

24 ianuarie 1996

Nr.  
22

**22**

*plus*

Supliment al revistei „22”

# PIEȚELE DE CAPITAL

Raport realizat de  
Universitatea Central Europeană  
– Privatization Project

Cu începere din 1994, cititorii revistei „22” au putut urmări rezumatele rapoartelor realizate în cadrul unui program al Universității Central Europene, program numit „Privatization Project”. Au fost deja publicate materialele referitoare la sindicate, la băncile centrale și la sistemele de asigurări sociale. Este, poate, momentul să reluăm câteva detalii privind modul în care sînt elaborate aceste rapoarte.

În 18 țări central- și est-europene este redactat cîte un raport ce consemnează schimbările principale care au intervenit în perioada post-comunistă într-un domeniu bine definit al activității economice și sociale. Cercetarea pornește de la un set de întrebări și teme, comun pentru toate țările. Rapoartele naționale sînt apoi analizate comparativ și sintetizate într-un raport tematic de către un colectiv de experți, precum profesorii americani Roman Frydman (Universitatea New York) și Andrej Rapaczynski (Universitatea Columbia), colectiv coordonat de Kenneth Murphy, consacrat ca editorialist la *The Economist*. Rezumatul acestor rapoarte tematice este apoi pus în circulație în toate cele 18 țări supuse cercetării, prin intermediul unei rețele de publicații cu o audiență totală de peste 6 milioane de cititori, rețea din care face parte și revista „22”.

Și în cazul noului material prezentat în continuare, referitor la piețele de capital, paragrafele dedicate situației din România sînt relativ puține. Principala cauză este caracterul incert al evoluției înregistrate în acest domeniu în România pînă în prezent. Instrumentele și instituțiile specifice pieței de capital au apărut în România cu întîrziere față de alte țări central-europene, dar au apărut. Ponderea și influența lor rămîn însă minime, iar controlul politic, exercitat din interiorul sau din afara Guvernului, prevalează încă asupra mecanismelor economice libere. Avem bursă de valori, avem emisiuni publice de acțiuni, avem fonduri de investiții, avem obligațiuni de stat – rolul tuturor acestora este însă periferic și minor deocamdată. Creditele neperformante acordate de bănci au încă o pondere mare. Evaziunea fiscală nu mai este un fenomen accidental, ci o rețetă pentru satisfacerea necesităților financiare imediate: marii agenți economici cu capital de stat au datorii la bugetul de stat și la cel al asigurărilor sociale de sute de miliarde de lei, și datoriile continuă să crească.

În 1995 nu a apărut revirimentul preconizat în dinamica investițiilor străine în România. Acest eșec confirmă concluzia raportului Universității Central Europene: țările care întîrzie în a-și dezvolta o piață de capital liberă și disciplinată pierd în competiția pentru atragerea de capital străin. Iar capitalul străin este singura sursă de finanțare a unei creșteri economice în ritm alert, creștere fără de care decalajul ce ne separă de țările vest-europene se va mări.

LIVIU GAIȚĂ



## SETEA DE CAPITAL ÎN ȚĂRILE FOSTE COMUNISTE

În fostele state socialiste din Europa de Est și CSI, sistemele financiare sînt supuse unor transformări rapide, determinate de dezvoltarea piețelor de acțiuni și investiții. Cursa năvalnică în desfășurare demonstrează că disprețul socialist față de finanțe este de domeniul trecutului. Se observă, de asemenea, o creștere în aceste țări a economiilor populației și o tendință de atragere a capitalului străin, realizate prin organizarea și dinamizarea piețelor de capital.

„Acum revoluționarii sîntem noi!”, spune în mod sarcastic Igor L. Butișkov la închiderea ședinței săptămînale a Bursei Republicane din Tașkent, instituție care își desfășoară activitatea în condiții mai mult decît precare, la etajul al doilea al unui imobil, cu un personal format din cîteva zeci de oameni care încearcă să se descurce în fața monitoarelor lor. Deși oarecum rudimentar, sistemul inventat de Butișkov (care tranzacționează acțiunile unui număr de doar 10-20 de societăți) a fost într-adevăr revoluționar; și-a dovedit eficiența în Uzbekistan și a fost aplicat cu succes din Țările Baltice pînă în Bișkek. Guvernul uzbek

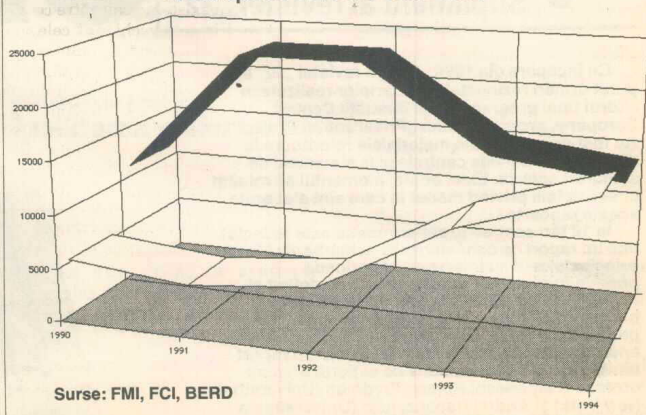
este atît de nerăbdător să promoveze piața de capital, încît a introdus o scutire de impozite de 3 ani pentru tranzacțiile cu dividende și acțiuni.

Privatizarea prin cupoane a făcut ca zeci de milioane de cehi, cazaci, lituanieni, letoni, moldoveni, slovaci și ruși să se transforme peste noapte în mici acționari. În 1995, noi burse și fonduri se deschid în Moldova, România, Estonia, Kazahstan, Kirgizstan și Uzbekistan, iar prețurile acțiunilor cresc vertiginos, atît în Rusia, cît și în toată Europa Centrală. Această viteză de creștere reprezintă măsura nevoilor de capital (enorm) necesar pentru a restructura vechile industrii și pentru a demara noi afaceri. Implicațiile sînt grave, atît la nivel guvernamental, cît și la nivel de firme. Să privim nevoile legate de infrastructură: există liste de așteptare interminabile pentru obținerea de linii telefonice, există probleme cu rețeaua electrică, șoselele sînt mizerabile, iar liniile de cale ferată sînt anacronice. Rezolvarea acestor probleme este vitală, deoarece o infrastructură necorespunzătoare afectează mult creșterea economică. Investițiile estimate pentru

finanțarea acestor modernizări în perioada 1995-2000 sînt cuprinse între 750-1.000 miliarde USD (cf. EU-BERD). Deși aceste sume pot părea impresionante, ele nu vor fi acoperite doar prin finanțări externe. Dimpotrivă, o bună parte pot fi obținute pe plan intern, existînd totuși o oarecare creștere economică pe plan local. Dar această nevoie acută de capital se răsfrînge în politica economică a fiecărei țări în parte și implică dereglări, scăderea controlului statului și liberalizări.

De fapt, această nevoie de capital nu constituie singurul motiv pentru dezvoltarea piețelor de capital. Un rol semnificativ îl joacă și recunoașterea faptului că piața determină alocarea de credite. În cazul în care există firme ce au nevoie de bani pentru a deveni profitabile, ele trebuie ori să fie susținute de către guvern, ori să se orienteze către un alt mod de finanțare (de obicei mai flexibil): investitori privați, din țară sau străini.

**Evoluția intrărilor de capital privat (banda albă) și a intrărilor de capital prin acorduri guvernamentale (banda neagră) în Europa de Est între 1990-1994**



Surse: FMI, FCI, BERD

## FINANȚAREA VIITORULUI

**Probleme: sisteme de întrajutorare gen Caritas, lipsa reglementărilor legale, nesiguranța investiției, absența informațiilor asupra piețelor de capital**

Bolile copilăriei fac ravagii. Apar tot felul de „sisteme” de multiplicare a capitalului. Mii de ruși și de români au reușit prin aceste „sisteme de întrajutorare”, de genul MMM (în Rusia) sau Caritas (în România), să-și piardă toate economiile acumulate într-o viață. Conform unor statistici, în Lituania o persoană din trei a pierdut bani în urma unor speculații financiare. Pare cu atît mai grav cu cît doar trei „patroni” ai unor astfel de sisteme, după faliment, au fost arestați și anchetați, dar în stare de libertate. Banca Națională a Letoniei își declină orice fel de responsabilitate; directorul acesteia, d-l Repse, își expune punctul de vedere printr-o metaforă: „Dacă cineva nu respectă regulile de circulație și are un accident, nu este de vină cel care a stabilit acele reguli”. Astfel de cinisme au stimulat formarea unui „partid al investitorilor înșelați”, cu o platformă-program într-un singur punct: *urem banii noștri înapoi*. Dar indiferența votanților a lăsat acest partid în afara Parlamentului.

Piețele de capital sînt de asemenea afectate de lipsa unor reglementări legale. Majoritatea investițiilor pe piețele de capital în astfel de condiții sînt haotice, iar sistemul de impozitare devine dezorganizat. Unele mari firme, avînd capitalul majoritar sub controlul unor forțe financiare, nu îi marginalizează pe micii acționari, locali sau străini. În Rusia, de exemplu, *Purneftegaz* (o mare firmă petrolieră) își are sediul într-un sat din stepa siberiană. Așa încît orice persoană interesată să cumpere acțiunile firmei este nevoită să zboare cu avionul de la Moscova la Surgut, de unde să prindă trenul către Kantî Mansiisk, iar apoi să mai meargă puțin de cîteva ore cu mașina pînă la sediul societății.

O mare problemă pentru investitori (interni sau străini) o reprezintă *custodia*. (Prin custodie înțelegem păstrarea și/sau gestionarea în condiții de siguranță maximă a unor active.) Asta deoarece nimeni nu dorește să-și încredințeze acțiunile unor brokeri nesiguri. În țările din Vest, majoritatea acționarilor au încredere în brokerii lor, așa încît acțiunile sînt păstrate de ei pînă în momentul tranzacției. Datorită faptului că în Europa de Est majoritatea burselor de-abia au fost înființate, iar profesionalismul și corectitudinea brokerilor nu au fost încă probate, investitorii manifestă o anumită rețineră.

## Investiția în Europa de Est - o loterie

În ceea ce privește fondurile mutuale cu investiții americane, ne lovim de o problemă deosebit de serioasă în ceea ce privește custodia. Datorită unor legi concepute în ideea prevenirii „manipulărilor”, fondurile mutuale americane sînt obligate să-și gestioneze acțiunile printr-o societate independentă de investiții, care ar trebui să satisfacă standarde mult mai greu de realizat în condițiile legislației unor societăți în tranziție. (Acesta este și motivul pentru care unele instituții financiare gen Chase Manhattan, Citicorp sau Credit Suisse și-au creat centre de custodie la Moscova. Rusia este o țară foarte mare, iar profitul potențial este pe măsură. Dar alte țări din estul Europei n-au acest element de atracție.) Problemele devin mult mai greu de rezolvat în cazul țărilor în care acțiunile sînt „nemateriale” - adică nu există ca titluri de proprietate, ci se regăsesc doar în documentele societății; în contractele de asociere. Aceasta face practic imposibilă investiția unor fonduri de investiții importante, deoarece acestea nu au posibilitatea să recurgă la un custode local.

Totuși, problema fundamentală pentru investitori în Europa de Est (fie locali, fie străini), rămîne *lipsa quasi-totală de informație asupra piețelor de capital*. Managerii firmelor cu capital de stat au tendința de a ascunde orice fel de informație relativă la firma pe care o administrează, deși, în general, se constată că nici ei nu dețin prea multe informații. Altfel spus, se ascund informații necunoscute... Un studiu recent al Băncii Mondiale și al Proiectului de privatizare al Universității Central Europene relevă un fapt uluitor: 49% din marii investitori străini în Rusia nu primesc date financiare relative la societățile pe care le posedă. Chiar dacă nu există o cenzură a informației, se remarcă faptul că acele instituții care au drept scop achiziția, interpretarea și distribuția informației se află încă într-un stadiu de dezvoltare incipientă. Din acest motiv, a investi în Europa de Est este mai degrabă o loterie decît o acțiune motivată pe bază de informație.

## ÎN CE INVESTIȚI?

În ciuda fluctuațiilor imprévizibile, investițiile continuă să crească într-un ritm rapid. În 1990, investițiile străine directe sau în acțiuni (portofolii) erau doar aproximativ o treime din împrumuturile pentru dezvoltare și stand-by contractate cu Banca Mondială, FMI, BERD sau interguvernamentale. În 1993, deși împrumuturile guvernamentale au crescut în termeni absoluți, investițiile străine directe sau în acțiuni au devenit mai mari decît împrumuturile. Investițiile directe (adică achizițiile de acțiuni ale unei firme locale și implicit exercitarea drepturilor ce decurg din calitatea de proprietar) au crescut în permanență în Polonia, Ungaria și Republica Cehă la începutul anilor '90, iar în Rusia prin anii '93-'94. Și în Țările Baltice, Ucraina și Moldova se simte o tendință substanțială în acest sens. În mica Moldova, investițiile străine de capital au crescut cu 75% în 1995 - e drept, pornind de la o bază mică.

