

TRANZACȚIILE BURSIERE

Ivanov Iurie, lector superior, Catedra Drept Patrimonial, UTM

Cuvinte cheie: tranzacții bursiere, contractele futures, opțiuni pe valute, operațiunile de arbitraj, operațiunile de acoperire, piețele de auțiune, piețele de negociere, clearingul bănesc, ordinul direct, ordinul condiționat.

Definiție: Noțiunea de tranzacții bursiere poate fi concepută în diverse aspecte: prin tranzacții bursiere se înțelege contractele ce sunt încheiate în incinta bursei în timpul ședințelor oficiale de către intermediarii autorizați, agenții de bursă și în conformitate cu regulamentul și cerințele bursiere.

La momentul actual se manifestă tendința de a considera ca tranzacții bursiere toate contractele de vânzare-cumpărare cu titluri și alte active financiare, încheiate pe piața secundară, indiferent dacă e vorba de bursă propriu-zisă sau piețele interdealeri”.

Categorii de tranzacții. După felul titlurilor financiare cu care se operează: tranzacții cu titluri financiare primare și tranzacții cu titluri financiare derivate.

Tranzacțiile cu titluri fizice primare acțiuni, obligațiuni pot fi operații de tip american sau operații de tip european. În cazul tranzacțiilor de tip american, acestea pot fi „for cash”(pe bani gheață) când investitorii trebuie să acopere integral cu fondurile bănești proprii contravaloarea titlurilor financiare cumpărate, sau „on margin” (în marfă), când investitorii primesc din partea societății de bursă (brokerul) cu care lucrează cu credit pentru încheierea și executarea contractului de bursă.

În ceea ce privește bursele europene, tranzacțiile pot fi: „la vedere” (au comptant) în care executarea contractului are loc imediat de la încheierea acestuia în bursă la termen sau cu reglementarea lunară se execută la o dată fixă într-un din lunile următoare (ziua lichidării), „operațiuni condiționale” (a prime) care se execută la termen, dar se permite cumpărătorului să aleagă între două posibilități; executarea contractului sau abandonarea acestuia prin plata unei prime către vânzător.

Tranzacțiile cu titluri financiare derivate (contractele futures) și cu opțiuni de instrumente financiare-financiar (futures and options) se realizează ca urmare a tinerii principiilor care guvernează activitatea piețelor futures pentru mărfuri la activele monetare (valute) sau la diferite titluri financiare (tonuri de tezaur) obligațiuni depozite).

Operațiunea futures constă în asumarea prin contract de către participanții a obligației de a cumpăra sau a vinde o sumă în valută sau titluri financiare la o dată viitoare prețul fiind însă stabilit la momentul încheierii contractului obiectul principal al contractanților nu este primirea (respectiv livrarea) efectivă a valutei sau valorilor mobiliare, ci obținerea unei diferențe favorabile la cursul de schimb (în caz când s-au tranzacționat valute) sau la dobândă (în cazul titlurilor financiare) între ziua încheierii contractului și scadența acestuia.

Operațiunile cu opțiuni pe instrumentele financiare se realizează cu valute, contracte futures sau indici de bursă. Ele pot fi opțiuni de cumpărare (call) sau de vânzare (put).

Operațiunile cu opțiuni pe valute se disting, respectiv dacă e vorba de o operațiune „call” cumpărătorul are dreptul (nu și obligația) de a cumpăra la o anumită dată, la un curs stabilit o anumită valută contra plății primei (prețul opțiunii). În caz de operațiune „put” cumpărătorul are dreptul la vânzarea valutei respective. În ambele cazuri elementul critic este evoluția cursului valutar: dacă aceste crește (peste mărimea primei) cumpărătorul „call” va fi avantajat, vânzătorul fiind în pierdere, iar atunci când cursul scade cumpărătorul de „put” va fi avantajat. Opțiunea poate fi valorificată, „direct” prin vânzarea ei ca titlu financiar sau „prin exercitare”, adică atunci când se ajunge la livrarea, plata efectivă a valutei se ajunge.

Operațiunile cu opțiuni pentru contractele futures constau în aceia că cumpărătorul opțiuni are dreptul de a cumpăra (în cazul opțiuni „call”) sau a vinde (în cazul opțiunii „put”) un anumit contract futures, pentru o anumită dată de exercitare, cu un anumit preț (primă). Dacă prețul contractului futures crește valoarea opțiunii „call” pe acel contract crește, însă invers proporțional, scade valoarea opțiunilor „put”, și, invers.

