



ULBS

Universitatea "Lucian Blaga" din Sibiu

Școala doctorală interdisciplinară

Domeniul de doctorat: Finanțe

Rezumatul tezei de doctorat cu titlul:

CONSIDERAȚII PRIVIND TEHNICI ȘI PERSPECTIVE INVESTIȚIONALE PE PIAȚA DE CAPITAL

doctorand:

Alexandru Cristian Dobre

conducător științific:

Mihai Aristotel Ungureanu

CUPRINS

INTRODUCERE.....	5
CAPITOLUL I. PIAȚA DE CAPITAL AUTOHTONĂ, STRUCTURI, EVOLUȚII, CADRU LEGISLATIV.....	14
1.1. Considerații teoretico-conceptuale privind piața de capital.....	15
1.2. Structuri instituționale ale pieței de capital.....	21
1.3. Cadru legislativ privind piața de capital	27
1.4. Abuzul de piață în directiva europeană și în legea română.....	31
1.5. Manipularea pieței.....	36
<i>Concluzii și contribuții personale.....</i>	40
CAPITOLUL. II. EVOLUȚIA INDICILOR BURSIERI ÎN COMPARAȚIE CU CEI AI ALTOR STATE	43
2.1. Conceptul de indice în sfera investițională.....	43
2.2. Istorie scurtă a indicilor și a fondurilor de tip index.....	45
2.3. Volatilitatea indicilor.....	49
2.4. Metodologia de construcție a indicilor.....	55
2.5. Proceduri privind eligibilitatea și selectarea acțiunilor din alcătuirea indicilor.....	56
2.5.1. Selecția acțiunilor pentru indexul Dow Jones din SUA Dividend 100	58
2.5.2. Divizorul.....	61
2.5.3. Tipuri de randamente.....	62
2.5.4. Indici bursieri etici.....	62
2.6. Evoluția indicilor bursieri autohtoni în comparație cu cei ai altor state europene.....	64
2.6.1. Considerații privind indici bursieri românești.....	64
2.6.2. Indici bursieri internaționali reprezentativi.....	76
2.6.3. Indici reprezentativi ai țărilor învecinate.....	78
2.6.4. Indici reprezentativi ai țărilor dezvoltate.....	81
2.6.5. Considerații privind investițiile în fonduri de tip index.....	83
<i>Concluzii și contribuții personale.....</i>	89
CAPITOLUL III. PRINCIPII ȘI TEORII CU PRIVIRE LA GESTIUNEA PORTOFOLIILOR	92
3.1. Principii de gestiune a portofoliilor.....	92
3.2. Teoria pieței eficiente și impactul său asupra gestiunii portofoliului.....	93

3.3. Curente teoretice privind aversiunea sau preferința la risc a investitorului în luarea deciziilor Investiționale.....	102
3.4. Constituirea și evaluarea portofoliilor prin modelele Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Pricing Theory.....	108
3.5. Opinii privind teoria post modernă de construire a portofoliului.....	118
Concluzii și contribuții personale.....	125

CAPITOLUL. IV. STRATEGII PRIVIND GESTIUNEA PORTOFOLIILOR PE PIAȚA DE CAPITAL130

4.1. Strategii de analiză privind alegerea companiilor pentru investiții pe piața de capital.....	130
4.2. Stiluri de gestine.....	133
4.3. Strategii ce stau la baza construcției portofoliilor.....	139
4.3.1. Strategia Long-Short.....	139
4.3.2. Strategia Markov.....	140
4.4. Organizarea gestiunii portofoliului și descrierea procesului de investire.....	142
4.5. Perspective privind investițiile în organisme de plasament colectiv.....	143
4.5.1. Diferențe și asemănări între fondurile deschise și fondurile închise de investiții.....	144
4.5.2. Investițiile în fondurile deschise de investiții.....	144
4.5.3. Investițiile în fondurile închise de investiții.....	148
4.5.4. Investițiile în societăți de tip SIF.....	151
4.5.5. Investițiile în Fondul Proprietatea.....	153
4.6. Modelul markowitz simplificat aplicat pe un portofoliu	154
Concluzii și contribuții personale.....	159

CONCLUZII FINALE, CONSIDERAȚII PERSONALE ȘI DEVOLTĂRI ULTERIOARE.....161

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ.....164

LISTA ABREVIERILOR.....170

LISTA TABELELOR.....172

LISTA FIGURILOR.....173

ANEXE.....175

CUVINTE CHEIE

Investiții, bursa, capital, strategii, indici, gestiune, portofolii, fonduri, index.

INTRODUCERE

Motivația alegerii temei, noutate, actualitate și importanță

Motivația alegerii temei tezei de doctorat pornește de la faptul că populația are nevoie de majorarea sumei capitalului existent pe piață. Modalitatea de a investi pasiv aduce o abordare interesantă în economia modernă, fiind necesar un efort mai mic în zilele noastre pentru crearea de valoare, față de nivelul de efort necesar în trecut. Totodată, studiind diferite abordări de a investi, putem spune că gradul de succes al unei investiții propuse este direct proporțional cu gradul de cunoaștere al obiectului investiției.

Capitalul este o disponibilitate financiară sau materială care este utilizată într-o activitate lucrativă care creează bunuri destinate schimbului cu obiectivul de a produce profit.

Acest gen de nevoi de majorare a resurselor financiare a generat segmente specifice de cerere și ofertă: cererea de resurse financiare și oferta de resurse financiare, adică de capital. S-au creat astfel piețe specifice, și anume piețele financiare specializate prin diviziunea muncii în piețe monetare și piețele de capital. Datorită faptului că piețele financiare nu sunt suficient de dezvoltate, cele două forme ale lor nu sunt strict delimitate, acestea fiind interdependente și condiționându-se reciproc.

Pentru ca societatea actuală să se dezvolte, ea trebuie să insiste asupra cercetării științifice și asupra dezvoltării tehnologiei. Aceste domenii împreună cu factorul cel mai important, și anume educația, reprezintă fundamentul asigurării progresului și, mai ales bunăstarea populației.

Actualitatea acestui domeniu este, categoric, un permanent interes pentru investitorii care doresc să își multiplice rata profiturilor în urma tranzacțiilor bursiere. Având în vedere că informația pe piața de capital circulă foarte repede și intervin schimbări în companii de la o zi la alta, este de o deosebită necesitate ca informațiile pe care se bazează deciziile investiționale să fie cele mai recente.

Folosind câteva principii și strategii de gestiune a portofoliilor, putem să ne asigurăm un pachet de investiții care să aibă un risc diminuat și în care să nu intervină volatilitatea unor situații total neașteptate în procesul investițional.

Scopul acestei cercetări constă în îmbunătățirea procedurilor de investiție pe piața de capital, astfel încât deciziile care se iau să fie cele mai bune, la cel mai bun moment și la cel mai bun preț aflat în concordanță cu factorul de risc.

Bursele de valori au început să își uniformizeze activitățile, fiindcă s-a maximizat competiția, iar sectorul de servicii și-a consolidat trendul crescător. În timp ce o parte din burse au crescut în activități și s-au transformat în societăți comerciale generatoare de profit, altă parte a bursei a devenit tranzacționabilă. Unele burse s-au hotărât că pentru o dezvoltare durabilă și inovatoare este mai bine ca ele să fuzioneze pentru un management performant și progresiv, luând în considerare ritmul evolutiv rapid.

Piața de capital românească ne oferă posibilitățile de a înțelege mai bine parcursul economic al țării noastre. Observând într-o manieră statistică evoluția Bursei de Valori din București din ultimii ani, ajungem la concluzii care ne pot lua prin surprindere, ținând cont de finalitatea crizei economice din 2008, dar și de instabilitatea economică ce se preconizează că va avea loc în curând în viitorul apropiat.

Teza de doctorat intitulată „**Considerații privind tehnici și perspective investiționale pe piața de capital**” este elaborată cu respectarea parametrilor metodologici ai unei cercetări științifice, folosind metode de cercetare precum: metoda comparativă, metoda observației, metode fundamentale de cercetare, precum și metode analitice cu conținut econometric care vor fi structurate conform capitolelor.

Elementele de noutate ale tezei de doctorat constau atât în îmbunătățirea nivelului general de cunoștințe al participanților la piețele financiare, cât și în educarea acestora spre luarea unor decizii investiționale mai bune și cu un risc mai scăzut.

Actualitatea cercetării este redată de faptul că în lucrare vor fi prezentate evoluții ale companiilor curente și performante ce sunt listate la Bursa de Valori București, precum și ai indicilor bursieri. Aceste evoluții sunt pe toată perioada funcționării lor, pe perioade de zece ani sau până în zilele noastre. Astfel, se vor găsi și efectele crizei financiare în istoria companiilor.

Necesitatea și importanța temei rezultă din oportunitatea de a crea valoare, necesitatea de resurse financiare, dar și necesitatea fundamentală a omului către expansiune, care duce la o continuă dezvoltare în domeniul finanțelor. Datorită faptului că în sistemele capitaliste și democratice capitalul devine o componentă în viața de zi cu zi, se poate spune că omul este în

continuă căutare de oportunități. Bursa de valori redă pulsul finanțelor, dar și al deciziilor companiilor listate. Prezentarea imaginii unei companii vinde, creează capital, creează valoare, astfel angrenează economia încât să își poată exercita rolul de echilibru în societatea de astăzi.

Realitatea este că oamenii din România nu își investesc resursele financiare frecvent la bursă, întâlnind astfel destul de rar persoane care fac acest lucru. Acest lucru se întâmplă atât din cauza lipsei cunoștințelor în domeniu, dar și pentru că dacă omul nu are asigurate nevoile de bază, acesta nu se poate gândi la asigurarea nevoilor de creștere și contribuție. Bursa funcționează mai bine într-un sistem dezvoltat, dar totodată poate funcționa și într-un sistem în curs de dezvoltare, deoarece o investiție făcută într-un start-up poate aduce beneficii mai mari, asumând și un risc mai mare.

Tema de cercetare în contextul cercetărilor științifice din domeniu și în context interdisciplinar

Piața de capital reprezintă un domeniu foarte vast în care își exercită activitatea companii din toate industriile. Astfel, în elaborarea lucrării se va ține cont nu numai de aspectul cantitativ al informațiilor prezentate, ci, mai ales de calitatea și noutatea acestora.

Interdisciplinaritatea intră în vigoare atunci când dorim să investim la bursă, deoarece sunt necesare multe informații referitoare la obiectul investiției. Informațiile vin din domeniul economic, matematic, politic și comportamental.

Așadar, putem afirma că tema noastră include o gamă largă de discipline prin a căror aprofundare se poate ajunge la o optimizare a deciziei investiționale.

Stadiul cunoașterii conceptelor de performanță și poziție financiară în literatura de specialitate din România și din străinătate

Problematika abordată în teza de doctorat intitulată „**Considerații privind tehnici investiționale pe piața de capital**” a fost studiată de către cercetători români și străini. Pentru elaborarea tezei au fost consultate mai multe cărți și lucrări științifice, adunând o bibliografie cu un număr de peste 79 de autori. Domeniul pieței de capital are o vastă literatură de specialitate. Vom aminti lucrările cele mai importante care ne-au ajutat la elaborarea acestei teze de doctorat.

Anghelache Gabriela publică în anul 2009 la Editura Economică, București, cartea cu titlul „Piața de Capital în context european”. În același an Corduneanu Carmen publică la Editura Universității de Vest, Timișoara, cartea cu titlul „Piețe de capital: Teorie și practică”.

În anul 2000, Badea Dumitru G. publică la Editura Economică București, cartea intitulată „Piața de capital & restructurarea economică”.

În anul 2001, Stoica Victor, Galiceanu Mihaela, Ionescu Eduard, publică la Editura Economică București, cartea intitulată „Piețe de capital și burse de valori”.

Brendea Georgian Alin publică în anul 2007 la Editura ASE bucurești, cartea cu titlul „Piețe de capital în economia României”.

Cuzman Ioan, Cazan Emil, Stefea Petru publică în anul 2005 la Editura Universității de Vest, Timișoara, cartea cu titlul „Piața de capital: Articole și studii”.

Livia Ilie publică în anul 2007 la Editura Continent București, cartea cu titlul „ Piața de capital”.

În anul 2008, Dușescu Cristian publică la Editura C.H. Bech, București, cartea cu titlul „Manipularea pieței de capital”.

În anul 2011, Dobre Baron Oana, Muntean Liliana publică la Editura Universității Petroșani, cartea cu titlul „Gestiunea portofoliilor de titluri”.

Lipara Carmen publică în anul 2012 la Editura ASE București, cartea intitulată „Evaluarea acțiunilor: o abordare din perspectiva teoriilor comportamentale”.

Tutuianu Adrian publică în anul 2007 la Editura Hamangiu București, cartea intitulată „Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților”.

În continuare vom aminti de asemenea și autori străini importanți.

Markowitz M. Harry a publicat la Editura Blackwell, Malden, în anul 1991 cartea cu titlul „Portfolio selection: efficient diversification of investments”.

Daniel A. Strachman a publicat în anul 2002 la Editura Wiley, cartea intitulată “Essential Stock Picking Strategies”.

Brentani Christine a publicat în anul 2004 la Editura Elsevier, Oxford, cartea intitulată „Portfolio management in practice”.

Obiectivele cercetării

O observație fundamentală este că piața de capital se configurează a fi un pilon al societății umane contemporane și viitoare. Dincolo de funcțiile sale fundamentale de finanțare, investire, managementul riscului, de uriașele fluxuri financiare pe care le antrenează, ea a ajuns

să fie reprezentativă pentru un nou mod de organizare politico-economică a societății umane, anume acela al capitalismului democratic.

Pentru dezvoltarea și promovarea pieței de capital este nevoie nu numai de implicarea naturală a forțelor economice private, dar și de aportul masiv al autorităților publice. Pentru o dezvoltare integrată propunem normarea progresistă și riguroasă a domeniului, conștientizarea, educarea și protecția publicului.

Așadar, lucrarea noastră este structurată în patru capitole, după cum urmează:

- în primul capitol, intitulat “Piața de capital autohtonă, structuri, evoluții, cadru legislativ” ne-am referit la structurile instituționale ale pieței de capital, cadru legislativ privind piața de capital, abuzul de piață în directiva europeană și în legea română, manipularea pieței și evoluția pieței de capital autohtone în perioada crizei financiare, dar și după aceasta.
- în al doilea capitol, intitulat “Evoluția indicilor bursieri autohtoni în comparație cu cei ai altor state” am tratat construcția indicilor bursieri și indici bursieri naționali și internaționali reprezentativi;
- în al treilea capitol, intitulat “Principii și teorii cu privire la gestiunea portofoliilor” am tratat teoria pieței eficiente, curente teoretice privind aversiunea sau preferința la risc a investitorului în luarea deciziilor investiționale, construirea și evaluarea portofoliilor și o privire asupra teoriei postmoderne de construire a portofoliului.
- în capitolul al patrulea, intitulat ”Strategii privind gestiunea portofoliilor pe piața de capital” am prezentat strategii de analiză a alegerilor companiilor, stiluri de gestiune, strategii de construire a portofoliilor, am analizat oportunitățile de investiții în fonduri închise sau deschise de investiții, investițiile în societăți de tip SIF sau Fondul Proprietatea, încheind cu o simulare a modelului Markowitz a unui portofoliu de patru titluri.
- La capitolul ”Concluzii și contribuții personale” am exprimat câteva considerații cu privire la piața de capital și dezvoltarea acesteia în România.

Tendențele cele mai pronunțate în latura profesională a finanțelor sunt date de internaționalizare sau globalizare, electronizare și inovație. Accesul publicului tinde să devină unul direct, dezintermedierea fiind un trend în fața căreia brokerii și băncile de investiții trebuie să se plieze, descoperindu-și noi servicii și oportunități. Pe de altă parte, concurența între burse și noile vehicule tranzacționate devine acerbă. Soluțiile la care s-a recurs constau în demutualizare, autolistare, fuziuni, alianțe regionale. În cele din urmă, bursele trebuie să se

analizeze și pornind de la asumarea fundamentelor, să se restructureze prin asumarea propriului specific de paradigme.

Metodologia de cercetare

Cercetarea științifică este un proces ce funcționează activ și sistematic pentru descoperirea, interpretarea și reorganizarea faptelor și evenimentelor, comportamentelor sau teoriilor. Totodată cercetarea caută să aducă aplicații practice prin intermediul evenimentelor, legilor sau teoriilor. Metodologia utilizată are la bază cercetarea documentară, bibliografică și teoretică, precum și analizele din activitatea practică specifică în domeniul fiscal la nivel național și la nivel european. Datele au fost preluate de pe website-urile companiilor de profil financiar și de pe website-urile burselor de valori. Datele au fost structurate folosind Microsoft excel. Pe parcursul realizării cercetării s-au utilizat metode de cercetare calitative pentru culegerea datelor cum ar fi observația și studiul de caz. Totodată s-au utilizat metode cantitative bazate pe procese deductive prin care s-au verificat teorii, producând rezultate care au putut fi generalizate. Astfel, pornind de la identificarea problemelor până la evaluarea acestora, este necesar să existe o complementaritate între metodele cantitative și calitative, deoarece cu ajutorul studiului de caz și al analizelor de conținut studiate se pot dezvolta, disemina și consulta public rezultatele obținute.

Rezultate obținute

Numărul mare de societăți listate la bursă poate face dificilă alegerea uneia sau a mai multor companii prin care să se creeze valoare pentru investitor. De aceea pentru a face o alegere optimă, am studiat cele mai performante companii, dar și indicii bursieri din România, pentru a decide dacă este indicat să se investească sau nu în aceste instrumente. Desigur, cu cât se face o analiză mai aprofundată și pe o perioadă mai îndelungată, balanța care se înclină spre a investi sau spre a nu investi devine mai exactă.

Informațiile despre companii sunt foarte importante în deciziile investiționale și deseori poate apărea fenomenul de manipulare a pieței, dar acest fapt este prezent în orice proces. Așadar credem că este mai importantă calitatea angrenantă în economie a procesului de investiție decât posibilitatea abuzului de piață.

Indicii din România ai Bursei de Valori București nu au reușit să depășească valorile de dinainte de criza financiară precum țările cu economii mai dezvoltate: Marea Britanie,

Franța, Germania. Indicii vecinilor din Ungaria au fost mai performanți decât indicii din România.

Analizând informații privind fondurile de tip index, ajungem la concluzia că sunt decizii investiționale bune ce depășesc cu mult investițiile în depozite bancare.

Printr-o analiză fundamentală puternică a titlurilor, rentabilitatea investițiilor crește în avantajul investitorului.

Limitele cercetărilor realizate în teza de doctorat

Piața de capital reprezintă un domeniu foarte vast în care se pot găsi diferite moduri de abordare cu privire la investiții. Așadar, nu ne putem referi la întreg domeniul, ci putem să alegem câteva companii sau indici bursieri cu ale căror date să realizăm considerații privind investițiile. În această teză au fost alese companii care au o valoare de tranzacționare mare, astfel exercitând un interes crescut din partea investitorilor, minimizând riscurile investițiilor pe termen lung.

În același timp, s-au ales cei mai reprezentativi indici pentru Bursa de Valori București, dar și pentru țările vecine sau țări mai dezvoltate economic. Acești indici reprezintă un indicator real al economiilor naționale, pentru că în componența indicilor se aleg companii performante care îndeplinesc condiții specifice.

Cu cât cunoaștem un domeniu mai în amănunt, cu atât putem avea o activitate mai profitabilă în domeniul respectiv. Înțelegând astfel structura pieței de capital, precum și evoluțiile câtorva elemente componente, decizia noastră investițională se poate rezuma la a investi sau a nu investi. Astfel investiția va căpăta o creionare mai exactă, reușind să se prevadă rezultate viitoare.

Stadiul cercetării pune în evidență, în teză, o sintetizare a informațiilor care au fost acumulate până în momentul de față cu privire la câteva principii și strategii care pot fi abordate în procesul investițional. În timp s-a realizat o evoluție semnificativă a piețelor financiare, acestea elaborând noi metode de analizare a titlurilor, dar și de previzionare a viitorului acțiunilor. Oamenii specializați din domeniul financiar elaborează noi modele care să pună în prim-plan cei mai importanți factori de performanță a portofoliilor. Scopul lor este gestionarea eficientă a capitalului investit în piețele financiare. Modelele financiare au fost construite pentru realizarea unei rentabilități așteptate pentru un nivel de risc specific. Cu ajutorul modelelor sunt construite portofolii ce aduc o performanță superioară, reușind să combine și să selecteze activele cu caracteristici specifice. Cercetarea de față presupune o importanță

informare cu privire la metodele de a alege cea mai buna variantă investițională pe piața de capital. Oamenii de știință s-au străduit decenii pentru a minimiza riscurile astfel încât investițiile lor să atingă o rată mare de profitabilitate. Desigur, se poate spune că cei care au avut câștiguri mari au avut noroc, pentru că au existat și astfel de cazuri, dar deseori deciziile au fost bine fundamentate. Prin evaluarea activelor companiilor în care s-a investit și prin compararea mai multor oportunități de investiții, s-a ales varianta optimă.

Alteori deciziile investiționale s-au bazat pe intuiție, unii investitori reușind să aplice exact procesul invers al reacțiilor omenesti „care duc spre pierderi” pentru a alege să depășească creșterea naturală a pieței.

În această lucrare încercăm să sintetizăm aspecte importante ale investițiilor pe piața de capital, aceasta nefiind un ghid spre a obține profituri, ci mai mult o deschidere către universul oportunităților pe care le putem aprecia în procesul investițional.

Pentru a sintetiza aceste informații putem aminti câteva lucrări importante care au făcut un efort deosebit în a descrie aspecte de referință în investițiile pe piața de capital, precum: „Bursa și piața extrabursieră” Ed. Economică, 2000 de Gabriela Anghelache, „Piața de capital & restructurarea economică”, Editura Economică, 2000 de Badea Dumitru G., „Investment and portfolio management”, Ed. Thomson, Australia, 2006 de Reilly K. Frank, „Portfolio selection: efficient diversification of investments”, Ed. Blackwell, Malden, 1991 de Markowitz M. Harry și „Portfolio theory and capital markets”, Ed. McGraw-Hill, New York, 2000 de Sharpe F. William. Pentru a realiza o cercetare amănunțită a proceselor investiționale ne-am gândit că trebuie înțelese în primul rând câteva aspectele teoretice privind piața de capital, urmând să discutăm despre principia de gestiune a portofoliilor, dar și de strategii ce stau la baza construcției portofoliilor.