Dacă anii de pionierat ai tranziției de la socialism au fost anii *investițiilor directe*, viitorul se pare că aparține *investițiilor în portofolii*. Aceste investiții sînt importante, deoarece constituie principala sursă de capital pe piața mondială. Investitorii în portofolii - în principal instituțiile de investiții, cum ar fi fondurile mutuale sau fondurile de pensii - nu cumpără acțiuni pentru a interveni în managementul companiilor, ci pentru că estimează o dezvoltare a societăților respective, deci o creștere a valorilor acțiunilor și implicit și a dividendelor. Oferă libertate administratorilor societăților în conducerea acestora, intervenind ca factor de control doar prin pîrghiile oferite de vânzările sau cumpărările de acțiuni ale societății în cadrul mecanismelor piețelor de capital. În 1995, investițiile în portofolii au crescut pînă la suma de 62 milioane USD, timp în care investițiile directe s-au menținut la un nivel sensibil constant. Conform estimărilor BERD, investițiile în portofolii, acțiuni sau alte tipuri de titluri de valoare vor crește în continuare și vor depăși investițiile directe în toată Europa de Est și CSI.

Aceste tendințe generează optimism în cadrul burselor din regiune, atrăgînd un capital tot mai important, atît intern, cît și străin. În Rusia, Polonia, Republica Cehă și Ungaria, piețele de capital și de valori fluctuează enorm, atîngînd cote amitoioase, după care urmează prăbușiri la fel de rapide și noi regroupări. În ciuda acestor variații, Hans-Joerg Rudloff, cel care era considerat odată „regele” pieței de acțiuni Eurobond și șeful lui CS First Boston - Europa, artizan al investițiilor mondiale în Rusia, spune că „dacă toate vin dintr-o dată - dezvoltarea piețelor de capital, creșterea economică, scăderea

Prima rațiune de a exista a bursei de valori este aceea de a asigura o legătură între deținătorii de capital și cei care solicită capital pentru dezvoltarea unei afaceri. O a doua funcțiune a burselor este aceea de a asigura serviciile secundare, și anume de a crea un cadru de tranzacționare în condiții de siguranță a acțiunilor și datoriilor. Aceste două scopuri se află într-o strinsă legătură: cu cât circulația pe piață este mai mare, cu atât riscurile investițiilor sunt mai reduse, datorită scăderii riscului blocajelor.

Tradițiile fiecărei țări în parte determină și dimensiunea pieței de acțiuni. De exemplu, în Germania, majoritatea acțiunilor sunt nominalizate, ceea ce conduce la faptul că relativ puține sunt tranzacționate la Bursa din Frankfurt. Companiile au relații pe termen lung cu băncile, prin care își asigură acces la finanțare. Pentru companiile germane, asemenea celor japoneze, o sursă financiară importantă o constituie și obligațiunile pe care le pun în circulație. Aceste companii își cresc capitalul vânzând multe acțiuni. Sunt agreeate titlurile de valoare guvernamentale de către acele instituții financiare ce au pasive angajate pe termen lung, cum ar fi companiile de asigurări sau fondurile de pensii ce au obligații de plată ce se întind pe mulți ani. O situație asemănătoare o găsim

## TOTUL DESPRE BURSE

și în Japonia. În general, în Europa occidentală se constată o creștere a economiilor personale administrate de aceste fonduri. În America și Marea Britanie se observă o situație diferită: bursele sunt foarte dezvoltate și multe companii se folosesc de emiterea de acțiuni nominative puse în vânzare la burasă.

Bursele canalizează capitalul către firmele deja existente sau către cele în formare. Firmele vechi sunt cele mai avantajate. Dar există și multe modalități prin care o firmă poate să emită noi acțiuni și să le vândă. Una dintre acestea este, pentru o companie deja cotate, să ofere noua emisiune vechilor acționari, proporțional cu vechea distribuție a acțiunilor și cu o reducere față de prețul de piață estimat. În cazul în care nu vor dori să păstreze aceste noi acțiuni, vechii acționari le pot revinde celor interesați.

### Oferta publică de valori

O bursă de valori este de asemenea o modalitate pentru o companie de „a deveni publică”. Metoda cea mai des

folosită este „oferta publică de acțiuni”, prin care firma vinde într-o primă fază pachetul său de acțiuni unui intermediar specializat în acest tip de tranzacții, cum ar fi o bancă de investiții sau un broker. Acest pachet de acțiuni este divizat și oferit spre vânzare publicului, în general-cu un mic bonus stimulatoriu. În această procedură este necesară publicarea performanțelor firmei, popularizarea prin prospecte și alte mijloace de informare, iar în unele țări este obligatorie publicarea în presă.

O modalitate mai puțin uzuală este lansarea unei emisiuni de acțiuni prin organizarea unei licitații bursiere, în care acțiunile nu sunt oferite la un preț fix. Există o cotare la un preț minim de strigare, iar investitorii trebuie să specifice prețul pe care îl oferă și numărul de acțiuni pe care doresc să le cumpere. Acțiunile vor trece în posesia aceluia care oferă prețul maxim, în ordine descrescătoare, până la acoperirea întregului pachet de acțiuni. Emisiunile mici pot fi „plasate” de către băncile de investiții clienților lor (de obicei fonduri de pensii sau societăți de asigurare).

### Sisteme paralele pentru firme mici

Deoarece în multe țări noile emisiuni de acțiuni trebuie să fie înregistrate de către un organism guvernamental special desemnat (cum ar fi American Securities and Exchange Commission) și trebuie să corespundă unor anumiți indici de performanță impuși de bursa ce asigură tranzacția, operațiunile de audit și taxele legale fac emisiunile de acțiuni costisitoare. Subscripții percep de asemenea un comision de cel puțin 1,25% din valoarea în schimb obligației de a prelua toate acțiunile ce nu vor fi cumpărate de către public. Unele firme mici și cu posibilități financiare reduse pot evita anumite cheltuieli apelând la un soi de „piață a acțiunilor necotate”. Astfel se oferă posibilitatea de a investi în mici societăți aflate la început de drum și care nu-și permit să acopere costurile unei cotări oficiale.

### Sistemul de burse american

În America s-au dezvoltat multe astfel de sisteme alternative pentru firmele mici. Singura bursă cu sediul pe Wall Street este Bursa din New York (New York Stock Exchange), cea mai importantă din Statele Unite, fondată în 1792. Pentru firmele mici și mijlocii există American Stock Exchange sau alte 14 burse regionale. Mai există și o bursă mai puțin convențională, numită NASDAQ, ce nu are sediu, ci operează printr-o rețea computerizată. Acțiunile tranzacționate nu sunt supuse cerințelor foarte dure ale Bursei din New York și se adresează firmelor care în general nu sînt capabile să facă față acestor cerințe. Funcționarea burselor americane se bazează pe principiul licitației, iar brokerii răspund de buna desfășurare a acesteia. Specialiștii studiază în per-

manență piața în vederea evitării de-reglărilor. Pentru aceasta, ei au sub supraveghere un anumit număr de burse și au puterea de a vinde sau a cumpăra în nume propriu un anumit număr de acțiuni pentru a echilibra balanța între cerere și ofertă. De asemenea, mai au un registru de „ordine limitate”, ce conține ordine de a cumpăra sau a vinde anumite acțiuni la anumit preț, pe care trebuie să-l execute imediat cînd piața permite și în ordinea în care a primit instrucțiunile. Pentru eforturile sale, specialistul este răsplătit procentual cu tranzacțiile pe care le realizează de la diverși clienți.

Un alt element specific sistemului bursier american este acela de a putea cumpăra acțiuni „parțial” – altfel spus, clientul poate plăti doar o parte din prețul total, iar restul să-i fie împrumutat de către broker. Avantajul este acela că viteza de circulație a capitalului crește, investitorul avînd posibilitatea să facă tranzacția doar cu un avans. Pe de altă parte, este tot atât de adevărat că riscurile sînt mari: dacă un speculant face un pas greșit, efectele pot fi devastatoare. Din 1934, limitele acestor tranzacții zise marginale au fost reglementate de către banca centrală a Americii (Federal Reserve Board). În plus, fiecare bursă și-a stabilit, în mod suplimentar, plafoanele și regulile sale. Astfel, în momentul în care piața fluctuează în dezavantajul clientului ce folosește acest sistem, el poate fi pus să-și mărească fondul cu care a participat inițial.

Cuantumul reglementat prin lege a fost stabilit în ideea de a preîntîmpina speculațiile cu efectul dezastruos din anii '20. În plus, a mai fost creat un organism de supraveghere numit Securities and Exchange Commission. Acesta are dreptul legal de a reglementa întreaga activitate bursieră din SUA și a devenit un model pentru instituții similare din întreaga lume, inclusiv din Europa Centrală și de Est și din CSI. Toate emisiunile de acțiuni trebuie aduse la cunoștința acestui organism ce verifică valabilitatea documentelor și depistează eventualele erori. Are posibilitatea de a acționa pentru repararea situației, inclusiv prin măsuri judiciare îndreptate contra emitentului, subscripților, avocaților sau contabililor ce au generat greșelile.

### Sistemul de burse francez

Nu toate bursele folosesc specialiști. De exemplu, bursa franceză (care este un model pentru multe țări în tranziție), folosește un sistem computerizat. Toate ofertele și cererile sînt introduse de către brokeri într-o bază de date și procesate de către calculator. Astfel, prețurile sînt determinate de către calculatorul ce analizează relația dintre cerere și ofertă. Deși acest sistem are anumite dezavantaje, cînd se procesează o tranzacție voluminoasă se rezolvă o problemă de care se lovește țările în tranziție: el permite trecerea unei perioade mai îndelungate pentru corelarea cererii cu oferta, caz ce apare frecvent datorită lipsei de lichidități, iar aceste întîrzieri nu afectează desfășurarea corectă a mecanismului bursier. De aceea, modelul francez este atractiv pentru țări ca Lituania, Letonia, România, Polonia, Cehia și altele din regiune.

*inflației și creșterea lichidităților – putem spera că în curînd în toată regiunea se va putea vorbi de o acoperire a aproape întregii nevoi de capital”. Rudloff și-a pus în joc proprii bani în virtutea acestor convingeri. El a părăsit CS First Boston și a creat o Bancă de Investiții proprie, specializată în piața de titluri de valoare din Europa de Est și Rusia.*

Dar în condițiile dezvoltării investițiilor, trebuie ca piețele de capital să reprezintă stîlpul de susținere a întregului eșafodaj financiar. Chiar și în economiile cele mai apropiate de cerințele pieței libere din regiune (Estonia, Republica Cehă, Polonia, Slovenia), există tendința ca agenții economici să fie sprînjiniți în cea mai mare măsură în mod direct de către organismele bancare. Unele bănci sînt tentate de obținerea unor profituri mari și practică un *ecart* mare al dobînzilor. Astfel, se simte nevoia apariției unor structuri financiare mai flexibile și mai puțin costisitoare, respectiv facilitarea accesului direct la piețele de capital.

### Necesitatea piețelor de capital în țările cu reforma întîrziată

Dezvoltarea piețelor de capital devine o condiție tot mai stringentă în special în țările în care reforma a fost întîrziată, cum ar fi Belarus, Ucraina, România, Macedonia, Kazahstan, Uzbekistan și Bulgaria, acolo unde ar reprezenta un catalizator al creșterii economice. În toate aceste țări, băncile de stat nu sînt motivate și manifestă un oarecare dezinteres în ceea ce privește profitul și pierderile, iar majoritatea firmelor cu capital important continuă să se afle în administrarea statului. Modul în care mari firme neproductive trebuie să fie lăsate sau ajutate să dea faliment reprezintă o problemă extrem de spinoasă, ce nu a putut încă fi rezolvată nicăieri. Dar pentru

întreprinderile profitabile, dezvoltarea piețelor de capital reprezintă un mare avantaj, și anume le permite accesul la capital fără a mai fi la cheremul unor birocratii. Investitorii, care pot constitui surse alternative de lichidități, vor fi, pe de altă parte, mai interesați în a supraveghea performanțele și contabilitatea societății, ceea ce va motiva firma să fie cit mai eficientă.

### Intermediarii – firmele de investiții

În cadrul dezvoltării pieței de capital este de așteptat ca noi intermediari dinamici să apară și să se manifeste în tranzacțiile financiare. Există deja astfel de exemple, firme de investiții care s-au dezvoltat într-un mod neașteptat. În Belarus, de exemplu, firma FICO, avînd drept obiect de activitate tranzacțiile financiare, și-a început activitatea acum doi ani într-o cameră de hotel din Minsk, ca oficiu de schimb valutar, cu trei angajați, iar actualmente are un personal compus din peste 200 de persoane și o cifră de afaceri de peste 10 milioane USD pe lună și acțiuni plasate în peste 20 de societăți. În ciuda unor legi neclare și a unei ostilități politice manifeste, firma este considerată de Tom Jenkins de la *Coopers & Lybrand* ca o bancă comercială ce oferă toate serviciile necesare. Printre altele, intermediază și afaceri între instituții cum ar fi bănci de stat din Belarus și Patriarhia Bisericii Ortodoxe din Belarus.

