvernare ale unei societăți, în special împărțirea competențelor între acționari, management și consiliu de administrație, este importantă pentru evaluarea guvernării societății respective).

Obligația de auditare a raportărilor financiare de către un auditor independent este însoțită în unele țări de măsuri pentru sporirea independenței auditorilor. Aplicarea de standarde pentru un audit de înaltă calitate, sporirea răspunderii consiliului de administrație pentru selecția auditorilor, limitarea procentului din venitul extraaudit pe care auditorul îl poate primi de la un client dat, evaluare de către alți auditori a auditului efectuat, interzicerea prestării de servicii de non-audit, rotare obligatorie și numirea directă a auditorilor de către acționari sunt alte măsuri de avut în vedere pentru sporirea calității auditului.

În legătură cu consiliul de administrație, legea va trebui să prevadă obligațiile ca membrii consiliului să acționeze în deplină cunoștință de cauză, cu bună credință, cu diligența și grija cuvenite și spre a servi cât mai bine interesele societății și ale acționarilor. Consiliul trebuie să asigure respectarea legii și să țină seama de interesele celorlalte părți interesate, recunoscute de lege.

Atribuțiile consiliului de administrație diferă în funcție de țări și de societăți. Prin lege ar putea fi consacrate următoarele atribuții considerate în "Principiile OCDE" drept esențiale:

1. analizarea și orientarea strategiei de firmă, aprobarea celor mai importante planuri de acțiuni, a politicii în materie de risc, a bugetelor anuale și planurilor de afaceri;
2. selecția, stabilirea retribuției, supravegherea și, la nevoie, înlocuirea persoanelor cu posturi-cheie din conducere;
3. examinarea remunerării pentru personalul de conducere și membrii CA și asigurarea unui proces transparent de propuneri pentru consiliul de administrație;
4. monitorizarea și gestionarea situațiilor de potențiale de conflicte de interese ale managementului, membrilor CA și acționarilor, inclusiv legate de gestiunea frauduloasă a bunurilor societății și malversații în tranzacții cu terți;
5. asigurarea integrității sistemelor de raportare contabilă și financiară, inclusiv a unui audit independent; răspunderea pentru existența unor sisteme de control, în special a sistemelor de control al riscului, de control financiar și de respectare a legii;

6. monitorizarea eficienței practicilor de guvernare cu care operează și, la rigoare, efectuarea schimburilor care se impun;
7. supravegherea procesului de informare și comunicare.

Între măsurile care pot fi adoptate pentru a se asigura independența față de management a consiliului de administrație pot figura: alegerea de membri independenți, care nu sunt angajați ai societății sau nu au legături strânse cu societatea sau managementul; separarea funcției de președinte al Consiliului de administrație de funcția de director executiv al societății; afectarea unui număr suficient de membri ai CA, capabili de judecăți independente, spre a se ocupa de problemele unde există un potențial conflict de interese, cum sunt raportarea financiară, comisia de propuneri și remunerarea managementului și a membrilor consiliului.

În dezvoltarea cadrului legal, trebuie să se țină seama de unele particularități care disting țările în tranziție de cele cu tradiție din Occident¹. În primul rând, constrângerile de piață, constrângerile legate de reputație, precum și constrângerile culturale în materie de delict de inițiat și de lezare a intereselor acționarilor minoritari sunt mai slabe în țările în tranziție și, ca atare, restricțiile legale trebuie să fie mai severe.

În al doilea rând, în aceste țări, există un deficit în materie de infrastructură juridică pentru tratarea complexelor probleme de afaceri. De aceea, Legea societăților comerciale trebuie să fie mai explicită, trebuie să țină seama de faptul că într-o economie de piață matură se tinde spre un echilibru diferit între flexibilitate și protecția investitorului, în favoarea flexibilității.

În al treilea rând, protecția acționarilor minoritari este deosebit de importantă în contextul tranziției, când un mare număr de societăți sunt controlate de un singur acționar sau un mic grup de acționari, iar managerii au frecvent dețineri substanțiale. Studiul notează că "Legea societăților comerciale din țările în tranziție trebuie să răspundă cu reguli stricte menite să asigure protecția acționarilor minoritari, cum ar fi votul cumulativ la alegerea consiliului de administrație; o acțiune (ordinară) un vot; reguli speciale de aprobare a tranzacțiilor în care managerii sau marii acționari au un conflict de interese, obligația ca societatea să emită și să achiziționeze propriile sale acțiuni numai la valoarea de piață; dreptul de răscumpărare pentru acționarii care nu sunt de acord cu reorganizările, marile tranzacții și acele schimbări din statutul societății care le limitează drepturile.