În primul capitol, intitulat “*Piața de capital autohtonă, structuri, evoluții, cadru legislativ*”, ne-am referit la structurile instituționale ale pieței de capital, cadru legislativ privind piața de capital, abuzul de piață în directiva europeană și în legea română, manipularea pieței. În al șaptelea subcapitol, intitulat “*Concluzii și contribuții personale*” am exprimat câteva considerații cu privire la piața de capital și dezvoltarea acesteia în România

Capitolul al II-lea intitulat “*Evoluția indicilor bursieri autohtoni în comparație cu cei ai altor state europene*” este structurat în șase subcapitole, după cum urmează: în primul subcapitol, intitulat “*Conceptul de indice în sfera investițională*” ne-am referit la ce sunt indicii bursieri, la istoria indicilor, volatilitatea și selecția componentelor acestora. În al doilea subcapitol ne-am referit la istoria indicilor și a fondurilor de tip index, urmând a face o comparație a volatilității indicilor în subcapitolul următor, în subcapitolul numărul cinci am

tratat "Proceduri privind eligibilitatea și selecția acțiunilor". În al șaselea subcapitol, intitulat "Evoluția indicilor bursieri autohtoni în comparație cu cei ai altor state", am tratat construcția indicilor bursieri și indici bursieri naționali și internaționali reprezentativi;

Capitolul al III-lea ne prezintă "*Principii și teorii cu privire la gestiunea portofoliilor*". Subcapitolele ne prezintă "Principii de gestiune a portofoliilor", "Teoria pieței eficiente și impactul său asupra gestiunii portofoliului". La concluzii și contribuții personale formulăm opinii în legătură cu gestiunea portofoliilor.

Capitolul al IV-lea numit "*Strategii privind gestiunea portofoliilor pe piața de capital*" este structurat pe șase subcapitole. Primul subcapitol se referă "Strategii de analiză privind alegerea companiilor pentru investiții pe piața de capital", urmând cu "Stilurile de gestiune" în care sunt expuse strategiile unei investiții pe piața de capital. Al treilea subcapitol ne prezintă "Strategii ce stau la baza construcției portofoliilor". Al patrulea subcapitol privește "Organizarea gestiunii portofoliului și descrierea procesului de investire". Urmează subcapitolul numărul cinci care tratează "Perspective privind investițiile în organisme de plasament colectiv", iar în penultimul subcapitol dezvoltă "Modelul markowitz simplificat aplicat pe un portofoliu" urmând și concluzii și contribuții personale.

În ultima parte a tezei de doctorat „*Concluzii finale, considerații personale și dezvoltări ulterioare*” sunt prezentate rezultatele obținute în urma elaborării studiilor de caz empirice, validarea sau invalidarea ipotezelor prestabilite și, nu în ultimul rând, conturarea unor direcții viitoare ale cercetării.

CAPITOLUL I. PIAȚA AUTOHTONĂ DE CAPITAL, STRUCTURI, EVOLUȚII, CADRU LEGISLATIV

Pe piața de capital, prima instituție bursieră constituită a fost Bursa de Valori București, care și-a început activitatea de tranzacționare în 1995. A urmat Bursa Electronică Rasdaq (numită inițial Piața Rasdaq), care a început să funcționeze în 1996.¹

Bursa de Valori București (BVB) a început activitatea ca o instituție publică (ulterior de interes public), cu o piață electronică, la început centralizată, apoi cu acces de la distanță). Bursa a fost organizată inițial ca o piață integrată, asigurând atât tranzacționarea, cât și post-tranzacționarea (înregistrarea, depozitarea, cliringul și decontarea).

Ulterior, Bursa de Valori București s-a demutualizat și a devenit societate comercială pe acțiuni. Conform noilor reglementări, ea a trebuit să-și externalizeze activitățile posttranzacționare spre o instituție nouă, Depozitarul Central.

Bursa Electronică Rasdaq a funcționat, de la început, ca o piață descentralizată. Platforma de tranzacționare era oferită chiar de către Rasdaq, serviciile post-tranzacționale de către Societatea Națională de Compensare, Decontare și Depozitare și de către societățile de registru independent al acționarilor, iar reglementarea era realizată de către Asociația Națională a Societăților de Valori Mobiliare (cu rol de instituție de auto-reglementare - self regulating organisation).

1.1. Considerații teoretico-coconceptuale privind piața de capital

Piața de capital este reprezentată ca fiind o piață particulară unde iau contact cererea și oferta activelor financiare atât pe termen mediu, cât și pe termen lung, care se ajustează într-o manieră liberă. Așadar, vorbim despre o piață pe care se cumpără și se vând într-un mod liber, valori mobiliare. Această piață are ca rol principal antrenarea capitalurilor persoanelor de natură fizică și juridică, care vor să economisească (cei care cumpără acțiuni sau cumpărătorii de obligațiuni) și care caută să investească profitabil capitalul.

¹ Corduneanu Carmen - „Piețe de capital: Teorie și practică”, Editura Universității de Vest, Timișoara, 2009

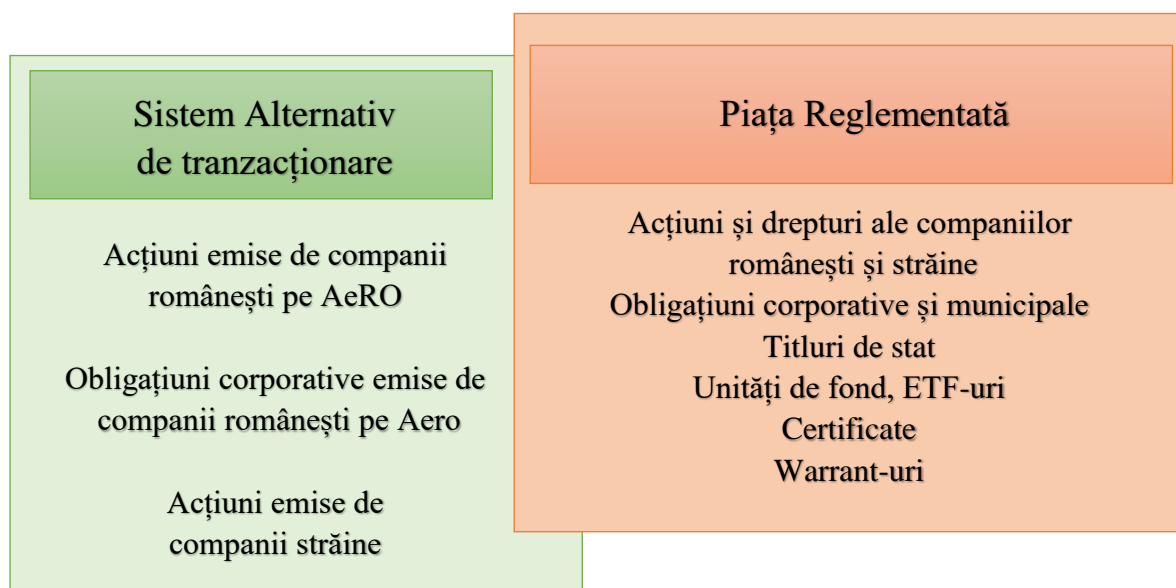
Piața de capital este un punct de interes din mai multe perspective, consimțind acapararea managementului unor societăți prin achiziționarea semnificativă de acțiuni sau asigurarea unor profituri pe termen scurt prin previzionarea modificării prețului acțiunilor.

1.2. Structuri instituționale ale pieței de capital

Bursa de Valori București reprezintă operatorul principal de pe piața de capital, aceasta fiind autorizată și reglementată de către Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF). Bursa de Valori București (BVB) administrează concomitent atât piața reglementată, cât și sistemul alternativ de tranzacționare care se ridică la cerințele europene și internaționale. Astfel Bursa de Valori București facilitează dinamica fluxurilor financiare dintre investitorii care vor să investească, adică să își înmulțească resursele financiare, și emitenții care sunt reprezentați de cei care au nevoie de resurse financiare pentru a-și dezvolta afacerile.²

Prezentăm grafic instrumentele financiare tranzacționate la BvB în Fig. 1:

Fig. nr. 1. Instrumente financiare tranzacționate la Bursa de Valori București



Sursa: realizat de autor

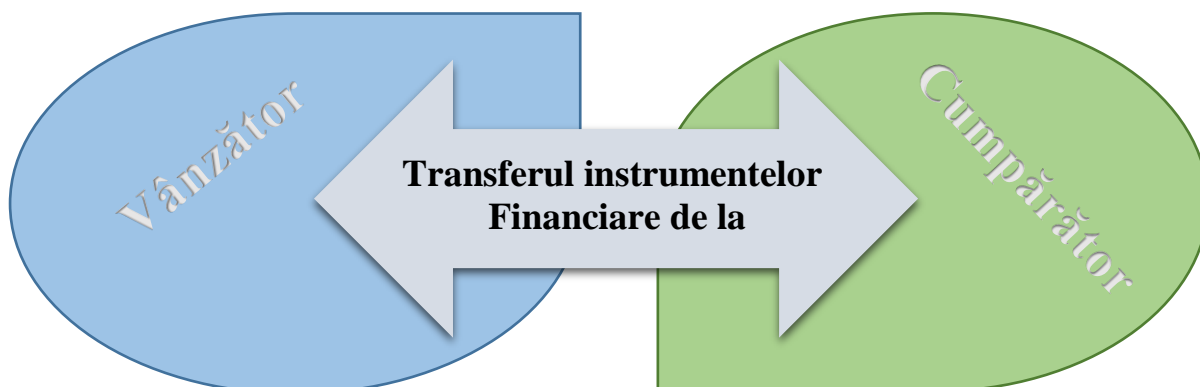
² Brendea Georgian Alin - „Piața de capital în economia României”, Ed. ASE, București, 2007

O altă instituție importantă pentru Bursa de Valori București este reprezentată sub denumirea de Depozitarul Central. Depozitarul central este membru al grupului BvB. Această instituție centrală asigură desfășurarea tranzacțiilor prin compensarea și decontarea acestora cu instrumentele financiare în cauză. În același timp, Depozitarul Central ține și evidența registrelor a tuturor societăților emitente listate pe Bursa de Valori București.³

Toate operațiunile dintre vânzător și cumpărător sunt facilitate de către Depozitarul Central. Atât transferul de instrumente financiare, cât și banii dintre cumpărător și vânzător sunt procesați de această instituție în totală siguranță. După ce efectuează operațiunile în cauză, sunt actualizate registrele acționariatelor unei cantități mari de companii din România.

Decontarea este reprezentată în această instituție prin stingerea obligațiilor ce intervin pentru transferul instrumentelor financiare, în urma efectuării plăților aferente tranzacției. Decontarea implică două operațiuni principale și anume transferul resurselor financiare de la cumpărător la vânzător și transferul instrumentelor financiare de la vânzător la cumpărător după cum se vede reprezentat în Fig. 2.

Fig. nr. 2. Atribuția Depozitarului Central



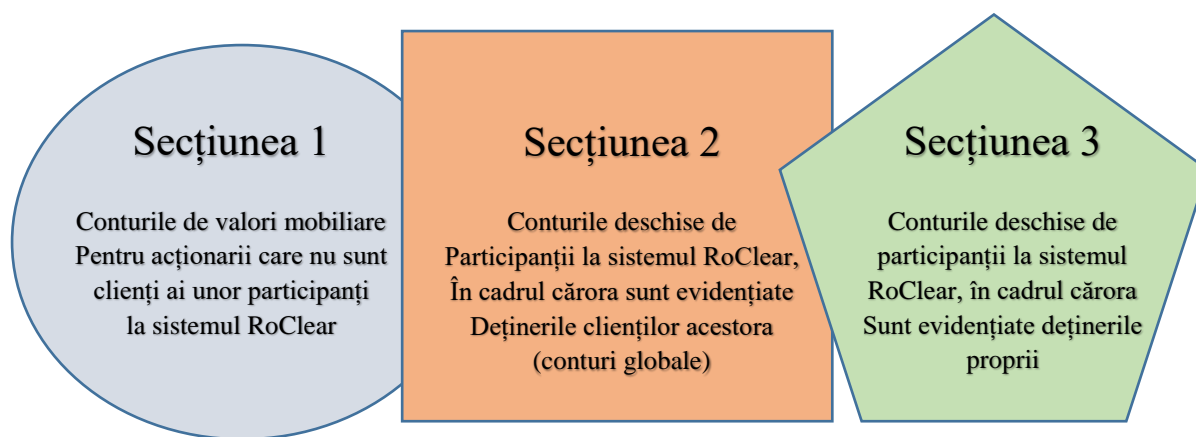
Sursa: realizat de autor

Depozitarul Central oferă servicii destinate participanților, emitenților și deținătorilor de instrumente financiare:

Depozitarul Central păstrează în siguranță și actualizează registrul acționarilor emitentului de instrumente financiare.

Registrul este organizat în trei secțiuni după cum rezultă din Fig. 3:

³ Tutuianu Adrian - „Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților”, Editura Hamangiu, 2007



Sursa: realizat de autor

Fig. nr. 3. Păstrarea în siguranță și actualizarea Registrului Acționarilor Emitentului de instrumente financiare.⁴

Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF) este o autoritate ce aparține statului român, cu rolul de reglementare, de supraveghere și de control în piețele financiare non-bancare din țara noastră. Activitatea ASF este supusă controlului de către Parlamentului României și este împărțită de-a lungul a trei zone de activitate, aferente celor trei piețe reglementate: piața de capital, piața pensiilor private și piața asigurărilor.

1.3. Cadrul legislativ privind piața de capital

Un moment important a fost situația în care s-a adoptat legea privatizării societăților comerciale care a arătat o dată în plus nevoia de existență a unei piețe secundare.⁵ Aceasta datorită faptului că a introdus pe piața financiară, într-o cantitate mare, hârtii de valoare la purtător (Certificate de Proprietate), care totuși nu au fost considerate valori mobiliare, dar au avut rolul de a familiariza publicul investitor cu titlurile de valoare și, nu în ultimul rând, de a demonstra nevoia creării unui cadru organizat pentru a le vinde și a le cumpăra. Mai mult decât atât, a instituit în piață primii investitori instituționali care au avut rolul de a familiariza populația țării cu privire la termenul de „investitor de portofoliu”.⁶

S-a făcut simțită necesitatea unei piețe alternative celei bancare, deoarece lipsa alternativelor de plasament a condus la promovarea jocurilor piramidale, iar tolerarea acestora

⁴ www.bvb.ro

⁵ Legea privatizării societăților comerciale nr. 58/1991

⁶ Ellis D. Charles - „Capital: The Story of Long-Term Investment Excellence”, Ed. Wiley, 2011

de către autoritățile țării, urmată, mai apoi, de prăbușirea acestora a generat o confuzie la nivelul investitorilor de nivel individual.

1.4. Abuzul de piață în directiva europeană și în legea română

Termenul de informație privilegiată reprezintă traducerea consacratei formule din limba engleză "insider information". Această formulă s-ar putea traduce mai apropiat semantic, deși nu tocmai în spiritul limbii române prin "informație dinăuntru", adică informație pe care o cunosc sau ar putea să o cunoască direct numai persoanele avizate din interiorul unei structuri.

Evident, în sensul operațional al directive, informația privilegiată, așa cum este ea definită, reprezintă mai puțin decât cuprinde semantic sintagma. De aceea, o informație nu poate fi considerată de la sine sau prin natura sa ca fiind privilegiată, ci trebuie calificată ca atare după interpretarea sa. Calificarea reprezintă un demers obligatoriu datorită consecințelor sale atât pentru cei care utilizează pe piața de capital respectiva informație, cât și pentru cei care judecă acest fapt.

1.5. Manipularea pieței

Manipularea pieței este definită la modul general prin enunțarea restrictivă a trei situații distincte în care aceasta se poate produce. Asimilarea unei fapte cu una dintre cele trei o califică drept manipulare de piață, a) Sunt incriminate atât tranzacțiile, cât și ordinele (eventual nefinalizate în tranzacții) care au ca scop nu investirea/dezinvestirea ca atare (care, de altfel, de cele mai multe ori se realizează), ci producerea de efecte asupra pieței (în speța asupra prețului) sau a contextului acesteia. Sunt incriminate și ordinele, nu numai tranzacțiile reușite, deoarece și acestea influențează contextul pieței și perceperea acesteia de către investitori.⁷

Evident, manevrele incriminate trebuie înfăptuite cu intenție și în opinia noastră interesul oneros este implicit.

În definiție sunt incluse două forme de manipulare:

a. când tranzacțiile sau ordinele sunt menite să-i înșele pe ceilalți participanți cu privire la cerere, ofertă sau preț.

b. când tranzacțiile sau ordinele sunt menite să țină prețul la un nivel care nu mai reprezintă nivelul real de echilibru al adevăratei cereri și oferte.

⁷ Duțescu Cristian - „Manipularea pieței de capital”, Editura C.H. Bech, București, 2008

O ultima categorie de manipulare de piață acoperă influențarea sau tentativa de influențare a pieței, nu prin tranzacții sau ordine, ca în cazul primelor tipuri de manipulări enunțate mai sus, ci prin difuzare de informații false sau tendențioase, inclusiv prin canale de diseminare în masă sau Internet.

În finalul capitolului I am prezentat concluziile și contribuțiile personale, cu referire în principal la următoarele:

- Piața de capital are o structură bine definită într-un cadru legal specific. Integrând aceste reguli într-un sistem de investiții, poate fi cadrul potrivit în care balanța se înclină spre a investi sau a nu investi.

- Abuzul de piață și manipularea pieței sunt partea imorală a activității economice la bursă și pot afecta procesul investițional.

- Demersul cercetării autorului și al realizării tezei de doctorat îl reprezintă realizarea unei imagini actuale, în baza identificării și analizării evoluțiilor și tendințelor manifestate pe piață, a tabloului instituțional a piețelor internaționale de capital, anticiparea tendințelor și formularea unor opinii cu privire la acestea.

- Se pornește de la observația fundamentală că piața de capital se configurează a fi un pilon al societății umane contemporane și viitoare. Dincolo de funcțiile sale fundamentale, finanțarea, investirea, managementul riscului, uriașele fluxuri financiare pe care le antrenează, ea a ajuns să fie reprezentativă pentru un nou mod de organizare politico-economic al societății umane, anume acela al capitalismului democratic.

- Privind România și Bursa de Valori din București, ca și construcția instituțională realizată, evoluția și perspectivele sunt încă promițătoare. Ele urmează a fi însă fructificate printr-un mix optim de inteligență și curaj instituțional, în contextul în care, pe plan continental, există riscul clar și imediat al pierderii independenței și chiar al identității.

- Piața de capital este vastă și diversă, în plus ea reprezintă un mediu economic viu într-o continuă și dinamică evoluție. Încercarea de a o surprinde în baza unui singur criteriu sau într-o perspectivă unitară nu este una valabilă, funcțională. De aceea o privire caleidoscopică sau o abordare care să surprindă fragmente pe care apoi să le asambleze în căutarea unei viziuni de ansamblu pare cea mai indicată. Aceasta explică titlul și demersul cercetării, precum și domeniile variate de analiză cuprinse în capitolele.

Toate aceste concluzii sunt concentrate în concluziile finale și sunt prezentate în teză la paginile 40-42.



CAPITOLUL II. EVOLUȚIA INDICILOR BURSIERI ÎN COMPARAȚIE CU CEI AI ALTOR STATE

2.1. Conceptul de indice în sfera investițională

Avem nevoie de un nou cadru pentru a ne gândi la indici, la indexare și la distincția dintre investițiile active și cele pasive care reflectă noua realitate a investițiilor cu tehnologie de levier. Deși tehnologia a făcut posibilă apariția a multe noi produse și servicii financiare utile, orice formă de efect de levier - inclusiv investițiile cu tehnologie-leveraging - poate crea riscuri noi și mai mari. În industria financiară, Legea lui Moore trebuie să fie cântărită împotriva versiunii actualizată a Legii lui Murphy: "Oricine poate merge mai departe, merge mai departe și vor merge mai repede și mai greșit atunci când sunt implicate computerele". Punctul de plecare al acestui nou cadru este generalizarea definiției unui indice financiar prin concentrarea asupra funcției sale de bază.

Conform acestei noi definiții, indicii financiar pot varia foarte mult în complexitate. Pentru a distinge versiunile mai complexe față de indicii tradiționali ai pieței, vom face referire la indicii tradiționali ca indicatori „statici” și mai complecși ca „dinamici”.

2.2. Istorie scurtă a indicilor și a fondurilor de tip index

Sharpe a enumerat patru condiții pentru ca un portofoliu să fie puternic, despre care a spus că ar trebui să fie "1) o alternativă viabilă, 2) nu poate fi bătut ușor, 3) are un cost redus și 4) poate fi identificat înaintea faptului." Sharpe a subliniat diferența dintre pas-managementul activ în expoziția sa. Totuși, odată cu proliferarea algoritmilor de tranzacționare automată a devenit clar că a cincea condiție implicită nu a fost neapărat pasivitate. Algoritmii de benchmark pentru calculul de înaltă performanță au estompat linia dintre pasiv și activ. Distincția cheie a fost lipsa de intervenție umană și discreție. Dacă o strategie de tranzacționare ar putea fi codificată într-un set de reguli transparente care să ofere rezultate consecvente pe seturi de date similare, așa cum au procedat și algoritmii de referință folosiți pentru a testa

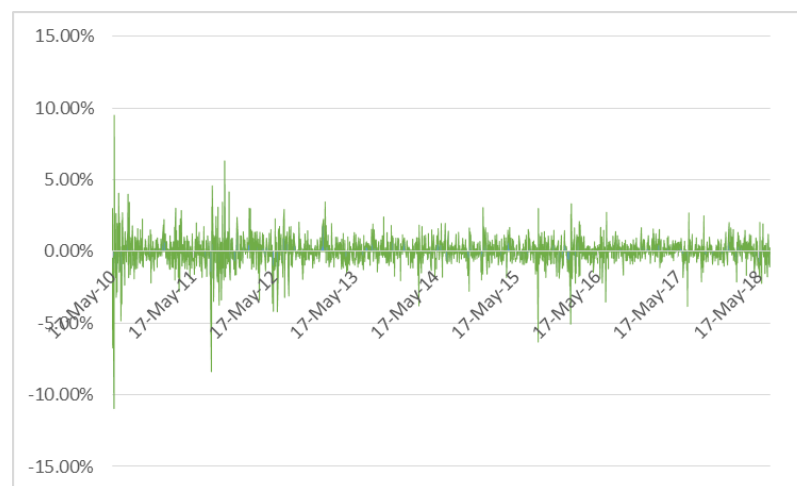
mașinile care le-au implementat, cum diferă aceasta în spiritul unui index construit folosind un portofoliu pasiv? Academicienii și managerii au pus la îndoială ipotezele originale din spatele portofoliului CAPM. Merton [1973]⁸ a extins modelul inter-temporal, în timp ce Ross [1976] a distrus beta-ul CAPM într-o structură multifactorială.

