

## 1. Bursa de valori și rolul acesteia

Bursa de valori este o piață organizată și controlată (supervizată) unde sunt realizate o serie de tranzacții cu instrumente financiare, pe baza unui set de reguli și a unui regulament de funcționare aprobate de instituțiile diriguitoare. Vom folosi în continuare termenul de bursă de valori în sens larg, făcând, de cele mai multe ori, referire la întreaga rețea de *dealeri*, pe lângă instituția bursieră tradițională. Bursa însăși nu este ușor de definit. Instituția bursieră este în mod obișnuit considerată ca fiind o piață unde agenții intermediari se pot întâlni într-un cadru economic organizat, guvernat de legi și de regulamente și unde se pun în corespondență ordinele vânzare/cumpărare ale investitorilor. De exemplu, în Statele Unite ale Americii o bursă ca New York Stock Exchange (NYSE) este o companie care joacă acest rol economic de instituție bursieră și este înregistrată ca atare la U.S. *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Reînființată la 1 aprilie 1995, în baza unei decizii a Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare (CNVM), ca instituție de interes public cu personalitate juridică ce își desfășoară activitatea pe principiul autofinanțării, Bursa de Valori București (BVB) este în prezent o companie publică ale cărei acțiuni sunt listate, începând cu 8 iulie 2010, pe propria piață reglementată la vedere.

Bursa de valori este considerată o piață secundară. Piața primară este spațiul unde noile acțiuni sunt oferite spre vânzare în mod public investitorilor, sub forma emisiunilor inițiale (IPO – *Initial Public Offering*) ale companiilor care devin societăți pe acțiuni. Membrii bursei realizează tranzacțiile, pentru care sunt îndrituiți, fie ca *brokeri* (agenți în numele investitorilor), fie ca *dealeri* (în cazul tranzacțiilor în nume propriu), sau pot juca ambele roluri, așa cum este cazul celor mai multe bănci de investiții. Instrumentele financiare tranzacționate includ acțiuni, obligațiuni (*bonds*) și garanții (*warrants*).

Confirmarea tranzacțiilor și transferul efectiv de instrumente financiare și fonduri corespondente între participanți (investitori, agenți) se realizează prin intermediul unor instituții specializate în clearing, cum ar fi Euroclear, Clearstream, Sega Inter Settle (SIS) în Europa, Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) în Statele Unite, Depozitarul Central în România. Aceste instituții au menirea de a realiza puntea informațională de legătură între bursă și membrii acesteia și ele trebuie să organizeze transferul de fonduri (plata) și respectiv instrumente financiare (livrare). Pe multe piețe, pe lângă aceste instituții de facilitare a plăților, mai există și o așa-numită *central counter-party* (CCP) care se interpune între participanții la activitatea bursieră pentru a oferi garanții contractuale părților, oferind în același timp servicii de administrare a riscului participanților și de asigurare a desfășurării circuitului financiar fără sincope, furnizând, de asemenea, necesara anonimitate specifică tranzacțiilor bursiere, pentru operațiunile de după încheierea efectivă a tranzacției (generarea execuției) la bursă.

În România, Depozitarul Central este instituția care furnizează servicii de depozitare, registru, compensare și decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare precum și alte operațiuni în legătura cu acestea astfel cum sunt definite în Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, având calitatea de administrator al unui sistem de plăți care asigură compensarea fondurilor și decontarea operațiunilor cu instrumente financiare, în conformitate cu prevederile Regulamentului BNR nr. 1/2005 privind sistemele de plăți care

asigură compensarea fondurilor, modificat și completat prin Regulamentul BNR nr. 9/2005.

Pe lângă Depozitarul Central, Casa de Compensare București este instituția care efectuează operațiuni de înregistrare, garantare, compensare și decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate încheiate pe piața reglementată la termen (Piața Derivatelor) administrată de către Bursa de Valori București. Casa de Compensare București asigură derularea în mod corespunzător a operațiunilor menționate anterior prin îndeplinirea funcțiilor de casa de compensare și contraparte centrală, precum și administrând riscurile la care este expusă o casă de compensare prin utilizarea de mecanisme tehnice și instrumente specifice. Totodată, Casa de Compensare București desfășoară activități cu privire la admiterea și menținerea calității de membru compensator și agent de compensare-decontare, precum și supravegherea activității acestora.