Spre deosebire de unele țări membre ale OCDE în care se permite ca acțiunile să fie vândute sub prețul pieței ca formă stimulatorie de remunerație pentru manageri și salariați, studiul efectuat de Comisia pentru Cooperare Economică cu Țări Nemembre recomandă să nu se facă derogări în detrimentul

¹ Aceste probleme sunt tratate de un grup de experți, care în cadrul Centrului OCDE pentru Cooperare cu Economiiile din Țările Nemembre (CCNN) a elaborat studiul "General Principles of Company Law for Transition Economies", inclus în volumul OECD, Principles of Corporate Governance.

acționarilor, să se vândă acțiuni **doar** la prețul pieței, iar **stimulentele** să se acorde în **resurse lichide**. Dacă se folosește conceptul de valoare de piață, acesta trebuie să fie definit.

În materie de instrumente convertibile în acțiuni și opțiuni pentru achiziția de acțiuni, poziția studiului este că acestea se pretează, în cadrul economiilor în tranziție, la manipulări și abuzuri. Se recomandă neutilizarea lor sau, eventual, să se permită emisiunea de opțiuni, dar numai după ce, în prealabil, acționarii au decis asupra numărului și condițiilor de emisiune.

O deosebită importanță în cadrul normelor de guvernare societară are precizarea atribuțiilor ce revin direct acționarilor, respectiv a problemelor în care statutar ei au dreptul de a se pronunța în cadrul adunărilor generale. Este vorba de amendamente la statut; reorganizarea societății; încheierea de tranzacții semnificative; derogări de la drepturile de preempțiune ale acționarilor asupra acțiunilor societății sau a unor instrumente convertibile în acțiuni; aprobarea emisiunii de obligațiuni; încheierea de tranzacții implicând conflicte de interese; aprobarea răscumpărării de acțiuni proprii; alegerea membrilor consiliului de administrație și încetarea înainte de termen a mandatului lor; aprobarea anuală a bilanțului societății.

În plus, legea trebuie să stipuleze procedurile în baza cărora un acționar ce deține un minimum de acțiuni (eventual 2% din acțiunile ordinare) să poată pune o problemă în discuție la adunarea anuală a acționarilor, proceduri care permit acționarilor să obțină lista altor acționari spre a le solicita sprijin pentru propunerile lor; proceduri prin care acționarii care dețin un mare număr de acțiuni (de exemplu, 10%) pot cere consiliului de administrație să convoace o reuniune extraordinară spre a discuta anumite probleme specifice și proceduri prin care un anumit număr de acționari pot acționa în justiție în numele societății pe unii membri ai conducerii executive.

La nivelul participanților pieței, organizațiilor profesionale (patronale), organismelor de reglementare și asociațiilor nonprofit se impune, de asemenea, construirea unor structuri de preocupări sistematice. Grupuri de lucru ad-hoc ar urma să fie create cu misiunea de a urmări studiile făcute peste hotare cu privire la evoluții și tendințe în materie de guvernare societară.

Anumite grupuri ar întreprinde, de asemenea, studierea experienței naționale și și-ar prezenta concluziile și recomandările în cadrul unor rapoarte periodice (la 3-5 ani sau ori de câte ori condițiile o cer).

Un efort susținut în această direcție este indispensabil și s-ar dovedi curând a fi extrem de fertil.

5. TENDINȚE ÎN PLANUL STRUCTURILOR DE REGLEMENTARE FINANCIARĂ

Revoluția financiară - cu suporturile și consecințele sale - are, desigur, implicații și asupra principiilor și structurilor de reglementare. Cel mai sensibil aspect rezultă, probabil, din tendințele de globalizare și din absența structurilor de supraveghere financiară la nivel internațional. Nu ne vom ocupa de acest aspect aici, întrucât el necesită o analiză mai amplă. Chiar și la nivel național transformările sunt atât de importante încât problema reformei instanțelor de reglementare financiară a devenit de actualitate.

Structurile de reglementare financiară sunt legate de tradiții și diferă de la țară la țară. Revoluția financiară, iar în Europa, dificultățile întâmpinate în crearea pieței unice a serviciilor financiare au relansat discuțiile asupra adecvării structurilor de reglementare. Până în urmă cu 5-10 ani discuțiile se cantonavă asupra virtuților, respectiv dezavantajelor pe care le comportă sistemul de autoreglementare vs. reglementarea exercitată de organisme publice în baza prevederilor legale. Acum dezbaterile se axează pe două categorii de probleme: rolul băncii centrale și problema specializării.

În privința rolului băncii centrale, se discută dacă banca centrală este autoritatea cea mai indicată să efectueze supravegherea bancară și să acționeze, la nevoie, ca împrumutător de ultimă instanță.

În privința specializării, se discută dacă o super sau megaautoritate, împuternicită să reglementeze toate categoriile de servicii și instituții financiare, este mai adecvată decât reglementarea prin agenții specializate.