Țara care dorește să-și asigure succesul trebuie să dezvolte o piață de capital solidă, cu produse competitive. Este o lecție pe care ar trebui să o învețe și să o aibă în vedere în primul rînd legiuitorii și guvernării. Pentru aceasta trebuie reformate și modernizate piețele de acțiuni și titluri de valoare, sistemul bancar și, nu în ultimul rînd, politica economică și financiară la nivel guvernamental.

## PRIVATIZAREA PRIN VÎNZARE DE ACȚIUNI

Pentru începuturile privatizării, cotarea la bursă a întreprinderilor de stat a părut o soluție optimă. Întreprinderile erau vândute, nu făcute cadou – și aceasta constituia un bun început al activității bursiere. Toate guvernele care au gândit astfel au constatat însă că s-au înșelat amar. Primii au fost ungarii și polonezii. „Primul program de privatizare”, atât de lăudat de către Budapesta, se dorea a fi un model de privatizare prin vânzare a unui mare număr de firme de stat. Au fost alese douăzeci de firme în acest scop. Băncile de investiții străine și firme de consultanță au asistat Agenția Națională de Privatizare la dezvoltarea procedurilor și pregătirea societăților respective pentru privatizare și au proiectat structura proprietății ce urma să ia ființă în urma procesului de privatizare. Conform metodei franceze, trebuia găsit câte un investitor strategic pentru fiecare dintre aceste firme și o parte din acțiuni urmau să fie tranzacționate la bursele din Budapesta sau Viena, prin ofertă publică.

Însă nici una dintre societățile propuse nu a putut fi vândută ani în șir. În plus, datorită incertitudinii legate de viitorul acestor firme, de forma de proprietate nestabilă, de scăderea continuă a economiei Ungariei, ele s-au degradat, iar pînă la urmă programul a trebuit să fie abandonat.

Polonia a fost mai „norocoasă” în acest sens. Bursa din Varșovia a devenit într-adevăr operațională, dar numărul de întreprinderi de stat poloneze cotate este încă destul de redus. În anii '93-'94, activitatea tranzacțiilor bursei a crescut anemic, dar și datorită faptului că doar un număr redus de companii erau cotate (21 de firme), și acțiunile nu erau nici suficient de numeroase, nici diversificate. Astăzi există mult mai multe acțiuni în circulație, dar numărul de firme cotate este încă redus.

### Între succesul de bursă și scandalul de corupție

Folosirea bursei ca motor al privatizării este o acțiune delicată. Pregătirea întreprinderilor, evaluarea resurselor acestora, modernizarea procedurilor lor contabile implică activități complicate și costisitoare. O mulțime de instituții guvernamentale sînt implicate în acest proces (ministere de finanțe, agenții de privatizare, bănci centrale și altele), iar funcționarii guvernamentali au tendința de a considera că dacă amîna la nesfîrșit vânzarea tot nu prea au ce pierde, pe cînd dacă au făcut o cotare nepotrivită au toate șansele de a fi acuzați de corupție. Ca exemplu putem lua firma ungurească IBUSZ, privatizată

prin ofertă publică, la care, la cîteva zile de la vânzare, prețul unei acțiuni a crescut de la 4.900 forinți la 12.500 forinți. Au apărut imediat tot felul de atacuri politice ce considerau că nu s-a realizat o evaluare corectă a activelor și ceea ce începuse ca un mare succes s-a transformat într-un scandal al profitorilor. A fost demis directorul Agenției de Privatizare, ceea ce a dus la o dezorganizare în cadrul Bursei din Budapesta și la o întîrziere a întregului proces de privatizare. În Polonia, situația a fost asemănătoare cu ocazia privatizării Băncii Slaski prin vânzare de acțiuni. Alt scandal politic, alte acuzații de corupție, alte demisii prin ministere, cu același rezultat de frînare al procesului de privatizare. Și guvernul Gyula Horn pare că se îndreaptă spre un nou dezastru politic, prin încercarea de a vinde unele mari bănci și regiile de stat (petrol, gaz, electricitate) unor bănci de investiții – Merrill Lynch, Deutsche Bank, Kleinwort Benson, CS First Boston –, pentru a reechilibra bugetul național. Atît opinia publică, cît și unele forțe politice importante nu sînt de acord cu vânzările către străini, iar Pál László, fostul ministru al muncii, un oponent „roz” al privatizării, este acum directorul monopolului de stat al energiei. În Macedonia au apărut mari divergențe între Agenția de Privatizare, căreia nu i s-a îngăduit de către Comisia de Valori Mobiliare să deschidă Bursa de Valori, prin care ar fi dorit să-și coteze cele 50% din acțiunile la întreprinderile de stat ce i-au fost încredințate în 1990-1991. Refuzul s-a datorat și faptului că bursele trebuie inițiate, conform statutului comisiei respective, de către sectorul

privat (bănci, fonduri de investiții etc.). În plus, Agenția de Privatizare are tendința de a favoriza privatizarea prin oferirea acțiunilor angajaților societății sau directorilor, ceea ce este o metodă total nepotrivită pentru a atrage capitalul. Astfel, aceștia au posibilitatea de a achita 10% din valoarea întreprinderii, ca să o capete, promițînd ca în următorii 5 ani să depună pînă la 51%, iar interesul lor este ca societatea să fie cît mai scăzut evaluată. În plus, managerii devin obstrucționiști în oferirea de informații către investitorii potențiali, pe care îi văd drept competitori față de propriul interes. Agenția de Privatizare din Macedonia a mai făcut o încercare de a vinde 5% dintr-o societate de textile, numită OTEX, firmă considerată una dintre puținele profitabile. Deși s-a făcut o bună campanie de publicitate în mass-media în jurul acestei acțiuni, în prima zi au fost vîndute doar 17 acțiuni, iar în următoarele luni doar vreo 200.

Nici în Belarus situația nu s-a prezentat mai bine. Dacă la vânzare, în octombrie 1993, acțiunile Băncii PromStroi (una dintre cele mai mari) erau cotate la 0,17 USD acțiunea, acum nu mai valorează mai mult de 0,052 USD datorită inflației; economiștii BERD apreciază că și managerii băncii au avut un rol în această depreciere, deoarece sînt interesați să cumpere personal activele băncii la un preț mic. În Letonia, Agenția de Privatizare a reușit să înregistreze două eșecuri succesive în cazul vânzării prin ofertă publică, prin confuzia pe care a creat-o, stabilind prețuri de vânzare diferite în raport cu categoria de cumpărători.

### Administrarea societăților pe acțiuni în economia de piață și de tranziție Editor: Marek Hessel, Fordham University

O culegere de eseuri scrise de renumiți universitari și practicieni occidentali, tratînd problemele fundamentale cu care se confruntă consiliile de administrație ale societăților pe acțiuni, atît într-un mediu economic de piață, cît și într-unul de tranziție.

Jonathan Charkham, fost consilier al Guvernatorului Băncii Angliei, despre eficiența consiliului de administrație.

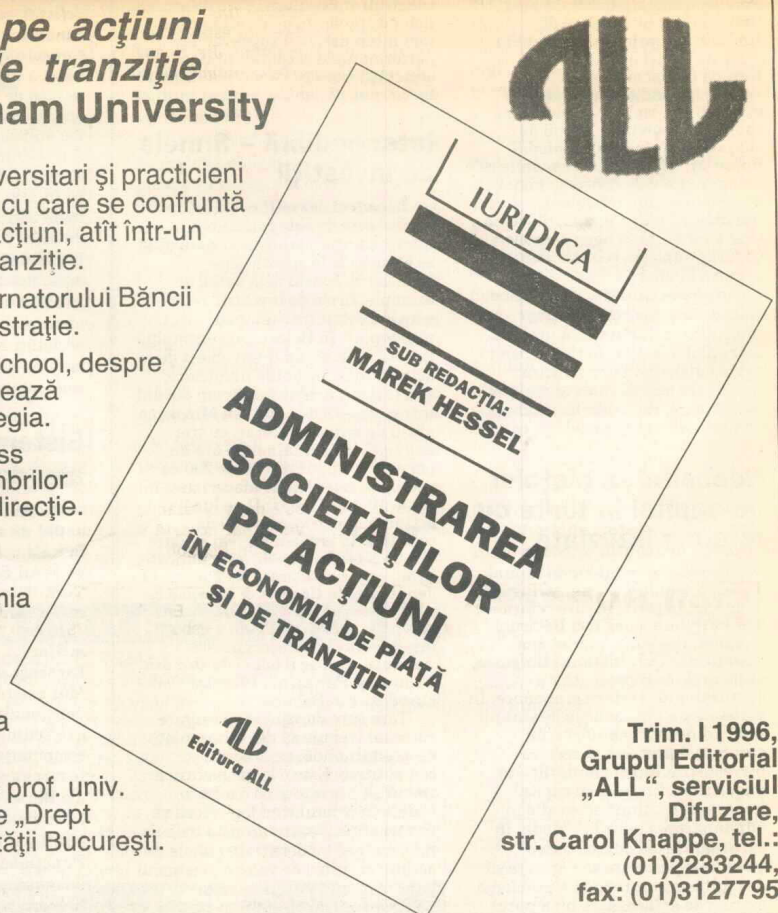
Jay Lorsch, Harvard University Business School, despre modul în care consiliul de administrație evaluează performanțele societății și îi conturează strategia.

Marek Hessel, Fordham University Business School, despre rolul și responsabilitățile membrilor consiliului de administrație și comitetului de direcție.

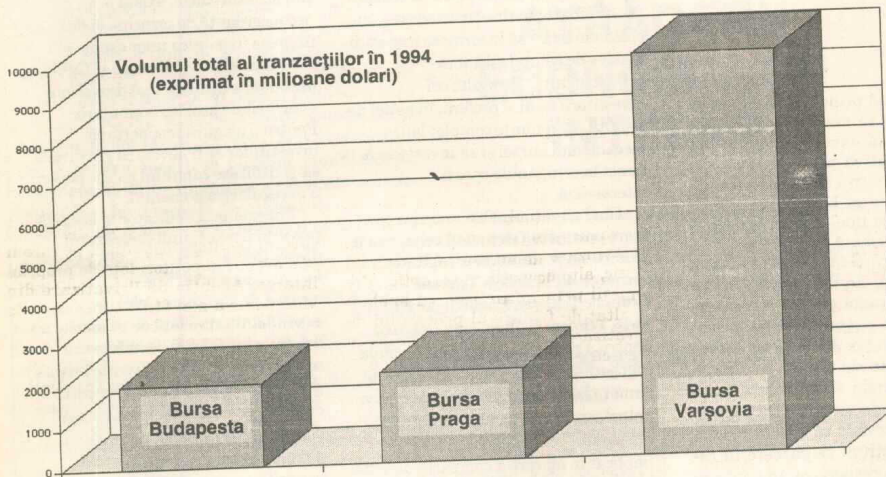
Colin Meyer, Oxford University School of Management, despre evaluarea internă și externă a performanțelor societății în economia de piață.

Cu o prefață de John Sullivan, director executiv al Centrului pentru Întreprinderi Private Internaționale, afiliat pe lîngă Camera de Comerț și Industrie a Statelor Unite.

Cuvînt înainte la ediția în limba română de prof. univ. dr. Stanciu D. Cărpenu, titularul cursului de „Drept comercial” la Facultatea de Drept a Universității București.



Trim. I 1996,  
Grupul Editorial  
„ALL”, serviciul  
Difuzare,  
str. Carol Knappe, tel.:  
(01)2233244,  
fax: (01)3127795



## PREA MULTE GREȘELI

### Privatizarea în masă

Privatizarea în masă este o altă modalitate prin care firme privatizate apar într-o piață de acțiuni incipientă. Riscul acestei metode de privatizare este abundența de companii nepregătite pentru noua activitate și crearea unei piețe inegale.

Bursa din Praga stă mărturie a faptului că, în pofida unei creșteri economice importante și a unei politici încurajatoare a guvernului, nu se poate vorbi de o siguranță a plasării sau de o creștere a capitalului. O explicație ar fi și ritmul rapid în care s-a desfășurat procesul de privatizare. Piața devine indiferentă față de invazia sutelor de emisiuni de acțiuni. (În Moldova se observă o atitudine asemănătoare față de piață, deși bazele problemei sînt diferite: din cele peste 600 de societăți pe acțiuni create în timpul procesului de privatizare, doar vreo 25 au reușit să atragă acționari suficienți pentru a-și acoperi toată oferta, condiție necesară pentru a fi cotate la Bursa din Moldova.)

### Circulația redusă a capitalului înregistrat oficial

Companiile tranzacționate în Republica Cehă nu sînt obligate să ofere foarte multe informații despre ele, iar piața nu dispune de suficiente pîrghii de control și supraveghere pentru a împiedica tranzacții interne sau alte abuzuri. Concentrarea proprietății prin intermediul unui număr restrîns de fonduri de investiții se reflectă într-o lipsă de transparență a tranzacțiilor, cu prețuri ale acțiunilor nepublice și în afara bursei oficiale. Brokerii Bursei din Praga, Wood & Company, sînt de părere că aceste tranzacții „paralele” sînt principalul motiv pentru care circulația capitalului, înregistrată oficial, este atît de redusă.