Operațiunile cu opțiuni pe indici de bursă se caracterizează prin aceea că, în astfel de cazuri, valoarea contractului asupra căruia poartă opțiunea este determinată prin înmulțirea nivelului cotel al indicelui cu un multiplicator specificat de bursă. La exercitarea opțiunii, diferența între nivelul cotel și valoarea curentă a indicelui este înmulțită cu multiplicatorul respectiv pentru a se determina suma ce trebuie plătită către/de către cumpărătorul opțiunii către/de către vânzătorul acestuia.

În raport cu scopul efectuării lor operațiunile de bursă pot fi: speculative, de arbitraj, de acoperire, cu caracter tehnic. Prin **operațiunile speculative** se urmărește opțiunea unui profit din diferența de cursuri între momentul încheierii și momentul lichidării operațiunii (executării contractului). În acest caz există un anumit risc, deoarece evoluția cursului bursier nu poate fi anticipată cu certitudine. Această operațiune se desfășoară după regula a cumpăra mai ieftin decât a vinde „Speculatorul care pe o scădere a cursului titlului pe care lucrează. Ca atare, el va da ordin de vânzare futures (la termen) luând o poziție scurtă (short). Dacă pînă la scadență contractului cursul scade, el își va acoperi poziția printr-o cumpărare cu aceeași scadență, cîștîgînd diferența între cele două cursuri (a vîndut mai scump și a cumpărat mai ieftin). Invers speculatorul care operează, „la creștere” (bull a la hausse) anticipează o majorare a cursului și în consecință dă ordin de cumpărare futures, la termen , luînd în bursă o opoziție lungă (lang). Dacă pînă la scadență cursul crește, el va face o vânzare pentru aceeași scadență, cîștîgînd diferența de preț (a cumpărat mai ieftin, și apoi a vîndut mai scump).

Operațiunile de arbitraj au același obiectiv-obținerea unui câștig din diferența de cursuri dar în aceste cazuri, arbitrajorul nu-și mai asumă riscul prețului. El cumpără titlul pe o piață (care este cotate aici mai ieftin) și revinde concomitent pe o altă piață (unde este cotate mai scump), încasîndu-și diferența de preț.

Operațiunile de acoperire (Hedging) sunt acele operațiuni prin care cel care le realizează, dorește să se acopere împotriva riscului de preț și riscului valutar, urmărind în principal conservarea valorii activelor sale, în condițiile variabilității pieței.

Operațiunile de caracter tehnic – sunt efectuate de agenții de bursă pentru menținerea echilibrului și a stabilității pieții. Cei care fac astfel de operațiuni mai sunt numiți „creditori pe piață”, ei, vînzînd titluri din cont propriu atunci cînd se manifestă o cerere neacoperită pe piață, și, invers cumpără titluri atunci cînd oferta este excedentară. Ei urmăresc desigur realizarea unui profit (din diferența de prețuri), dar de asemenea realizează și echilibrarea pieței.

Modalități concrete de tranzacționare - pot fi încadrate în cîteva modele de bază în funcție de natura pieței bursiere și modul de funcționare a acestuia.

După natura lor, piețele bursiere se împart în: piețe de auțiune și piețe de negocieri.

Piețele de auțiune (care în forma lor pură sunt reprezentate de bursele de valori) se caracterizează prin aceea că funcțiile de concentrare a ordinelor de vânzare-cumpărare și de asigurare a lichidității pieții revine agenților de bursă care acționează ca intermediar de titluri (brokerii). De aceea, în astfel de cazuri, bursa se mai numește și piața de intermediere (agency market). Drept exemplu poate servi bursa din Tokio (.T.S.E.), unde centralizarea ordinelor se realizează de către firmele, „saitori”, iar încheiere contractelor se face de agenții acestor firme (intermediary clers).

Piețele de negociere (piețele interdealer – OTC) se caracterizează prin aceea că confruntarea cererii cu oferta și asigurarea lichidității se realizează prin concurența unui mare număr de comercianți cu titluri (dealeri) care “țin piața” (market makers). De aceea aceste piețe se mai numesc și “piețe de dealeri”, drept exemplu servind NASDAQ din S.U.A..