La nivelul Uniunii Europene, apare suplimentar problema dacă autoritățile naționale trebuie să-și păstreze prerogativa de supraveghere a serviciilor financiare, de altfel în acord cu un principiu de bază al integrării economice și monetare, sau dacă, dimpotrivă, este preferabil să se constituie o autoritate europeană de supraveghere a serviciilor financiare.

5.1. Structuri de reglementare pe glob

La nivel de poziție și la nivel de acțiune și construcție instituțională, Anglia a jucat un rol de pionier, când în 1997 guvernul laburist al lui Tony Blair a creat Autoritatea pentru Servicii Financiare FSA (Financial Services Authority), ca instituție unică de reglementare a serviciilor financiare, tranșând și în ceea ce privește rolul băncii centrale în supravegherea bancară (prin exonerarea Băncii Angliei de această prerogativă) și în ceea ce privește virtuțile, respectiv defectele reglementării unice față de reglementarea specializată¹. Autorități unice de

¹ Regimul abrogat era un amestec de reglementare publică și cvasiprivată, bazată pe organisme de autoreglementare. Noul regim se întemeiază exclusiv pe o autoritate publică, acționând în baza legii, și este menit să asigure o mai mare coordonare și coerență între diferitele zone

reglementare au, de asemenea, Austria, Danemarca, Suedia. Două țări - Belgia și Finlanda - au organisme comune pentru bănci și servicii de investiții; șapte alte țări au instituții separate care reglementează serviciile de investiții.

În Franța, principalul organism de reglementare este Comisia pentru Operații Bursiere, așa-numita COB (Commission des Operations de Bourse), care își împarte responsabilitatea cu alte două organisme: Consiliul Piețelor Financiare, un organism de reglementare care supraveghează tranzacțiile de piață, și Comisia Bancară, supraveghetorul pentru activitățile bancare.

Germania, care are în prezent autorități speciale pentru bănci, servicii de investiții, asigurări, s-a pronunțat pentru trecerea la sistemul autorității unice de reglementare.

Și în Franța sunt discuții în legătură cu comasarea autorităților de reglementare, dar autoritățile franceze susțin cu fermitate modelul unei reglementări cu două capete, respectiv pentru normele prudențiale și tranzacțiile en gros (piețele pentru tranzacții financiare între profesioniști) și reglementările pentru piețele en detail, pe care produsele financiare sunt vândute consumatorilor.

Între țările asociate la Uniunea Europeană, Ungaria a fost prima care, în prima parte a anului trecut, a procedat la comasarea celor trei agenții de reglementare în cadrul Autorității Ungare de Supraveghere Financiară¹.

În afara Europei, au megaautorități de reglementare și supraveghere Japonia, Coreea de Sud, China, Hong Kong, Taiwan, iar în America de Nord – Canada.

În Statele Unite ale Americii, sistemul de reglementare, care nu s-a schimbat în mod esențial din 1934, se caracterizează prin **specializare și fragmentare**. Piețele de capital sunt reglementate de SEC (Securities and Exchange Commission). Celelalte componente ale sectorului serviciilor financiare sunt însă sub autoritatea mai multor foruri de reglementare și supraveghere. Asupra bănci-

reglementate, un acces mai simplu la autoritatea de reglementare, o mai clară responsabilitate (accountability) și o mai mare eficiență bazată economii de scară.

FSA combină supravegherea bancară (anterior în sarcina Băncii Angliei), supravegherea serviciilor de investiții (anterior sub autoritatea SIB - Securities and Investment Board), reglementarea serviciilor de asigurări (anterior sub autoritatea Departamentului Comerțului și Industriei - DTI) și integrează organismele de autoreglementare - SFA (Securities and Futures Authority), IMRO (The Investment Management Regulatory Organisation) și PIA (The Personal Investment Authority). Autoritatea creată în 1997 a absorbit, de asemenea, the Building Societies Commission și the Friendly Societies Commission.

FSA răspunde în fața guvernului și parlamentului.

Banca Angliei răspunde de stabilitatea generală a sistemului, ceea ce implică monitorizare și acțiune pe piețe pentru a asigura stabilitatea sistemului financiar. Un memorandum între Ministerul de Finanțe, Banca Angliei și FSA stabilește modul de lucru pentru gestiunea crizelor.