Kamil Janacek, economistul șef al Băncii Komerční Banka (cea mai mare bancă comercială din Cehia), spune: „Nu mă bucur să văd că diferența dintre numărul de companii tranzacționate la New York și Praga este atît de mic: doar vreo 500-600. Asta indică faptul că sînt destul de multe societăți, care în condițiile unei economii normale nu numai că nu ar întruni criteriile de cotare, dar nici măcar nu ar putea fi societăți pe acțiuni. Doar vreo 200 de firme ar avea dreptul să apară la bursă. Asta ne creează mari greutăți pentru a îndepărta societățile «nestandard» din bursă, fără a afecta în același timp și părerea actualului ministru al Privatizării, Jiri Skalicky: „Trebuie, încetul cu încetul, să eliminăm de pe piața de capital multe societăți pe acțiuni”.

În aceeași măsură sînt vinovate de această situație înseși firmele astfel privatizate. Noii proprietari sînt în general fonduri de investiții, majoritatea susținute de către bănci care nu dețin experiența necesară restructurării companiei. Și atît timp cît firmele își achită obligațiile financiare față de ele, nu sînt interesate de altceva. Mulți investitori străini au cumpărat acțiuni în Cehia la prețuri destul de mari, sperînd că, o dată cu privatizarea și creșterea economică, acestea le vor aduce profituri importante. Dar s-au înșelat.

Astfel de greșeli sînt pe cale de a se repeta și în Kirgîzstan, unde se transformă organismele create pentru susținerea programului de privatizare în instituții financiare. Bursa „cupoanelor”, sub autoritatea căreia au fost tranzacționate cupoanele de privatizare, se va transforma în Bursa Kirgîză de Valori. Cu certitudine, Kirgîzstanul a împins privatizarea mai departe și mai rapid decît s-ar fi așteptat oricine; într-adevăr, în momentul de față 55% din totalul industriei se află în proprietate privată. Dar această viteză de privatizare a făcut, la fel ca în Republica Cehă, ca fondurile de investiții

să nu fie pregătite să asume și procesul de restructurare industrială. În plus, acestea au tendința de a apela la administratorii firmelor în care au investit cupoanele, pentru a menține valoarea acestora. Relațiile prea strînse de prietenie între directorii fondurilor de investiții și ai firmelor cu care lucrează creează posibilitatea avantajelor reciproce și nu contribuie la o reformă corectă.

### Programul de privatizare în masă în România

Deși privatizarea nu constituie un panaceu al problemelor piețelor de capital, totuși ea rămîne un catalizator (poate cel mai eficient) al acestora. Chiar și în România, unde ritmul reformei este lent, în așteptarea programului de privatizare în masă, au fost puse bazele unor noi instituții financiare. Comisia Națională pentru Valori Mobiliare a înregistrat fondurile de investiții, supunîndu-le la reglementări mai puțin severe decît în cazul băncilor, ceea ce conduce la o relaxare a supravegherii. Înseși băncile s-au grăbit să profite de aceste oportunități, deschizîndu-și propriile fonduri de investiții, ca în cazul băncilor Credit Bank și Transilvania. Acestea au beneficiat de infrastructura băncilor respective pentru a vinde certificate, pentru a oferi împrumuturi și pentru a gestiona capitalul depus de persoanele fizice. Deși aceste fonduri nu au dreptul, conform legii, de a tranzacționa cupoanele de privatizare, ele așteaptă momentul în care aceste cupoane vor fi preschimbate în acțiuni la societățile românești, moment în care vor juca, cu siguranță, un rol foarte important pe piață. Competiția dintre fondurile de investiții românești este dură. Capitalul celor mai mari dintre acestea se apropie cu rapiditate ca mărime de acela deținut de marile bănci românești. Speranța profitului a împins mari grupuri financiare să pătrundă pe piața românească. De exemplu, Creditanstalt-Bankverein - Austria a creat două societăți în România pentru a ocupa un loc în acest segment de piață în plină dezvoltare: Creditanstalt Financial Advisors - ce funcționează ca bancă de investiții, propunîndu-și să acorde asistență tehnică și financiară celor ce doresc să intre pe piața fondurilor locale, și Creditanstalt Invest România, care oferă servicii directe pentru administrarea fondurilor. Președintele acestei din urmă firme este Sorin Dan, care a fost președinte al Proinvest, ce a administrat Fondul Român de Investiții (fostul Fond Dacia Felix). Prin administrarea Fondului Român de Investiții de către Creditanstalt Invest România, s-a găsit una dintre cele mai promițătoare soluții pentru transformarea fondurilor de investiții în catalizatori reali ai procesului de restructurare.

### Emil HUREZEANU între cîine și lup

(342 pagini, 5.000 lei)



Emil Hurezeanu (n. în 1955) debutează, în 1975, cu poezie și cronici literare în *Echinox*, la Cluj, și în *Transilvania*, la Sibiu, iar editorial, în 1979 cu volumul de versuri *Leția de anatomie*. Prezent cu poezii în antologii din România și din străinătate. Ultimul volum: *Ultimele, primele* (Albatros, 1994). Studiază dreptul (Cluj), dreptul internațional (Viena) și științele politice (University of Virginia și Boston University, Statele Unite). E *Master of Arts* în Relații internaționale și studii strategice al Universității din Boston. Redactor și, apoi, director asistent și director al departamentului românesc al postului de radio *Europa Liberă*. În prezent, director al Serviciului Român al postului de radio *Deutsche Welle*.

Emil Hurezeanu (n. în 1955) debutează, în 1975, cu poezie și cronici literare în *Echinox*, la Cluj, și în *Transilvania*, la Sibiu, iar editorial, în 1979 cu volumul de versuri *Leția de anatomie*. Prezent cu poezii în antologii din România și din străinătate. Ultimul volum: *Ultimele, primele* (Albatros, 1994). Studiază dreptul (Cluj), dreptul internațional (Viena) și științele politice (University of Virginia și Boston University, Statele Unite). E *Master of Arts* în Relații internaționale și studii strategice al Universității din Boston. Redactor și, apoi, director asistent și director al departamentului românesc al postului de radio *Europa Liberă*. În prezent, director al Serviciului Român al postului de radio *Deutsche Welle*.

În fiecare zi, de luni până vineri, puteți audia la Radio Total, între orele 22.00-24.00:

**TALK-SHOW-uri LIVE**

FM 94,2 MHz

**RADIO TOTAL**

un radio actual

Luni: Față în față cu vecinul - IRINA CORBU  
 Marți: Căinele de pază - CORNEL NISTORESCU  
 Miercuri: Punct și virgulă - CARMEN BENDOVSKI  
 Joi: Fiți întreprinzători - ADRIAN DUMITRU  
 Vineri: Taxiul de noapte - N.C. MUNTEANU

Telefon: 637.31.90; 637.33.45

## VID INFORMAȚIONAL LA NOILE BURSE

A tît timp cit monopolul piețelor de acțiuni este deținut în Europa Centrală și de Est, precum și în CSI, de către noile întreprinderi privatizate, bursele din regiune operează într-un vid informațional desăvîrșit. Este aproape imposibil pentru cei din afară să obțină orice dată referitoare la performanțele unei întreprinderi. Multe societăți folosesc vechile metode de contabilitate moștenite din sistemul socialist, în care costurile nu sînt contabilizate în mod real, și nu se știe din ceea ce este declarat ca profit cit este real și cit este fictiv. Unele firme care realizează într-adevăr beneficii preferă să le ascundă, pentru a evita impozitele și pentru a le folosi în afaceri colaterale cit mai bănoase.

### Dezavantajele deținătorilor de acțiuni

În ceea ce privește pe deținătorii de acțiuni, aceștia nu au nici o modalitate de control. Unele firme nu plătesc dividendele. Altele oferă acțiuni prietenilor administratorilor fără a avea aprobarea acționarilor. De exemplu, în primăvara trecută, în Rusia, firma Primorski Shipping Company și-a dublat capitalul printr-o emisiune neautorizată de acțiuni către o scursală.

Nici cumpărarea de acțiuni nu este întotdeauna o operațiune ușoară. Străinii care doresc să investească în acțiuni bancare în Lituania trebuie să primească mai întîi acordul băncii comerciale respective, după care trebuie ca această tranzacție să fie autorizată de banca centrală și de un anumit număr de miniștri. În Rusia, cei care vor să investească în societatea Gazprom au de urmat un drum destul de asemănător. Dacă mai tîrziu vor dori să-și revindă acțiunile, se vor lovi de refuzul Gazprom-ului, care are dreptul să le răscumpere el însuși la un preț mai redus.

În aceste condiții, stabilirea prețurilor acțiunilor devine un coșmar. De exemplu, în Rusia se evaluează valoarea rezervelor societăților petroliere împărțindu-se capitalul societății la valoarea estimată a zăcămintului de petrol sau de gaz. Prin această metodă ciudată, anul trecut s-au cotate rezervele majorității firmelor petroliere din Rusia la valoarea de 5 cenți bariul, ceea ce înseamnă la sub 1% față de prețul la care ar fi fost evaluate aceste active în Occident. Dar o astfel de evaluare a activelor este de asemenea nerelevantă, deoarece nu indică investitorilor în nici un fel dacă societatea respectivă este capabilă să producă un profit. Chiar dacă o firmă deține active importante, în cazul în care nu va fi profitabilă, nu este recomandabil a investi în ea.

### Piețe volatile din cauza absenței informației

Datorită absenței informației, prețul acțiunilor și nivelul tranzacțiilor în următorii ani va fi influențat mai curînd de fluxurile de capital și mai puțin de valoarea acțiunilor existente.

Dar atunci cînd principiile fundamentale încetează să mai conteze, piețele tind să devină excesiv de volatile. Febra speculativă poate transforma piețele locale într-o scenă palpitantă. Polonia, Rusia și Ungaria au trăit deja experiența unei inflații explozive de investiții, urmată de scădere.

Lipsa de lichidități creează de asemenea greutăți. În Ucraina nu există nici un fel de piață pentru a tranzacționa acțiunile puținelor firme privatizate. Singura posibilitate de a obține acțiuni este de a găsi pe cineva dornic să le vîndă și să încheie tranzacția „la colț de stradă”. De asemenea, singura dovadă că cineva posedă într-adevăr acțiuni se găsește în registrele firmei respective, în contractele de asociere. Chiar dacă noii investitori se asigură, la un moment dat, că figurează în acestea, nu pot avea nici o siguranță că vor și rămîne acolo. Nu rare au fost cazurile în Kirgizstan, Letonia, Moldova și Slovacia, în care unii acționari au fost eliminați în mod arbitrar din registre.

Lipsa de stabilitate politică este de asemenea un factor de risc. Deși în multe țări acesta a scăzut substanțial (în special în cele care aspiră să intre în Uniunea Europeană), există zone în care autoritarismul, convulsile politice mergînd pînă la riscul unui război civil, creează mari fluctuații și îngrijorare.

Există și riscuri datorate politicilor economice. Investitorii străini își aduc capitalul în devalută (USD, DM), dar investițiile vor genera profituri în moneda locală. Dacă, brusc, moneda locală se va deprecia, va exista posibilitatea de a nu înregistra pierderi? Și cum se distribuie riscul între cel care furnizează și cel care primește capitalul în cadrul unui împrumut? Cel mai acut se pune această problemă în Rusia, unde rubla nu este convertibilă, iar nevoia de capital este imensă.

Singura țară în care această problemă nu este valabilă este Estonia, datorită sistemului său monetar, bazat pe principiul unei parități constante între coroană și DM. Această siguranță în valoarea monedei permite estonienilor să investească în mod sigur într-unul din cele 42 de fonduri mutuale oferite de către Hansapank și Foreksbank. Fondurile cu capital străin, cum ar fi Baltic Republic Fund - Londra, atrag de asemenea în jur de 30 milioane USD de la investitori străini.

Dar oricît de mare ar fi nesiguranța, nimic nu pare să poată opri tentația de a juca pe piața speculativă. În Moldova și Sankt Petersburg, birourile brokerilor sînt arhipline cu investitori care urmăresc înfrigați ecranele pe care sînt afișate evoluțiile prețurilor acțiunilor. În Polonia, în perioada „încinsă” din 1993, oamenii de afaceri străini puteau constata cu uimire preocuparea pasionată a șoferilor de taxi sau a pensionarilor pentru stabilirea unor liste de acțiuni profitabile. Revistele de divertisment din Maribor, unde funcționează una din cele trei burse din Slovacia, ofereau sugestii privind cea mai potrivită firmă de brokeri, precum și cele mai recente oferte de acțiuni.