Se creează în acest fel un lanț de relații de afaceri între participanți, prin intermediul căruia se fluidizează capitalul social. Acțiunile sunt emise inițial de către companii la momentul când devin societăți publice pe acțiuni. Odată ce acțiunile sunt disponibile pe piața secundară pentru a fi tranzacționate la bursă, ordinele de vânzare/cumpărare ale acestora sunt inițiate de către investitori, aceste ordine fiind plasate la bursă de către intermediari (brokeri). Odată generată execuția de către motorul de împerechere al instituției bursiere (încheierea tranzacției de vânzare sau de cumpărare), această execuție este transmisă către:

- părțile participante la tranzacție (brokeri);
- instituția de confirmare a tranzacțiilor bursiere și de facilitare a plăților;
- *central counter-party* (CCP).

## 1.1 Elementele fluxului de capital

### 1.1.1 Societățile pe acțiuni înregistrate la bursă

Așa cum am menționat anterior, termenul de piață primară se referă la companiile care emit acțiuni, odată cu înregistrarea lor ca societăți publice. Societățile pe acțiuni pot emite acțiuni și după înființare, aceasta fiind una din modalitățile de atragere a capitalului social și de finanțare a activităților pe care compania intenționează să le desfășoare. Trebuie să menționăm faptul că instituția bursieră însăși poate fi organizată ca societate pe acțiuni (cum este și cazul Bursei de Valori București), situație în care acțiunile acesteia sunt, de asemenea, tranzacționate la bursă. O companie privată devine societate publică pe acțiuni printr-o emisiune inițială de acțiuni (IPO) și înregistrarea sa la o bursă de valori, o piață pe care aceste acțiuni se vor putea tranzacționa. Prețul inițial la care se oferă acțiunile spre vânzare printr-un IPO este un indicator al prețului inițial la care aceste acțiuni se vor tranzacționa la bursă. Cu toate acestea, prețul inițial la care se tranzacționează acțiunile unei companii imediat după IPO poate diferi de prețul de IPO, reflectând acuratețea cu care prețul ofertei inițiale a fost determinat și presiunea pe care o exercită cererea și oferta pe piața secundară.

### 1.1.2 Bursa de valori

Bursa de valori este tocmai această piață secundară. Instituția bursieră nu deține acțiuni ale companiilor listate și nu depozitează echivalente valorice ale acțiunilor în propriile-i conturi. Principala responsabilitate a bursei este să ofere cadrul pentru o echitabilă întâlnire a cererii cu oferta și formare a prețului pentru acțiunile deja emise de companii, acțiuni care nu se consumă, ci mai degrabă se interschimbă între participanții la activitatea bursieră. La bursă, prețurile se stabilesc prin respectarea strictă a regulilor și regulamentelor aprobate de instituții specializate în supravegherea activității bursiere. În Statele Unite, spre exemplu, piața de lichidități este supervizată de *Securities and Exchange Commission* (SEC). În Anglia și Japonia există *Financial Services Authority* (FSA), iar în România acest rol este jucat de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM).

Bursa este o piață interactivă care este pusă în mișcare de informațiile care sunt vehiculate în mediul de afaceri și de volumul tranzacțiilor ce trebuie să-l susțină. Obiectivul fundamental al bursei de valori este acela de a atrage lichiditățile din sfera financiară, de a executa ordinele de vânzare/cumpărare cu o viteză rezonabilă și la un cost minim și de a găsi cele mai potrivite prețuri pentru clienți (membri ai bursei și investitori)<sup>1</sup>. În vederea realizării acestui obiectiv fundamental, lucrul cel mai de preț este un portofoliu atractiv de companii înregistrate la instituția bursieră.

### 1.1.3 Investitorii

Din categoria investitorilor fac parte atât investitorii individuali cât și investitorii instituționali (fonduri de pensii, fonduri de investiții, companii de asigurări etc.) care doresc să cumpere și să vândă instrumente financiare și care, în acest scop, au deschise conturi la o agenție intermediară pentru depozitarea fondurilor și instrumentelor financiare de care dispun. Trăsătura caracteristică a acestor participanți la activitatea bursieră este nevoia lor de lichiditate și de conservare a lichidității. Investitorii sunt principala sursă a fluxului de ordine de vânzare/cumpărare de instrumente financiare și, prin aceasta, clienții primari ai bursei de valori.

### 1.1.4 Intermediarii

Intermediarii sunt membri ai bursei de valori care sunt fie *brokeri*, acționând ca agenți pentru investitori, fie *dealeri*, acționând în interes propriu, operând tranzacții la bursă în conturi proprii. Un *broker* facilitează o tranzacție bursieră pentru un client, în timp ce un *dealer* participă la activitatea bursieră ca investitor în nume propriu. Acești intermediari sunt de obicei bănci și instituții financiare supervizate și cărora le sunt impuse prin regulament cerințe specifice de funcționare. În multe piețe (economii naționale) există, de asemenea, și o altă instituție cu rol de intermediar, cu care *brokerii-dealerii* interacționează pentru efectuarea plăților. Această instituție are rolul de a ține în custodie fondurile și instrumentele financiare ale investitorilor.