¹ După declarațiile oficialilor noii autorități integrate, aceasta reflectă cerințele rezultate din dezvoltarea sectorului și va asigura o mai mare coerență legislativă, aplicarea de standarde unitare și furnizarea unor informații mai cuprinzătoare. Autoritatea Ungară de Supraveghere Financiară este organizată pe criterii funcționale, ceea ce-i permite să valorifice cultura și experiența agențiilor precedente. Se subliniază, de asemenea, că o supraveghere consolidată este recomandată de agențiile multilaterale.

lor veghează așa numitul Office of the Comptroller of the Currency, dar și the Federal Deposit Insurance Corporation, the Federal Reserve Board (banca centrală) și comisiile pentru bănci ale diferitelor state. Cât despre societățile de asigurări, ele sunt reglementate și supravegheate de comisiile de asigurări ale statelor. După fiecare dezastru financiar – criza bursieră din 1987, prăbușirea suferită de Bank of Credit and Commerce International sau de Long-Term Capital Management din 1998 – se relansează discuția despre necesitatea reformei sistemului de reglementare și despre oportunitatea trecerii la sistemul autorității unice.

5.2. Banca centrală și supravegherea bancară

După Karel Lannoo (1998) de la Centrul European de Studii Politice (CEPS) din Bruxelles, în dezbaterea acestei probleme se pornește de la rolul băncilor centrale în asigurarea stabilității sistemelor financiare și prevenirea crizelor sistemice contagioase. Argumentul *pro* este că exercitarea de către banca centrală a funcțiilor de reglementare și supraveghere bancară ar putea să contribuie într-o mai mare măsură la asigurarea stabilității financiare generale. În plus, întrucât este chemată să participe la operațiunea de salvare a băncilor, banca ar trebui să participe și la supravegherea lor.

Argumentul *contra* combinării funcțiilor de politică monetară și de supraveghere bancară este că aceasta poate genera conflicte de interese, căci participarea băncii centrale la operațiile de salvare bancară poate primejdui stabilitatea prețurilor și accentua riscul moral. În plus, combinarea ar putea genera în rândul firmelor speranța că în elaborarea politicii monetare banca centrală va fi influențată de considerente de stabilitate a sistemului financiar.

Faptul că ambele regimuri sunt cam egal reprezentate în Uniunea Europeană ar putea fi interpretat că nu există argumente hotărâtoare în favoarea vreunui model. După Goodhaad și Schoenmaker (1995), problema trebuie privită nu ca un exercițiu teoretic abstract, ci în contextul structurii financiare și bancare specifice din fiecare țară. O analiză a falimentelor bancare din ultimele două decenii arată o mai mare frecvență a acestora în țări cu regim separat decât în țări cu regim combinat. Acesta nu poate fi însă un argument hotărâtor, întrucât mulți alți factori intervin: calitatea reglementării, măsura în care guvernul este gata să lase o bancă să cadă sau existența oligopolurilor în domeniul bancar. Cei doi autori ajung la concluzia că operații de salvare bancară sunt mai probabile în regimuri combinate.

Tendința este ca băncile centrale să se retragă din activitățile de supervizare. Lannoo consideră că la baza acestei tendințe stă faptul că activitatea bancară devine tot mai complexă și mai puțin clar definită, principalele bănci fiind active în mai multe jurisdicții ca prestatori de servicii financiare. Pe de altă parte, în domeniul bancar, crește rolul autoreglementării. În sfârșit, ar exista un acord tot mai larg asupra ideii că guvernul, și nu banca centrală, ar trebui să aibă responsabilitatea sprijinului financiar în cazuri extreme. Capacitatea băncilor centrale de a organiza și coordona operații de salvare bancară se diminuează, aceste operații devenind tot mai costisitoare, tinzând să depășească sumele pe care banca centrală le poate oferi din resursele sale. Asemenea concluzii au rezultat din experimentele făcute de Norvegia, Suedia și Franța în deceniul trecut. În consecință, singura posi-

bilitate a fost să se recurgă la finanțarea din fonduri publice, transferate pe umerii contribuabililor, ceea ce a dat greutate argumentelor după care funcțiile de supraveghere trebuie să se afle sub **control politic**. O strânsă cooperare între autoritățile de supraveghere și banca centrală se impune însă, întrucât numai această instituție este în măsură să ofere imediat pieței lichidități, în caz de perturbări.

5.3. Două viziuni asupra reglementării piețelor financiare

În rândurile teoreticienilor și practicienilor domeniului financiar, abordările problemelor reglementării se grupează în jurul a două concepții:

I - eficiența piețelor financiare și

II - imperfecțiunea și instabilitatea piețelor financiare (Plihon, 2001) concentrate în tabelul următor.