Burse care azi sînt și miine dispar, prețuri care fluctuează foarte mult - toate acestea nu sînt în măsură să încurajeze investiții masive de capital străin în infrastructură. De multe ori investitorii străini preferă, în astfel de condiții, să renunțe complet la mecanismul bursei și să investească direct în companiile care îi interesează.

Cînd guvernul ceh a anunțat că o mare parte din Telecom-ul cehesc va fi vîndut, s-a produs o mare agitație. Firme ca ATT, British Telecom, Deutsche Telecom, Koninklijke PTT, Swiss Telecom și altele s-au îmbulzit pentru a participa la afacere, în ciuda îngrijorării că registrele contabile ale firmei arată foarte rău. Un asemenea entuziasm îi face pe unii să regrete mai tîrziu. Un bancher francez implicat în afacere a comparat această „nebulie” în jurul investițiilor în telecomunicațiile din Cehia, Ungaria sau Rusia cu mania de a investi în

reglementate, iar prețurile impuse. Din această cauză, există o neconcordanță de principii și de interese în politica unor asemenea investiții. Chiar și Estonia și Cehia, cu o economie de piață mai dezvoltată, s-au lovit de probleme similare. Pentru a asigura recuperarea investițiilor ar fi nevoie ca guvernele să-și utilizeze capitalul politic pentru a deregulariza domeniul.

Un exemplu edificator în această privință îl reprezintă și conflictul dintre Cehia și Franța, apărut în legătură cu o investiție în CSA, liniile aeriene de stat cehe. Cehii au exprimat rezerve față de planurile de mărire a tarifelor și de reducere a costurilor. O astfel de situație i-a pus pe gînduri pe investitorii francezi: dacă așa se pune problema în cazul zborurilor de avioane, unde se presupune că clientela este mai înstărită, ce se întîmplă în cazul unor investiții în infrastructură, care ating o mare parte a populației? Și în general, în condițiile în care

## DEZAVANTAJELE INVESTIȚIILOR ÎN INFRASTRUCTURĂ

căile ferate în America secolului 19: s-au adăugat multe mile de șine dar mulți investitori au pierdut. Povestea tinde să se repete în ceea ce privește telecomunicațiile din Ucraina și Belarus.

Grupul american ATT în Ucraina și cel englez Cable & Wireless în Belarus ar fi băgat mîna în foc în ceea ce privește siguranța investițiilor lor. Acest optimism le-a fost repede spulberat, nu din cauza lipsei de solicitări în ceea ce privește nevoile rețelelor de telecomunicații, ci datorită hățșurilor birocratice în care s-au împotmolit. Problema depășește planul politic prezent: investitorii doresc să-și urmeze planurile investițiilor, care prevăd și termenele de recuperare a acestora. Pe de altă parte, în toată regiunea, telecomunicațiile sînt puternic

comunicațiile, transporturile, energia și alte utilități sînt subvenționate, cită încredere ar putea avea investitorii în guvern că-și vor putea recupera investițiile conform așteptărilor?

În aceste condiții, demararea unor investiții în infrastructură devine complicată. Pendulînd între guverne, ministere și bănci, proiecte de peste un miliard de dolari, ca cele în telecomunicațiile din Cehia și Ucraina, pot dura ani de zile. Dar în amestecul de cooperare și confruntare dintre investitori și țările-gazdă, investitorii străini au un atu: cu cit timpul trece, nevoia de investiții în infrastructură crește. Iar în ceea ce privește finanțele internaționale, ele au unde să-și plaseze capitalul: din Asia și pînă în America Latină, treind prin Africa, există clienți destui care stau la coadă.

### POLIROM colecția PLURAL

- **Barbey d'Aureville - Dandysmul**  
traducere și studiu introductiv de Adriana Babeți 4500 lei
- **Henri Bergson - Gîndirea și mișcarea**  
traducere de Ingrid Ilinca 5600 lei
- **Liviu Antonesei - Jurnal din anii ciumei. 1987-1989. Încercări de sociologie spontană.** 4200 lei
- **Ion Solacolu, Stelian Bălănescu - Inconsistența miturilor. Cazul Mișcării Legionare** 4900 lei

comenzi la CP266, 6600, Iași  
Tel.&Fax: (032)-214.100; (032)-214.111

### ULTIMELE APARIȚII



Investițiile străine directe sînt importante atît ca sursă de capital, cît și ca transfer de experiență. Aportul de capital prin investiții directe este totuși limitat, datorită faptului că investitorii, în afara fondurilor propriu-zise pe care le aduc, întîmpină greutăți legate de gestionarea lor, ca urmare a diferențelor mari dintre infrastructura mediului economic al țărilor foste comuniste și economiile țărilor din care provin. Marile companii, în lupta pentru cucerirea piețelor mondiale, au probabil posibilitățile financiare de a suporta astfel de investiții. Însă nevoile de capital ale țărilor în tranziție depășesc cadrul marilor proiecte de infrastructură sau de interes național. Pentru asigurarea resurselor necesare unei creșteri economice sănătoase, trebuie să fie atrase investiții în portofoliu și sporite economiile interne. Dezvoltarea piețelor de capital reprezintă cea mai bună soluție.

Din acest punct de vedere, se poate spune că începuturile sînt optimiste. Deși efervescența din anii 1993-1994 s-a stins, nu trebuie să considerăm aceasta ca un pas înapoi. Cu toate eșecurile ce s-au înregistrat pe piețele de acțiuni din Europa Centrală și de Est, există un câștig evident al acestor ani: investitorii internaționali au descoperit regiunea.

## PIEȚELE DE CAPITAL: DEFECȚIUNI, MODELE ȘI PERSPECTIVE

În umbra întregii încrengături de succese și prăbușiri există mari forțe, tot timpul în alertă. În Europa de Est și în Rusia, bursele au demarat într-un mod agresiv. Capitalizarea lor în țările foste socialiste a crescut de la aproape 20 miliarde USD în 1993, la sume de 10 ori mai mari, azi.

La această dezvoltare contribuie un amestec de forțe private și publice. Experiența Rusiei este relativ tipică. Există două tipuri de piețe de valori, cuprinzînd peste 200 de burse. Una dintre acestea tranzacționează titluri oferite de societăți de tipul MMM sau Russki Dom Selenga, a căror singură abilitate este aceea de a fi în stare să păcălească un număr impresionant de deunatori, convingîndu-i că investiția lor va crește nemăsurat. Cealaltă piață constă în acțiunile emise de cele 17.000 de societăți privatizate. Piața se dezvoltă repede, iar regulile se întăresc progresiv.

Companiile rusești sînt obligate să-și prezinte bilanțul în acest an în urma unui audit. Acesta oferă investitorilor posibilitatea să-și facă o idee despre credibilitatea firmei și să realizeze o comparație în termeni mai corecți cu posibilitățile de investiții în alte țări. Chiar și așa, majoritatea acțiunilor par atractive, deoarece sînt ieftine. Să luăm exemplul Gazprom-ului: rezervele de gaz sînt estimate la 44 mii de miliarde de metri cubi; această societate realizează 29% din producția mondială de gaz natural și a exportat gaz în valoare de 6,7 miliarde USD în 1993. Dar majoritatea acțiunilor sale sînt încă tranzacționate la bursa neagră și întreaga companie e evaluată la abia 4 miliarde USD, pe cînd British Gas, care are rezerve de doar 237 miliarde de metri cubi, valorează 18 miliarde. Motivele acestor diferențe nu sînt greu de văzut. Pe de o parte, Gazprom beneficiază de tehnologii antediluviene, iar pe de altă parte este gestionată monumental de prost. În plus, managerii au relații foarte puternice, ceea ce face ca acționarii obișnuși să nu aibă aproape nici o șansă de a-și recupera investiția.

## NECESITATEA ATRAGERII ECONOMIILOR INTERNE

În special în Rusia, Polonia și Republica Cehă, există mari interese privind fondurile mutuale. În 1993, intrările de capital în zonă s-au triplat, majoritatea fiind plasate în Rusia, Polonia, Ungaria și Republica Cehă.

### Reîntoarcerea capitalului sub-migrator

Acum un an se investeau în Rusia în portofoliu 500 USD lunar, conform afirmațiilor lui Anatoli Ciubais. Este adevărat că acestea au mai scăzut în a doua jumătate a anului 1994, iar după aceea s-a

stabilizat la 300 milioane USD lunar. Dar chiar și așa, intrările de capital privat din acest an sînt egale cu totalitatea sumelor obținute de către guvern de la căderea comunismului și pînă în prezent. Companiile rusești inundă piața cu tot felul de oferte noi. Lukoil a vîndut investitorilor străini acțiuni în valoare de miliarde (pînă la 8% din capitalul propriu).

Abilitatea de a atrage economiile interne este esențială, deoarece orice piață care depinde prea mult de capitalul străin se va prăbuși atunci cînd investitorii vor fi interesați de o altă piață, mai atractivă. Există semne că situația este în curs de redresare. În Rusia s-a constatat o creștere puternică a economiilor interne de cînd rata dobânzii a devenit real-positivă (în cursul toamnei trecute). Nu există proceduri pentru a estima migrația de capital; aceasta este prin definiție imprezvizibilă. Totuși, se pare că în unele țări aceste fluctuații au fost încetinite, ba chiar stopate. În Estonia, unde în mod cu totul particular se permitea fondurilor de investiții să-și plaseze fondurile în străinătate, se observă o reîntoarcere a banilor dinspre Germania. Dimitri Vasiliev, secretar de stat pentru valori mobiliare din Rusia, recunoaște faptul că multe din investițiile străine pe piața din Moscova sînt de fapt un capital migrator ce se întoarce în țara lui de origine.

Se poate crede că totuși, o dată cu dezvoltarea piețelor de investiții, riscurile se vor diminua în țările aflate în tranziție. Există o explicație a faptului că piața este fragilă și fluctuantă la începuturi: investitorii tind să prefere valorile stabile, reglementările locale sînt adeseori incomplete și schimburile valutare sensibile la manipulări guvernamentale. Mai există și unele obișnuințe, moștenite de la vechile regimuri comuniste, de respingere din principiu a investitorilor și proprietăților străine, gen „Nu ne vindem țara!”. Pe măsură ce piețele se vor dezvolta, e de așteptat ca aceste tendințe să se atenueze.

În ultimii doi ani, țări ca Rusia, Slovenia, România, Moldova, Letonia, Lituania, Kirgizstan și Uzbekistan, au stabilit organisme ce încearcă din greu să reglementeze cumva piețele de capital și de schimburi valutare. În Rusia, Moldova și Kirgizstan este aplicat modelul american NASDAQ și cel al Bursei din New York (New York Stock Exchange). Sistemul francez a fost adoptat în Țările Baltice. În toate cazurile se încearcă o dezvoltare a cadrului de reglementări, astfel încît piața de capital să fie dinamizată și regularizată, nu strangulată. Adoptarea fără discernămint a unor modele străine poate crea și o stare de confuzie. De pildă, în Ungaria s-a observat o inadvertență între sistemul bursier, structurat pe modelul american și legislația țării, care este asemănătoare cu cea germană.

Prin dezvoltarea instituțională, investițiile vor crește și vor spori stabilitatea și încrederea. Deși unele fonduri de investiții ce au fost gîndite ca instrumente ale privatizării în masă au eșuat - de exemplu în Rusia, unde unii administratori au deturnat fondurile acționarilor; cițiva au ajuns în închisoare sau au dispărut cu banii. Dar există și exemple unde acestea s-au dezvoltat într-o instituție respectabilă. Împreună cu noile fonduri de pensii (în Republica Cehă și Estonia) și cu fondurile mutuale, acestea pot oferi o dinamică suplimentară procesului de reformă.

### Relația între Bursa de Valori și creșterea economică

Reformele suplimentare sînt importante, dar ele trebuie să fie susținute prin creșterea economică. Nu există o corelație perfectă între creșterea economică și cea a prețurilor acțiunilor, așa cum a fost demonstrat în cazul Slovaciei. Deși există o creștere economică robustă de 5,8% anual, totuși acțiunile continuă să nu crească. Aceasta se explică prin îngrijorarea

că guvernul lui Vladimir Meciar e gata să obstrucționeze mecanismele unei reale piețe libere. Explozii speculative ca în Polonia și în Rusia pot, într-adevăr, să conducă, pentru scurt timp, la o creștere ce nu poate fi susținută a prețurilor acțiunilor; aceste fenomene sînt de așteptat să se repete. Creșterea economică poate, de asemenea, să orienteze banii dinspre bursă spre investiții directe. Dar, în general, creșterea economică este asociată unei burse de valori care funcționează bine și intens.