---

<sup>1</sup> Pentru mai multe detalii se pot consulta primele două capitole din [SCH].

### **1.1.5 Organizațiile de facilitare a plăților**

Organizațiile de facilitare a plăților asigură realizarea transferului de instrumente financiare (acțiuni, obligațiuni, garanții) și de fonduri între conturile investitorilor implicați într-o tranzacție bursieră. Aceste transferuri de instrumente financiare și plăți trebuie să se realizeze într-o perioadă de timp predefinită, de la momentul încheierii tranzacției la bursă (generării de execuții pentru ordinele plasate): în mod normal două sau trei zile lucrătoare (T+2 sau T+3). La nivelul tehnologic din zilele noastre, nu mai este vorba de un schimb fizic de bani și titluri de valoare, în condițiile în care însăși instituția bursieră este cu totul standardizată și dematerializată. Transferurile de fonduri și respectiv de instrumente financiare sunt reprezentate prin modificări în conturile pe care investitorii le au deschise la instituția de facilitare a plăților, întreaga contabilitate fiind gestionată în format electronic. Instituția de facilitare a plăților își asumă riscul nerealizării livrării de fonduri sau de instrumente financiare de către membrii bursei; aceștia, la rândul lor, asumându-și riscul incapacității de livrare a fondurilor sau a instrumentelor financiare de către clienții lor (investitori). În acest scenariu, agenții economici intermediari joacă rolul de tampon pentru riscul implicat de activitatea bursieră. Așa cum am menționat anterior, în România acest rol este jucat de Depozitarul Central și de Casa de Compensare București.

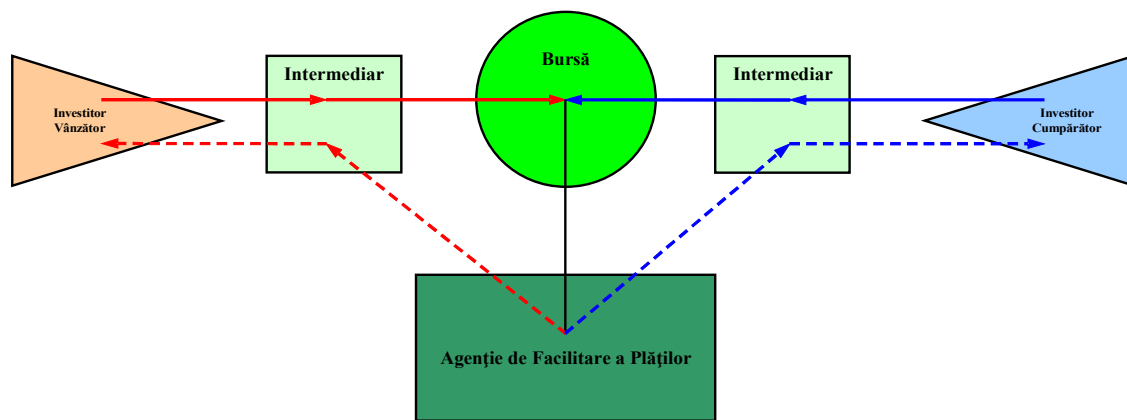
Pe lângă aceste două instituții, în iunie 2005 a fost înființat Fondul de Compensare a Investitorilor, având ca scop compensarea investitorilor, în situația incapacității membrilor Fondului de a returna fondurile bănești și/sau instrumentele financiare datorate sau aparținând investitorilor, care au fost deținute în numele acestora, cu ocazia prestării de servicii de investiții financiare sau de administrare a portofoliilor individuale de investiții.

Fondul de Compensare a Investitorilor este persoană juridică constituită sub forma unei societăți pe acțiuni, înființată conform Legii 31/1990 privind societățile comerciale, cu modificările și completările ulterioare, în conformitate cu prevederile din Legea 297/2004 privind piața de capital și a Regulamentului CNVM nr. 3/2006 privind autorizarea, organizarea și funcționarea Fondului de Compensare a Investitorilor, cu modificările și completările ulterioare. Fondul are ca obiect principal de activitate colectarea contribuțiilor membrilor și compensarea creanțelor investitorilor provenind din incapacitatea unui membru de a restitui fondurile bănești și/sau instrumentele financiare datorate sau aparținând investitorilor, care sunt deținute și/sau administrate în numele acestora în cadrul prestării de servicii de investiții financiare, în limita plafoanelor stabilite în conformitate cu reglementările CNVM. Limita plafonului de compensare va crește gradual, pentru a ajunge la începutul anului 2012, la echivalentul în RON a 20.000 de EUR per investitor individual. În anul 2009 plafonul de compensare reprezintă echivalentul în RON a 9.000 de EUR per investitor individual.