2.3. Volatilitatea indicilor

Această lucrare discută problemele care trebuie luate în considerare la măsurarea riscului indicelui și prezintă datele și evidențiază analizele comparative ale volatilității indexului istoric. În mod specific, putem lua în calcul o istorie lungă a măsurătorilor de risc pe termen scurt și lung pentru indicii de capital american și putem analiza intervalul și corelația dintre volatilitatea indicelui într-un set larg de indici, cuprinzând capitalul global, sectorul american, Trezoreria SUA și alte piețe selecte.

În ultimii zece ani indicele BET a dat semne de creștere a stabilității acestuia. În fig. 4 putem vedea cum volatilitatea sa se îmbunătățește treptat în decursul celor zece ani.

Fig. nr. 4. Volatilitatea indicelui BET (2010-2018)



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor obținute de pe www.investing.com

Această stabilizare demonstrează faptul că dezvoltarea economică a companiilor componente este pozitivă și că ne putem aștepta la un viitor satisfăcător al randamentului indicelui.

⁸ Robert C. Merton - An Intertemporal Capital Asset Pricing Model, Econometrica, 1973

Indicele BET a continuat să își revină după impactul avut în 2008 cu ocazia crizei economice. În fig. 5 putem observa performanța acestuia pe o perioadă de zece ani. În anii 2011, 2015 și 2017 a avut scăderi mai mari, dar întotdeauna a dat semne de refacere, reușind să aibă o performanță relativ bună pe termen lung.

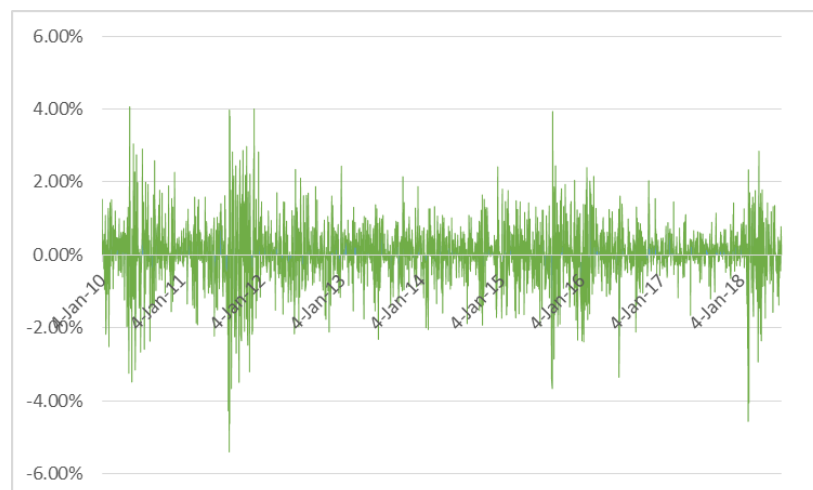
Fig. nr. 5. Punctajul indicelui BET (2010-2018)



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor obținute de pe www.investing.com

Dacă ar fi să facem o comparație al indicelui BET cu indicele performant din SUA DJIA – Dow Jones Industrial Average, putem observa în fig. 6 volatilitatea DJIA. Indicele american are o volatilitate mai scăzută în comparație cu indicele BET. Volatilitatea DJIA nu trece de 6%, în schimb volatilitatea BET ajunge și la 10%.

Fig. nr. 6. Volatilitatea rentabilității indicelui DJIA (2010-2018)



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor obținute de pe www.investing.com

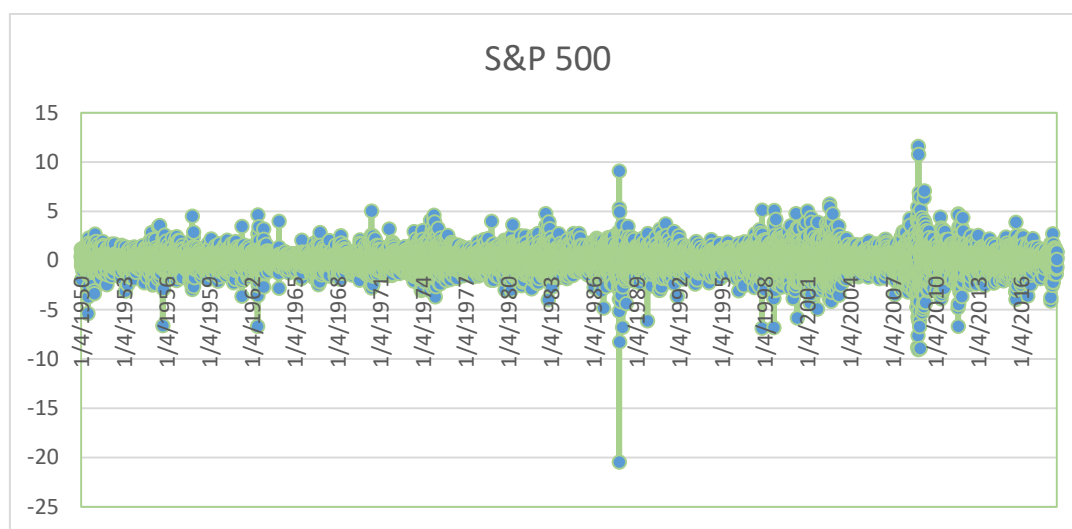
Fig. nr. 7. Punctajul indicelui DJIA (2010-2018)



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor obținute de pe www.investing.com

Putem observa în fig. 7 că indicele DJIA are o creștere mult mai stabilă față de indicele BET, drept dovadă stă în spate economia puternică a Statelor Unite. Indicele DJIA este un indice puternic format din companii ale industriei SUA, fiind ușor corelat cu indicele S&P 500.

Fig. nr. 8. Volatilitatea rentabilității indicelui S&P500 (1950-2018)



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor obținute de pe <https://finance.yahoo.com>

În fig. nr. 8 putem observa cele mai mari volatilități atunci când s-au produs și crizele cele mai mari în decursul istoriei. Se poate observa impactul crizei din 2008, din anul 2000,

anul 1990. Aceste crize economice au avut un impact foarte puternic în portofoliile investitorilor și au făcut ca lumea să își piardă încrederea în aceste investiții pe termen lung.

2.4. Metodologia de construcție a indicilor

Componentele principale ale metodologiei de compoziție al unui indice sunt următoarele:

- **construcția** (cum sunt selectate valorile mobiliare pentru a atinge expunerea dorită a indicelui);
- **ponderea** (modul în care componentele indexului sunt ponderate unul față de celălalt)
- **calculare** (cum se generează valorile indexului și randamentele)
- **revizuire** (modul în care indicele este menținut în mod continuu)

Dacă doi indici urmăresc aceeași piață, poate fi de așteptat ca rezultatele să fie aceleași, dar acest lucru se întâmplă rareori sau aproape niciodată.

Metodologiile de indexare pot fi complexe, dar nu sunt un mister. De fapt, una dintre caracteristicile esențiale ale unei metodologii a indexului este de obicei transparența.

2.5. Proceduri privind eligibilitatea și selectarea acțiunilor din alcătuirea indicilor

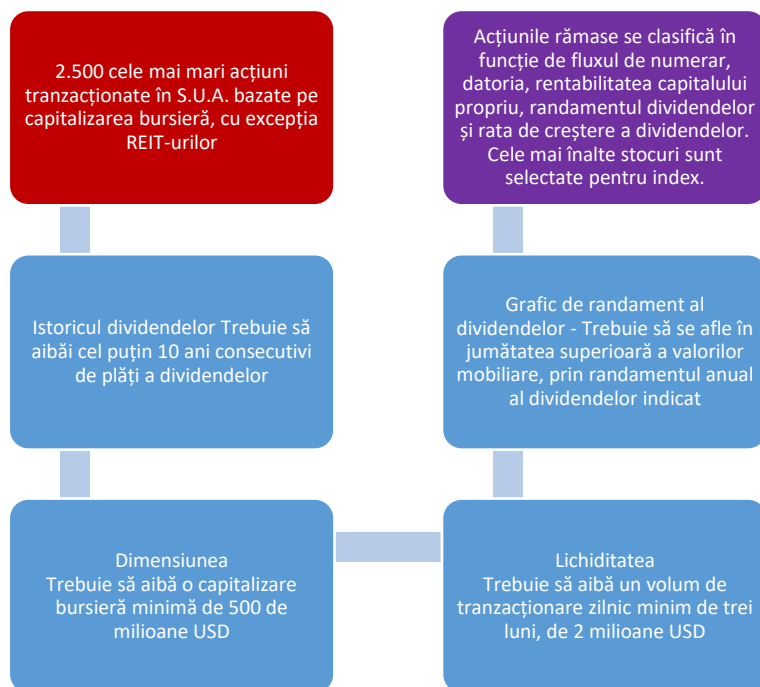
Criteriile de eligibilitate și de selecție determină ce titluri de valoare sunt eligibile și, în cele din urmă, incluse într-un index. Criteriile tipice includ o limită a pieței de securitate, locația sediului central al emitentului și moneda sau monedele în care este denominată garanția. De exemplu, criteriile ar putea specifica faptul că toate stocurile din S.U.A. cu un plafon de piață de 5 miliarde USD vor fi eligibile pentru index sau că vor fi eligibile numai stocurile tehnologice.

Lichiditatea, o măsură a frecvenței tranzacționării unui activ sau a unui titlu de valoare, este adesea un criteriu-cheie al eligibilității. Dacă utilizarea intenționată a unui indice este de a sublinia un produs de investiții, lichiditatea poate fi un factor determinant pentru cât de ușor un furnizor de produse care dorește să reproducă indicele ar putea achiziționa activul pentru portofoliul produsului. În consecință, pot fi excluse valori mobiliare nelichide sau subțiri care altfel ar putea fi eligibile pentru un indice.

În timp ce ponderarea prețurilor este cea mai simplă metodă de ponderare, aceasta nu este folosită în mod obișnuit. Metodologiile mai tipice de ponderare reprezintă factori, alții decât prețurile acțiunilor.

2.5.1. Selecția acțiunilor pentru indexul Dow Jones din SUA Dividend 100

Fig. nr. 9. Selecția acțiunilor

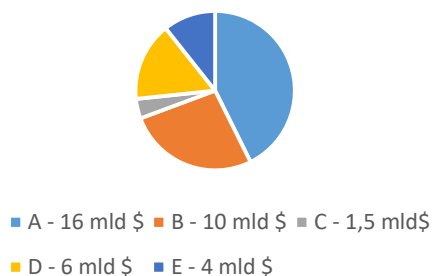


Sursa: figură realizată de autor pe baza datelor de pe www.bloomberg.com

- Ponderarea prin capitalizarea de piață

În ceea ce privește ponderarea în funcție de piață (cap de piață), titlurile componente sunt ponderate în funcție de mărimea lor.

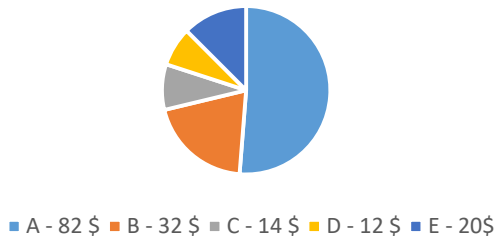
Fig. nr. 10. Pondere în funcție de capitalizarea pieței



Sursa: figură realizată de autor pe baza datelor de pe www.bloomberg.com

- Ponderarea ajustată prin fluctuații ale pieței

Fig. nr. 11. Pondere în funcție de prețul acțiunii

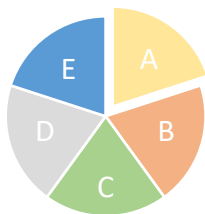


Sursa: figură realizată de autor pe baza datelor de pe www.bloomberg.com

- Ponderarea egală

Într-un indice egal-ponderat, fiecare titlu are aceeași pondere, indiferent de plafonul său de piață. Beneficiul unui indice egal de ponderat, atunci când este utilizat ca bază pentru un produs de investiții, este că acesta va depăși un indice ponderat în funcție de piață în perioadele în care stocurile cu limită inferioară depășesc stocurile cu capital mai mare.

Fig. nr. 12. Pondere egală



Dacă un indice este egal-ponderat, toate acțiunile componente au același impact asupra performanței indexului.

Sursa: figură realizată de autor pe baza datelor de pe www.bloomberg.com

- Ponderarea fundamentală
- Pondere prin factori

Randamentul unui index poate fi calculat prin compararea valorilor indexului de la o perioadă la alta. De exemplu, dacă valoarea indicelui a fost 1.878,48 la închiderea tranzacționării într-o zi și 1.894,86 la închiderea a doua zi, diferența de 16,38 ar însemna un câștig de 0,87% din valoare.

2.5.2. Divizorul

Divizorul este cheia pentru calculul indexului. Este un număr arbitrar, dar, de obicei, disponibil public care este setat la momentul lansării unui index. Divizorul este folosit ca numitor în ecuația pentru calcularea nivelului de indice în situația în care numărătorul este valoarea de piață cumulată a valorilor mobiliare în index. Deoarece valoarea numărătorului poate fi cu ușurință trilioane de dolari, primul lucru pe care îl face divizorul este de a scala sau de a reduce această cifră la un număr inteligibil.

$$\frac{\text{Suma valorii de piață a acțiunilor}}{\text{Divizor}} = \text{Nivel index}$$

Formula de calcul a nivelului de index

Chiar mai important, divizorul este mijlocul de a menține o măsură continuă a evaluării de piață, chiar dacă se modifică lista componentelor indexului și se ajustează acțiunile flotante pentru diverse valori mobiliare. Această continuitate este posibilă, deoarece divizorul este ajustat în mod regulat pentru a compensa orice alte modificări decât prețurile acțiunilor care ar afecta valoarea indexului. Astfel de modificări pot include ofertele de drepturi, divizările și dividendele speciale.

2.5.3. Tipuri de randamente

Indicii de capitaluri proprii și de venit fix se calculează cel mai adesea ca indici de preț sau de randament total. Mulți indicatori, inclusiv S&P 500, sunt calculați în ambele sensuri.

Randamentul de preț - Într-un calcul al prețurilor, valoarea variabilă a indicelui reflectă evoluția prețurilor titlurilor sale componente sau a câștigurilor și pierderilor de capital nerealizate. Într-un indice total de returnare, pe de altă parte, valoarea schimbătoare este determinată de o combinație a modificărilor de preț și a veniturilor reinvestite din dividende sau alte plăți în numerar. Aceasta înseamnă că randamentul total al unui indice al acțiunilor în care oricare dintre componente plătește dividende va fi întotdeauna mai mare decât rentabilitatea prețului.

Randamentul total - Calculul randamentului total al unui indice diferă de calculul randamentului total al unui produs bazat pe indice, cum ar fi un fond mutual, în cazul în care

venitul din dividende este reinvestit pentru a cumpăra acțiuni suplimentare. Într-un indice, dividendele devin un factor suplimentar în calcularea nivelului de schimbare al indicelui.

2.5.4. Indici bursieri etici

Un tip special de indici specializați sunt aceia ai indicilor de investiții etici care includ numai acele companii care satisfac criteriile ecologice sau sociale, de ex. cele ale Grupului Calvert, KLD, indexul FTSE4Good, indicele de sustenabilitate Dow Jones, indicele STOXX Global ESG Leaders, câțiva indicatori standard ai eticii Aei și indicele Wilderhill Clean Energy.⁹

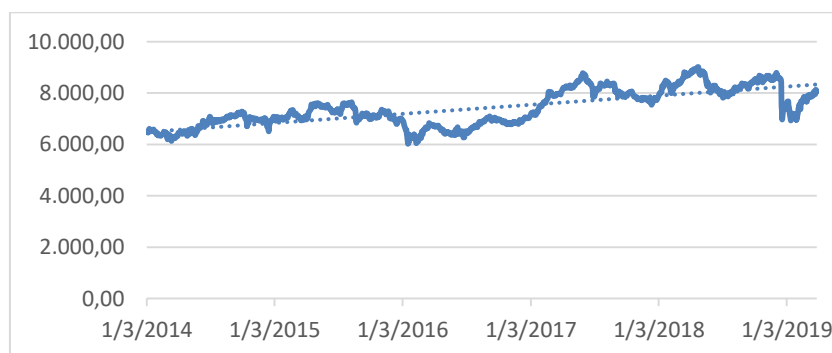
În 2010, OIC a anunțat inițierea unui indice bursier care respectă interdicția legii islamice privind alcoolul, tutunul și jocurile de noroc. Alte astfel de acțiuni, cum ar fi indicele Dow Jones Islamic Market World, există deja.¹⁰

2.6. Evoluția indicilor bursieri autohtoni în comparație cu cei ai altor state europene

2.6.1. Considerații privind indici bursieri românești

În acest subcapitol prezentăm evoluția indicilor BVB în perioada 2014 – 2019.

Fig. nr. 13. Indicele BET



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

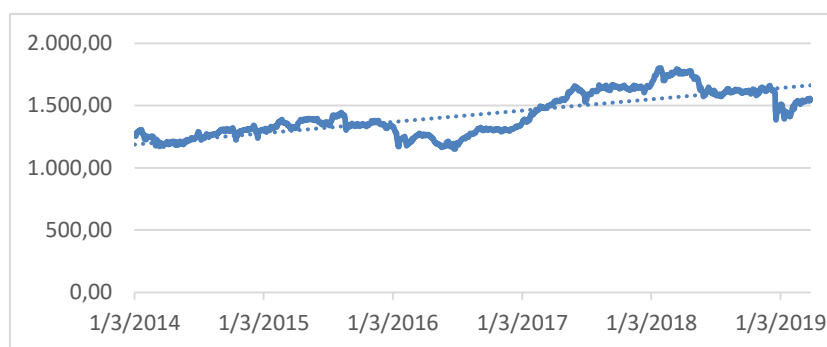
⁹ <https://wildershires.com/>

¹⁰ <https://us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>

Din punct de vedere al evoluției acestui indice observăm o tendință de creștere în Fig. 13. Totodată, observăm o fluctuație destul de pronunțată în perioada 2014- 2017. Această perioadă pare a fi una de tranziție a companiilor spre o activitate economică mai previzională.

Componența acestui indice îl face să fie unul atrăgător pentru investitori. Indicele este compus din cele mai tranzacționate companii. Fie că investitorii aleg să investească în indicele BET, fie că aleg să investească în una din componentele sale, indicele BET rămâne un punct de referință pentru investițiile bursiere.

Fig. nr. 14. Indicele BET-BK

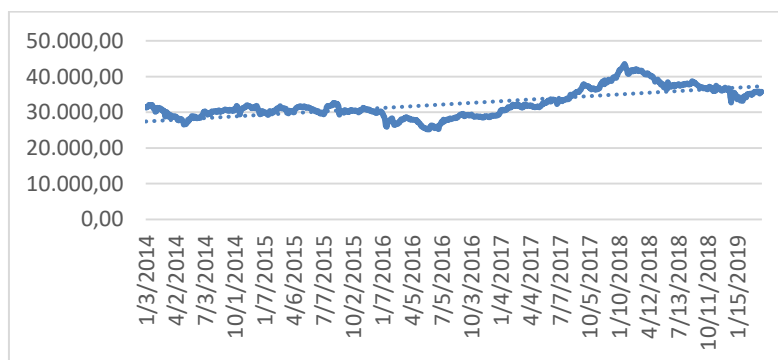


Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Indicele BET BK este un indice de tip benchmark. Acest indice îi ajută pe administratorii de fonduri. El este ținut să arate evoluțiile privind investițiile în fonduri care au plasamente preponderente în acțiuni.

Observăm la acest indice o volatilitate fluctuațională mai mică decât a indicelui BET, tocmai datorită unei ponderi mai mici a componentelor de maxim 10%. Totuși vedem aceeași fluctuație mai mare în perioada 2014-2017 în Fig. 14, în evoluția acestui indice de referință al Bursei de Valori București.

Fig. nr. 15. Indicele BET-FI



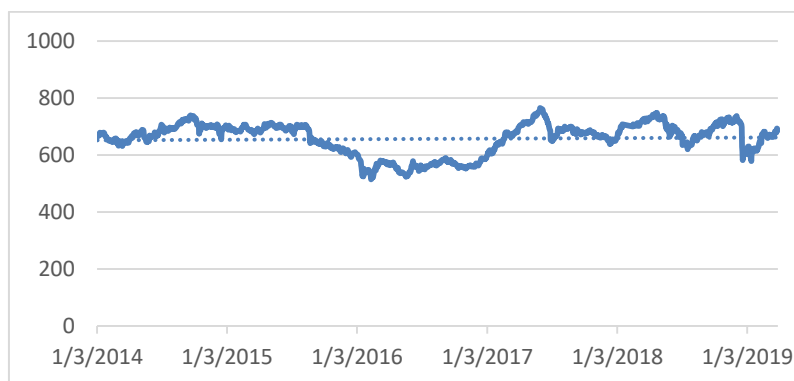
Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Indicele BET-FI urmărește progresul societăților de investiții financiare (SIF) precum și a Fondului Proprietatea.