Două concepții despre rolul supravegherii financiare

	Paradigma I: Eficiența piețelor financiare	Paradigma II: Imperfecțiunea și instabilitatea piețelor financiare
Locul supravegherii publice	Supravegherea trebuie să se limiteze la respectarea regulilor de transparență. Supravegherea publică trebuie restrânsă dacă afectează jocul disciplinei de piață. Disfuncțiile piețelor provin mai mult din excesul decât din insuficiența supravegherii publice.	Supravegherea este o completare necesară a disciplinei pieței. Nevoia de intervenție din afara pieței Supravegherea publică este necesară pentru a compensa eșecurile piețelor.
Disciplina pieței	Disciplina de piață trebuie să fie modalitatea principală de reglementare a piețelor. Trebuie eliminate toate obstacolele care afectează jocul disciplinei de piață. Subvenții și garanții publice. Asigurarea depozitelor trebuie limitată la depozitele monetare. Dezvoltarea datoriei subordonate. Trebuie stimulată liberalizarea financiară a țărilor emergente.	Disciplina de piață este o condiție necesară, dar nu și suficientă pentru buna funcționare a piețelor. Disciplina pieței trebuie completată prin: - sancțiuni aplicate de autoritățile de reglementare; - acțiuni corectoare precoce. Liberalizarea financiară a țărilor emergente trebuie să fie precedată de construcția unui sistem de supraveghere publică eficace.
Rolul transparenței	Transparența, condiția necesară și suficientă pentru exercițiul disciplinei de piață și pentru eficiența informațională a piețelor. Necesitatea ca obligațiile de informare să fie extinse la toți participanții - bancari și nebancari - la piețele financiare. Crizele financiare din țările emergente sunt determinate de lipsa de transparență a instituțiilor financiare locale.	Respectarea regulilor de transparență nu este suficientă: - opacitatea - caracteristică fundamentală a intermedierei bancare - impune supravegherea publică; - accentul exclusiv pus pe transparență ignoră mimetismul și alte comportamente rezultate din psihologia colectivă pe piețele financiare.

Reglementarea piețelor financiare este necesară atât din considerente generale, proprii tuturor ramurilor de activitate economică, cât și din considerente speciale.

Considerentele generale se referă la protecția consumatorilor, stabilirea regulilor de concurență și verificarea respectării lor. Protecția consumatorilor se sprijină pe asigurarea informării lor corespunzătoare, dar și pe reguli menite să-i pună la adăpost de practicile abuzive. În ceea ce privește concurența, ideea de bază este că, fără reguli, se dezvoltă practici abuzive, care - la extrem - pot duce la suprimarea concurenței.

Considerentele speciale țin de natura industriei serviciilor financiare, în primul rând de faptul că ele se bazează pe o gestiune a riscurilor. Or, interdependența actorilor financiari implică un risc sistemic. De aici importanța controlului riscurilor. Pe de altă parte, sistemul financiar are o poziție strategică în cadrul economiei. Dacă acest sistem intră în criză, este afectat ansamblul economiei.

În plus, pe piețele de capital disproporția durabilă între cererea și oferta de active financiare poate duce la o tendință de creștere inflaționistă a prețurilor acestor active. **Inflația financiară** este, cum arată experiența, mult mai primejdioasă decât inflația prețurilor bunurilor și serviciilor. Prin **efectul de patrimoniu** (*wealth effect*), ea poate duce la supraambalarea cheltuielilor de consum și de investiții, iar apoi, în momentul corecției - al scăderii brutale a cursurilor - să producă efecte devastatoare asupra sectorului real.

Reglementarea financiară comportă trei funcții: stabilirea de reguli de conduită; controlul aplicării acestor reguli (monitorizarea) și supravegherea **prudențială**, al cărui obiectiv este prevenirea riscului sistemic.

Reglementarea și supravegherea financiară are o dimensiune **micro** prudențială (autorizarea prestatorilor de servicii financiare; supravegherea pe baza documentelor de raportare continuă și controlul la fața locului) și o dimensiune **macro** prudențială, vizând prevenirea și combaterea crizelor (limitarea riscurilor și asigurarea unei bune protejări împotriva lor).

Cele două concepții înfățișate în tabel opun o viziune clasică/neoclastică viziunii keynesiene. După modelul I, piețele sunt eficiente și, ca atare, pe o bază descentralizată, pot fi adoptate cele mai bune decizii pentru o alocare optimă a resurselor. Piețele se autoreglează în sensul că jocul diverșilor actori imprimă o disciplină a piețelor. Autoritățile de supraveghere nu trebuie decât să asigure respectarea regulilor în materie de transparență. Modelul II pornește, dimpotrivă, de la imperfecțiunea piețelor și de la incapacitatea lor de autoechilibrare și de alocare optimă a resurselor (optica keynesiană). Transparența informației trebuie asigurată, dar aceasta nu e suficientă: comportamentul actorilor financiari se bazează nu atât pe reacții raționale la informații despre **fundamentele macroeconomice**, cât pe reacții mimetice și pe psihologia participanților pieței. Intervenții din afara pieței sunt deci necesare pentru a asigura o funcționare normală a piețelor.