## **1.2 Descrierea funcțională a fluxului de capital**

Interacțiunea dintre participanții la activitatea bursieră este reprezentată schematic în *Diagrama 1.1*. Relațiile care se stabilesc între participanți sunt descrise de următorul scenariu. Să presupunem că un investitor **C** (cumpărătorul) dorește să cumpere un anumit număr de acțiuni ale unei companii listate la bursă, la un anumit preț, precizat în ordinul de

cumpărare. Ordinul cumpărătorului **C** ajunge la bursă prin intermediul unui membru al bursei (intermediar), care poate fi fie o bancă fie un *broker*. La bursă, acest ordin de cumpărare este pus în corespondență cu un contra-ordin de vânzare, pe care un investitor **V** (vânzătorul) l-a plasat la bursă, de asemenea, prin mijlocirea unui intermediar (poate fi o altă bancă sau un alt broker, sau poate foarte bine să fie chiar același intermediar care a facilitat plasarea la bursă a ordinului de cumpărare). Sistemul de punere în corespondență a ordinelor de vânzare cu cele de cumpărare (*order matching engine*) reprezintă inima platformei electronice de realizare a tranzacțiilor pe care o deține instituția bursieră. Algoritmii de împerechere a ordinelor de vânzare/cumpărare sunt în general fundamentați pe criterii de prioritate în ceea ce privește prețul ordinului și momentul la care acesta ajunge să fie înregistrat la bursă).



*Diagrama 1.1 – Interacțiunea dintre participanții la activitatea bursieră*

Vom detalia aceste aspecte atunci când vom prezenta propunerea noastră privind algoritmul de împerechere al simulatorului de bursă. În principiu, ordinele cu cel mai agresiv preț (atât la vânzare, cât și la cumpărare) au prioritate, iar dacă mai multe ordine au fost plasate la același preț, atunci ele sunt luate în considerare de către algoritmul de împerechere și puse în corespondență pe baza ordinii temporale privind momentul înregistrării lor în sistem.

### 1.3 Misiunea bursei de valori

Misiunea bursei de valori, ca și piață virtuală de instrumente financiare, implică obiective de diverse naturi și la diferite niveluri:

- macroeconomic;
- microeconomic;
- juridic;
- operațional;
- social.

### 1.3.1 *Obiectivul macroeconomic: distribuirea capitalului*

Buna funcționare a pieței de capital este o condiție necesară creșterii și dezvoltării oricărei economii de piață libere. Companiile au nevoie de capital pentru a investi în proiecte profitabile și pentru a-și îmbunătăți performanța. Investitorii, pe de altă parte, urmăresc să-și construiască portofolii de acțiuni care oferă, atât o rată a profitului, cât și un nivel de risc atractive. Ambele părți se întâlnesc, în mod indirect, pe piața creată prin existența bursei de valori. În acest context, rolul specific al bursei este acela de a furniza deținătorilor de acțiuni posibilitatea de a accesa piața secundară într-o manieră cât mai eficientă din perspectiva costurilor. Numai sub aceste auspicii, investitorii vor cumpăra noile acțiuni emise pe piața primară. Atributele necesare pentru realizarea acestui rol sunt:

- organizare eficientă a operațiunilor efectuate de bursă;
- un set deschis și flexibil de reguli și regulamente;
- o modalitate efectivă de supraveghere a activității bursiere de către autorități independente.

Gestiunea corespunzătoare a riscului, ca o componentă a protecției investitorului, este unul din obiectivele legislative majore pe care bursa de valori îl are în vedere. Nevoia de informații de piață a investitorilor, precum și accesul la aceste informații, trebuie să fie satisfăcute de către bursă într-o manieră care să fie cât mai acoperitoare, să prezinte garanție și să fie pusă la dispoziția participanților în timp util. Pentru ca toate acestea să fie îndeplinite transparența operațională a bursei este critică.