După cum observăm în Fig. 15, acest indice nu a avut o creștere lină, având descreșteri în perioadele 2015-2016 și 2018-2019.

Componentele acestuia sunt luate individual în subcapitolul 4.5.4. Investițiile în societăți de tip SIF.

Fig. nr. 16. Indicele BET-NG

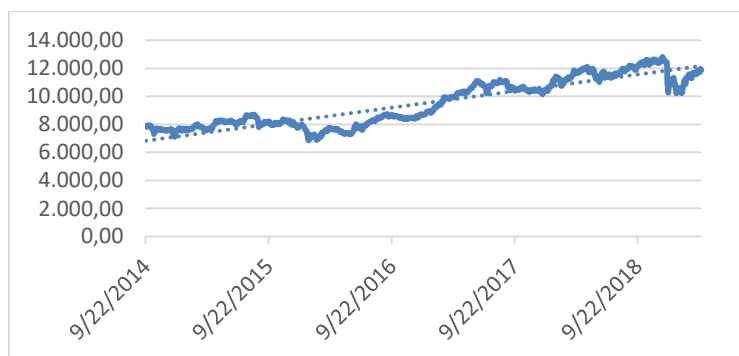


Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Indicele BET-NG este un indice energetic. Observăm din Fig. 16, o scădere a indicelui în perioada 2015-2017. În restul perioadei există o oarecare stabilitate a volatilității acestui indice.

Companiile din sectorul energetic au avut întotdeauna o atracție față de investitorii pe scară largă.

Fig. nr. 17. Indicele BET-TR

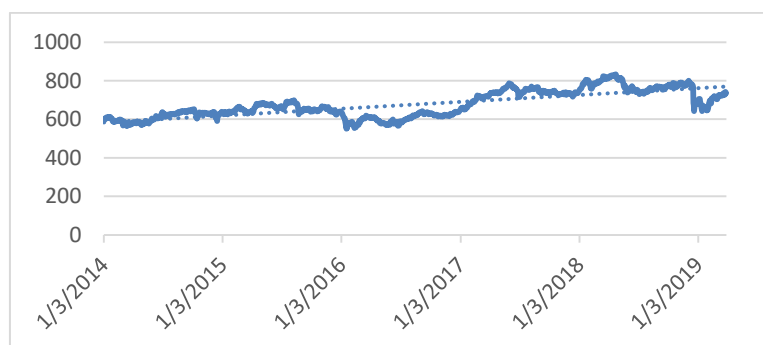


Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Indicele BET-TR este un indice de tip Total Return (Venituri totale). Acest indice include și dividendele acordate de către companiile ce sunt incluse în indicele BET. Prin comparație cu ceilalți indici bursieri, indicele BET-TR are performanțe mai bune tocmai datorită includerii dividendelor oferite de către companiile componente BET.

Deținerea coșului de acțiuni BET este una dintre cele mai bune decizii din domeniul investițional românesc, investitorii reușind să aducă câștiguri substanțiale propriului capital.

Fig. nr. 18. Indicele BET-XT

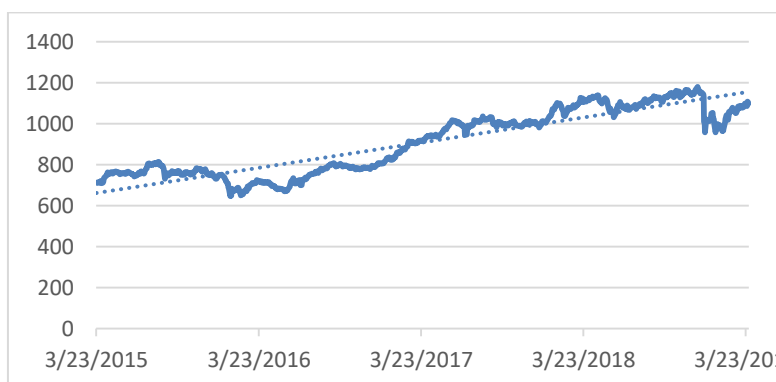


Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Componenta indicelui BET-XT este redată de către cele mai lichide 25 de companii listate la Bursa de Valori București. Similar celorlalți indici, acesta reflectă evoluția componentelor din fiecare sector în parte conform evoluției prețului acțiunilor. Observăm creșterea din 2013 până în 2019, totuși, cu o fluctuație pronunțată în perioada 2014-2017.

Regula după care companiile sunt incluse în acest indice sunt lichiditatea, precum și alte aspecte precum situația financiară, elemente de ordin juridic, transparența sau interesul participanților.

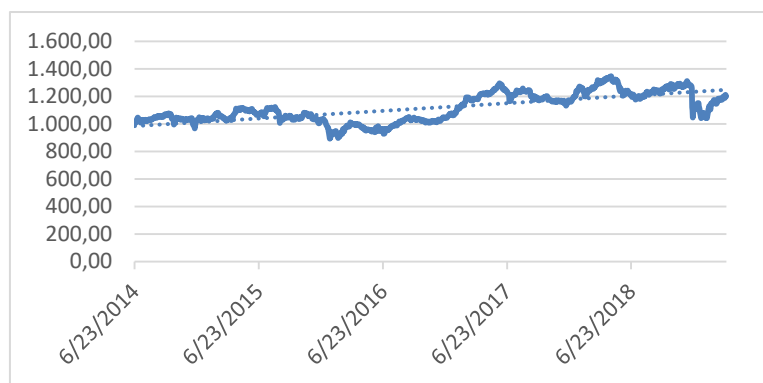
Fig. nr. 19. Indicele BET-XT-TR



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Indicele BET-XT-TR este un indice de tip Total Return (Venituri totale). Acest indice include și dividendele acordate de către companiile ce sunt incluse în indicele BET-XT. Prin comparație cu alți indici bursieri, indicele BET-XT-TR are performanțe mai bune tocmai datorită includerii dividendelor oferite de către companiile componente BET-XT. Acest indice a avut o performanță foarte bună în perioada 2015-2019, mai bună decât ceilalți indici BVB în aceeași perioadă.

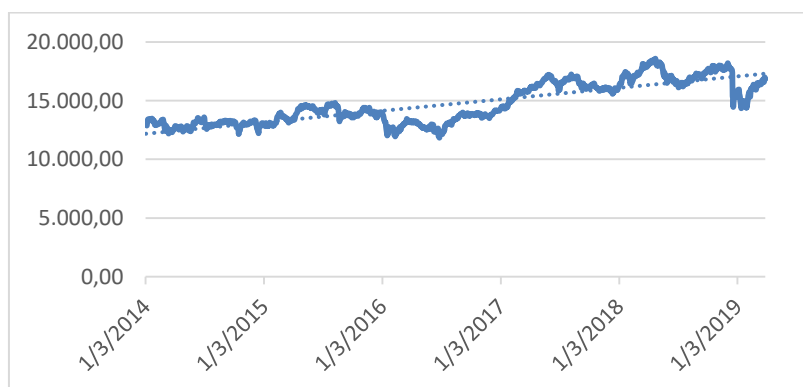
Fig. nr. 20. Indicele BET Plus



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

Indicele BET Plus are o creștere în perioada 2014-2019, dar are și o fluctuație mai pronunțată în perioada 2015-2017. Precum observăm în Fig. 20.

Fig. nr. 21. Indicele ROTX



Sursa: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (aprilie 2014-aprilie 2019)

În componența indicelui ROTX intră doar companiile de tip blue chips. Companiile sunt selectate în funcție de capitalizarea de piață, lichiditate, disponibilitatea prețurilor de piață, reprezentativitatea sectorială și interesul participanților la piață.

Ca dovadă că indicele este compus din cele mai stabile companii de pe piață, el a adus o performanță bună în perioada 2014-2019. Și acesta prezintă, de asemenea, o fluctuație mai pronunțată în perioada 2015-2017.

În tabelul următor facem o scurtă prezentare pentru a vedea cum au evoluat indicii de referință ale celor mai importante burse de valori din regiune.

Tabel nr. 1. Evoluția burselor din regiunea europeană

BURSA	Indice de referință	Valoare indice 2014	Valoare indice 2015	Valoare indice 2016	Valoare indice 2017	Valoare indice 2018
Warsaw Stock Exchange	WIG20	2.315,94	1.859,15	1.947,92	1.956,72	2.463,25
CEESEG Prague Stock Exchange	PX	946,71	956,33	921,61	924,04	1.083,65
CEESEG Budapest Stock Exchange	BUX Index	16.634	23.920	32.003	39.377,3	39.138,9
Bursa de Valori București	BET	6,485.42	6,970.85	6,906.0	7,164.3	7,910.8
Bulgarian Stock Exchange	SOFIX	522,1	460,9	586,43	650,86	664,08
CEESEG Ljubljana Stock Exchange	SBI Top	776,24	696,15	717,59	707,96	794,62
Athens Exchange	FTSE/AT HEX Large Cap	2.679	1.833	1.773	1.634,97	1.954,37

Sursa: <https://asfromania.ro>

Valoarea totală a tranzacțiilor ce s-au derulat la BVB a scăzut în anul 2015 față de anul 2014 cu 15,3%. Cea mai semnificativă scădere a valorii a fost înregistrată în cazul tranzacțiilor cu acțiuni (-32,3%), în timp ce valoarea tranzacțiilor cu titluri de stat a fost de aproximativ 2,4 ori mai mare decât în anul 2014. ¹¹

Analizând principalii indici ai burselor din regiune, vom prezenta în tabelul următor valorile tranzacționate la BVB în ultimii 7 ani.

Tabel nr. 2. Valori totale tranzacționate la BVB

An	Nr. tranzacții	Valoare	Capitalizare
2018	536.222	8.290.217.224	142.986.113.235
2017	808.429	11.457.326.504	142.986.113.235
2016	653.270	9.253.798.584	146.549.746.292
2015	985.248	8.803.398.908	146.002.473.957
2014	787.753	12.990.643.873	129.958.141.655
2013	636.405	11.243.500.680	133.829.707.066
2012	647.974	7.436.052.589	97.720.863.603

Sursa: <https://asfromania.ro>

BET (Bucharest exchange trading index)

Indicele BET-FI precum și ceilalți indici din România prezintă creșteri de standardul economic european, fiind la nivele asemănătoare cu indicii din Marea Britanie sau Germania, neluând în calcul apariția unei noi crize economice.

Indicatorul de corelație Pearson între randamentele zilnice ale indicilor bursieri românești în perioada 2014-2019:

Tabel nr. 3. Indicele de corelație Pearson al indicilor BVB

Coeficientul Pearson	BET	BET-BK	BET-FI	BET-NG	BET-TR	BET-XT	BET-XT-TR	BET Plus	ROTX
BET	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BET-BK	<u>0.8369</u>	-	-	-	-	-	-	-	-
BET-FI	<u>0.6275</u>	0.1154	-	-	-	-	-	-	-

¹¹ <https://asfromania.ro>

BET-NG	0.0770	0.1034	0.0607	-	-	-	-	-	-
BET-TR	-0.006	0.0126	0.0470	-0,0062	-	-	-	-	-
BET-XT	0,0256	0.1265	0.0924	0,0739	0,0050	-	-	-	-
BET-XT-TR	0.0058	0,0243	-0.0137	-0,0016	0,0007	0,0137	-	-	-
BET Plus	0.0271	0,0426	0.0103	0,0078	-0,0018	0,0235	<u>0,9705</u>	-	-
ROTX	0,0634	0.1307	0.1306	0,0812	0,0060	0,1071	<u>0,9328</u>	<u>0,9495</u>	-

Sursa: calculat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro (perioada aprilie 2014-aprilie 2019)

Există o corelație perfectă și puternică între indicii BET și BET BK, BET XT TR și BET Plus, BET XT TR și ROTX, BET Plus și ROTX. Este o corelație moderată între indicii BET și BET FI. Randamentele indicilor în afară de acestea au o corelație slabă sau nulă după cum observăm în tabelul nr. 3.

2.6.2. Indici bursieri internaționali reprezentativi

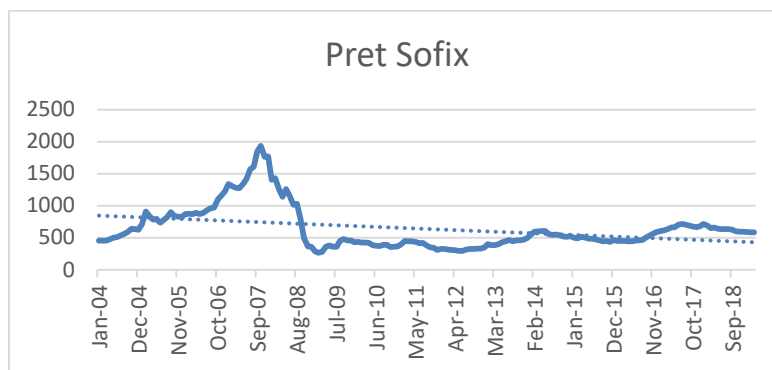
Indicele care a fost creat de către Bursa de Valori București se numește BET și vine de la Bucharest Exchange Trading. Este publicat de către Reuters sub numele BETI. Acesta este un indice ponderat care are capitalizare bursieră și a fost conceput pentru reflecția tendinței colectivității prețurilor a celor 10 acțiuni cu lichiditate ridicată ce se tranzacționează în prima categorie a Bursei de Valori București.

Pentru corelarea deciziilor investiționale, se poate ține cont și de indicii internaționali care sunt o reflecție a pieței din bursele mondiale.

În această lucrare de cercetare realizăm un studiu al indicilor și a modului de corelare a acestora cu deciziile investiționale. Înțelegerea modului de folosire al indicilor precum și organizarea acestora în funcție de obiectivele investiționale sunt de un real folos în creșterea experienței în domeniul investițional asupra pieței de capital globale.

2.6.3. Indici reprezentativi ai țărilor învecinate

Fig. nr. 22. Bulgaria – SOFIX

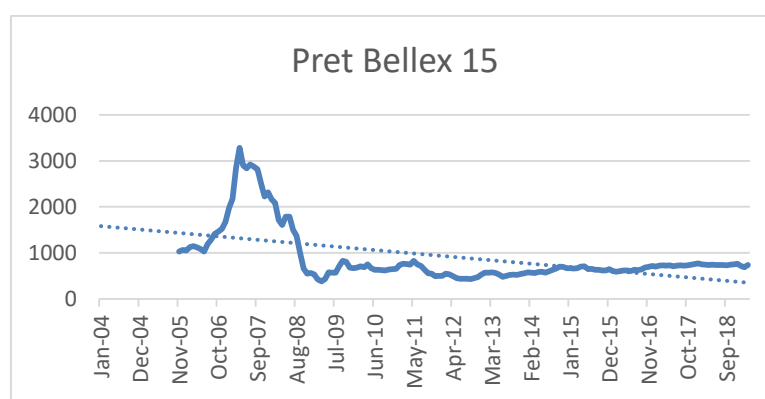


Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada ianuarie 2004-ianuarie 2019)

Anul 2008 a fost un punct de cotitură în cazul indicilor din țările învecinate României. Vecinii țării noastre s-au aflat în același impas economic ca și noi, înregistrând scăderi accentuate în performanțele companiilor. Acest fapt a dus la o evoluție nesatisfăcătoare în cazul indicilor care, de altfel, reflectă stadiul economiei naționale.

În Bulgaria a durat până în anul 2012 pentru ca în piața de capital să se manifeste corecția indicelui SOFIX. Indicele a avut o relativă stabilitate până în zilele noastre, înregistrând o ușoară creștere.

Fig. nr. 23. Serbia – BELEX15

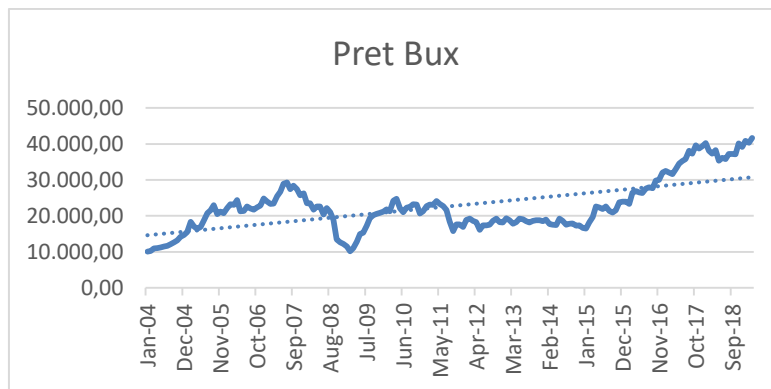


Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada ianuarie 2004-ianuarie 2019)

În Fig. nr. 23 observăm evoluția indicelui principal din Serbia. Față de Bulgaria, indicele din Serbia a început să își arate corecția doar din anul 2014. Efectele crizei au fost mai

pronunțate în Serbia față de indicii Bulgariei, Ungariei și României. Aparent criza economică a afectat economiile statelor cu o economie mai modestă într-un mod mai agresiv.

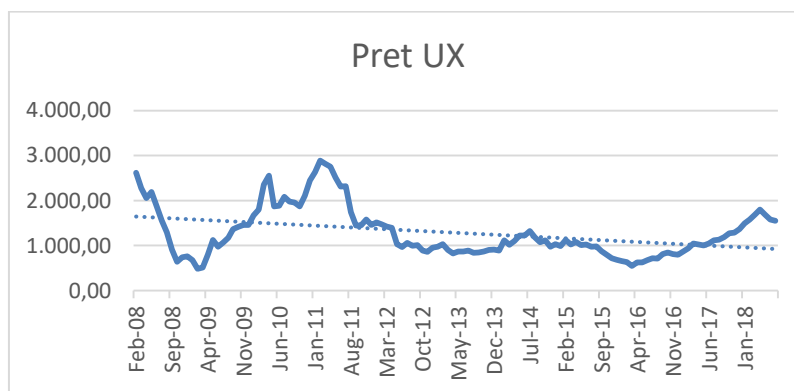
Fig. nr. 24. Ungaria – BUX



Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada ianuarie 2004-ianuarie 2019)

Ungaria este singurul stat învecinat României ai căror indici au reușit să depășească nivelul avut înainte de criza economică. Indicele BUX a reușit o performanță cu 50% mai bună în prezent față de anul 2008. Companiile din Ungaria au ajuns la o performanță bună, chiar dacă au avut o corecție întârziată. Creșterea economică din Ungaria poate fi un aspect din care România poate să învețe atât politic, cât și antreprenorial.

Fig. nr. 25. Ucraina – UX



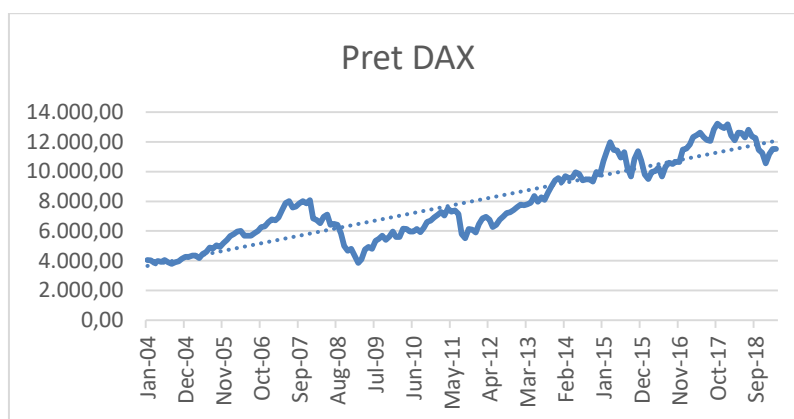
Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada februarie 2008-ianuarie 2019)

Indicele principal al Ucrainei nu a reușit să ajungă performanțele avute înainte de criza economică. Instabilitatea din regiune și deciziile manageriale au dus la un declin al performanței companiilor.

Putem afirma faptul că indicii din România sunt mai performanți decât ai vecinilor noștri, cu excepția Ungariei care arată o dezvoltare economică foarte bună, reușind să depășească nivelul indicilor de dinainte de criza din 2008.

2.6.4. Indici reprezentativi ai țărilor dezvoltate

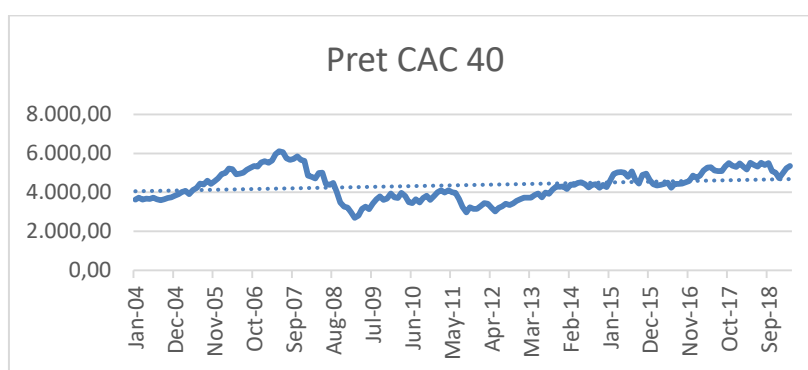
Fig. nr. 26. Germania – DAX



Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada ianuarie 2004-ianuarie 2019)

În țările dezvoltate corecția a început mult mai rapid față de România și față de vecinii țării noastre. O economie bazată pe producție, calitate și atenție la detalii au făcut din această țară un promotor al economiei europene. Germania are cea mai mare creștere a indicilor din Europa.

Fig. nr. 27 Franța – CAC 40

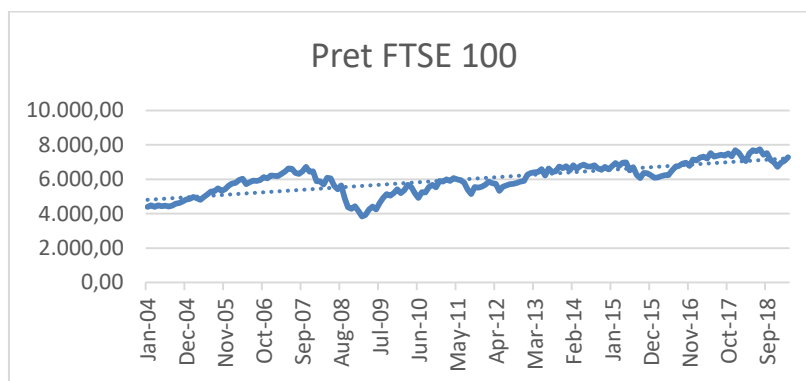


Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada ianuarie 2004-ianuarie 2019)

Observăm că în țările dezvoltate criza economică nu a avut un efect de impact la nivelul indicilor de pe piața de capital. O creștere mare a avut-o și indicele principal al Franței.