*

* *

Dezvoltarea reglementării exercitate de actori privați este explicată atât prin tendința de inspirație liberală de a reduce imixtiunea factorilor publici, cât și prin complexitatea crescândă a operațiilor financiare (Plihon, 2001), care face tot mai costisitoare și mai dificilă supravegherea exercitată de organisme publice. Aici intră atât activitatea **organismelor de autoreglementare** (ca bursele de valori sau organizațiile profesionale de tip NASD - Asociația Națională a Dealerilor de Valori Mobiliare din Statele Unite) care adoptă reguli, monitorizează aplicarea lor și, la rigoare, intervin cu sancțiuni, cât și activitatea proprie a instituțiilor financiare de a-și dimensiona riscurile în funcție de nivelul resurselor proprii și acțiunea de notare efectuată de agențiile specializate de rating. Dacă organismele de autoreglementare sunt active atât în materie de urmărire, cât și de sancționare, ele sunt percepute adesea ca organisme publice ca "government". Această percepție a fost întâlnită de autorul acestor rânduri la actori privați din Statele Unite. În ceea ce privește agențiile de rating, unii autori cred că, în viitor, ele s-ar putea substitui organismelor publice de reglementare și supraveghere.

5.4. Reglementare consolidată sau reglementare specializată

În favoarea reglementării consolidate pledează argumentele economiilor de scară, unele avantaje de ordin politic și practic și mai ales faptul că acest fel de reglementare este mai bine adaptat tendinței de formare a unor **conglomerate financiare**, oferind întreaga gamă de servicii și produse financiare¹.

Argumente pentru:	
o autoritate unică de reglementare financiară	o autoritate specializată de reglementare financiară
- demers one-stop pentru autorizare	- organizare mai ușoară
- concentrarea de expertiză și economii de scară (de exemplu, prin comasarea funcțiilor de autorizare)	- atribuții mai clar definite
- costuri de supraveghere mai scăzute	- mai aproape de activitățile reglementate
- mai adaptată la evoluția sectorului financiar spre conglomerate financiare	- mai adaptată la diferențele în materie de risc și de natură a activităților financiare, o axare mai clară pe obiectivele și rațiunile reglementării
- cooperare asigurată între formele de supraveghere: un coordonator pentru supravegherea conglomeratelor	- o mai bună cunoaștere a activităților reglementate

¹ Directivele Comisiei se referă la trei categorii de instituții financiare: instituții de credit, prestatori de servicii de investiții și prestatori de asigurări. Instituțiile de credit cuprind băncile comerciale, casele de economii, băncile mutuale sau cooperatiste și băncile ipotecare (sau societăți de construcții). Serviciile de investiții sunt cele enumerate în anexa la Directiva cu același nume și legate de utilizarea instrumentelor specificate, iar instituțiile prestatoare sunt băncile de investiții (sau merchant banks sau banques d'affaires) sau societăți de valori mobiliare autorizate pentru unul, mai multe sau întreaga gamă de servicii. Asigurările cuprind societățile autorizate să facă asigurări de viață sau de bunuri.

Argumente pentru:	
o autoritate unică de reglementare financiară	o autoritate specializată de reglementare financiară
- absența nevoii de arbitraj în materie de reglementare	- o prezență mai discretă
- formă mai transparentă pentru consumator	- o mai mare înclinare spre supravegherea pe bază de obiective (?)

Sursa: Karel Lanoo.

Problema de bază rămâne schimbul de informații între diversele structuri de supraveghere, în special în lumina formării de conglomerate financiare acționând la nivel internațional, și necesitatea de a se stabili un coordonator (național) al supravegherii.

Supravegherea pe bază de obiective. O modalitate de adaptare la tendința formării de conglomerate este ca supravegherea să devină mai axată pe obiective și să se desfășoare separat pe probleme de:

- stabilitate, solvabilitate;
- conduită în afaceri: informare și transparență, practici bazate pe corectitudine și cinste, egalitatea participanților la piață.

Agencia pentru stabilitate s-ar concentra pe probleme sistemice, cea pentru conduită – pe protecția deponenților/investitorilor. Pornind de aici s-ar putea avea în vedere un model care îmbină supravegherea funcțională cu cea pe obiective. Pentru bănci/servicii de investiții, supravegherea ar putea fi bazată pe obiective, iar pentru bănci, asigurarea ar putea rămâne funcțională, aceasta din cauza diferenței între produse și a structurii inverse a riscului. O asemenea structură de supraveghere funcționează în Italia. Banca d'Italia supraveghează instituțiile financiare pentru aspectele de stabilitate financiară, iar COMSOB se ocupă de conduita în afaceri a băncilor și societăților de valori mobiliare. Supravegherea pe bază de obiective poate fi adâncită pe filiere **en gros** și **en detail**, pornindu-se de la premisa că asimetria informației și implicațiile eșecului de piață sunt mult mai mari în sectorul en detail, ceea ce sporește nevoia de protecție a consumatorilor. Această formulă susținută de Franța ar avea și meritul de a reduce riscul de contaminare între cele două sectoare.