### 1.3.2 *Obiectivul microeconomic: formarea prețului*

Participanții la activitatea bursieră pot avea perspective fundamental diferite în ceea ce privește motivul pentru care plasează un ordin la bursă și momentul când acest ordin este plasat. De exemplu, managerul unui fond mutual poate fi dispus să aștepte mai multe zile pentru plasarea și executarea unui ordin de dimensiuni mari, în timp ce un investitor individual, specializat în tranzacții speculatorii de o zi, va dori să-și plaseze ordinul și să primească de la bursă rezultatele execuției acestuia într-un timp cât mai scurt. Văzute din perspectiva pieței, toate aceste fluxuri sunt descompuse în tranzacții atomice care se întâlnesc, mai mult sau mai puțin în timp real, la bursă, formându-se astfel un preț al pieței care este făcut public și disponibil participanților imediat ce se formează. Acest proces de formare a prețului pe piață poartă denumirea de proces de descoperire a prețului (*price discovery*), datorită faptului că în procesul de întâlnire a cererii cu oferta, ambele părți vor primi o informație nouă cu privire prețul instrumentului financiar pe care îl tranzacționează. Procesul de descoperire a prețului pieței este fundamentul operațional al bursei de valori. Realizarea acestuia într-o manieră echitabilă, prin respectarea regulilor și regulamentelor convenite pentru instituția bursieră este elementul esențial în câștigarea și menținerea încrederii pieței în procesul de descoperire (formare) a prețului, care are loc la bursă. Gestiunea pozițiilor (ordinelor plasate la bursă) participanților și algoritmul de împerechere a unor poziții date trebuie să respecte cel puțin următoarele criterii:

- tratament egal în ceea ce privește transparența, accesul la informație (atât din punct de vedere tehnic, cât și funcțional) și disponibilitatea acesteia;
- furnizarea de informații în timp real cu privire la companiile listate la bursă;

- transparența în ceea ce privește pozițiile luate de participanți (ordinele plasate) – aceasta nu este în totalitate posibilă, de obicei numai cele mai apropiate poziții de prețul pieței sunt disponibile membrilor bursei, aceștia având oricum prin regulament acces la mai multe informații decât investitorii;
- un algoritm de împerechere predefinit, cu reguli consistente și care sunt făcute cunoscute tuturor participanților la activitatea bursieră, astfel încât, dându-se un anumit flux de ordine de vânzare/cumpărare prețul care se formează pe piață să poată fi anticipat (eventual reprodus);
- acces ușor și rapid, atât în ceea ce privește felul cum se percepe acest aspect de către participanți, cât și în ceea ce privește cerințele tehnice de implementare;
- exactitatea informațiilor cu privire la tranzacțiile efectuate, care trebuie puse la dispoziția participanților în timp util.

Una dintre cele mai delicate probleme care apar în procesul formării prețului este aceea a integrării ordinelor de dimensiuni foarte mari (constând în sute de mii de acțiuni, sau chiar mai mult) și a celor de dimensiuni mici (în jur de o sută de acțiuni, sau chiar mai puțin). Pentru a rezolva această problemă, acțiunile fiecărei companii listate la bursă se tranzacționează în loturi de dimensiuni specifice, în funcție de prețul acțiunii: acțiunile cu prețuri mai mari se tranzacționează în loturi mai mici, în timp ce acțiunile cu prețuri mai mici se tranzacționează în loturi mai mari. Dimensiunea lotului reprezintă numărul minim de acțiuni ale unei companii listate pe care un ordin de vânzare/cumpărare îl poate conține. Mai mult decât atât, ordinele trimise la bursă trebuie să aibă întotdeauna dimensiunea unui multiplu întreg de loturi (blocuri de tranzacționare). Așa cum am arătat, dimensiunea lotului (numărul de acțiuni) este specifică pentru fiecare companie listată. Tabelul de mai jos sintetizează situația dimensiunii lotului companiilor listate pe cele trei secțiuni ale Bursei din Tokyo (TSE): Prima Secțiune, Secțiunea a Doua și Secțiunea *Mothers*<sup>1</sup>.

| Dimensiunea lotului | Număr de companii |              |                          | Total |
|---------------------|-------------------|--------------|--------------------------|-------|
|                     | Secțiunea I       | Secțiunea II | Secțiunea <i>Mothers</i> |       |
| 1 acțiune           | 56                | 32           | 110                      | 198   |
| 10 acțiuni          | 8                 | 2            | 1                        | 11    |
| 50 acțiuni          | 9                 | -            | -                        | 9     |
| 100 acțiuni         | 564               | 172          | 7                        | 743   |
| 500 acțiuni         | 40                | 21           | -                        | 61    |
| 1,000 acțiuni       | 917               | 332          | 4                        | 1,253 |
| 3,000 acțiuni       | 1                 | -            | -                        | 1     |
| Total               | 1,595             | 559          | 122                      | 2,276 |

**Tabelul 1.2 - Dimensiunii lotului companiilor listate la TSE**

Se poate observa că marea majoritate a companiilor listate au dimensiunea lotului tranzacționabil de 1,000 de acțiuni. În acest context, instituțiile bursiere în general fac

<sup>1</sup> Sursa: *Tokyo Stock Exchange (TSE)* – sfârșitul anului 2004

eforturi continue de încurajare a companiilor listate, ale căror preț pe acțiune este relativ ridicat și care se tranzacționează în loturi de dimensiune mare, să reducă dimensiunea lotului tranzacționabil, pentru a facilita accesul investitorilor individuali, care în prezent sunt descurajați de valoarea investițională implicată de achiziționarea fie și a unui singur lot din anumite acțiuni.