Creșterea este mai mică decât a Germaniei, dar mai mare decât a Marii Britanii. Economia Franței a avut o corecție rapidă și a reușit să parcurgă o evoluție pozitivă.

Fig. nr. 28. Marea Britanie – FTSE 100



Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe www.investing.com (perioada ianuarie 2004-ianuarie 2019)

Marea Britanie a avut o evoluție mai lentă față de Germania și față de Franța în randamentul indicilor principali. Creșterea a fost mai lentă decât celelalte țări dezvoltate, dar și corecția a început după doi ani de la începerea crizei economice.

Ceea ce putem remarca este că indicii din România au o performanță foarte bună în comparație cu țările care ne învecinează, de unde rezultă că economia românească funcționează din ce în ce mai bine. Mai putem remarca nivelele indicilor foarte bune ale Ungariei, Marii Britanii și Germaniei care au reușit să treacă peste nivelul atins înainte de criza din 2008. Se recomandă investițiile în indicii din țările în care aceștia sunt în creștere.

Tabel nr. 4. Corelația randamentelor indicilor internaționali conform indicatorului de corelație Pearson.

Indici	SOFIX	BELLEX 15	BUX	UX	DAX	CAC 40	FTSE 100
SOFIX	-	-	-	-	-	-	-
BELLEX 15	<u>0,624366</u>	-	-	-	-	-	-
BUX	0,558811	0,499781	-	-	-	-	-
UX	0,526845	0,573232	0,531473	-	-	-	-
DAX	0,468755	0,394743	0,629178	0,4851	-	-	-
CAC 40	0,501291	0,43426	0,646129	0,4743	<u>0,9019</u>	-	-
FTSE 100	0,498839	0,453028	0,614649	0,5545	0,7817	<u>0,8412</u>	-

Sursa: calculat de autor pe baza datelor de pe website-urile indicilor pe perioada 2004-2019

Observăm conform tabelului nr. 4 o corelație puternică între indicii țărilor dezvoltate DAX și CAC 40 precum și FTSE 100 și CAC 40. Pentru celelalte țări există corelații medii între randamentele lunare ale indicilor acestora.

2.6.5. Considerații privind investițiile în fonduri de tip index

Am observat succesul remarcabil al strategiilor de investiții de tip index pe termen lung, chiar dacă este demonstrat că performanța indexului Standard & Poor 500 a depășit mai mult de 85% din toate fondurile mutuale de capital administrate în mod activ pe parcursul celor trei ani precedenți, făcând astfel ca procesul să fie replicabil, dar și sustenabil. Pentru o mai bună înțelegere a evoluției fondurilor index din ultimii ani, am efectuat o analiză a câtorva dintre cele mai importante fonduri de tip index de pe plan românesc, dar și străin:

Tabel nr. 5. Creșterea fondurilor de index

Nume fond	Evoluție în ultimii 6 ani 2013-2019(%)	Evoluție în ultimii 5 ani Medie anuală(%)	Evoluție în ultimii 10 ani (%)
BT Index România ROTX *	+66,3	+13,26	+175,5
Certinvest BET FI Index *	+54,96	+10,99	*
Certinvest XT Index *	+40,01	+8,00	*
Index Europa BRD *	+37,27	+7,45	*
Certinvest BET Index *	+50,93	+10,18	*
BT Index Austria ATX *	+10,58	+2,11	*
Vanguard Growth Index Fund Investor Shares (USA)	+65,75	+13,15	+16,18
Vanguard S&P 500 ETF	+57,95	+11,59	*

*Înființate în perioada de după 2010

Sursa: Tabel realizat de autor pe baza rezultatelor fondurilor preluate de pe <http://www.aaf.ro/statistici-fonduri-de-investitii>

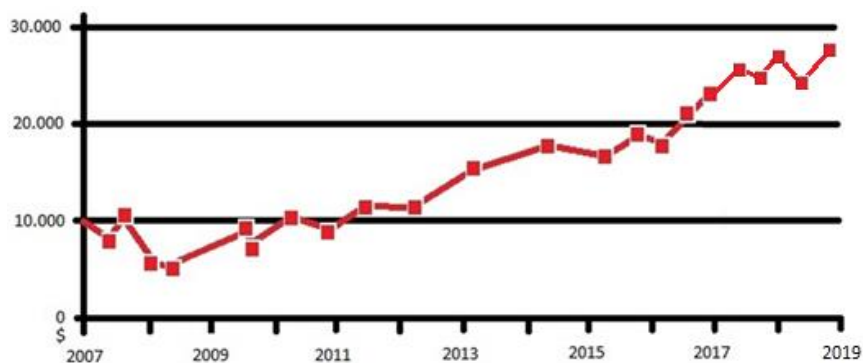
Din punct de vedere al perioadei cercetate considerăm faptul că aceste fonduri au apărut relativ târziu în România, având o vechime de aproximativ 8-9 ani. În timpul crizei economice

au fost afectate toate ramurile economiei așa că și în rândul acestor fonduri au fost înregistrate scăderi.

Cu siguranță, există riscuri în aceste investiții, dar sunt considerate a fi mai mici în comparație cu alte tipuri de investiții. Este normal acceptat că un risc de nivel ridicat poate aduce și câștiguri potențiale ridicate. A considera că aceste investiții sunt un joc de noroc poate fi o opinie, dar faptul că în medie se câștigă dublu sau triplu față de depozitele bancare îl face un risc calculat care pe termen lung este acceptabil, iar câștigurile sunt profitabile.

Analizând evoluția fondurilor pe o perioadă de 10 ani sau 5 ani, putem să ne facem o părere de ansamblu asupra eficienței acestui tip de investiții. Fig. 20 demonstrează acest lucru în contextul ultimei crize economice.

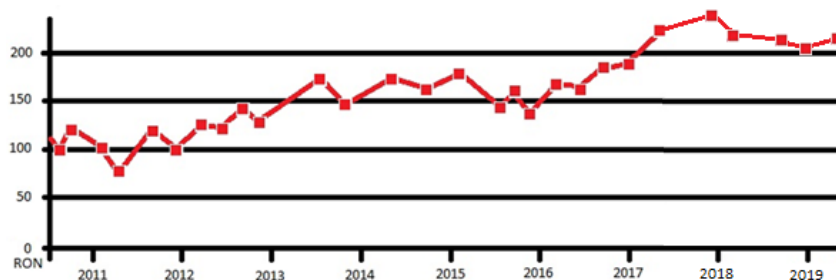
Fig. nr. 29. Vanguard Growth Index Fund Investor Shares (USA)



Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe: <https://personal.vanguard.com> (perioada aprilie 2007-ianuarie 2019)

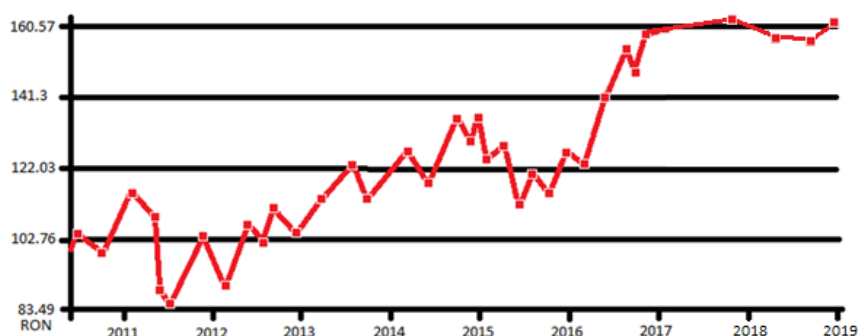
Putem considera astfel că investitorul se angajează unei perioade nedefinite de variabilitate la care este supus capitalul pe această perioadă. Cu cât aceasta variație suportată de către investitor este mai îndelungată, cu atât eficiența va fi mai mare. Fig. 29 și 30 arată o lungă perioadă de variabilitate.

Fig. nr. 30. Certinvest BET FI Index



Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe <http://investitii.certinvest.ro> (perioada ianuarie 2011-ianuarie 2019)

Fig. nr. 31. Index Europe BRD



Sursa: Realizat de autor pe baza datelor de pe <http://www.brdam.ro> (perioada ianuarie 2011-ianuarie 2019)

Considerăm că trebuie să ne orientăm spre noi forme de investiții, deoarece, bazându-ne doar pe bănci, economiile noastre stagnează pe termen lung. De asemenea, apreciem că este nevoie de timp pentru a înțelege potențialul și totodată modul de funcționare a fondurilor index. Prin investiția în aceste fonduri, investitorul se poate acomoda și înțelege mai bine piața, fără a se expune unui grad ridicat de risc încă de la începutul activității investiționale.

În ceea ce privește creșterea capitalului, considerăm că aceasta trebuie să constituie o preocupare continuă indiferent de o eventuală situație de depreciere a pieței care poate conduce la un plus.

Așadar în capitolul al II-lea privind activitatea indicilor românești și ai altor state și ajungem la următoarele concluzii:

- Constatăm ca România are indici performanți, chiar dacă nu a reușit să ajungă la performanțele de dinaintea crizei financiare precum Germania sau Marea Britanie. De asemenea arătăm o oportunitate viabilă de investiții pe termen lung, și anume în fondurile de tip index, care aduc o performanță mult mai bună decât investițiile la bănci.

- Demersul cercetării autorului și al realizării tezei de doctorat îl reprezintă realizarea unei imagini actuale, în baza identificării și analizării evoluțiilor și tendințelor manifestate pe piață, a tabloului instituțional a piețelor internaționale de capital, anticiparea tendințelor și formularea unor opinii cu privire la acestea.

- Se pornește de la observația fundamentală că piața de capital se configurează a fi un pilon al societății umane contemporane și viitoare. Dincolo de funcțiile sale fundamentale, finanțarea, investirea, managementul riscului, de uriașele fluxuri financiare pe care le antrenează, ea a ajuns să fie reprezentativă pentru un nou mod de organizare politico-economică a societății umane, anume acela al capitalismului democratic.

- Tendințele cele mai pronunțate în latura profesională sunt date de internaționalizare/globalizare, electronizare/computerizare și inovație. Accesul publicului tinde să devină unul direct, dezintermedierea fiind un trend în fața căreia brokerii și băncile de investiții trebuie să se plieze, descoperindu-și noi servicii și oportunități. Pe de altă parte, concurența între burse și între acestea și noile vehicule tranzacționale devine acerbă. Soluțiile la care s-a recurs constau în demutualizare, autolistare, fuziuni, alianțe regionale. În cele din urmă însă, bursele trebuie să aibă tăria să se analizeze și - pornind de la asumarea fundamentelor - inclusiv filogenetice - să se restructureze prin asumarea propriului specific paradigmatic.

- Piața de capital este vastă și diversă, în plus ea reprezintă un mediu economic viu, într-o continuă și dinamică evoluție. Încercarea de a o surprinde în baza unui singur criteriu sau într-o perspectiva unitară nu este una valabilă, funcțională. De aceea, o privire caleidoscopică, o abordare care să surprindă fragmente pe care, apoi să le asambleze, în căutarea unei viziuni de ansamblu, pare cea mai indicată. Aceasta explică titlul și demersul cercetării, precum și domeniile variate de analiză cuprinse în capitole.

- O confluență a progreselor tehnologice a provocat schimbări tectonice în peisajul financiar, creând câștigători și perdanti peste noapte. Câștigătorii sunt pricepuți de tehnologie ca investitorii care își înțeleg propriile preferințe de risc și obiectivele financiare și pot aprecia întregul spectru de riscuri și recompense oferite de gama ameteitoare din zilele noastre de produse smart și index.

- Regulile de construcție ale unui fond index identifică în mod clar tipul de societăți potrivite pentru fond.

- Companiile sunt cumpărate și deținute în cadrul fondului de indici atunci când îndeplinesc regulile specifice de index sau parametrii și sunt vânduți atunci când se deplasează în afara acestor reguli sau parametri. Unii furnizori de indicatori anunță modificările companiilor în indexul lor înainte de data schimbării, iar alți furnizori de indici nu fac astfel de anunțuri.

- Principalul avantaj al fondurilor index pentru investitori este că nu necesită mult timp pentru a gestiona, deoarece investitorii nu trebuie să-și petreacă timpul analizând diferitele acțiuni sau portofolii de acțiuni. Mulți investitori consideră că este dificil să bată performanța indexului S&P 500 din cauza lipsei de experiență/abilitate în investiții.

- Fondurile de tip index sunt fonduri gestionate în mod pasiv, în timp ce fondurile mutuale sunt gestionate în mod activ.

- Fondurile de tip index oferă beneficii foarte bune de diversificare, deoarece aceste fonduri au acțiuni din toate sectoarele și unele reprezintă, prin urmare, părți din economia unei țări. Aceste fonduri au ratele de cheltuieli foarte scăzute din cauza ratei reduse a portofoliului. Riscul implicat în aceste fonduri este cuprins între moderat și înalt, în funcție de indice. Investitorii care sunt mai interesați de obiectivul mai modest de a avea o componentă de creștere a capitalului propriu în portofoliul lor și nu de obiectivul mai agresiv de a depăși criteriul de referință al pieței de acțiuni ar fi mai bine să investească într-un fond de tip index.

Toate aceste concluzii sunt concentrate în concluziile finale și sunt prezentate în teză la paginile 89-91.



CAPITOLUL III. PRINCIPII ȘI TEORII CU PRIVIRE LA GESTIUNEA PORTOFOLIILOR

3.1. Principii de gestiune a portofoliilor

Obiectivul principal al investiției este redat de un echilibru între riscul și randamentul, congruent cu obiectivele personale, toleranța la risc, dar și orizontul de timp. Așadar vor fi luate în considerare așteptările personale, dar și așteptările pieței în legătură cu previzionarea randamentelor și alocarea resurselor după progresul activelor. Cele mai utilizate active sunt bineînțeles acțiunile, urmate de obligațiuni și apoi de instrumentele de piață monetară. Pentru că nu putem previziona exact evoluția, trebuie realizată o diversificare amplă, fără însă a diversifica în așa fel încât să nu ne mai putem proteja investițiile. Statele cu o economie dezvoltată beneficiază de o revenire mai rapidă din recesiune.

Pentru o alegere reușită în procesul investițional vom verifica istoricul companiei în care dorim să investim și managementul acesteia, dacă s-au îndeplinit obiectivele în companie, dacă compania are profit precum și dacă putem ieși cu ușurință din investiția făcută sau deși pare pe un drum bun aceasta este supraevaluată. Este necesară o supraveghere constantă asupra companiei și asupra prețului acțiunilor acesteia. Așadar, realizarea unui portofoliu eficient necesită mult timp și documentare pentru optimizarea acestuia.

3.2. Teoria pieței eficiente și impactul său asupra gestiunii portofoliului

Expansiunea investițiilor străine indică faptul că piețele internaționale de capital au devenit mai mult decât un mecanism de mobilizare a fondurilor, de realocare a capitalurilor disponibile din economie și de asigurare a lichidității plasamentelor. Piețele internaționale de capital dau posibilitatea apariției unor oportunități de arbitraj, dar și de speculație, prin intermediul unor instrumente și tehnici financiare din ce în ce mai complexe. Datorită acestor considerente s-a identificat ca necesară gestiunea acestor capitaluri prin alocarea lor optimă în portofolii care să genereze randamentele așteptate, însă această alocare a capitalului trebuie să țină seama și de condițiile pieței, astfel punându-se problema dacă există sau nu piața eficientă,

fiind efectuate studii asupra validării ipotezei de piață eficientă. Cercetători renumiți în domeniul finanțelor au încercat să demonstreze existența unei piețe eficiente, printre aceștia numărându-se Markowitz, Sharpe, Fama, French, MacBeth.

3.3. Curente teoretice privind aversiunea sau preferința la risc a investitorului în luarea deciziilor investiționale

Referitor la aversiunea sau preferința investitorului spre risc se poate afirma că orice investitor rațional are ca scop obținerea unei rentabilități așteptate cât mai mare. Astfel, în literatura de specialitate se precizează că prin investitor rațional se înțelege acel investitor, care având de ales între două portofolii de investiții identice din toate punctele de vedere cu excepția randamentului oferit, el va prefera portofoliul care oferă randamentul cel mai mare. Dar în cazul în care acel investitor are de ales între două portofolii care implică și un grad diferit de risc, nu va mai fi suficient să se țină cont doar de randamentul cel mai mare, ci vor fi luate în considerare împreună aceste două aspecte (randament - risc) în luarea deciziei de a investi.

3.4. Constituirea și evaluarea portofoliilor prin modelele Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Pricing Theory

Teoria modernă de portofoliu (TMP) are în vedere modul în care un investitor cu aversiune la risc poate construi portofolii pentru a optimiza sau maximiza randamentele așteptate bazate pe un anumit nivel de risc al pieței, fiind subliniat faptul că riscul este o componentă inerentă pentru câștiguri mai mari. Teoria modernă de portofoliu modelează randamentul activelor ca o funcție normală de distribuție, definește riscul ca deviația standard a randamentului iar structura portofoliului este dată de combinații ale ponderilor activelor luate în calcul astfel încât randamentul portofoliului să fie o combinație a randamentelor ponderate ale acelor active.

3.5. Opinii privind teoria post modernă de construire a portofoliului

După ce ani la rând au fost utilizate modelele de evaluare a activelor elaborate de cei care au pus bazele teoriei moderne de portofoliu, cercetători sfârșitului de secol XX au pus bazele unei noi teorii, o continuare a TMP, pe care o regăsim sub denumirea de teoria post

modernă de portofoliu (TPMP). Ambele teorii au ca obiective principale identificarea/elaborarea de modele care să ajute investitorii raționali, prin folosirea diversificării, să-și optimizeze portofoliul și evaluarea activelor riscante.¹²

Cercetătorii în domeniul piețelor financiare au reușit să elaboreze noi modele care să aprecieze mai bine evoluția piețelor financiare. În ceea ce privește definirea și stabilirea conceptului de TPMP cea mai mare contribuție a adus-o Frank Sortino, care arată că teoria post modernă de portofoliu nu este un model al echilibrului pieței de capital, ci un model normativ.

În finalul capitolului al III-lea am prezentat concluziile și contribuțiile personale cu referire în principal la:

- Activitatea pe piața de capital românească este una eficientă raportată la economia țării noastre, dar pentru ca aceasta să se ridice la standardele europene este necesar a se întreprinde o serie de măsuri care vizează îmbunătățirea cadrului legislativ existent prin armonizarea acestuia cu Directivele Uniunii Europene în domeniul pieței de capital, creșterea interesului marilor companii față de piața de capital printr-o informare cât mai completă și exactă asupra activității desfășurate și folosirea tuturor facilităților pieței de capital, creșterea interesului față de piața de capital prin atragerea unor societăți importante care acționează în economia românească, elaborarea de legi și regulamente care să asigure creșterea activității pe piață și evitarea retragerilor de pe piață. Asigurarea implementării principiilor de conducere corporativă la majoritatea din emitenții listați la bursă.

- După cum s-a arătat, abordarea europeană presupune bănci „universale” care integrează toate categoriile de servicii financiare (servicii bancare, de asigurări și de investiții). În prezent, tendința se extinde, preluată și în SUA unde, în trecut, activitatea de analiză, stabilire a prețului valorilor mobiliare, sursele și, nu în ultimul rând, finanțarea însăși era oferită numai de băncile de investiții (investment banks - în limba engleză). Activitatea de investment banking, uneori considerată o adevărată artă, se află la îngemănarea între activitatea bancară, cea de consultanță și analiză, și cea de tranzacționare pe piață. Astăzi, ea devine tot mai mult o parte importantă a activității băncilor „universale”.

- În lumea tranzacțiilor financiare au apărut instituții complexe, puternic capitalizate ele însele, care administrează imense fonduri și care acționează transnațional. Procesul este unul dinamic, evoluând în direcția apropierii sectorului bancar de cel al valorilor mobiliare, prin crearea unui „supermarket” global care oferă toate tipurile de produse financiare. Acesta pare a fi un compromis necesar determinat de creșterea volumului și complexității fluxurilor

¹² http://www.revistadestatistica.ro/Suplimente/2013/1_2013/srrs1_2013a36.pdf

financiare. Atunci când se confruntă cu necesitatea unei noi finanțări, pe lângă creditul bancar, companiile au la dispoziție alte patru surse: reinvestirea profitului, emisiunea de obligațiuni, emisiunea de acțiuni preferențiale, emisiunea de noi acțiuni.

- Dacă analizăm companiile tinere, de multe ori acestea preferă împrumuturi bancare sau reinvestirea profitului. Companiile cu experiență pe piața de capital (seasoned/"condimentate" – în limba engleză) pot avea strategii diferite, în funcție de momentul în care se află în procesul dezvoltării lor, industria în care activează, situația pieței, precum și de alte considerente. Depășirea eventualelor momente nefavorabile, se realizează cu ajutorul băncilor de investiții, fie prin elaborarea unor produse financiare noi, sau/și prin ieșirea pe piețele financiare internaționale. În ultimii cincizeci de ani, companiile s-au finanțat cu ajutorul industriei financiare, oscilând între emisiunile de obligațiuni și emisiunile de acțiuni, ultimele în special când piețele se aflau în faze "Bull" ("taur"/în creștere - în limba engleză), când există capitaluri și dorința investitorilor de a investi. Când piețele sunt puternice, companiile tind să profite pentru obținerea de finanțare prin emisiune de acțiuni. În cursul perioadelor de slăbiciune a piețelor de acțiuni (bear / "urs"- în limba engleză), cum au fost anii „70, „80, societățile comerciale s-au bazat pe fondurile generate intern sau pe emisiuni de obligațiuni.