5.5. Problema reglementării financiare la nivelul Uniunii Europene

Crearea pieței unice a serviciilor financiare se sprijină pe trei piloni:

- un minim de omogenizare a diverselor piețe naționale ca efect al implementării directivelor europene în materie de bănci, servicii de investiții și asigurări, de natură să permită recunoașterea reciprocă a instrumentelor, a serviciilor financiare și a prestatorilor de asemenea servicii;
- principiul “pașaportului unic”, adică valabilitatea autorizației acordate într-o țară pentru a stabili sucursale în orice altă țară membră sau a presta servicii transfrontaliere;

- răspunderea țării gazdă în materie de supraveghere.

Implementarea directivelor respective s-a făcut însă cu întârziere și cu diferențe destul de mari de la țară la țară, astfel că în stabilirea efectivă a pieței unice a serviciilor financiare s-au înregistrat serioase rămăneri în urmă. Comisia a reacționat timid la recalcitranța țărilor membre, constituind un destul de slab Forum al Comisiilor Europene de Valori Mobiliare (FESCO – sigla engleză) cu misiunea de a promova cooperarea între autoritățile de reglementare pentru piețele de valori mobiliare. FESCO nu are însă un statut oficial, ci trebuie să lucreze pe bază de consens, și nu poate emite recomandări obligatorii. De aceea, îndată după lansarea euro, liderii europeni au adoptat, la summit-ul de la Lisabona din martie 2000, Planul de acțiune pentru serviciile financiare (FSAP) inițiat de Comisie. FSAP recomandă 42 de măsuri pentru a raționaliza piețele financiare en gros și en detail, cu termene de implementare până în anul 2005.

Franța a considerat necesar să se meargă mai departe și mai repede, astfel că în semestrul II al anului 2000, când țara deținea președinția Consiliului de Miniștri, Laurent Fabius (ministrul economiei și finanțelor) a cerut constituirea unui mic grup de lucru care să studieze posibilitatea unui plan mai îndrăzneț, inclusiv crearea unui for paneuropean de reglementare cu sediul la Paris. Anglia s-a opus acestei idei și a încercat să o blocheze. Grupul s-a creat însă, incluzând un oficial britanic, Sir Nigel Wicks, și având ca președinte pe Alexandru Lamfalussy, fost președinte al Institutului Monetar European. La rapoartele prezentate în noiembrie 2000 și februarie 2001 de către acest grup am mai făcut referire mai înainte.

Punctele de vedere în prezent sunt următoarele.

Cele mai multe state membre agreează ideea unui for unic de reglementare, unele, ca Franța, susținând un sistem integrat, dar dual. Pe aceleași considerente, ideea unui for paneuropean de reglementare este privită ca o soluție la haosul actual din acest domeniu. Germania sprijină ideea autorității paneuropene unice. Anglia se opune acestei idei. Alte țări continuă să prefere sistemul autorităților naționale și al concurenței între diversele jurisdicții.

Grupul Lamfalussy nu ajunge atât de departe încât să propună o autoritate paneuropeană de reglementare, deși crearea unui "Comitet de valori mobiliare" pentru a accelera procesul este privită de unii ca embrionul unui SEC (organismul de reglementare american pentru valorile mobiliare).

Grupul identifică lacunele **numeroase** și importante din legislația europeană și propune următoarele măsuri prioritare, care ar urma să fie adoptate și puse în vigoare până la sfârșitul anului 2003:

- un prospect unic pentru emitenți, cu un sistem obligatoriu de înregistrare preliminară;
- modernizarea cerințelor de înscriere la cotă și introducerea unei distincții clare între admiterea la cotă și admiterea la tranzacționare;

- generalizarea principiului recunoașterii reciproce pentru piețele en gros, inclusiv o definiție clară a investitorului profesional;
- modernizarea și dezvoltarea regulilor de investiții pentru fonduri de investiții și fonduri de pensii;
- adoptarea IAS (standardelor internaționale de contabilitate);
- pașaport unic pentru piețele bursiere recunoscute și aplicarea principiului că supravegherea se asigură de către țara gazdă.

Grupul Lamfalussy constată că în Uniunea Europeană există circa 40 de organisme publice ce se ocupă cu reglementarea și supravegherea piețelor de valori mobiliare. Competențele sunt amestecate și responsabilitățile sunt diferite. **“Rezultatul la nivel european este fragmentarea și, adesea, confuzia”.**

Centrul de greutate în propunerile Grupului îl constituie, probabil, măsurile menite să accelereze procesul decizional în cadrul Uniunii Europene și să asigure un control mai riguros al implementării directivelor de către statele membre. În acest sens, se propune o abordare în patru trepte a procesului decizional și de implementare, asupra cărora nu este cazul să insistăm aici.