Pe alte piețe sunt acceptate și ordine care sunt mai mici decât dimensiunea unui lot (special pentru a accepta prelucrarea ordinelor de dimensiuni mici, venite de la investitorii individuali), sau care nu sunt în mod necesar multiplu al dimensiunii lotului (*odd-lot orders*). De exemplu, la New-York Stock Exchange (NYSE) și la Deutsche Börse se acceptă astăzi și ordine având ca număr de acțiuni multiplu de unu (dimensiunea minimă a lotului este de o acțiune – *round-lot one*).

În ceea ce privește Bursa de Valori București (BVB), parametrii<sup>1</sup> și caracteristicile piețelor utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor sunt sintetizate în  *Tabelul 1.3*.

| <i>Parametru</i>                           | <i>Piață a Bursei de Valori București</i>  |   |   |  |  |
|--|--|---|---|--|--|
|  | <b>REGULAR</b>   | <b>ODD-LOT</b>  | <b>DEAL</b>   | <b>BUY-N</b>   | <b>SELL-OUT</b>  |
| <b>Volum minim admis al unui ordin</b>     | 1 bloc de tranzacționare   | 1 acțiune   | 1 bloc de tranzacționare  | 1 acțiune  | 1 acțiune  |
| <b>Bloc de tranzacționare</b>              | 500 acțiuni  | 1 acțiune   | 500 acțiuni   | 1 acțiune  | 1 acțiune  |
| <b>Variația maximă admisă a prețului</b>   | +/-15% față de prețul de referință al ședinței curente   | +/-25% față de prețul de referință al ședinței curente  | +/-15% față de prețul de referință al ședinței curente            | -  | -  |
| <b>Valoarea minimă admisă a unui ordin</b> | -  | -   | 700,000 RON   | -  | -  |
| <b>Preț de referință</b>                   | Preț de închidere din piața Regular (conform Titlului preliminar)  | Preț de închidere din piața Regular (conform Titlului preliminar)   | Preț de închidere din piața Regular (conform Titlului preliminar) | Preț de închidere din piața Regular (conform Titlului preliminar)  | Preț de închidere din piața Regular (conform Titlului preliminar)  |
| <b>Tipuri de ordine</b>                    | Ordine limită, ordine la piață (MKT), ordine fără preț, ordine Hidden, ordine având alte tipuri sau caracteristici speciale de execuție, descrise în Manualul de utilizare a sistemului B.V.B. | Ordine limită, care se comportă ca ordine FOK (Fill or Kill) pentru cumpărare, respectiv ca ordine AON (All-or-None) pentru vânzare | Ordine Deal   | Ordine limită pentru cumpărare, ordine limită și fără preț pentru vânzare (dacă se utilizează mecanismul de tranzacționare “order-driven”) | Ordine limită pentru vânzare, ordine limită și fără preț pentru cumpărare (dacă se utilizează mecanismul de tranzacționare “order-driven”) |

<sup>1</sup> Sursa: Codul Bursei de Valori București S.A. operator de piață – ediție actualizată, 26 iulie 2011



|   |  |                        |  |   |   |
|---|--|------------------------|--|---|---|
| <b>Stări piață</b>                                      | Pre-deschidere,<br>Deschidere,<br>Deschisă,<br><br>Pre-închisă<br>și Închisă | Deschisă și<br>Închisă |  | Pre-deschidere,<br>Deschidere și<br>Închisă.<br>În cadrul unei<br>ședințe de<br>tranzacționare<br>pot exista mai<br>multe sesiuni<br>succesive de<br>tranzacționare<br>pentru aceeași<br>entitate simbol-<br>piață, sau<br>pentru entități<br>diferite. | Pre-<br>deschidere,<br>Deschidere și<br>Închisă.<br>În cadrul unei<br>ședințe de<br>tranzacționare<br>pot exista mai<br>multe sesiuni<br>succesive de<br>tranzacționare<br>pentru aceeași<br>entitate<br>simbol-piață<br>sau pentru<br>entități diferite. |
| <b>Prioritate de<br/>afișare și<br/>execuție ordine</b> | Preț, timp   | Preț, timp             |  | Preț, timp  | Preț, timp  |