- Acțiunile și obligațiunile evoluează diferit în funcție de criterii cuantificabile, dar și în funcție de unele criterii conjuncturale. Deci, formarea cursurilor și evoluția bursei sunt o expresie a modului în care o complexitate de factori de natură economică, financiară, politică, etc. influențează cererea și oferta de titluri financiare. Bursa reprezintă un barometru al economiei tocmai pentru că ea reacționează cu sensibilitate la toate evenimentele, schimbările, evaluările care au loc în lumea afacerilor, în viața social-politică.

- Scopul oricărui gestionar de fonduri este acela de a încerca să elimine, pe cât posibil, riscul nediversificabil sau riscul datorat pieței. Riscul unui anumit sector sau al unui anumit titlu poate fi eliminat prin diversificare, incluzând în portofoliu titluri din toate sectoarele, în timp ce riscul de piață nu poate fi diversificat și redus. O altă problemă care se pune este găsirea unei metode de calcul adecvate a indicilor bursieri. Din acest punct de vedere există mai multe metode consacrate de determinare a indicilor bursieri, și anume: indici bursieri calculați doar pe baza prețurilor, indici bursieri calculați pornind de la o variabilă de tip valoare și calcularea indicilor de curs. Indicii bursieri sunt, în primul rând, indici statistici (exprimă variația unei mărimi), trebuind să satisfacă anumite proprietăți, cum ar fi: monotonia, dimensionalitatea prețurilor, comensurabilitatea, proporționalitatea, identitatea. În practică este greu de găsit un

indice bursier „ideal” care să satisfacă toate aceste proprietăți, precum și altele. Dar este importantă găsirea și utilizarea unui indice care satisface cât mai multe dintre ele.

- Indicii bursieri permit și construirea unor produse derivate cum sunt: contractele la termen pe indice bursier și contractele de opțiuni pe indice bursier. Aceste contracte pe indice bursier au apărut ca o consecință a lipsei unor instrumente adecvate în gestiunea riscului de piață, ele permițând operatorilor, printr-o singură tranzacție, să cumpere sau să vândă un ansamblu de titluri conținute în coșul indicelui bursier, fără a fi nevoit, de exemplu, să vândă titlurile din portofoliul său și să plaseze banii rezultați în alte instrumente de economisire (în cazul căderii generale a pieței bursiere).

- Oricare ar fi indicele bursier, el nu poate reprezenta fidel piața bursieră respectivă, motivele fiind multiple și ținând de dinamica economiilor naționale, de interdependențele de pe piața mondială, de neluarea în calcul a unor factori greu cuantificabili (politici, sociali, psihologici etc.). Putem spune, în concluzie, că analiza fundamentală este cea care asigură filtrarea emitenților și găsirea acelor companii solide, cu potențial de profit pe termen mediu și lung sau din contră care nu au indicatori buni. Pe de altă parte, analiza fundamentală nu este suficientă pentru motivarea alegerii unei acțiuni. Ținând cont de faptul că prețul de piață se stabilește ca urmare a întâlnirii dintre cerere și ofertă, interesul jucătorilor poate fi diferit și atunci trebuie combinată analiza fundamentală cu analiza tehnică care determină momentul de intrare și de ieșire. Așadar analiza fundamentală vizează în principal explicarea mișcării cursurilor pe termen mediu și lung. Ea se realizează atât la nivelul acțiunilor individuale, respectiv al firmelor emitente, cât și la nivelul pieței acțiunilor (bursa), respectiv al vieții economice în general.

- Cunoașterea, în prealabil, a modificărilor care vor avea loc în urma ajustării compoziției unui indice prezintă un deosebit interes pentru actorii de pe piață, întrucât poate influența strategiile lor investiționale, având ca efect sporirea rezultatelor în ansamblu.

- În încheierea concluziilor, relatăm asemănările și deosebirile dintre cele două modele descrise și anume APT și CAPM.

Toate aceste concluzii sunt concentrate în concluziile finale și sunt prezentate în teză la paginile 125-129.



CAPITOLUL IV. STUDIUL PRIVIND GESTIUNEA PORTOFOLIILOR PE PIAȚA DE CAPITAL

4.1. Strategii privind alegerea companiilor pentru investiții pe piața de capital

Analiza tehnică:

Față de analiza indicatorilor financiari ce caracterizează evoluția prețului unei acțiuni, analiza tehnică evidențiază mișcarea cursului unei acțiuni ca rezultatul cererii și ofertei și oferă informații ce sunt probabile și care privesc evoluția viitoare a cursului.

Analiza tehnică încearcă să determine un eveniment și cu ce intensitate se întâmplă acest eveniment. De obicei, analiza tehnică nu face predicții, ci ea doar reflectă mișcarea de curs. Cursul bursier poate fi considerat ca un semnal care influențează comportamentul investitorilor, iar aceștia se adaptează la condițiile din piață.

Analiza fundamentală implică:

Evaluarea fundamentală se realizează pe baza unor indicatori financiari pe care cei mai utilizați sunt prezentați în cele ce urmează:

- a) Profitul pe acțiune, care exprimă capacitatea emitentului de a obține profit
- b) Rata de distribuire a dividendului, care reflectă partea din profitul exercițiului financiar distribuită acționarilor.
- c) Dividendul pe acțiune, calculat atât ca dividend brut repartizat, cât și dividend net
- d) Randamentul unei acțiuni este produs atât de dividende, cât și de creșterea valorii de piață a acțiunii.
- e) Coeficientul "PER" (price to earning ratio), este cel mai utilizat indicator care arată eficiența pe care o are plasamentul în acțiuni.
- f) Dividendele așteptate în viitor - calculate prin actualizarea fluxurilor de trezorerie, reprezentând fructificarea viitoare a plasamentului prin dividende.

4.2. Stiluri de gestiune

Vom privi, din punct de vedere fundamental, ce asigură succesul unei companii din punct de vedere economic. Alegerea companiilor potrivite pentru portofoliu stă la bazele alcătuirii portofoliului și asigură moderarea riscului în investiții. Deși este greu să găsim o companie care să dea dovadă de excelență la toate punctele pe care noi le aratăm în rândurile ce urmează, putem să ne orientăm în procesul investițional înspre companiile care îndeplinesc cât mai mult aceste cerințe.

Dacă o companie are o marjă de profit (vânzări minus costul bunurilor vândute) mai mare decât cea a competitorilor săi, arată că această companie se descurcă bine, probabil, și cu clienții săi, dar și cu costurile acesteia. Dar analiza competitivă este destul de greoaie, nu există o medie a marjei de profit per industrie, astfel comparația competitorilor poate fi dificilă pentru că nu există două companii exact la fel. Așadar este foarte ușor să se amestece indicatorii între ei în analiza competitorilor. Este important să vedem în ce direcție se mișcă marja de profit, în sus sau în jos. O marjă de profit în creștere poate să însemne că afacerea face lucrurile bine și devine mai puternică pe piață sau în industria acesteia. Nici acest lucru nu este perfect însă, astfel cum economia s-a mișcat de la un boom economic la o scădere drastică, mai multe companii excelente au avut scăderi în marja de profit și mai ales în marja de operare (vânzări minus costul bunurilor minus cheltuielile de operare), deoarece au mai renunțat la angajați și au folosit o capacitate mai mică a spațiului de lucru. Totuși, într-un mediu stabil economic, este de bun-simț ca și companiile, care au o marjă de profit în creștere, să fie favorizate de către investitori. Într-o piață în scădere, companiile care își protejează marja de profit vor ieși învingătoare.

4.3. Strategii ce stau la baza construcției portofoliilor

4.3.1. Strategia Long-Short

Strategiile de construcție a portofoliilor de tip long-short se bazează pe cumpărarea unor acțiuni pentru care se așteaptă un randament ridicat în perioada următoare concomitent cu vânzarea în lipsă a unor acțiuni pentru care se așteaptă o evoluție inferioară comparativ cu acțiunile cumpărate. Astfel de strategii asigură un efect de levier generat de obținerea unor

sume suplimentare din vânzările în lipsă și în același timp au avantajul de a genera randamente cu o corelație redusă cu piața.

1. Construirea indicelui plus și indicelui minus.
2. Construirea portofoliilor de urmărire pentru: Indice plus (9 portofolii) și Indice minus (9 portofolii)
3. Construire strategie de investire Long-Short

4.3.2. Strategia Markov

În mod asemănător cu strategia de investiții long-short, strategia Markov presupune obținerea de profit în condiții de arbitraj prin construirea a două portofolii cu randamente diferite. Diferențele față de strategia anterioară sunt date de modul în care sunt construite cele două portofolii precum și regulile de investire în acestea. Primul portofoliu utilizat în cadrul strategiei este o replică a indicelui de referință (fiecare acțiune are o pondere egală în cadrul portofoliului). Cel de-al doilea portofoliu este construit cu scopul de a replica randamentul indicelui, dar acesta conține mai puține acțiuni decât indicele, iar ponderile acțiunilor sunt determinate pe baza relației de cointegrare dintre acțiuni și indice. Prin compararea randamentelor acestui portofoliu cu indicele de referință s-a observat că relația de cointegrare nu este una perfectă, în unele perioade fiind observate diferențe semnificative între randamentul adus de portofoliul de urmărire și randamentul generat de indice (eroare de urmărire). În condițiile în care sursa acestor diferențe poate fi identificată și anticipată, o relație de arbitraj poate fi construită prin cumpărarea portofoliului pentru care se așteaptă randamente superioare și vânzarea în lipsă a celuilalt portofoliu.

4.4. Organizarea gestiunii portofoliului și descrierea procesului de investire

Procesul de investire reprezintă planul pe care investitorii îl pun la cale pentru a-și asigura performanța în domeniul investițional. Auzim adesea că o persoană sau alta are succes în investiția pe care a generat-o, astfel putem să transpunem o generalizare a procesului de investire. Performanța poate fi subiectivă în funcție de investitor. Există totuși câteva generalități pe care mai toți investitorii le practică.

În primul rând, investitorii își definesc foarte bine obiectivele lor financiare.

În al doilea rând, investitorul va determina alocarea activelor în portofoliul său.

Diversificarea investiției pe mai multe clase de active poate proteja investitorul în cazul în care nu estimează la perfecție evoluțiile financiare.

Identificarea componentelor din nucleul portofoliului este o activitate importantă pentru investitor. Nucleul portofoliului este conceput din active locale precum acțiuni, obligațiuni sau instrumente cu venituri fixe pe durată scurtă.

Eficiențizarea companiilor, fără a face cheltuieli de capital, este o măsură performantă. Valul de capital creat din eficiențizare poate ține economia în creștere, chiar dacă se ridică ratele dobânzilor.

Ceea ce un investitor trebuie să aibă în vedere pentru a investi pe piața de capital sunt riscurile, istoricul companiei, lichiditatea, indicatori de evaluare și monitorizarea societății.

4.5. Perspective privind investițiile în organisme de plasament colectiv

Organismele de plasament colectiv sunt reprezentate de către societățile de administrare a investițiilor (SAI) care se ocupă cu administrarea fondurilor de investiții, care sunt distribuite sau vândute investitorilor sau răscumpărate de la investitori.

Unitățile de fond sunt obiectul acțiunii de cumpărare sau răscumpărare pe care o fac investitorii. Unitățile de fond sunt emise de către organismele de plasament colectiv cu ajutorul cărora funcționează societățile de administrare a investițiilor. Prețul unităților de fond se stabilește în funcție de ce valoare are activul net al organismului respectiv. Unitățile de fond mai poartă și numele de titlu de participare și acestea sunt o dovadă a investiției într-un anumit fond de investiții.

Singurul mod prin care se poate investi într-un astfel de fond este achiziționând unități.

4.5.1. Diferențe și asemănări între fondurile deschise și fondurile închise de investiții

Din punctul de vedere al emisiunii unităților de fond, cele două se diferențiază prin faptul că la fondurile deschise emisiunea se realizează în mod continuu pe când la fondurile închise emisiunea unităților de fond se realizează doar la anumite date ce se stabilesc în prospectul de emisiune.

Durata de viață a existenței fondurilor deschise este, de obicei, nelimitată, pe când durata fondurilor închise este limitată exact după datele stabilite în prospectul de emisiune.

Limitele sub care se poate investi sunt diferite, în cazul celor două tipuri de fonduri. În cazul fondurilor deschise se regăsește o politică permisivă ce este impusă de lege. În cazul fondurilor de tip închis se regăsește o politică investițională strictă.

Din punctul de vedere al listării la bursă al fondurilor de investiții, este posibilă doar listarea fondurilor închise, pe când listarea fondurilor deschise este greu de realizat.

Numărul investitorilor în fondurile deschise de investiții este nelimitat. Fondurile închise au un număr reglementat prin lege de investitori care trebuie să fie mai puțin de 500.

Suma care se poate investi în fondurile deschise de investiții este în funcție de posibilitatea investitorilor și în funcție de valoarea unităților de fond. În cazul fondurilor închise, suma ce urmează a fi investită este limitată și este stabilită în prospect.

4.5.2. Investițiile în fondurile deschise de investiții

Fondurile deschise de investiții sunt cunoscute în limba engleză sub denumirea de "open end funds".

Pentru a ne face o părere despre evoluția fondurilor deschise de investiții am ales fondurile deschise care au cel mai mare număr de subscrieri. Fondurile cu cel mai mare număr de subscrieri ale investitorilor sunt BRD Simfonia, Erste Bond Flexible Ron și BT Obligațiuni.

Cel mai popular fond de investiții pentru români este unul dintre fondurile administrate de grupul BRD. Acest fond reușește să atragă cele mai multe subscrieri între investitorii din țara noastră.

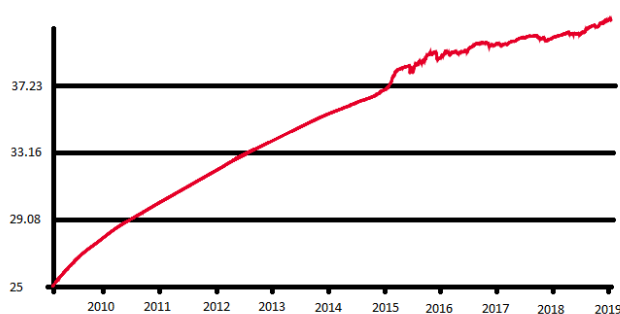


Fig. nr. 32. BRD Simfonia

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de site-ul pe www.brdam.ro (perioada aprilie 2009-aprilie 2019)

Observăm o constanță în evoluția fondului BRD Simfonia. Începând cu anul 2015, fluctuațiile fondului au devenit mai pronunțate. Fondul a trecut la investiții mai agresive,

schimbându-și proporțiile portofoliilor. Avantajele unei fluctuații mai accentuate demonstrează că investitorii pot cumpăra unități de fond când prețul acestora este mai scăzut, obținând astfel profituri mai mari. Performanța fondului este de 6.48% pe an pentru perioada prevăzută în graficul de mai sus.

Fondul Erste, deținut de grupul Erste – BCR. Acest fond este al doilea fond deschis de investiții ca număr de subscrieri.

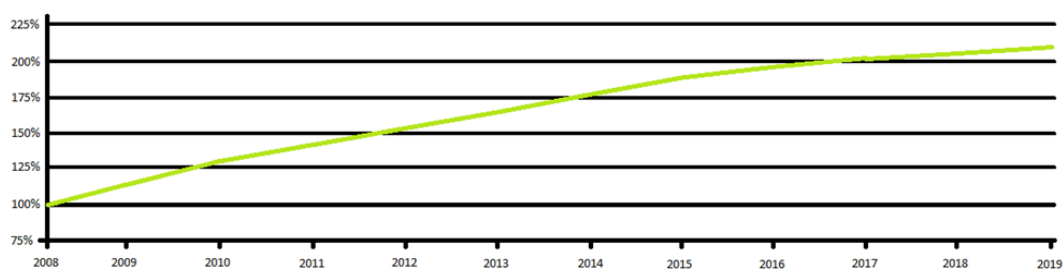


Fig. nr. 33. Erste Bond Flexible Ron

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.erste-am.ro (perioada aprilie 2009-aprilie 2019)

Fondul Erste aduce cea mai mare constanță printre fondurile de investiții. În decursul timpului acesta s-a menținut cu o transparență coerentă și de interes pentru investitori. Fondul își investește peste 80% în instrumente financiare cu venit fix ca obligațiunile iar celelalte 20% către alte tipuri de instrumente și către depozite bancare. Fondul Erste Bond aduce o performanță 6.79/an pentru perioada prevăzută în graficul de mai sus.

Fondul BT Obligațiuni este un produs țintit către investitorii precauți. Fondul investește în instrumente cu venit fix și mai puțin în acțiuni. Adeziunile la acest fond sunt populare și aduc o constanță avantajoasă. Evoluția fondului BT Obligațiuni poate fi observată în Fig. 34.

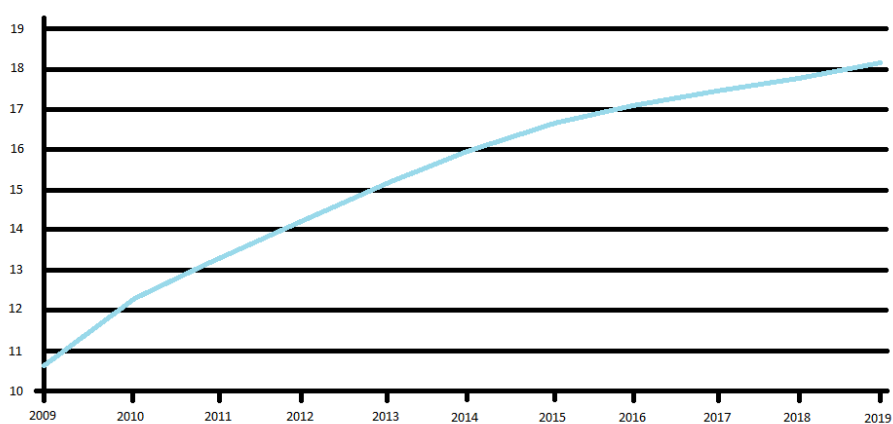


Fig. nr. 34. BT Obligațiuni

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.btassetmanagement.ro (perioada aprilie 2009-aprilie 2019)

Investitorii care aleg acest fond au opțiunea de a investi online într-o platformă de internet banking ușor de utilizat. Acest fond este construit în așa fel încât investitorii pot câștiga, exploatând dezechilibrele din piață. Transparența și eficacitatea fondului îl conturează spre a fi un fond foarte popular printre investitorii conservatori. Performanța fondului deschis de investiții BT Obligațiuni pe perioada specificată în Fig. 34 este de 6.40% pe an.

Depozitarul face o acțiune care se numește custodie pentru a putea asigura valorile mobiliare ce se află în activul fondului de investiții, astfel se realizează o corelare între valoarea unității de fond și valoarea activelor.

4.5.3. Investițiile în fondurile închise de investiții

Fondurile închise de investiții sunt cunoscute în limba engleză ca „closed end funds”.

Aceste fonduri au un sistem diferit față de cele deschise, fiind mai restrictive cu investitorii în ceea ce privește accesul în fond și acțiunea de a dezinvesti. Fondurile închise au anumite date stabilite în care este permisă cumpărarea unităților de fond sau răscumpărarea acestora. Acestea prezintă documente pe baza cărora funcționează în care sunt stipulate datele la care este permisă cumpărarea și răscumpărarea. Durata de funcționare a fondurilor închise este limitată, iar la sfârșitul perioadei adesea resursele financiare, sunt împărțite investitorilor după proporția deținută în fondul de investiții.

Fondul de investiții închis are un număr limitat de investitori cărora le este supus un prag minim pentru a investi în acest instrument financiar.



Fig. nr. 35. FII Herald

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.atlas-am.ro (perioada aprilie 2011-aprilie 2019)

Fondul de investiții închis Herald din Fig. 35 a înregistrat pe perioada prevăzută în graficul de mai sus o performanță de 6.68 % an. Această performanță a atras investitorii, deși între anii 2015-2019 a avut o fluctuație mai agresivă pe piață. Așadar, investitorii trebuie să fie foarte atenți la ce comisioane plătesc pentru investiția lor.

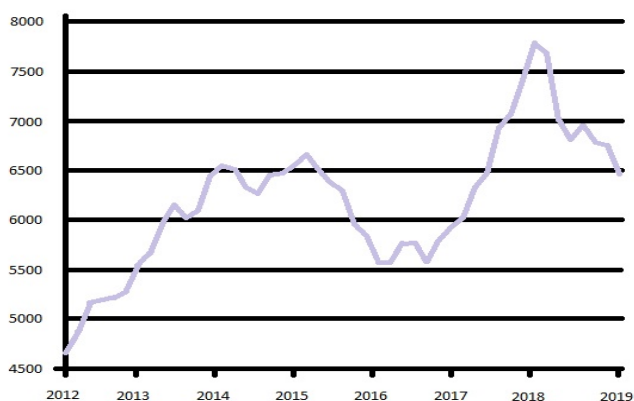


Fig. nr. 36. FII DCP Investiții

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.atlas-am.ro (perioada aprilie 2012-aprilie 2019)

Fondul DCP Investiții a reușit în perioada 2012-2019 să înregistreze o performanță de 6.55% pe an. Subscrierea la acest fond se face cu un comision de 0.11 % din suma subscrisă. Fondul nu percepe comision de răscumpărare. Acest fond de investiții prezintă un grad de risc ridicat. Fondul DCP Investiții a trecut prin fluctuații, dar a reușit să se redrezeze într-un timp ulterior. Profilul de risc al fiecărui investitor, precum și calculul atent al costurilor și comisioanelor fondului de investiții, care sunt publice, îl determină pe investitor să aleagă instrumentul potrivit de investiție.