# WORLD SERVICE

## Redacția BBC în limba română angajează

**prin concurs ziaristi sau ziariste pe un contract de unu pînă la doi ani, la Londra.**

**Condițiile esențiale sînt o bună cunoaștere a limbii engleze, o voce radiofonică și capacitatea de a sintetiza și comunica succint și fluent. Tot atît de necesare sînt o bună cunoaștere a actualității politice românești și internaționale, cunoștințe despre Marea Britanie și discernămint jurnalistic. Candidații trebuie să fi lucrat în presa scrisă sau audio-vizuală și să fie capabili să se integreze rapid într-o echipă dinamică. Pe lîngă studiile universitare obligatorii, experiența într-un domeniu specializat reprezintă un avantaj.**

**Munca redacțională este intensă și constă din redactarea sau adaptarea în limba română a unor relatări și analize BBC sau din presa britanică; realizarea de interviuri și discuții pe teme de actualitate; realizarea unor documentare și rubrici specializate; prezentarea fluentă la microfon a emisiunilor.**

**Dacă îndepliniți aceste condiții vă rugăm să ne trimiteți o fișă biografică și profesională (în englezește) împreună cu o casetă audio în care să explicați (în românește) ce rubrici urmăriți în emisiunile noastre și de ce. Atît pe fișă cît și pe casetă specificați numele Dvs. și numărul de referință 94934.**

**Termenul de primire este 27 februarie 1996, iar adresa: BBC, căsuța poștală 34, oficiul 13, București.**

## CONCURENȚĂ, REGLEMENTARE, CONTROL

### Societăți bursiere oficiale și neoficiale

Cea mai mare problemă cu care se confruntă bursele oficiale este totuși cea legată de tranzacționarea „privată” a acțiunilor. De pildă, în Slovacia, peste 90% din acțiuni sînt tranzacționate în afara bursei. Din acest punct de vedere, nici Bursa din Praga nu stă mult mai bine. Conform unei mari bănci de economii, Ceska Sportelna, se pare că peste 60% din acțiuni sînt tranzacționate în afara bursei. (Alte surse consideră că este vorba de 80-90%.) Atunci cînd în Lituania s-a încercat stoparea unor astfel de tendințe, s-a considerat că este vorba de un supracontrol statal, iar tranzacțiile s-au oprit. Unul dintre scopurile pe termen scurt al SSEC-ului din Ungaria este acela de a reglementa printr-o singură lege toată piața de bunuri, acțiuni sau obligațiuni.

Pe de altă parte, există și o parte bună în piețele „neoficiale”. Astfel, se poate vorbi de un „control” datorat presiunii asupra bursei oficiale, astfel încît aceasta din urmă trebuie să asigure forța, siguranța și transparența tranzacției. În acest mod, bursele se întăresc. Pe de altă parte, mai apare și o concurență între diverse burse. Dacă reglementările sînt prea complicate, apare un fenomen de descurajare a clienților bursei. Un raport realizat anul trecut de **Graham Bannock & Partners**, firmă britanică de consultanță, arată că bursele care nu sînt supuse presiunii competiției eșuează prin impunerea unor condiții prea dure pentru cotate.

În principiu, nu s-ar părea că reglementarea burselor ar fi dăunătoare, dar efectele sînt uneori ciudate. În Bulgaria, de pildă, guvernul impune un capital minim de 1,8 milioane USD pentru a activa o bursă. Ceea ce a făcut ca toate micile societăți bursiere să se retragă și să elibereze piața pentru Bursa Bulgară din Sofia. Dar este dovedit – prin studiul **Graham Bannock** – faptul că marile burse sînt reticente în a permite dezvoltarea paralelă a micilor societăți cu același domeniu de activitate, deoarece le este teamă să nu-și piardă clientela. Acest fenomen este cu atât mai puternic în țările în tranziție, deoarece statul a exercitat un rol preponderent exact în înființarea structurilor bursiere principale și este inclinat să le protejeze monopolul. Iar reglementările sînt făcute în acest spirit.

Astfel, se observă că cerințele legale necesare dezvoltării afacerilor bursiere în Europa de Est și CSI sînt deseori excesiv de aspre. Cerințele stabilite în Bulgaria de SEC, privind informațiile ce trebuie dezvăluite ca o premisă a cotei la bursă, sînt mult mai dure decît cele ale burselor din Londra sau New York. Lituania, unde s-au dezvoltat după 1995 multe activități de schimb financiar, acum insistă că numai Bursa Națională, un organism subvenționat de stat, pentru a tranzacționa acțiuni sau alte titluri de valoare, este autorizată să le faciliteze. În plus, guvernul a hotărît înregistrarea tuturor tranzacțiilor de pe piață, motivînd că astfel izolează firmele privatizate într-un mod dubios. Deoarece organisa-

mul însărcinat cu această misiune nu este încă funcțional, brokerii au două variante, la fel de proaste: fie să stopeze tranzacțiile, fie să le continue, cu riscul ca acestea să fie considerate ulterioare ilegale și anulate.

### Reglementarea oficială poate deveni o frînă pentru piața de capital

Slovacia ne oferă un exemplu semnificativ. Există o importantă bursă regională, numită **BOB**, care este forțată de către ministrul finanțelor să fuzioneze cu Bursa din Bratislava. Deoarece concurența între aceste burse era dură, reglementarea guvernamentală de fuziune a picat cum nu se poate mai prost. **BOB** și-a pierdut din clienți și și-a redus activitatea. Chiar dacă fuziunea va interveni, investitorii în **BOB** probabil că nu vor pierde mult. **Options Market** din Stockholm deține 30% din **BOB** și este cunoscut că guvernul suedez protejează activ interesele cetățenilor săi, direct sau prin Uniunea Europeană.

Într-adevăr, zelul oficialităților poate constitui cea mai mare frînă în calea dezvoltării pieței de capital. În goana după reglementări cit mai precise, guvernele sînt tentate să restrîngă gradele de libertate ale mecanismelor financiare. Creșterea economică necesită finanțare, iar această finanțare impune riscuri. Orice tentativă de a realiza un mediu financiar lipsit de riscuri sufocă economia. Cele mai bune rezultate pentru dezvoltarea piețelor de capital se obțin cu o structură legală, descentralizată și cu o administrație flexibilă. Desigur că performanțele superioare se realizează printr-un control performant, dar acesta implică o mulțime de parametri ce trebuie monitorizați, cum ar fi capitalul disponibil, transparența, încrederea, evitarea creditelor preferențiale etc. Dintr-un principiu economic derivă faptul că societățile financiare nu pot fi stimulate printr-o reglementare prea dură. Reglementările dure sînt o invitație la adresa firmelor să apeleze la bunăvoința birocraților din administrație. Controlul oficial trebuie să nu blocheze inovațiile și libertatea de acțiune, cu condiția ca toți clienții să aibă acces la informațiile relevante, iar societățile financiare să se supună unor reguli relativ simple. În țările aflate în tranziție se pare că există tendința de a impune reguli cit mai restrictive. Pe de altă parte, se apelează la bunăvoința birocraților și este promovată, o idee periculoasă, și anume că siguranța financiară este asigurată de respectarea cit mai strictă a regulilor. În cazul în care piața de capital este încredințată guvernului, se ajunge la cele mai proaste efecte posibile: o politică timidă combinată cu un control polițienesc. Din contră, pentru asigurarea unor rezultate optime este necesară apariția pe piață a unor societăți financiare independente, solide și transparente. Astfel, clienții sînt mai încrezători în onestitatea tranzacțiilor, sectorul privat se sprijină pe baze mai solide, avînd posibilitatea de a controla în permanență piața, iar aceasta se va stabili prin autoreglaj.

## plus BĂNCILE: ZEII FINANTELOR

Anul trecut, în aprilie, un consorțiu format din 9 bănci rusești puternice a făcut guvernului Cernomîrdin o ofertă ce părea greu de refuzat. Și anume, au propus să acorde guvernului un credit de 9 mii de miliarde de ruble contra permisiunii de a forma un trust care să gestioneze în următorii 5 ani toate acțiunile pe care guvernul le mai deținea în economia rusească. În acest proiect se prevedea că guvernul își va plăti datoria atunci cînd acțiunile respective vor fi revindute (de către băncile respective) pe piață.

Motivele bancherilor nu sînt greu de sesizat. Pînă acum, le era mult mai ușor să „facă” bani. Aveau posibilitatea de a împrumuta ruble de la Banca Centrală cu o dobîndă mai mică decît rata prevăzută a inflației. Apoi schimbau rublele în valută și așteptau devalorizarea, reșchimbau o parte din valută iar în ruble, pentru a-și plăti creditul, iar restul de valută rămasă era profit pur. Apoi o luau de la capăt. Dar de cînd rata dobînzii pretinsă de Banca Centrală a crescut peste rata inflației, viața a devenit pentru bănci mult mai grea. Așa că a fost nevoie să se orienteze spre alte soluții. Multe bănci au început să cumpere acțiuni ale diferitelor firme, și nu doar pentru că aceste acțiuni erau ieftine, ci și pentru a forța aceste firme să fie tot mai dependente de bancă și să-i cumpere serviciile. În acest sens, se poate observa motivul real al ofertei făcute guvernului: procesul de transfer de proprietate ar fi urmat să fie mai rapid și, în același timp, s-ar fi ajuns ca băncile să dețină în mod efectiv acțiunile respective.

Pentru guvernul rus, propunerea avea, în mod evident, un mare punct de atracție: putea obține bani imediat, urmînd ca în perspectivă să mai capete ceva la vînzarea acțiunilor, dacă acestea vor avea oarecare valoare. Dar, pe de altă parte, acest sistem ar fi cedat băncilor controlul unei mari părți a industriei ruse și, ulterior, poate chiar proprietatea. De asemenea, există temerea că unele dintre aceste bănci se află în strînsă legătură cu grupări ale crimei organizate. În plus, băncile cereau onorarii mari pentru serviciile lor. De aceea, faptul că guvernul a procedat la o analiză serioasă a situației indică faptul că nu numai nevoia de bani este factorul principal, ci și efectele ulterioare economice, politice și sociale sînt foarte importante.

### Germania

În Germania, băncile controlează mari pachete de acțiuni în întreprinderile industriale și, de asemenea, sînt împuternicite de către clienții lor să le reprezinte interesele privînd acțiunile aflate în posesia per-

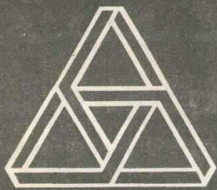
sonală a acestor clienți. Și în Japonia băncile sînt posesoare de pachete de acțiuni importante, în multe companii avînd chiar pachete majoritare. Acest model a fost destul de agreeat, deoarece creează relații puternice și stabile între bănci și companii. Aceste relații presupun o mai bună monitorizare a gestionării întreprinderii și o siguranță pe termen lung a acțiunilor. Sistemul are un rol clar în rezultatele foarte bune ale economiilor germane și japoneze.

Există și un revers al medaliei. Și anume, acela că trebuie plătit un tribut acestei legături atît de strîns, prin faptul că atît întreprinderea, cit și banca devin reciproc dependente. O relație puternică și stabilă poate deveni dezastruoasă în cazul prăbușirii uneia dintre părți: de regulă, falimentul unei firme importante trage după ea și banca asociată. Exemplul **Credit Lyonnais** (a doua bancă din Franța ca putere) este relevant, acesta a putut fi salvat doar cu mari eforturi. Chiar și **Deutsche Bank** – un model de stabilitate – a avut mari probleme atunci cînd spectrul falimentului pindea grupurile industriale **Metallgesellschaft** și **Schneider**, care au costat-o și bani, și reputație.

Din partea companiilor, de asemenea se văd unele dezavantaje. Este plăcut să fii susținut de către o bancă puternică și sigură, dar îți pierzi în același timp și libertatea de mișcare. De exemplu, **Deutsche Bank** deține 40% din acțiunile **Daimler-Benz**, ceea ce o face cel mai puternic acționar al firmei. Deși **Deutsche Bank** susține că grupul **Daimler-Benz** are libertatea de a-și găsi singur surse de finanțare, totuși insistă să conducă ea toate tranzacțiile mari.

Peste tot în fostele țări socialiste există o reticență în fața acestui model de „bancă universală”. Un alt motiv pentru care băncile devin acționari ai firmelor este de ordin practic: în țările unde reglementările legate de faliment sînt relaxate, prin aceste acțiuni se pot face presiuni asupra firmei pentru a-și plăti datoriile. Oricum ar sta situația, este necesar ca guvernele să acorde multă atenție acestui fenomen. De aceea, în Rusia, **Anatoli Ciubais** a tratat oferta băncilor cu multă precauție. Pentru a preveni monopolul băncilor asupra industriei, băncile nu au drept de vot „majoritar”. În plus, nu au dreptul la avantaje în momentul vînzării acțiunilor, la sfîrșitul celor trei ani de gestionare interimară. Acțiunile vor trebui să fie vîndute printr-o licitație publică și corectă, asigurată de către o agenție sub control guvernamental. Altfel spus, se dorește prevenirea vînzării de acțiuni între bănci la preț de nimic. În urma acestor reglementări, băncile și-au mai pierdut entuziasmul. Banca **Inkbank** a ieșit din joc.





# BANCOREX

BANCA ROMÂNĂ DE COMERȚ EXTERIOR SA.