5.6. Spre o unificare a reglementării și supravegherii serviciilor financiare în România

Având în vedere tendințele generate de revoluția financiară și, mai ales creșterea ponderii piețelor de capital în finanțarea întreprinderilor și constituirea de conglomerate și supermarketuri financiare, precum și opiniile prevalente în cele mai multe state europene, cred că ar fi oportun să se procedeze și în România la reconsiderarea structurilor de reglementare și supraveghere, în ideea comasării într-o autoritate unică a structurilor existente.

Am mai exprimat această idee în comunicarea prezentată în cadrul proiectului ESEN (Evaluarea Stării Economiei Naționale) la sfârșitul anului 1999. Am constatat cu acest prilej că părerea mea era convergentă cu cea a guvernatorului BNR, profesorul Mugur Isărescu.

Distincția între piețele *en detail* și cele *en gros*, susținută de Franța și aplicată în Italia, este, după părerea mea, fertilă și ar putea fi avută în vedere într-o fază ulterioară de dezvoltare a piețelor de capital românești, dacă va mai fi cazul. Deocamdată însă, ar trebui să se meargă pe drumul deschis de Anglia și urmat în zona noastră de către Ungaria. Elaborarea și aplicarea de standarde unitare ar crea condiții mai bune pentru dezvoltarea serviciilor financiare și realizarea unei supravegheri mai eficiente.

Dezvoltarea organismelor de autoreglementare nu este o pistă de urmat. România nu are cultura de piață dezvoltată în timp în Statele Unite. Acest sistem nu și-a putut dovedi eficiența nici măcar într-o țară ca Anglia. În cursul unor deplasări în această țară, am avut prilejul să ascult critici la adresa organismelor de autoreglementare și să primesc sfaturi de prudență în această privință.

Schimbul de informații și colaborarea între instituțiile de reglementare și supraveghere, dacă sunt organizate bine, au șanse să dea rezultate pozitive.

Nu cred că în prezent suporterii ideii autorității unice de supraveghere sunt foarte mulți. Dar ei există în toate cele trei sectoare ale serviciilor financiare din țara noastră. Dezbateră publică poate contribui la clarificarea punctelor de vedere și alegerea unui sistem de reglementare și supraveghere care să corespundă atât nevoilor dezvoltării normale a acestui domeniu, cât și tendințelor care se schițează pe plan european.

Bibliografie selectivă

- Agtwael, Antoine; Park, Keith, *The World's Emerging Stock-markets*, Probus Publishing Co., Chicago, Illinois, Cambridge, England, 1996.
- Berle, Adolf; Means, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.
- Clifford, Chance, *The reform of the UK financial regulatory system*, CEPES, Brussels, 1998.
- Crocket, Andrew, *The Theory and Practice of Financial Stability. Essays in International Finance*, Princeton University, 1998.
- Dalton, John M., *Piața acțiunilor*, Editura HREMA, București, 1999.
- Drucker, Peter, "The next society - A survey of the near Jointure", *The Economist*, November 3rd, 2001.
- Ferrandon, Benoît, "Régulation du systcme financier national et international", *Bourse et marchés financiers*, No. 301, 2000.
- Group of Thirty, *Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk. A Study Group Report*, 1997.
- Group of Thirty, *The Evolving Corporation. Global Imperatives and National Responses*, Washington DC, 1999.
- Isărescu, Mugur C., *Reflecții economice*, Academia Română, Centrul Român de Economie Comparată și Consensuală, coediție Expert, 2001.
- Kuhn, Robert Lawrence, *Mortgage and Asset Securization*, Business One IRWIN, Homewood, Illinois, 1994.
- Lanoo, Karel, *A Decade of Financial Market Liberalisation in the EU*, CEPES, Brussels, 1998.
- OECD, *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Paris, 1998.
- OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, OLIS - SG/LG (99) April 5, 1999.
- Taylor, Francesca, **Mastering Derivatives Markets**, F.T. Pitman Publishing, market editions, London, 1996.
- The Committee of Wise Men, *Final Report on the Regulation of European Securities Markets*, European Union, Brussels, February 15, 2001.

-
- ***, "A survey of corporate finance", *The Economist*, January 17th, 2000.
- ***, "A survey of European business", *The Economist*, April 29th, 2000.
- ***, "A survey of global equity markets", *The Economist*, May 5th, 2001.
- ***, "A survey of international banking", *The Economist*, April 17th, 1999.
- ***, "A survey of online business", *The Economist*, May 20th, 2000.



CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ
Redactor-șef: Valeriu IOAN-FRANC

Redactori: Aida SARCHIZIAN, Paula NEACȘU, Mihaela PINTICĂ
Secretariat științific: Dan OLTEANU, Alexandra PURCĂREA
Machetare, tehnoredactare și concepție grafică: Nicolae LOGIN