Bursele de valori din diferite țări prezintă și combinații specifice între modului piețelor de auțiune și cel al piețelor de negociere, cum ar fi bursele din Zurich și Viena.

După modelul de funcționare a piețelor bursiere pot fi distinse trei sisteme de tranzacții: piețe bursiere intermidente, piețe bursiere continue și piețe bursiere mixte.

Piețele bursiere intermitente (call markets) reprezintă sistemul tipic de tranzacție pentru o piață de auțiune. O piață intermitentă operează cu oferte simultane de vânzare-cumpărare, ordinele fiind concentrate și executate în același timp, negocierea titlurilor realizîndu-se prin licitație deschisă, adică agenții de bursă contactînd “prin strigare” - verbal (în cazul unor burse se utilizează însă și procedura contractării prin licitație închisă, în scris Writlin auction).

Funcțiile de colecție a ordinelor și de prezentare a lor pe piață ca și efectuarea negocierilor propriuzise și încheierea contractelor de bursă (aceștea centralizează în carnetele de ordine –order books – toate ordinele sunt primite, dar nu le fac cunoscute celorlalți participanți la negocierea din bursă decât la momentul cînd piața a fost “chemată”.

Negocierea între brokeri se desfășoară sub coordonarea unui funcționar al bursei, șeful de licitație), care veghează la stabilirea unui preț reprezentativ (care asigură echilibrul între cererea și oferta de pe piață). El face propuneri de preț în urma cărora agenții de bursă își fac cunoscute ofertele de vânzare-cumpărare.

Dacă cumpărările depășesc vânzările pînă și invers, prețul este majorat/scăzut pînă va ajunge la un curs care echilibrează piața.¹

Pentru fiecare titlu, contractarea se face într-un interval limitat de timp după strigare, apoi se trece la strigarea altui titlu. După epuizarea titlurilor cotate se poate relua strigarea la acele valori pentru care, între timp au fost colectate oferte noi de vânzare-cumpărare. De aici și apare denumirea de “piață intermitentă”, deoarece piața funcționează în pași succesivi și nu în mod continuu. Avantajul acestui sistem este că se asigură “fixarea” unui curs de echilibru al pieței.

Piețele bursiere continue sunt reprezentate pentru piețele de negociere, dar mecanismul lor se regăsește și în cazul burselor de valori. Pentru ele este caracteristic faptul că ordinele de vânzare-cumpărare de titluri pot fi plasate tot timpul cît piața este în funcțiune, iar contractarea lor are loc de asemenea pe o bază continuă. La piețele continue, fie că sunt burse de auțiune sau piețe interdealeri) rolul central în mecanismul tranzacțional îl ocupă “creatorul de piață”, care prezintă la solicitarea clienților unor brokeri sau dealeri două categorii de prețuri: de cumpărare – care este cel mai mare preț pe care firma respectivă îl oferă pentru cumpărarea titlului și cotația de vânzare- care este cel mai mic preț pe care firma îl cere pentru vânzarea titlului. Prețul de vânzare este mai mare decît cel de cumpărare, diferența reprezentînd surs de venituri pentru “creatorul de piață”.

De asemenea, la piețele continue tranzacțiile nu se încheie la un preț unic ci la prețuri care se modifică în tot timpul ședinței de bursă în raport cu cererea și oferta de titluri. Adică bursa ne afișează un curs oficial ci mai multe cursuri: cele de deschidere cursul maxim, cursul minim și cursul de închidere.

Piețele bursiere mixte sunt sisteme de tranzacții în care se utilizează concomitent sau succesiv procedura intermitentă și cea continuă. Spre exemplu la anumite piețe intermetente, după ce tranzacțiile de “call” s-au încheiat se permite contractarea în sistem continuu cu titlurile cu dever mare (cazul Bursei din Vena). În alte cazuri chiar și în sistemul “call” se permite oricînd reactivarea unui titlu (adică strigarea din nou a acestui titlu după ce negocierile “la chemarea oficială” au fost încheiate (este cazul Bursei din Geneva). De asemenea în cazul unor piețe continue pot fi utilizate în anumite perioade ale ședinței de bursă, și chemările (bursa din Tokio).

Mecanismul tranzacțiilor – realizarea unei operații bursiere parcurge următoarele etape. inițierea tranzacției perfectarea tranzacției și executarea contractului .