*Tabelul 1.3 – Parametrii și caracteristicile piețelor la BVB*

### 1.3.3 Obiectivul juridic: protecția participanților

Protecția investitorilor, așa cum este prevăzută de legislație și implementată prin regulile și regulamentele de funcționare a bursei, este de o importanță critică pentru întregul proces de tranzacții bursiere. Este într-adevăr un aspect extrem de important nu numai pentru investitorul individual, dar pentru întreaga piață secundară ca sistem. Protejarea pieței înseamnă:

- formarea corectă și echitabilă a prețului pe piață;
- transparență în ceea ce privește modul de formare a prețului (*price discovery*) și în ceea ce privește informațiile despre companiile listate;
- modalitate eficientă de confirmare a tranzacțiilor efectuate și de realizare a plăților;
- platforme informatice robuste și eficiente pentru susținerea activității de *trading*, pentru transmiterea confirmărilor către clienți și efectuarea decontărilor;
- costuri cât mai mici asociate tranzacțiilor.

În zilele noastre, fiecare piață națională sau federală dispune de o legislație specifică pentru reglementarea activității bursiere. Regulile și regulamentele de funcționare a oricărei burse care intră sub incidența acestui cadru legislativ trebuie să se bazeze pe acesta din urmă. În mod normal, există instituții specializate care asigură și urmăresc respectarea legii, regulilor și regulamentelor în vigoare: de exemplu SEC (*Securities and Exchange Commission*) în Statele Unite ale Americii, FSA (*Financial Services Authority*) în Anglia și Japonia, sau CNVM (Comisia Națională a Valorilor Mobiliare) în România. În condițiile contemporane, dinamica mediului economic este atât de rapidă, încât este foarte dificil ca regulile, regulamentele și legislația să țină pasul cu evoluția pieței de instrumente financiare. De aceea, într-o anumită măsură, instituția bursieră însăși este pusă în situația de a-și controla singură activitatea, un anumit grad de autonomie este incontestabil necesar,

ea fiind cea mai aproape de manifestările concrete și imediate ale pieței, fără însă a încălca principiile fundamentale expuse anterior.

#### 1.3.4 **Obiectivul operațional: siguranța în funcționare și încrederea investitorilor**

Siguranța în funcționare înseamnă performanță, protecție, un sistem ușor de accesat și de întreținut. De asemenea, înseamnă un sistem care să fie tolerant în caz de situații critice, care să ofere posibilitatea recuperării cu ușurință a datelor în caz de erori în funcționare; presupune, de asemenea, o implementare care să lase posibilitatea integrării de extinderi și îmbunătățiri ulterioare.

În acest sens, un set acoperitor de cerințe trebuie să fie specificat de la bun început pentru garantarea siguranței în funcționare a sistemului informatic al bursei. Aceste cerințe tehnice sunt conținute în specificațiile funcționale ale sistemului informatic al bursei și în mod generic trebuie să includă următoarele aspecte:

- **Integritate** – securitatea accesului la date este o componentă esențială în menținerea integrității și confidențialității datelor cu privire la tranzacții. În mod normal, în această direcție instituția bursieră face continuu investiții și implementează noi proiecte care au menirea de a furniza cel mai înalt nivel de securitate a datelor pe care tehnologia existentă îl poate pune la dispoziție.
- **Toleranță la erori, reziliență** – în orice instituție bursieră se desfășoară continuu un proces de monitorizare și verificare a capacității sistemului informatic de a face față situațiilor critice: indisponibilitatea temporară sau definitivă a unor echipamente de calcul, erori în programele sistemului informatic etc. În această direcție, se fac cu regularitate teste și simulări de situații critice pentru sistem, scenarii în care întregul sistem informatic este rulat pe o platformă auxiliară (*fail-over on the secondary hot-standby*), se recuperează apoi datele și se trece înapoi pe platforma principală (*fall-back on the primary*) etc.
- **Continuitatea** – este de o importanță critică, pentru întregul circuit al capitalului, ca instituția bursieră să fie disponibilă pe toată durata programului de funcționare, să nu existe discontinuități în ceea ce privește acceptarea ordinelor investitorilor și furnizarea rezultatelor execuțiilor. De obicei, există planuri detaliate de măsuri ce trebuie luate de către instituția bursieră în caz de accidente cu repercusiuni dezaastroase, calamități naturale, atacuri teroriste etc. Aceste planuri prevăd o locație secundară a sediului bursei cu tot echipamentul de tehnică de calcul necesar pentru o rapidă reluare a activității bursiere în caz de necesitate (atunci când locația principală a bursei a devenit inoperabilă). Se fac periodic teste și verificări pentru disponibilitatea în orice moment a acestei locații secundare a bursei și a sistemului informatic aferent acesteia.
- **Recuperarea datelor** – acest aspect privește mecanismele de stocare și regăsire rapidă a datelor (redundanța stocării acestora) astfel încât să se poate oricând refăce o anumită stare/configurație a pieței, în caz că acest lucru este dictat de o situație critică, din cele menționate anterior.
- **Disponibilitatea** – este în strânsă legătură cu cel de asigurare a continuității în funcționare, însă se referă la incidente minore, dar care pot afecta activitatea bursieră pe parcursul unei zile de tranzacționare. În mod normal, sistemul informatic al burselor europene, trebuie și a dovedit că fost disponibil pentru mai