## O bancă dinamică pentru parteneri dinamici!

BANCOREX,  
înființată în 1968,  
este în prezent  
o bancă comercială  
cu caracter universal,  
cu experiență  
în efectuarea operațiilor  
de comerț exterior

BANCOREX  
este cea mai bine  
capitalizată  
bancă românească,  
cu participări  
de capital  
la bănci mixte

BANCOREX  
a dezvoltat  
într-o scurtă  
perioadă de timp  
o rețea internă  
de peste 25  
de sucursale,

din: Paris,  
Londra,  
Milano,  
Frankfurt/Main,  
Cairo

BANCOREX  
dispune  
de o rețea  
de bănci corespondente  
în 150 de țări

situate în București  
și în toată țara

BANCOREX  
este o prezență activă  
în cadrul comunității financiar-bancare  
internaționale: membru direct  
al Camerei de Comerț Internațional  
de la Paris, membru SWIFT  
din septembrie 1992,  
membru al VISA INTERNATIONAL

22-24 Calea Victoriei, 70012

BUCHAREST - ROMANIA

Tel.: +40.1-6147378

+40.1-6149190

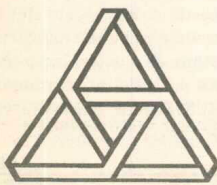
Fax: +40.1-3122495

+40.1-3112751

+40.1-6141598

Telex: 11235; 11703 ebank r

SWIFT: BRCEROBU



# BANCOREX

BANCA ROMÂNĂ DE COMERȚ EXTERIOR SA.

## ÎMBLÎNZIREA MONSTRULUI

Este greu de a ține băncile în afara jocului piețelor de capital. În primul rând, deoarece acestea ocupă o poziție privilegiată pe aceste piețe incipiente. Atât timp cât băncile predomină în peisajul mediilor de afaceri, este ușor pentru guverne să intervină, fie direct, prin băncile cu capital de stat pe care le dețin (în cazul Poloniei, Republicii Belarus, României, Slovaciei, Ucrainei, Uzbekistanului), fie prin intermediul unor bănci aparent private (în Albania, Letonia, Lituania, Slovenia). Sistemul bancar rămâne, totuși, foarte concentrat. De pildă, în Uzbekistan băncile Uzpromstroibank și Uzargoprombank dețin 90% din piața creditelor agricole. Aceste monopoliuri pot fi sparte numai atunci când vor interveni și alți actori, agresivi, în jocul concurenței, precum noua bancă Tadbirkor în Tașkent.

Adeseori, băncile sînt întărite cu ajutorul programelor de privatizare în masă, deoarece au posibilitatea de a realiza fonduri de investiții prin care să controleze piața de acțiuni ale firmelor privatizate. În Republica Cehă, de exemplu, băncile controlează 8 din cele mai importante 10 fonduri de investiții, iar în Kazahstan acestea domină cele 150 de fonduri din întreaga țară. De asemenea, în Kazahstan, marile bănci și-au asigurat controlul prin înființarea unei piețe de capital unitară (Bursa Central-Asiatică, CASE), inițial unind bursele de mărfuri Almatî și Kazahs, iar apoi extinzînd activitatea și la sistemul de privatizare prin cupoane.

Și în Ungaria băncile fac eforturi pentru a pătrunde pe piața de acțiuni. După reînființarea Bursei din Budapesta, în 1988, aceasta a încercat să împiedice accesul băncilor comerciale în tranzacțiile cu titluri de stat, temîndu-se de concurența pe care ar putea-o întîmpina. În final, brokerii au realizat că această neacceptare ar fi condus la alunecarea tranzacțiilor în zona extrabursieră și au decis să accepte accesul băncilor la titlurile de stat.

Guvernul bulgar a ridicat, de asemenea, steagul alb. Inițial a încercat să izoleze băncile comerciale de alte servicii financiare, dar fără succes. Totuși, băncile trebuie să fie acum înregistrate de către Comisia de Valori Mobiliare și trebuie să dezvăluie mai multe informații decît cer reglementările sistemului bancar. La rîndul său, domeniul creditelor comerciale a fost deschis de către guvern și altor intermediari financiari.

În Kazahstan se intenționează vînzarea de acțiuni ale unui număr de 62 de bănci de stat, tocmai cu scopul de a realiza o dispersie a proprietății și de a preîntîmpina monopolizarea pieței. De asemenea, băncile străine sînt acceptate a tranzacționa aproape pe picior de egalitate cu cele din țară. Treisprezece bănci străine au acceptat competiția, printre care Chase Manhattan, ABN AMRO, Bank Austria, Banca Chinei și Banca de Comerț și Industrie din China.

Eliminarea sistemelor de împrumuturi directe oferite sau controlate de stat va ajuta și la egalizarea șanselor băncilor. Așa cum se putea prevedea, dirijarea de către stat a creditelor, sistem practicat în Belarus, Kazahstan, România și Uzbekistan, și-a dovedit ineficiența și slăbiciunea, slăbind piețele de capital. Dezvoltarea s-a putut constata acolo unde sistemul bancar a funcționat în mod liber - Estonia, Republica Cehă, Letonia și Rusia.

Diferențele se reduc atunci cînd dereglementarea cîștigă teren. În Estonia, Letonia, Lituania, Polonia și Slovenia, liberalizarea ratelor dobînzilor a fost sau este introdusă. Ca urmare, în Letonia, o treime din bănci a fost nevoită să se închidă în vara trecută. În România, sînt înregistrate noi bănci. Siim Kallas, fostul guvernator al Băncii Centrale a Estoniei și artizanul sistemului financiar al acesteia, comenta: „Într-adevăr, creditele dirijate de stat au generat creșterea economică în unele zone din Asia. Dar aceasta se obține doar într-un stadiu incipient și cu costuri importante pe termen lung. După începuturi promițătoare, acest sistem devine o frînă permanentă în calea dezvoltării, motiv pentru care este mai bine să fie evitat din start”. Multe țări în tranziție au ajuns în momentul de față la această concluzie. Ministrul de finanțe al Kirgizstanului spune: „Vreau ca piața, nu guvernul să aloce creditul”.

Lucrurile încep să se schimbe chiar și în Ucraina, unde băncile au fost naționalizate și dirijate de către guvern. Obligate să crediteze o industrie falimentară, băncile au fost afectate. Sub Leonid Kucima, guvernul a început să privească lucrurile mai realist. Sistemul bancar a fost reformat. Anul acesta va fi privatizat parțial. Creditele industriale neperformante au fost reduse.

O altă condiție vitală pentru piața de capital este presiunea asupra băncilor creată de „dezintermediere”, un cuvînt magic deosebit de familiar bancherilor din America și Europa. Dacă firmele pot împrumuta direct de pe piața de capital, iar investitorii își pot plasa banii direct în obligațiuni sau pachete de acțiuni, atunci băncile își pot pierde atractivitatea.

## Guvernele – între problemele de buget și libertatea piețelor de capital

Teoretic, guvernele ce au autorizat dezvoltarea piețelor de capital insistă ca acestea să nu interfereze în activitățile lor. Dar disputele între cei care doresc o politică financiară guvernamentală de tip intervenționist și cei care susțin o cît mai mare libertate de acțiune de-abia au început. Deoarece guvernele se străduiesc să găsească resursele financiare necesare bugetului, ele sînt nevoite să creeze piețele de capital într-un timp cît mai scurt. De altfel, bursele ce apar în regiune constituie și un test important pentru credibilitatea spiritului reformist al guvernelor.

Toți sînt de acord că pretutindeni în Europa Centrală și CSI (cu excepția Cehiei și Estoniei), toate guvernele au mari probleme bugetare. Conform surselor BERD, deficitul bugetar din Ungaria s-a ridicat în 1994 la 7,46% din PIB, 3% în Polonia, 11% în Kazahstan (în 1993 - și, ulterior, probabil că a mai crescut), 4% în România, 10,4% în Rusia. O metodă prin care guvernele încearcă să-și acopere datorile este aceea de a ține sub control economiile naționale. În Uzbekistan, firmele (cu capital de stat sau privat) nu pot lansa propriile lor obligațiuni pentru a concura titlurile guvernamentale. Guvernul leton a sperat că interzicînd băncilor comerciale să revindă obligațiunile de stat, le va păstra valoarea; s-a dovedit că s-a înșelat, deoarece băncile nu au mai fost interesate nici măcar în a cumpăra aceste titluri, iar în aprilie 1994 respectiva măsură a trebuit să fie revocată.

Lituania încearcă tot felul de metode pentru a limita piața titlurilor de stat la sistemul bancar. Dobînzile plătite pentru aceste titluri de stat (guvernamentale sau municipale) nu sînt impozabile. Dar există și o condiție pentru a beneficia de această facilități: aceea ca titlurile să fie păstrate pînă la rîscumpărare. Altminteri, se aplică impozitul normal. Această inhibă dezvoltarea pieței secundare de capital.

## OBLIGAȚIUNI PENTRU LIBERTATE

În multe țări aflate în perioada de tranziție, piețele interne de capital sînt adeseori considerate ca fiind un mecanism nu atît pentru atragerea de capital, cît pentru forțarea creșterii economiilor. Unele guverne tranzacționează adeseori titluri de stat cu bănci sau alte instituții financiare sub prețul pieței. În Belarus există o încercare de a extinde acest sistem obligatoriu și pentru persoane private, ceea ce transformă sistemul mai degrabă într-o formă mascată de impozitare decît de economisire. Investitorii din Slovacia se tem ca guvernul Meciar să nu încerce să extindă acest sistem pentru titluri emise de către firme de stat. Datorită și faptului că bursa manifestă neîncredere față de guvern, se reduc posibilitățile investitorilor de a-și plasa banii în mod profitabil. Rata dobînzii practicate de bănci este real-negativă, ceea ce face ca investirea în titluri de stat să devină plauzibilă. În ambele situații, guvernul asigură pîrghiile de control asupra pieței financiare.

Pînă la urmă, astfel de politici sînt viabile doar pe termen scurt. Cheltuielile statului trebuie să fie limitate, iar piețele financiare pot contribui la asigurarea unui control. Guvernele, care sînt cei mai siguri debitori, au adeseori anumite avantaje pe piețele de titluri și obligațiuni, dar încercarea de a crește volumul acestor obligațiuni prin diferite tactici mai puțin oneste nu fac decît să împiedice dezvoltarea corectă a tranzacțiilor private. O piață activă de titluri guvernamentale are avantajul de a asigura fonduri și pentru stat, și pentru sectorul privat, cu condiția ca să nu existe obligația de a cumpăra titlurile de stat, iar pe de altă parte ca prețul acestora să fie determinat doar de către piață.

În Kirgizstan, Letonia, Moldova și Polonia, valoarea titlurilor guvernamentale este stabilită prin licitație. Și alte guverne pot urma această metodă. Ar fi o cale pentru dezvoltarea ofertei de obligațiuni.

Finanțarea prin titluri pare a fi cea mai bună cale pentru a acoperi nevoile legate de infrastructură. Acestea sînt investiții pe termen lung: proiecte ce necesită 15-20 de ani pînă la finalizare, ce sînt finanțate în parte direct de bănci, în parte prin titluri. Este foarte important, în acest sens, să se cîștige și încrederea piețelor de titluri internaționale, pentru a se putea suplimenta resursele financiare.

În Republica Cehă și Polonia s-a pornit aproape de la zero și s-au făcut mari eforturi pentru a asigura viabilitatea acestui sistem. Acum sînt bine reprezentate pe piețele internaționale de titluri. Și alte țări încep să-și întărească pozițiile internaționale, cum ar fi Slovacia, Slovenia sau Estonia.