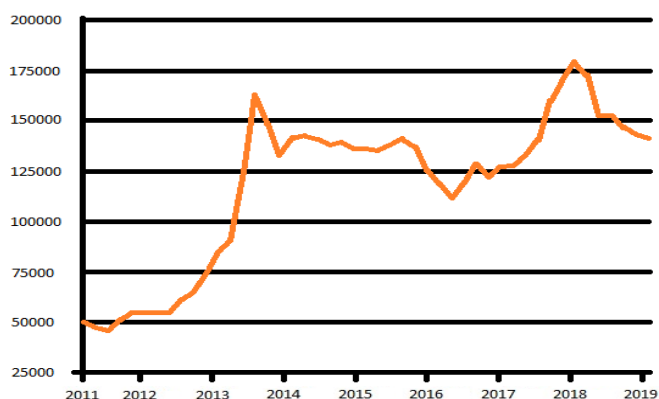


Fig. nr. 37. Hermes RON

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.atlas-am.ro (perioada aprilie 2011-aprilie 2019)

Fondul Hermes de mai sus (Fig. 37) a avut o pantă ascendentă între anii 2011-2013, urmând o perioadă de descreștere de 5 ani până la o corectare. Totuși, această creștere masivă în primii ani a făcut ca investiția pe perioadă lungă în acest fond să aducă o performanță de 22.85% pe/an.

Prin politica mai restrictivă de administrare a fondurilor închise, investitorii au un cadru mai limitat de a operaționaliza tranzacții, de a cumpăra sau a răscumpăra unități de fond. Totuși, prin aceste restricții dar și prin costurile mai mari de administrare, unele fonduri reușesc să dea randament pentru investitorii cu o toleranță mai mare la risc.

4.5.4. Investițiile în societăți de tip SIF

Societățile de investiții financiare sunt firme care funcționează asemănător fondurilor închise de investiții. Acestea se înființează sub act constitutiv. Societățile SIF sunt reglementate de Autoritatea de Supraveghere Financiară. Ele sunt listate la bursă iar prețul acțiunilor lor variază în funcție de cererile și ofertele aflate pe piață. În țara noastră sunt cinci SIF-uri, denumite după regiunile țării - SIF Banat Crisana simbol (SIF1), SIF Moldolva (SIF2), SIF Transilvania (SIF3), SIF Muntenia (SIF4) și SIF Oltenia (SIF5). Toate aceste societăți sunt listate la BVB încă din anul 1999 și sunt parte componentă a indicelui bursier BET-FI.

Societățile dețin în portofoliu acțiuni cu preponderență aflate în zona respectivă conform denumirii.

Dintre cele 5 societăți de investiții financiare doar două au reușit să aducă o performanță bună pentru investitori. Cele mai performante sunt SIF 1 Banat Crișana și SIF 2 Moldova.

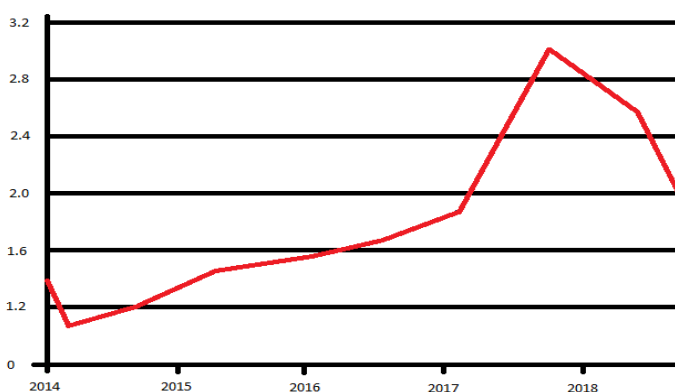


Fig. nr. 38. SIF 1 Banat Crișana

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.sif1.ro (perioada aprilie 2014-aprilie 2019)

SIF 1 a înregistrat în perioada prevăzută în Fig. 38 o performanță de 8.57% pe an, aducând un randament favorabil investitorilor.

Societatea de Investiții Financiare Banat Crișana este urmașul Fondului Proprietății Private I care a luat naștere în anul 1992. Cele mai mari componente ale SIF 1 sunt Banca Transilvania, Erste Group Bank AG, BRD Groupe Societe Generale, SIF Imobiliare, Vrancart, Biofarm, SIF Hoteluri, Azuga Turism, SIF Moldova și SNGN Romgaz.

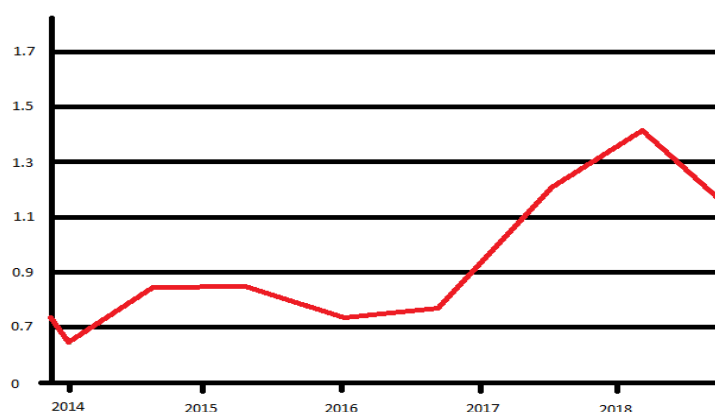


Fig. nr. 39. SIF 2 Moldova

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.sifm.ro (perioada aprilie 2014-aprilie 2019)

SIF 2 Moldova este o societate care a înregistrat o creștere cu o volatilitate acceptabilă pentru investitorii cu toleranță la risc. SIF 2 a reușit să înregistreze în perioada prevăzută (Fig. 39) o performanță de 11.08% pe an.

Companiile care intră în componența SIF 2 Moldova sunt: Mecanica Ceahlau SA, Regal Galati SA, Tesăturile Reunite SA, Casa SA, Asset Invest SA, Agointens SA, Agroland Capital SA, Hotel Sport Cluj SA.

4.5.5. Investițiile în Fondul Proprietatea

Fondul Proprietatea este o societate pe acțiuni și funcționează asemănător fondurilor închise de investiții. Este listată la BVB din anul 2011. Fondul operează după reglementările interne și europene aflate în vigoare în ceea ce privește administratorii fondurilor de investiții alternative.

Guvernul țării a făcut eforturi ca acest fond să fie unul performant pentru investitorii țării. Cu toate acestea, Fondul Proprietatea a reușit să aducă o performanță pentru investitori de doar 3.51% pe an pentru perioada prevăzută (Fig. 40). Este un randament mic față de alte instrumente financiare care sunt administrate în mod privat.

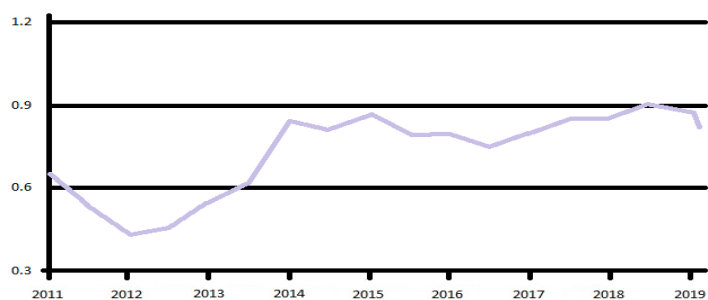


Fig. nr. 40. Fondul Proprietatea

Sursă: Grafic realizat de autor pe baza datelor de pe www.fondulproprietatea.ro (perioada aprilie 2011-aprilie 2019)

Fondul Proprietatea a fost listat în data de 29 aprilie 2015 pe piața Specialist Fund Market a London Stock Exchange, prin intermediul Certificatelor de Depozit Global (GDRs).

4.6. Modelul markowitz simplificat aplicat pe un portofoliu

Unul dintre modelele din finanțe cele mai recunoscute din punct de vedere științific este cel elaborat de Harry Markowitz [1952] considerat de numeroși specialiști drept fondatorul finanțelor moderne. Modelul oferă o soluție pentru gestiunea eficientă a portofoliului, pentru investitorii raționali caracterizați prin aversiune față de risc (cuantificat prin dispersie a rentabilității așteptate), în condițiile în care aceștia solicită obținerea unei anumite rentabilități. Pentru gestionarul de portofoliu este suficient ca investitorul client al fondului de investiții respectiv să formuleze concret cerințele sale privind nivelul rentabilității minime acceptate iar modelul permite identificarea unei astfel de structuri a portofoliului care să determine obținerea acestui nivel al indicatorului în condiții de risc minim.

Ipoteze ale modelului Markowitz:

- a) Criteriul de selecție a combinațiilor eficiente de "n" titluri este "speranță - dispersie" (rentabilitate-risc).
- b) Toate cele "n" titluri sunt riscante, caracterizate printr-o anumită speranță de rentabilitate (E_i), dispersie (σ_i) și covariație cu fiecare dintre celelalte titluri din portofoliu (σ_{ij}).
- c) Rentabilitatea scontată a portofoliului (E^*p) este o variabilă exogenă modelului, fiind furnizată de investitori.

Structura portofoliilor de pe frontiera Markowitz se va determina prin minimizarea riscului portofoliului sub câteva restricții determinate de ipotezele modelului:

- restricția bugetară, prin care se cere ca tot capitalul investit să se regăsească în titlurile

$$\text{cumpărate din portofoliu: } \sum x_i = 1 \quad (1)$$

- cerința de performanță a portofoliului, respectiv, o anumită rentabilitate scontată E^*p , care să

$$\text{fie media rentabilităților sperate ale titlurilor din portofoliu: } \sum x^i E^i = E_*^b \quad (2)$$

- minimizarea riscului portofoliului se poate face prin intermediul funcției combinate Lagrange:

$$L = \frac{1}{2} \sum_i \sum_j x_i x_j \sigma_{ij} + \lambda_1 \left(\sum_i x_i E_i - E^*p \right) + \lambda_2 \left(\sum_i x_i - 1 \right) \quad (3)$$

$$\begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} & \Lambda & \sigma_{1n} & E_1 & 1 \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 & \Lambda & \sigma_{2n} & E_2 & 1 \\ M & & & & & \\ \sigma_{n1} & \sigma_{n2} & \Lambda & \sigma_n^2 & E_n & 1 \\ E_1 & E_2 & \Lambda & E_n & 0 & 0 \\ 1 & 1 & K & 1 & 0 & 0 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ M \\ x_n \\ \lambda_1 \\ \lambda_2 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ M \\ 0 \\ E^*p \\ 1 \end{bmatrix} \Leftrightarrow X = W^{-1} \times K \quad (4)$$

$$W \times X = K$$

$$\begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} & \Lambda & \sigma_{1n} & 1 \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 & \Lambda & \sigma_{2n} & 1 \\ M & & & & \\ \sigma_{n1} & \sigma_{n2} & \Lambda & \sigma_n^2 & 1 \\ 1 & 1 & K & 1 & 0 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ M \\ x_n \\ \lambda_1 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ M \\ 0 \\ 1 \end{bmatrix} \Leftrightarrow X = W^{-1} \times K \quad (5)$$

$$W \times X = K$$

Se folosește pentru determinarea componenței PVMA

Astfel devin cunoscute ponderile diverselor titluri în portofoliul de rentabilitate așteptată E^*p aflat pe frontiera eficientă Markowitz și se poate afla și riscul acestui portofoliu.

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \sigma_{ij} \quad (6)$$

Pentru simularea unui portofoliu în studiul nostru de caz am ales companiile BRD Groupe Societe Generale S.A., Banca Transilvania S.A., Turbomecanica S.A. și S.N.

Nuclearelectrica S.A. Companiile au fost alese din sectoare diferite pentru o diversificare mai amplă a modelului.

În prima etapă s-au cules cotațiile companiilor pe o perioadă de 6 luni, date ce se află în Anexa 1.

În următorul pas s-au calculat randamentele cotațiilor zilnice pentru a se putea calcula o rentabilitate medie a acțiunilor fiecărei companii în parte.

Urmând construcția matricei de covarianță, s-a realizat apoi inversul matricei de covarianță pentru a putea afla punctul de varianță minimă al portofoliului ales de către noi.

S-a realizat o simulare a rentabilităților propuse în concordanță cu punctul de minimă varianță pentru a se realiza un portofoliu profitabil.

În continuarea modelului s-au realizat niște simulări cu o rentabilitate propusă de 35%, 55% și 75%, aflând ponderea fiecărui element din portofoliu care este necesar investiției în cauză.

Formulele folosite în Microsoft Excel pentru valorile obținute au fost:

$E=(E1-E2)/E3$

=covar()

=minverse()

=mmult()

=average()

Așadar în urma elaborării modelului, valorile ponderilor în portofoliu ale acțiunilor x1,x2,x3,x4, sunt redate în ultimul tabel centralizator nr. 11.

Tabel nr. 10. Modelul Markowitz

		Rentabilitate medie E					
BRD	TLV	TBM	SNN				
-0,11%	-0,05%	0,23%	0,24%				
		Matrice de covarianță					
	BRD	TLV	TBM	SNN			
BRD	0,000816	0,000722138	0,000163001	0,000236604	1		
TLV	0,000722	0,000923436	0,000210231	0,000271722	1		
TBM	0,000163	0,000210231	0,000392937	0,000155089	1		
SNN	0,000237	0,000271722	0,000155089	0,00055912	1		
	1	1	1	1	0		
		Invers matrice de covarianță					
BRD	3832,098	-3022,849526	-359,5456119	-449,7032697	0,221885752	0	
TLV	-3022,85	3706,695573	-421,9790343	-261,8670133	-0,08011339	0	
TBM	-359,5456	-421,9790343	1968,204912	-1186,680266	0,557980656	0	
SNN	-449,7033	-261,8670133	-1186,680266	1898,250549	0,300246982	0	
	0,221886	-0,08011339	0,557980656	0,300246982	-0,000285141	1	
		Punctul de variație minimă absolută				PVMA	
BRD	0,221886	0,221885752	0,221885752	0,221885752	0,221885752	x1	
TLV	-0,080113	-0,08011339	-0,08011339	-0,08011339	-0,08011339	x2	
TBM	0,557981	0,557980656	0,557980656	0,557980656	0,557980656	x3	
SNN	0,300247	0,300246982	0,300246982	0,300246982	0,300246982	x4	
	-0,000285	-0,000285141	-0,000285141	-0,000285141	-0,000285141		
		Simulare rentabilități propuse					
	Ep	x1	x2	x3	x4		
E _{pvma} =	0,18%	22,18%	-8,01%	55,79%	30,02%		
E _m =	0,54	34,17%	3,69%	85,93%	46,24%		
	1,00%	22,41%	7,93%	56,36%	30,32%		
	1,05%	22,42%	7,93%	30,34%	30,34%		
	3%	22,85%	7,77%	57,47%	30,93%		
		Modelul markowitz in formă matriceală					
	0,000816	0,000722138	0,000163001	0,000236604	0,54	1	
	0,000722	0,000923436	0,000210231	0,000271722	1	1	
	0,000163	0,000210231	0,000392937	0,000155089	1,05	1	
	0,000237	0,000271722	0,000155089	0,00055912	3	1	
	0,54	1	1,05	3	0	0	
	1	1	1	1	0	0	

Rentabilitate propusă 0.35%							
	3035,333	-2771,443091	-986,6837271	722,7937084	-0,297283946	0,675637835	0
	-2771,443	3627,368329	-224,0957202	-631,8295179	0,093803153	-0,223287539	0
	-986,6837	-224,0957202	1474,581235	-263,8017881	-0,233993742	0,915131284	0
	722,7937	-631,8295179	-263,8017881	172,8375976	0,437474536	-0,36748158	0
	-0,297284	0,093803153	-0,233993742	0,437474536	-0,000110921	0,000169301	0,35
	0,675638	-0,223287539	0,915131284	-0,36748158	0,000169301	-0,00054355	1
Rentabilitate propusă 0.35%							
BRD	0,571588	0,571588454	0,571588454	0,571588454	0,571588454	0,571588454	x1
TLV	-0,190456	-0,190456435	-0,190456435	-0,190456435	-0,190456435	-0,190456435	x2
TBM	0,833233	0,833233474	0,833233474	0,833233474	0,833233474	0,833233474	x3
SNN	-0,214365	-0,214365493	-0,214365493	-0,214365493	-0,214365493	-0,214365493	x4
	0,00013	0,000130479	0,000130479	0,000130479	0,000130479	0,000130479	
	-0,000484	-0,000484294	-0,000484294	-0,000484294	-0,000484294	-0,000484294	
Rentabilitate propusă 0.55%							
	3035,333	-2771,443091	-986,6837271	722,7937084	-0,297283946	0,675637835	0
	-2771,443	3627,368329	-224,0957202	-631,8295179	0,093803153	-0,223287539	0
	-986,6837	-224,0957202	1474,581235	-263,8017881	-0,233993742	0,915131284	0
	722,7937	-631,8295179	-263,8017881	172,8375976	0,437474536	-0,36748158	0
	-0,297284	0,093803153	-0,233993742	0,437474536	-0,000110921	0,000169301	0,55
	0,675638	-0,223287539	0,915131284	-0,36748158	0,000169301	-0,00054355	1
Rentabilitate propusă 0.55%							
BRD	0,512132	0,512131664	0,512131664	0,512131664	0,512131664	0,512131664	x1
TLV	-0,171696	-0,171695804	-0,171695804	-0,171695804	-0,171695804	-0,171695804	x2
TBM	0,786435	0,786434725	0,786434725	0,786434725	0,786434725	0,786434725	x3
SNN	-0,126871	-0,126870585	-0,126870585	-0,126870585	-0,126870585	-0,126870585	x4
	0,000108	0,000108295	0,000108295	0,000108295	0,000108295	0,000108295	
	-0,00045	-0,000450434	-0,000450434	-0,000450434	-0,000450434	-0,000450434	
Rentabilitate propusă 0.75%							
	3035,333	-2771,443091	-986,6837271	722,7937084	-0,297283946	0,675637835	0
	-2771,443	3627,368329	-224,0957202	-631,8295179	0,093803153	-0,223287539	0
	-986,6837	-224,0957202	1474,581235	-263,8017881	-0,233993742	0,915131284	0
	722,7937	-631,8295179	-263,8017881	172,8375976	0,437474536	-0,36748158	0
	-0,297284	0,093803153	-0,233993742	0,437474536	-0,000110921	0,000169301	0,75
	0,675638	-0,223287539	0,915131284	-0,36748158	0,000169301	-0,00054355	1
Rentabilitate propusă 0.75%							
BRD	0,452675	0,452674875	0,452674875	0,452674875	0,452674875	0,452674875	x1
TLV	-0,152935	-0,152935174	-0,152935174	-0,152935174	-0,152935174	-0,152935174	x2
TBM	0,739636	0,739635977	0,739635977	0,739635977	0,739635977	0,739635977	x3
SNN	-0,039376	-0,039375678	-0,039375678	-0,039375678	-0,039375678	-0,039375678	x4
	8,61E-05	8,61106E-05	8,61106E-05	8,61106E-05	8,61106E-05	8,61106E-05	
	-0,000417	-0,000416574	-0,000416574	-0,000416574	-0,000416574	-0,000416574	

Sursă: realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro, date ce se află în Anexă.

Tabel nr. 11. Ponderi pentru simularea rentabilității așteptate

Rent aștep. E*	x1	x2	x3	x4
35,00%	57,16%	-19,05%	83,32%	-21,44%
55,00%	51,21%	-17,17%	78,64%	-12,69%
75,00%	45,27%	-15,29%	73,96%	-3,94%

Sursă: realizat de autor pe baza datelor de pe www.bvb.ro, date ce se află în Anexă.

La finalul capitolului al IV-lea am prezentat concluziile și contribuțiile personale, cu referire la următoarele:

- Ajungem la concluzia că cel mai bine în domeniul investițiilor reies investitorii care dețin o parte diversificată din piață, ca de exemplu S&P 500 (sau al unui fond al bursei totale) și deținerea obligațiunilor lor într-un indice total al pieței. (Cu toate acestea, investitorii cu nivel ridicat de impozitare ar avea un portofoliu cu cvasi-indicatori foarte scăzut de obligațiuni municipale de înaltă calitate pe termen mediu). În timp ce o astfel de strategie bazată pe indicatori ar putea să nu fie cea mai bună strategie de investiții elaborată vreodată, numărul de strategii de investiții care sunt mai rele este infinită.

- Warren Buffett ne spune: "Cei mai mulți investitori, atât instituționali, cât și individuali, vor găsi că cel mai bun mod de a deține acțiuni comune este printr-un fond de indici care percepe comisioane minime. Cei care urmăresc această cale sunt siguri că vor bate rezultatele nete (după taxe și cheltuieli) livrate de marea majoritate a profesioniștilor din domeniul investițiilor "(Să nu uităm că un fond de tip indice cu taxe minime este, de asemenea, pentru majoritatea investitorilor, cel mai bun mod de deține obligațiuni proprii.).

- Pentru toată incertitudinea inevitabilă, în mijlocul ceții veșnic dense din jurul lumii, de a investi, rămân multe lucruri pe care le cunoaștem.

- Pe măsură ce căutăm succesul în investiții, realizăm că nu putem ști niciodată cum vor reveni acțiunile și obligațiunile în anii următori, nici viitoarele profituri care ar putea fi obținute prin alternative la portofoliul de indici. Putem lua în considerare aceste realități de bun-simț:

- știm că trebuie să începem să investim cât mai curând posibil și să continuăm să mai punem banii în mod regulat;
- știm ca investitia atrage riscuri, dar știm, de asemenea, că nu ne dorim să facem greșeli financiare;
- știm sursele de randament pe piețele de acțiuni și obligațiuni și acesta este începutul înțelepciunii;
- știm că riscul de selectare a valorilor mobiliare individuale, precum și riscul de selectare a managerilor de fonduri și a stilurilor de investiții pot fi eliminate prin diversificarea totală oferită de fondul tradițional de indici, existând doar riscul de piață;
- știm că costurile au o problemă, pe termen lung, și știm că trebuie să le minimizăm;
- știm că taxele contează și că și ele trebuie să fie reduse la minimum;

- știm că nici bătaia pieței, nici calendarul cu succes al pieței nu pot fi generalizate fără autocontradicție, ceea ce poate funcționa pentru cei câțiva nu poate funcționa pentru mulți.

- În cele din urmă, știm ce nu știm. Nu putem fi niciodată siguri cum va arăta lumea noastră mâine și noi știm mult mai puțin despre modul în care va arăta următorul deceniu. Dar, cu alocarea inteligentă a activelor și opțiunile de investiții sensibile, putem fi pregătiți pentru inconveniente inevitabile de-a lungul drumului și ar trebui să alunecăm prin ele.