- mult de 99.998% din timpul normal de funcționare pe an. Aceasta se traduce prin câteva minute de lipsă de funcționare pe întreg anul. Măsurile tehnice speciale sunt luate în acest sens încă din faza de definire a cerințelor și de proiectare a sistemului informatic al bursei.
- **Capacitatea de prelucrare** – aceasta este dată de numărul maxim de tranzacții, ordine, execuții, rapoarte de confirmare către clienți, pe care sistemul informatic al bursei îl poate suporta (se are în vedere întotdeauna și o marjă de rezervă, pe lângă aceste maxime).
  - **Adaptabilitate** – sistemul informatic al bursei trebuie să fie proiectat de așa manieră încât să poată răspunde în mod flexibil schimbărilor care pot apărea în mediul tranzacțional al bursei: volum crescut al tranzacțiilor, noi linii de comunicare cu clienții, cerințe noi în ceea ce privește confirmarea tranzacțiilor etc.
  - **Timpul de răspuns** – acest timp se referă la timpul, în secunde, necesar trimiterii către participanți a confirmării de primire, pentru un ordin recepționat. Trebuie să fie calculat și făcut cunoscut participanților atât timpul de răspuns mediu, cât și timpul de răspuns pentru intervalele de vârf tranzacțional.
  - **Timpul de execuție** – este timpul necesar pentru găsirea unui ordin corespondent pe piață (împerechere a ordinelor de către sistemul de *matching*), pentru un ordin dat, primit de la un client, generarea unui mesaj de execuție și returnarea acestui mesaj către client.
  - **Cerințe generale** – acestea se referă la caracteristici ale sistemului informatic bursier cu privire la portabilitate (utilizarea de standarde și componente prefabricate, acolo unde este posibil), ușurință în întreținere și exploatare (costuri reduse prin evitarea complexității), posibilitatea de a putea fi urmărit și verificat de către instituțiile îndrituite cu monitorizarea respectării regulilor și regulamentelor de funcționare a instituției bursiere (de exemplu SEC, FSA, CNVM).

### 1.3.5 *Obiectivul social: tratarea în manieră onestă și echitabilă a participanților*

În contextul pieței de capital, tratamentul onest și echitabil se referă, pe de o parte, la relația dintre investitori și intermediari (membri ai bursei de valori) și, pe de altă parte, la interacțiunea dintre intermediari și instituția bursieră. Onestitatea și tratamentul nepreferențial este un obiectiv nobil (în mod special în industria financiară de astăzi), discuții filosofice asupra acestor aspecte mergând înapoi în timp până la Immanuel Kant și Aristotel.

În ceea ce privește activitatea desfășurată de instituția bursieră, tratamentul onest și echitabil al membrilor bursei înseamnă următoarele:

- nimeni nu este dezavantajat în ceea ce privește accesul la interfața sistemului bursier;
- în cadrul acestei interfețe, participanții sunt tratați în mod egal în ceea ce privește rutarea, stocarea și execuția ordinelor de vânzare/cumpărare;
- informații exacte și distribuite ne-preferențial participanților (ca și conținut și moment al diseminării acestora), cu privire la formarea prețului pieței;

- membrii bursei sunt tratați în mod egal în ceea ce privește performanța timpilor de execuție, volumul acceptat, procedurile de recuperare a datelor în caz de erori și/sau defecțiuni ale sistemului.

Când vorbim de membrii bursei (participanți) și de tratamentul onest și echitabil al investitorilor, aceasta presupune că:

- informațiile publice sunt făcute disponibile la același moment în timp pentru toate părțile care ar putea fi interesate de aceste informații; dacă se ajunge la situația în care se creează un dezechilibru cu privire la publicarea unor informații emise de către bursă, atunci activitatea tranzacțională trebuie suspendată, până când acest echilibru este restabilit;
- investitorii individuali trebuie să beneficieze de un tratament egal în ceea ce privește accesul la sistemul bursier; aceasta este în totalitate responsabilitatea participanților la activitatea bursieră, care intermediază tranzacțiile clienților lor.