**MARIANA ȘORA**  
Despre, despre, despre...  
**MARIANA ȘORA**  
(304 pagini, 6.500 lei)

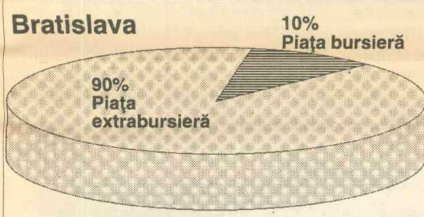
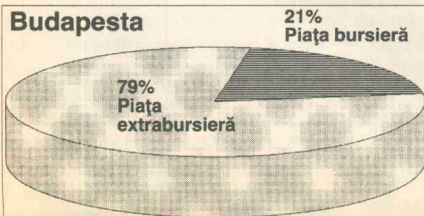
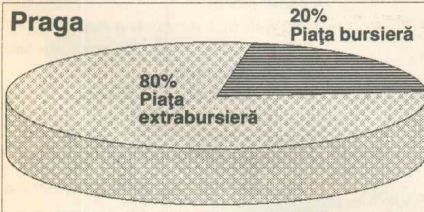
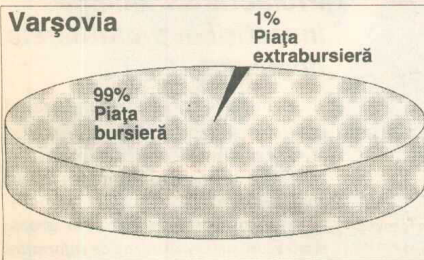
● EDITURA NEMIRA ●

● Colecția TOTEM ●  
Mariana Șora • Despre, despre, despre...  
Încredîndu-ți tiparului aceste scrieri ce s-au înghebat de-a lungul ultimelor decenii, unele inedite, altele risipite prin publicații din țară și din Occident, se impune, cred, să spun cîte ceva despre povestea unora dintre ele. De fapt, fiecare își are „povestea”, destul de edificatoare în privința buturugilor întîlnite în cale de cel care se simte îndemnat să se exprime în scris, așa că se încapățînează să treacă peste ele. Se mai politonește uneori, altelei găsește că tăcerea e de aur. (Mariana Șora)



Director general: VALENTIN NICOLAU; Director editorial: VLAD T. POPESCU;  
Redactor-șef: EMIL BĂRBULESCU; C.P. 26-38 București, fax: 781.72.51; tel.: 665.87.95

Graficele reprezintă raportul dintre volumul tranzacțiilor înregistrate pe piața bursieră și pe piața extrabursieră în diferite țări ale Europei de Est. (Surse: băncile și bursele naționale)



## FINANȚELE SE DEZVOLTĂ PRIN CONCURENȚĂ, NU PRIN REGLEMENTĂRI

Instabilitate a prețurilor acțiunilor, emisiuni ce rămân nevândute, scandaluri financiare – toate aceste fenomene vor mai continua încă o bună perioadă de timp în țările în tranziție. Dar după ce șmecherilor și profitorilor tranziției le va apune vremea, efervescența financiară va fi înlocuită de cea productivă. Prăbușirile și nesiguranța ce însoțesc aceste vremuri sînt naturale și au rolul de a alege grîul de neghină. Ceea ce este bine. Piețele de capital înțeleg că investițiile evoluează și încep să anticipeze viitorul.

Astfel, entuziasmul pentru piețele de capital nu trebuie să fie afectat de scandalurile ce apar sau de răspunsurile violente ale guvernelor. Reglementările excesive sînt nocive, deoarece pot reactiva rolul statului omnipotent cu caracter dirijist chiar în momentul în care piețele încep să se modernizeze. Industriile de succes tind să apară exact acolo unde concurența devine tot mai dură și competitorii se împing reciproc spre performanță. În același mod, o

reglementare prea strictă va avea tendința de a distruge caracterul inovator al firmelor financiare. Iar pasul următor va avea efecte și mai grave: o dată deteriorate piețele de capital și firmele financiare, statul le va supraveghea și mai strict, pînă le va elimina orice libertate.

O concluzie ce se poate trage este aceea că finanțele se pot dezvolta doar prin concurență, și nu prin reglementări care să blocheze competiția. Supravegherea trebuie exercitată chiar de către piață, și nu printr-un control statal excesiv. Aceasta înseamnă că este necesar a definitiva cît mai repede posibil infrastructura legislativă și a lăsa libertatea firmelor să intre într-o competiție reală. O dată ce cadrul legal a fost stabilit, vor mai rămîne puține posibilități pentru escrocherii. De asemenea, guvernele trebuie să aibă în vedere să nu sacrifice cîștigurile pe termen lung pentru a ușura suferințele pe termen scurt.

Problema este că atunci cînd guvernele lucrează pentru stabilitatea financiară, ele se tem tot timpul de hoțiile și escrocheriile ce pot apărea în domeniu. Dar în același timp ar trebui să se mai uite puțin și în oglindă. Cel mai mare pericol pentru stabilitatea financiară este instabilitatea economică, împreună cu inflația mare, care este în fond rezultatul unei politici monetare și fiscale defectuoase promovate de către guvern. Pe măsură ce reformele vor avansa, capacitatea guvernelor de a produce stricăciuni va crește.

Piețele de capital vor trebui să dovedească faptul că nu sînt doar un moft temporar pe drumul către prosperitate al țărilor aflate în tranziție. Dacă se vor dezvolta și maturiza corespunzător, efectele pozitive vor fi mult mai importante decît cele prevăzute de către guverne, deoarece vor avea un impact în disciplinarea atît a derulării afacerilor, cît și a măsurilor guvernamentale.

## Fundația Soros pentru o Societate Deschisă împreună cu

### Centrul pentru Cercetare Economică și Învățămînt Superior din Praga

Oferă burse pentru doctorat în domeniul economiei teoretice și aplicate. Programul constă în doi ani de cursuri la Praga și alcătuirea tezei propriu-zise în următorii doi ani. Limba de predare a cursurilor este limba engleză.

Candidații se pot specializa în teoria modernă a microeconomiei și a macroeconomiei, econometriei centralizate în economie de piață.

Programul nu oferă specializări în domeniile: marketing, business sau management.

Criterii de eligibilitate a candidaților:

- absolvent al unui institut de învățămînt superior;
- buna cunoaștere a limbii engleze;
- bună cunoaștere a algebrei și analizei matematice;
- experiență în economie teoretică

este preferată dar nu absolut necesară.

Dosarul de înscriere trebuie să conțină:

- formularul tip;
- curriculum vitae;
- un eseu de o pagină conținând motivația înscrierii la doctorat;
- copie după diploma de absolvire a facultății;
- foaia matricolă tradusă în limba engleză, legalizată la notariat;
- 2 scrisori de recomandare de la persoane care cunosc activitatea universitară a candidatului.

Termenul limită pentru depunerea dosarelor este: 10 martie 1996.

Pentru informații suplimentare vă rugăm să adresați coordonatorilor de la unul din sediile Fundației Soros din:

#### Adresele Fundațiilor Soros din țară:

- **BUCUREȘTI**, Calea Victoriei 155, bl D1, sc. 7, et.III, C.P. 22 – 196; tel. (01) 650.63.25; 659.13.21; fax: (01) 312.70.53
- **CLUJ**, str. Tebei 21 cod 3400; tel. (064) 42.04.80 fax: (064) 42.04.70
- **IASI**, str. Moara de Foc 35, CP 1356, OP 6; cod 6600 tel. (032) 25.29.20 fax (032) 25.29.22
- **TIMIȘOARA**, str. Semenic 10, cod 1900 tel./fax (056) 19.99.60, 19.24.93
- **ARAD**, b-dul Decebal 2-4, cam.110B; tel. (057) 26.31.55



## Împrumutul pentru ajustarea sectorului financiar și al întreprinderilor (FESAL)

Din 1993, politica macroeconomică a României a dus la stabilizarea crescândă a economiei. O strictă politică monetară și fiscală a dat roade. Deficitul bugetar s-a situat sub 2% din PIB în 1993-1995, iar la jumătatea anului 1995 rata anuală a inflației scăzuse la circa 25%. Pentru anul 1995 se prevede o creștere economică de aproximativ 5% din PIB. Aceste eforturi de stabilizare au fost însoțite de reforme sistemice și structurale semnificative, printre care liberalizarea comerțului și prețurilor și reforma pământului.

Ritmii reformelor s-a accentuat și în sectorul financiar și în cel al întreprinderilor, înregistrându-se progrese notabile în domeniul privatizării, o mai mare disciplină financiară în întreprinderile cu capital de stat și reforme în sistemul bancar. FESAL va ajuta guvernul în menținerea ritmului reformelor în aceste sectoare-cheie ale economiei.

### Obiectivele proiectului sînt următoarele:

- grăbirea privatizării întreprinderilor cu capital de stat

## Două noi împrumuturi pentru România ale Băncii Mondiale

Comitetul Director al Băncii Mondiale a aprobat la 18 ianuarie 1996 două noi împrumuturi pentru România. Unul dintre acestea – împrumutul pentru ajustarea sectorului financiar și al întreprinderilor (FESAL) –, reprezentînd echivalentul a 280 milioane dolari SUA, va sprijini restructurarea sectorului financiar și al întreprinderilor. Celălalt, în valoare de 120 milioane dolari SUA, urmează să contribuie la reabilitarea căilor ferate române.

• impunerea unor restricții bugetare și a unei discipline financiare severe întreprinderilor care rămîn sub controlul statului

• crearea unor condiții mai bune de dezvoltare a sectorului particular

• inițierea privatizării băncilor de stat

• întărirea capacității de supraveghere și inspecție a Băncii Naționale a României

• dezvoltarea pieței de capital

Împrumutul aprobat urmează să fie rambursat în 20 de ani, în care se cuprinde o perioadă de grație de 5 ani, cu o rată a dobînzii care este cea standard percepută de Bancă. Banca de Export-Import a Japoniei și-a exprimat disponibilitatea de cofinanțare a proiectului cu echivalentul a 50 milioane dolari SUA.

### Proiectul pentru reabilitarea căilor ferate

România are o rețea feroviară bine dezvoltată, care măsoară 11.000 kilometri, din care aproximativ 36% este electricată și 26% este dublă. Schimbările economice survenite după 1990 au dus, însă, la scăderea procentului și volumului traficului de călători și mărfuri pe calea ferată. Ca urmare a unui trafic mult redus și a creșterii costurilor reale ale unor materiale, cum ar fi, de exemplu, combustibilul, Societatea Națională a Căilor Ferate (SNCFR) a înregistrat o deteriorare a situației sale financiare. De asemenea, resursele bugetare limitate au restrîns drastic investițiile importante în direcția reabilitării. SNCFR a întreprins acțiuni semnificative de restructurare și modernizare a căilor ferate și de ridicare a calității serviciilor oferite.

Proiectul Băncii va sprijini inițiativele Guvernului și ale SNCFR de restructurare a sectorului feroviar.

### Proiectul va finanța investiții în următoarele domenii:

• innoirea căii de rulare și întreținerea rutelor prioritare, inclusiv renovarea a 900 kilometri de linii prioritare și introducerea de tehnologie nouă

• echipament electronic și programe pentru un sistem integrat de informare al căilor ferate

• rețele de transmisie a datelor și reabilitarea vagoanelor de pasageri și de marfă

• îmbunătățirea sistemelor de tracțiune și îmbunătățiri aduse depourilor de cale ferată

• utilaje pentru protecția mediului și asistență tehnică și pregătire a personalului

Costul total al proiectului este estimat la 383 milioane dolari SUA, din care 120 milioane dolari SUA vor fi finanțate de Banca Mondială. Guvernul va contribui cu 121 milioane dolari SUA, iar cofinanțarea furnizată de Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD) și Programul PHARE al Uniunii Europene va totaliza 142 milioane dolari SUA.

Împrumutul Băncii va fi rambursat în decurs de 20 de ani, în care se cuprinde o perioadă de grație de 5 ani, cu o dobîndă care reprezintă rata standard a Băncii.

## BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ

Sediul central: B-dul Republicii nr. 14, sector 3, București  
Tel.: 615.75.60  
Fax: 614.32.13

Unitățile Băncii Comerciale Române din întreaga țară oferă tuturor categoriilor de clienți, persoane juridice și fizice, o gamă diversificată de produse și servicii în condiții de competitivitate, operativitate și confidențialitate.

În București vă puteți adresa la:

Sucursala Municipiului București

Tel.: 323.54.22

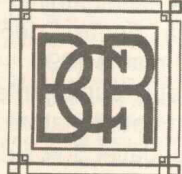
Fax: 323.00.89

#### Filiale:

sector 1	sector 2	sector 3	sector 4	sector 5	sector 6
Tel: 6594837	6427684	3234410	3232067	3226905	6374375
Fax: 6595681	6427986	-	3233373	3235854	6376054

#### Agenții:

	Pipera	Plevnei
Tel.:	2122444	6373646
Fax:	3127589	6375954



## PIEȚELE DE CAPITAL Universitatea Central Europeană Proiectul de Privatizare Sfîrșitul anului 1995

### Colaboratori:

**Albania:** Lindita Xhillari; **Belarus:** Dr. Igor Pelipas; **Bulgaria:** Spartak Keremidjiev, Todor Gradev; **Republica Cehă:** Eva Klavacova; **Estonia:** Aili Kukumagi; **Federația Rusă:** Maxim Kvașa; **Kazahstan:** Katerina Homenciuk; **Kîrgîzstan:** Asel Djuspbekova, Marat Temirhanov; **Letonia:** Velga Vilne; **Lituania:** Romas Lazutka; **Macedonia:** Trajko Slaveski; **Moldova:** Sergiu Botezatu; **Polonia:** Agnieszka Rybinska, Joanna Dzialo; **România:** Liviu Gaiță, Valeriu Velciu; **Slovacia:** Andrej Juris; **Ucraina:** Valentin Lavrinenko; **Ungaria:** Dr. Korosenyi András, Dr. Havas Attila; **Uzbekistan:** Alișer Djumanov; **Comitet de redacție:** Kenneth Murphy, Roman Frydman, Andrzej Rapaczynski; **Asistenți de redacție:** Simon Nellis, Rebecca Schumann, Melissa Fleer; **Traducere:** Eugen Vălean.

Responsabili de supliment: Gabriela Adameșteanu, Rodica Palade  
Redactori: Horațiu Pepine, Oana Armeanu  
Secretar general de redacție: Cezar Paul-Bădescu  
Grafică: Dan Perjovschi  
Tehnoredactare: Alexandru Cîrîp  
Corectură: Radu Dobândă, Lucian Piucă