- Fondul tradițional de tip index este o investiție care garantează realizarea acestui obiectiv. Investitorul nu se va număra printre cei învinși, a căror rentabilitate a investițiilor va scădea mult mai puțin decât rentabilitatea realizată pe piața bursieră. Investitorii pot avea beneficii dacă țin cont de aceste principii investiționale.

- Putem observa prin datele prezentate despre organismele de plasament colectiv că sunt metode eficiente de plasare a resurselor financiare pe termen lung, atâta timp cât investitorul se află la o toleranță de risc și de costuri specifică acestei arii financiare.

- Dacă este să privim pe termen lung, investițiile în organisme de plasament colectiv sunt printre cele mai bune metode de a investi resurse financiare pentru un câștig variabil de la 3% an până la 10-15% pe an în cazuri de performanță foarte bună.

- Alegerea instrumentelor pentru a investi trebuie să se facă în concordanță cu capacitatea instrumentului de a realiza profituri viitoare.

- Observăm că există o corelație directă între riscul asumat de investitor și câștigurile potențiale pe care le aduc investițiile în instrumente financiare.

- Fondurile deschise sunt ușor de accesat pentru investitori.

- Fondurile deschise au un grad ridicat de lichiditate. Acestea produc câștiguri relativ stabile care depășesc dobânzile bancare.

- În timpurile noastre puternic digitalizate, opțiunile de instrumente financiare care inovează sunt accesate de mai mulți oameni față de cele care funcționează în sistem tradițional pe hârtie.

- Fondurile deschise de investiții sunt adesea asociate cu un grad mare de risc, dar nu este mereu adevărat.

Realitatea financiară ne face să fim foarte atenți la resursele bănești și să analizăm tot mai mult opțiunile existente de realizare a veniturilor pentru a face o alegere benefică resurselor financiare personale.

Toate aceste concluzii sunt concentrate în concluziile finale și sunt prezentate în teză la paginile 159-160.

CONCLUZII FINALE, CONSIDERAȚII PERSONALE ȘI DEVOLTĂRI ULTERIOARE

Dezvoltarea unui proces de investiții solid este o provocare personală pentru investitori. Pentru a crea un plan de investiții eficient, este nevoie ca investitorul să privească spre cei mai buni investitori din lume, adevărații maestri. Aceștia trebuie aleși și studiați cu mare grijă; citirea și ascultarea lor și încercarea de a culege tot ce se poate de la ei. Așa abordează un investitor de succes acest vast domeniu economic. Această abordare este rafinată de experiența vieții de zi cu zi a investitorului care îl ajută în demersul investițional. Acesta este modul în care investitorul dezvoltă credințe ferme și coerente, care le permit investitorilor să fie curajoși și să întoarcă spatele turmei, fiind răbdători și acceptând incertitudinea și în cele din urmă păstrând-și mintea limpede când cei de pe lângă ei sunt agitați.

Înarmarea cu un cadru intelectual adecvat și dezvoltarea trăsăturilor de personalitate necesare pentru un proces de investiții solid, poate duce la atingerea obiectivului de a păstra și de a crește puterea de cumpărare a economiilor.

Prin această lucrare de cercetare noi nu prezicem creșterea economică sau comportamentul consumatorului, putem însă să adăugăm considerente pentru a distinge implicațiile intervențiilor de pe piață și pentru a ne pregăti pentru a le rezolva.

Piețele funcționează în mod rezonabil, deoarece acestea reprezintă doar schimburi între persoane care acționează în mod liber. Unii dintre participanții la piață sau alții vor recunoaște întotdeauna atunci când există o dezordine pe piață, iar prin acțiunile lor o vor aborda. Aceasta ne oferă bază pentru abordarea procesului de investiții, care are ca scop adăugarea de valoare pe care alții nu o vor vedea sau nu o pot vedea. Activele imobiliare, în special acțiunile societăților cotate la bursă, sunt cele mai bune pentru menținerea puterii de cumpărare a economiilor noastre pe termen lung. Piața bursieră nu este domeniul speculanților. În schimb, este un loc în care toate virtuțile și nenorocirile omenirii joacă împreună - adevăratul nostru sine, și unde, datorită analizei oferite de știința comportamentală, putem găsi partea irațională (sau emoțională) a ființelor umane, permițându-ne să obținem întoarcerea către cărările ce ne redau pacea minții și independența în viitor.

Într-adevăr, accentul analizei noastre este omenirea în sine. Afacerile pe care le analizăm sunt create și dezvoltate de oameni care își vând produsele și serviciile altor persoane. Nu analizăm ființe ciudate sau piețe mitice sau legendare, analizăm oamenii. Unii oameni reușesc să creeze și să dezvolte afaceri excepționale, care sunt greu de reprodus. Alte afaceri sunt eșecuri nemotivate. Primele sunt mai interesante pentru investiții potențiale, mai ales atunci când circumstanțele înseamnă că pot fi achiziționate la prețuri accesibile. Acestea sunt afacerile care ar trebui să fie punctul central al timpului nostru; analizând poziția lor competitivă și rezistența la evoluțiile viitoare.

Dacă facem acest lucru ni se cere să avem o puternică forță asupra pretențiilor noastre emoționale, primordiale. Trebuie să avem răbdare, curiozitate, modestitate și îndrăzneală. Să fim răbdători, deoarece poate dura ceva timp ca alții să se trezească la ceea ce vedem, motiv pentru care este necesar să avem o perspectivă pe termen lung. Investitorii trebuie să fie incisivi pentru că trebuie să fie atenți la tot ceea ce se petrece în jurul lor, modești, pentru că erorile sunt comune, dar cheia este de a trage concluziile corecte de la aceste erori. Îndrăznelala este importantă pentru că uneori vor apărea ca fiind călători, călătorind în direcția opusă fluxului de trafic, dar și consecvenți. Investitorul se pregătește pas cu pas, zi de zi, cum ar fi pregătirea pentru un examen în curs de desfășurare care îl obligă să fie blocat într-un studiu neîncetat al unui subiect care se extinde și se schimbă continuu.

În urma informațiilor prezentate în această teză de doctorat, ajungem la mai multe concluzii despre sfera investițiilor pe piața de capital. O primă concluzie este că pe investitor trebuie să îl preocupe mediul economiei, doar dacă acesta are o idee clară despre cum afectează economia piața de capital. Intuiția care prevede ce se va întâmpla cu adevărat în piață poate să i se adevărească investitorului doar o dată la câțiva ani. Este de notat faptul că este bine ca investitorul să fie un debitor, și nu un creditor și să investească în active care pot produce valoare. Investitorul trebuie să decidă să își aloce resursele în instrumentele financiare pe care acesta le cunoaște doar. Cantitatea de numerar care este investită nu este neapărat relevantă, ce este relevant însă este ca investitorul să își cunoască limitele, indiferent în ce sector decide să investească. Nimeni nu este obligat să investească în ceva anume și adesea poate fi mai profitabil ca oamenii să nu investească decât să investească.

Dacă investitorul nu are o informare largă asupra pieței este potrivit pentru acesta să investească în indici. Este de apreciat că, pentru ca un investitor să devină mai priceput în această artă, el trebuie să dețină acțiuni ale unei societăți într-o formă sau alta.

Investitorul care se decide să investească în acțiuni va petrece timp, analizând poziția competitivă a societății în care se decide să investească. Restul informațiilor pot fi o

supraîncărcare pentru investitor. La urma urmei este vorba despre studierea societăților, ci nu despre studierea întregii piețe. Cumpărarea unei acțiuni la o societate ar trebui să fie la fel ca și cumpărarea întregii societăți. Dacă investitorul nu și-ar dori să cumpere întreaga societate atunci el nu ar trebui să investească nici măcar într-o acțiune a societății.

Societățile care au o activitate de o durată foarte mare de timp au mult mai multe șanse de a păstra un randament decât firmele noi. Un investitor care gândește pe termen lung se va orienta către societăți stabile pentru a evita eventualele probleme. Investitorul trebuie să se asigure că societatea va fi capabilă și în următorii 10 ani să poată să își susțină poziția. Dacă este posibil ca tehnologiile să capete uzură morală sau să fie înlocuite, este mai bine să nu se investească.

Dacă există o societate care creează valoare în fiecare an, investitorul nu trebuie să își facă griji dacă piața nu se axează pe acea companie. Este o altă oportunitate de a investi în continuare la un preț bun. Cu cât este mai mic prețul unei acțiuni foarte bine cercetate, cu atât potențialul pozitiv al investiției va fi mai mare, iar riscul va fi mai mic.

Investitorul trebuie să se acomodeze cu performanțele trecute și să fie atent la extrapolări. Lucrurile se schimbă iar problemele pot să apară în locurile cel mai puțin așteptate. Speculatorii și volatilitatea sunt cei mai buni prieteni, iar cu cât volatilitatea este mai mare, cu atât investitorul trebuie să fie mai atent pe termen lung pentru a putea obține profituri rezonabile. Lipsa lichidității este un aliat al investitorului. Unii investitori plătesc foarte mult pentru lichiditate. Înțelegând ceea ce îi motivează pe alți investitori să acționeze și de ce fac alegerile pe care le fac, investițiile vor fi din ce în ce mai bune. Dacă investitorul nu are personalitatea potrivită pentru a investi, e mai bine să nu se implice. Este foarte important ca investitorul să aibă convingeri clare referitoare la investiții. Este un proces de învățare continuă.

Investițiile în acțiunile listate la bursă presupune o asimetrie a informației dintre cumpărător și vânzător. În piața privată, vânzătorul știe cât valorează un activ, așa cum majoritatea proprietarilor de imobiliare știu cât valorează casa lor. Cu acțiunile listate, investitorii mici alocă prea puțin timp asupra analizei, iar investitorii instituționali sunt subiectul restricțiilor acestor instituții. Luarea deciziilor potrivite în investiții nu depinde doar de previziunea performanțelor unei societăți, dar și de a ști cum să se distingă între ceea ce piața crede că se va întâmpla și ceea ce se va întâmpla cu adevărat.

Uneori investitorii vor fi nevoiți pentru succes să meargă pe o cale nestrăbătută de alte persoane. Vor trebui să acționeze împotriva curentului. Investitorii se vor bucura de procesul investițional, de călătorie în sine, vor gândi mult, vor citi frecvent și se vor simți bine că trăiesc în această lume modernă.

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

1. Aharony J, Swary I. "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Return: An empirical Analysis", Journal of Finance No 1, March 1980
2. Akerlof, George "The market for -Lemons- Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, 84, August 1970
3. Alvarez Marc „Market data explained: A practical guide to global capital markets information”, Ed. Elsevier, Amsterdam, 2007
4. Amenc Noel., Le Sourd, Veronique "Theorie du Portfeuille et Analyse de sa Performance”, Ed. Economica, Paris, 2002
5. Anghelache Gabriela „Bursa și piața extrabursieră ”, Editura Economică, București, 2000
6. Anghelache Gabriela „Piața de Capital în context european”, Editura Economică, București, 2009
7. Anghelache Gabriela, Dardac N., Stancu I. „Piețe de capital și burse de valori”, Editura Adevărul, București, 1992
8. Asquith P., Mullins D. W. "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", Journal of business, 1983
9. Badea Dumitru G. „Piața de capital & restructurarea economică”, Editura Economică, 2000
10. Bernatzi S., Michaely R., Thaler R. "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", Journal of Finance, 1997
11. Brendea Georgian Alin „Piața de capital în economia României”, Ed. ASE, București, 2007
12. Brentani Christine „Portfolio management in practice”, Ed. Elsevier, Oxford, 2004
13. Brett N. Steenbarger, Ph.D. „How to Take a Loss”, Ed. Wiley, 2003
14. Brett N. Steenbarger, Ph.D. „Fundamentals of Short-Term Trading: Part One”, Ed. Wiley, 2003
15. Brett N. Steenbarger, Ph.D. „Fundamentals of Short-Term Trading: Part Two”, Ed. Wiley, 2003
16. Brett N. Steenbarger, Ph.D. „Market Psychology – An Introductory Analysis of Intraday Option Patterns”, Wiley, 2003
17. Butterford Janette „Introduction to stock exchange investment”, Ed. Macmillan, London, 1983
18. Corduneanu Carmen „Piețe de capital: Teorie și practică”, Editura Universității de Vest, Timișoara, 2009

19. Cuzman Ioan, Cazan Emil, Stefea Petru „Piața de capital: Articole și studii”, Editura Universității de Vest, Timișoara, 2005
20. Daniel A. Strachman “Essential Stock Picking Strategies”, Ed. Wiley, 2002
21. David Dreman “Contrarian Investment Strategies”, Ed. Free Press, 1998
22. David Dreman “Contrarian Investment Strategies – The Next Generation”, Ed. Free Press, 1998
23. De Jong, Nijman and Roell “A comparison of the cost of trading french shares on the Paris Bourse and on Seaq International”, European Economic Review, 1995
24. Dielman T. E., Oppenheimer H. R. “An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1983
25. Divecha A., Morse D. “Market Responses to dividend Increases and Changes in Payout Ratios”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1984
26. Dobre Baron Oana, Muntean Liliana „Gestiunea portofoliilor de titluri”, Editura Universității Petroșani, 2011
27. Dobre Alexandru Cristian, Tatiana Ioana Stanese, Florin Catalin Zeti, Ungureanu Mihai Aristotel Considerations on investing in Index funds – Analele Universității din Petroșani, 2018
28. Dobre Alexandru Cristian, Tatiana Ioana Stanese, Florin Catalin Zeti, Ungureanu Mihai Aristotel Considerations regarding regulations on financial markets in the conditions of Romania as a EU member state – Analele Universității din Târgu Jiu, 2018
29. Dobrotă Gabriela, Popeangă Gabriel „Fiscalitate- teorie și aplicații”, Editura MJM, Craiova, 2000
30. Donald Coxe “The New Reality of Wall Street”, Ed. McGraw-Hill, 2004
31. Dow Jones „The Dow Jones Guide to the World Stock Market”, Ed. Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1994
32. Dragotă V., Ciobanu A., Obreja L., Dragotă M. “Management Financiar”, Ed. Economică, București, 2003
33. Duțescu Cristian „Manipularea pieței de capital”, Editura C.H. Bech, București, 2008
34. Elder Alexander “Come into my trading room – A complete guide to Trading”, Ed. John Wiley & Sons, 2002
35. Elder Alexander “Trading for a living”, Ed. John Wiley & Sons, 1993

36. Elder Alexander „Trading For a Living”, Ed. Wiley, 1993
37. Ellis D. Charles „Capital: The Story of Long-Term Investment Excellence”, Ed. Wiley, 2011
38. Fabozzi J. Frank „Capital markets: Institutions and Instruments”, Ed. Prentice Hall, Upper Saddle River, 2003
39. Fabozzi J. Frank „Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management”, Ed. Wiley, 2009
40. Fama, E. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", The Journal of Finance, 1969
41. Fisher P. Klaus „Business finance in less developed capital markets”, Westport, 1992
42. Frino, Mcinish and Toner “The Liquidity of automated exchanges – New Evidence from German Bund Futures”, Journal of International Financial Markets, 1998
43. Gaskin T. „Indicatori financiari perfecți”, Editura Național, 2000
44. George Fontanills „The Options Course - High Profit Low Stress Trading Methods”, Ed. Wiley, 2005
45. Gherghina Rodica „Finante publice”, Editura UTM, Bucuresti, 2008
46. Gibson, G. "The Stock Markets of London, Paris and New York", G.P. Putnam's Sons, New York, 1889
47. Goodhart And O'hara „High Frequency Data In Financial Markets Issues And Applications”, Journal of Empirical finance 1997
48. Griffiths, Turnbullb And White „Re-Examining The Small-Cap Myth Problems In Portfolio Formation And Liquidation”, Global Finance Journal, 1999
49. Grinblatt Mark, Sheridan Titman “Financial Markets and Corporate Strategy”, Ed. Irwin McGraw-Hill, 1998
50. Haim Levy „Capital Investment and Financial Decisions”, Ed. Prentice Hall, 1995
51. Hall W. Bradley „The New Human Capital Strategy: Improving the Value of Your Most Important Investment--Year After Year”, Ed. Amacom, 2008
52. Harry D Schultz „Bear Market Investing Strategies”, Ed. Wiley, 2002
53. Hult Henrik and others „Risk and portfolio analysis: principles and methods”, Ed. Springer, New York, 2012
54. Ivanuş Liliana, Drigă Imola „Piețe de capital și burse de valori”, Editura Universității Petroșani, 2005
55. Jeffrey Owen Katz Ph.D. „The Encyclopedia of Trading Strategies”, Ed. McGraw-Hill Education, 2000
56. John C. Bogle ”Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor”, Ed. John Wiley & Sons, 1999
57. Jens Holscher „Financial turbulence and capital markets in transition markets”, Ed. Macmillan, London, 2000
58. John Lanchester „Capital” Ed. Faber & Faber Fiction, 2012

59. John Lintner "Some new perspectives on tests of CAPM and other capital asset pricing models and issues of market efficiency", Harvard Institute of Economic Research discussion paper, 1981
60. Kwan Clarence C. Y. "Efficient Market Tests of the Informational Content of dividend Announcements: Critique and Extension", Journal of Financial and Quantitative Analysis, June, 1998
61. Lipara Carmen „Evaluarea acțiunilor: o abordare din perspectiva teoriilor comportamentale”, Ed. ASE, București, 2012
62. Malkiel, B. "Efficient market hypothesis", in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.), New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Macmillan, London, 1992
63. Markowitz M. Harry „Portfolio selection: efficient diversification of investments”, Ed. Blackwell, Malden, 1991
64. Mishkin Frederic. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Ed. Addison Wesley, 1997
65. Mosteanu Tatiana „Finanțe publice”, Editura Universitară, București, 2008
66. N. Chen, R. Roll, S. Ross "Economic Forces and Stock Market", Journal of Business 59,1986
67. N. Grigorie Lăcrița, Ungureanu M. Aristotel (coordonatori) „Dicționarul Codului de Procedură Fiscală”, Editura Sitech, Craiova, 2010
68. Nitu Adrian „Piața de capital: Modele. Instituții. Mecanisme”, Editura Universității de Vest, 2005
69. Ofer A., Siegel D. "Corporate Finance Policy, Information and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends", Journal of finance, 1987
70. P.C. Fishburn "Utility theory for decision making", Publications in Operations Research, No. 18. New York: John Wiley and Sons, 1970
71. Peter L. Bernstein "Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street", Ed. Willey, 2005
72. Reilly K. Frank „Investment and portfolio management”, Ed. Thomson, Australia, 2006
73. Robert C. Merton "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model", Econometrica, 1973
74. Robert J. Shiller "Irrational exuberance", Ed. Princeton University Press, 2005
75. S. Ross "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", Journal of Economic Theory, 1976
76. Shapiro C. Alan „Capital Budgeting and Investment Analysis”, Ed. Prentice Hall, 2004
77. Sharpe F. William „Portfolio theory and capital markets”, Ed. McGraw-Hill, New York, 2000
78. Shiller Robert J. "Market Volatility", The MIT Press, Cambridge, 1997
79. Soros George "The Alchemy of Finance", Ed. Simon and Schuster, New York, 1987

- | | | |
|-----|--|--|
| 80. | Steven J. Brown and Mark P. Kritzman | Quantitative Methods for Financial Analysis, Ed. Irwin Professional Publishing,U.S., 1987 |
| 81. | Stoica Victor, Galiceanu Mihaela, Ionescu Eduard | „Piețe de capital și burse de valori”, Editura Economică, București, 2001 |
| 82. | Tarun Chordia and others | “Market Liquidity and Trading Activity”, Ed. Wiley, 2001 |
| 83. | Tutuianu Adrian | „Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților”, Editura Hamangiu, 2007 |
| 84. | Vern C. Hayden | „Getting an Investing Game Plan”, Ed. John Wiley & Sons, 2003 |
| 85. | W. Sharpe | "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, Journal of Finance, 1964 |
| 86. | W. Sharpe | ”Asset allocation: Management style and performance measurment”, Journal of portfolio management, New York, 1992 |
| 87. | Zvi Bodie, Alex Kane | „Investments”, Ed.McGraw-Hill, Ed. Maidenhead, 2014 |

Legislație:

1. Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată în Monitorul Oficial nr. 1066 din 17.11.2004
2. Legea nr.52 din 7 iulie 1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori (publicată în M.Of. nr. 210/11 aug. 1994)
3. Legea nr. 297/2004 privind piața de capital publicată în Monitorul Oficial nr. 571/29.06.2004);
4. Legea nr. 10/2015 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 32/2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de administrare a investițiilor, precum și pentru modificarea și completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital, precum și pentru modificarea și completarea unor acte normative;
5. Ordonanța Guvernului nr. 41/2005 privind reglementarea unor măsuri financiare, publicată în MO nr. 677/2005
6. Ordonanța de Urgență nr. 32/27.06.2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare si societățile de administrare a investițiilor, precum si pentru modificarea si completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital, Publicată în MO nr. 435/30.06.2012;

Surse web:

<http://bse.hu>
<http://cresterea-calitatii-invatamantului.ro>
<http://investitii.certinvest.ro>
<http://sorana.academicdirect.ro>
<http://store.ectap.ro>
<http://www.aaf.ro/statistici-fonduri-de-investitii>
<http://www.brdam.ro>
<http://www.londonstockexchange.com>
<http://www.revistadestatistica.ro>

<http://www.seap.usv.ro>
<https://hbr.org>
<https://personal.vanguard.com>
<https://us.spindices.com/indices/equity/dow-jones-islamic-market-world-index>
<https://wildershires.com/>
<https://www.marketwatch.com>
<https://www.nasdaq.com/investing/glossary/t/t.s.e.-300>
<https://www.researchgate.net>
www.adevarul.ro
www.anaf.ro
www.ase.ro
www.asfromania.ro
www.banknews.ro
www.bloomberg.com
www.bnr.ro
www.bulbrokers.com
www.businessmagazin.ro
www.bvb.ro
www.capital.ro
www.financiarul.ro
www.finint.ase.ro
www.investing.com
www.investopedia.com
www.londonstockexchange.com
www.mfinante.ro
www.wall-street.ro
www.zf.ro