1) Pentru efectuarea oricărei tranzacții vânzătorul, cumpărătorul de titluri trebuie să intre în legătură cu un agent al pieței bursiere, care fie că activează în incinta bursei, fie pe piața de interdealeri (O.T.C.) Membrii bursei pot da direct ordinele brokerilor lor aflat în sala de negociere. Cei care vor să efectueze tranzacțiile pe piața de interduare se pot adresa direct unei firme care îndeplinește rolul de creator de piață pe această piață.

În această fază la cerea clientului de către firma de brokeraj se deschide un cont în favoarea solicitantului, prin intermediul căruia este asigurată reglementarea financiară a operațiunii. Control respectiv poate fi în numerar sau mai poate fi un cont utilizabil prin cereri ceea ce presupune existența unui disponibil care să acopere necesitățile de finanțare a operațiunii. De asemenea pentru tranzacțiile contului „în marjă” care permite în anumite limite obținerea automată a unui împrumut din partea brokerului. În acest caz titlurile procurate, pînă la plata creditului se află ca firma de brokeraj, care își rezervă și dreptul de a le folosi ca garanție pentru împrumuturile de refinanțare pe care aceasta le face.

2) Plasarea ordinului este a doua fază a tranzacției bursiere, care poate fi făcută prin legătură personală sau prin legătură telefonică cu brokerul. Ordinul clientului este o ofertă ferma în cazul vânzării respective o comandă în cazul cumpărării avînd ca obiect tranzacționarea unui anumit volum de titluri financiare în anumite condiții financiare.

Se utilizează următoarele tipuri de ordine, ordinul „la piață”, ordinul „la limită” și ordin „stop”. Ordinul „la piață” este un ordin de vânzare-cumpărare la cel mai bun preț oferit de piață. Ordinul „la limită” este cel în care clientul precizează prețul maxim pe care înțelege să-l plătească în calitate de cumpărător și respectiv prețul minim pe care îl acceptă la vânzător. Ordinul „stop” mai este numit de limitare a pierderii și acționează precum în sens contrar ordinului cu limită de preț. El devine un ordin de vânzare-cumpărare la piață atunci cînd prețul titlului evoluționează în sens contrar așteptării clientului, respectiv crește/ scade la nivelul specificat.

Negocierea contractului – se cunosc mai multe modalități și anume:

a) negocierea pe bază de carnet de ordine;

¹ Ion Popa “Bursa”, vol.I., București 1993, pag.175-180.

- b) negocierea prin înscrierea pe tablă;
- c) negocierea prin anunțarea publică a ordinelor;
- d) negocierea „în groapă” (pit trading);
- e) negocierea pe blocuri cu titluri;
- f) negocierea electronică.

Negocierea pe bază de carnet de ordine implică centralizare de către agenții de bursă a ordinelor primite de la clienți într-un carnet de ordine. Aici ordinele sunt repartizate în raport cu gradul lor de negociabilitate, ordinele de cumpărare de la prețul cel mai mare la prețul cel mai mic, iar ordinele de vânzare-invers.

Negocierea prin înscriere pe tablă presupune prezentarea ordinelor astfel încât să fie văzute de toți agenții de bursă care participă la ședință, se efectuează prin înscrierea electronică pe tabel, sau prin înscrierea cu cretă, a primelor două – cele mai bune- prețuri de vânzare și cumpărare. Contractarea are loc atunci când un agent de bursă terț acceptă o cotație înscrisă pe tablă.

Negocierea prin anunțarea publică a ordinelor (care se practică atât pe piețele intermediare, cât și pe cele continue) - este caracterizată prin aceea, că de regulă fiecare titlu este repartizat pentru tranzacționare la unul din rîndurile aflate în incinta bursei (de unde provine și denumirea de tranzacționare în ring). Negocierile sunt deschise de un funcționar al bursei care strigă titlul ce urmează a fi negociat, apoi agenții de bursă anunță cu voce prețurile de vânzare cumpărare și caută partenerii interesați. Contractarea lor are loc atunci cînd un agent de bursă care a strigat cotațiile sale primește un răspuns afirmativ din partea altui agent de bursă.

Negocierea „în groapă” reprezintă o varietate a metodei negocierii prin anunțarea publică a ordinelor. Groapa „pit” este un spațiu semicircular, unde iau loc agenții de bursă și își strigă prețurile de vânzare-cumpărare. De regulă, se aplică pentru titluri financiare, care se bucură de un dever mare în bursă (contractele futurere și opțiunile).

Negocierea pe blocuri de titluri se efectuează de obicei în afara sălii principale de negociere a bursei într-un spațiu amenajat în incinta acesteia.

Blocurile de titluri sunt (contracte cu titluri în volum mare, care datorită dimensiunilor lor pot influența situația pieței. Ele sunt supuse unui regim special, contractarea realizîndu-se separat urmînd ca tranzacția să fie raportată la bursă după ce aceasta a fost încheiată. Tranzacțiile cu blocuri de acțiuni pot fi realizate în două forme: distribuția în bursă și distincția secundară.

Distribuția în bursă se realizează prin încercarea prealabilă a brokerului de a găsi investitori interesați în cumpărarea unor părți din blocul pus în vânzare. Cînd brokerul se convinge că există cerere pentru vânzarea blocului, ordinele de vânzare cumpărare respective se trimit în bursă unde sunt combinate la prețul curent al pieței.

Distribuția secundară este caracterizată prin faptul că o societate financiară fi că acționînd singură, fie în consorțiu cu alte societăți, cumpără de la vînzător blocul de acțiuni și apoi oferă acțiunile cumpărate spre vânzare publică la un preț mai mare obținînd profitul din diferență. Aceasta ofertă se face după orele de bursă la cursul de închidere din ziua respectivă.

Negocierea electronică presupune utilizarea tehnologiei informaționale(C.O.) în transmiterea ordinelor și prezentarea acestora în bursă. Uneori chiar se includ în operațiile electronizate și executarea ordinelor, contractarea și lichidarea contractelor.

Executarea Contractului – este faza finală a tranzacției bursiere. Perfectarea contractului se produce ca urmare a întîlnirii – prin intermediul mecanismului bursier – a doua ordine de sens contrar vânzare/cumpărare care conțin aceleași condiții cu privire la scadență, volum și preț. Odată ce a fost perfectat, contractul bursier părțile sunt obligate să achite/preia titlurile - obiect al tranzacției – proces care mai este numit „executarea” sau „lichidarea tranzacției”.

Există două sisteme de executare o contractului bursier: lichidarea directă și lichidarea centralizată (clearingul).

Lichidarea directă (cash and cary) reprezintă un sistem la care s-a recurs mai des în perioada incipientă de funcționare a burselor de valori și constă în transmiterea titlurilor de la societatea de bursă care a vîndut la societatea de bursă care a cumpărat. Astăzi această metodă a devenit inutilizabilă în condițiile de procesare zilnică a unor volume enorme de contracte.

Lichidarea centralizată (prin clearing) se bazează pe principiul compensărilor obligațiilor de același sens și de sens contrar. Vînzările făcute în bursă sunt compensate, cu cumpărările (participanților la tranzacția revăzîndu-le doar obligația de refacere a soldurilor rezultate).

Lichidarea centralizată implică două organisme specializate: „casă de depozit” (care funcționează ca depozit central pentru toate titlurile deținute de membrii lui sau participanți la piața bursieră) și „casa de compensație” sau clearing (care efectuează compensațiile și determină soldurile creditoare/debitoare ale membrilor săi referitoare la titluri și respectiv la fondurile bănești corespunzătoare. Clearingul titlurilor poate avea loc în două moduri: prin procedura tradițională a livrării/primirii fizice a titlurilor și prin procedura reglementării în contul electronic când depozitul de titluri îmbracă forma unei înregistrări în cont, iar transferul are loc prin creditarea/debitarea conturilor de titluri fără existență și circulația unor înscrisuri de tipul certificatelor de acțiuni.

Clearingul bănesc se face prin creditarea/debitarea conturilor deschise de casă de compensație pentru vânzătorii/cumpărătorii de titluri. Casa de compensație (clearing) își asumă toate obligațiunile de a face plăți membrilor săi în schimbul preluării tuturor drepturilor acestora de a primi încasări rezultate din tranzacțiile încheiate în bursă. Executarea contractelor bursiere se realizează prin intermediul societăților de bursă (departamentele de lichidare a tranzacțiilor) excluzându-se o relație directă între vânzătorii și cumpărătorii de titluri, care sunt clienții brokerilor”.¹

Pentru efectuarea tranzacțiilor cu valori mobiliare la Bursa de valori în Republica Moldova, se utilizează un program asistat de calculator numit Sistemul Automatizat Integrat de Tranzacționarea (SAIT). Orarul de funcționare al SAIT este de la ora 10.00 de luni pînă vineri pînă la ora 15.00., cu excepția zilelor declarate ca sărbători legale. Președintele bursei este în drept să modifice acest orar în cazurile necesare pentru buna desfășurare a tranzacțiilor la bursă. Orice modificare a programului de tranzacționare se anunță membrilor în prealabil cu cel puțin o zi lucrătoare și se aduce la cunoștința CNVM. Conducerea executivă a bursei-este de asemenea în drept să decidă suspendarea, reducerea, extinderea s-au oricare modificare a programului și duratei ședinței de tranzacționare în cazurile unor situații excepționale, cum ar fi catastrofele naturale, căderea sistemului național de telecomunicație s-au acele de furnizare și / sau transmiterea energiei electrice, s-au căderea infrastructurii de susținere a SAIT.

Accesul s-au participarea directă în SAIT este limitată doar la membrii bursei care satisface toate cerințele de calificare și este condiționat de îndeplinirea prealabilă a tuturor obligațiilor față de bursă. Conducerea executivă a bursei permite accesul agenților de bursă în SAIT numai dacă aceștia demonstrează că cunosc perfect procedurile de operare a sistemului. Pentru utilizarea operativă a tuturor informațiilor și datelor referitoare la cotații și tranzacții în cadrul unei sesiuni, conducerea executivă a bursei poate autoriza nemembrii pentru accesul vizual al SAIT, eliberînd un permis de vizitator. Membrii bursei poartă răspunderea exclusivă pentru utilizarea incorectă de către agenții lor de bursă a sistemelor și mecanismelor de tranzacționare din cadrul bursei.

Pentru fiecare tip de valori mobiliare admise spre circulație la bursă conducerea executivă a acesteia va stabili ședințe de tranzacționare separate. Operarea în sistem și anunțarea deschiderii și închiderii ședinței de tranzacționare este competența exclusivă a președintelui ședinței. În mod corespunzător se afișă mesaje pe fiecare terminal conectat s-au se utilizează alte modalități de anunțare stabilite de Bursă.

De asemenea de competența președintelui ședinței este supravegherea respectării normelor de ordine și disciplină în timpul ședinței de tranzacționare și dispune de dreptul de a exclude din sala de tranzacționare persoanele care au o conduită în neadecvată standardelor impusă de bursă. În timpul desfășurării ședințelor în sala de tranzacționare sunt strict interzise fumatul și consumul băuturilor tari.

Tranzacția bursieră se efectuează pe baza ordinului introdus în SAIT de către un Agent de Bursa, în numele societății Membri a Bursei (denumit în continuare ordin de bursa). Ordinul de bursa reprezintă instrucțiunea privind oferta de cumpărare sau de vânzare a valorilor mobiliare tranzacționate la Bursa și se transmite fie în numele și pe contul Membrului Bursei, fie în numele Membrului și pe contul clientului. Fiecare ordin recepționat de la client trebuie să fie înregistrat imediat în registrele interne ale Membrului, în care se vor face cel puțin următoarele înscrisuri:

1) numele societății pe acțiuni și codul ISIN al valorilor mobiliare emise de către societate „atribuit de către CNVM;

- 2) simbolul și descrierea valorilor mobiliare;
- 3) data și ora la care a fost primit ordinul de bursă;
- 4) tipul ordinului vânzarea sau cumpărarea);
- 5) cantitatea;

¹ Ion Popa „Bursa”, vol. I, București 93, pag 111-112.

Vasile Patrulea, Corneliu Turianu „Curs rezumativ de drept al afacerilor”, București 1994, p.103-116.

- 6) prețul limită s-au de piață;
- 7) perioada pentru care este valabil ordinul;
- 8) numărul ordinului în evidența internă a Membrilor Bursei;
- 9) contul pentru care se execută ordinul, informația referitoare la conturile de tranzacționare ale clientului;
- 10) identificarea membrului și Agentului de bursă din numele căruia se introduce ordinul de bursă;
- 11) fixarea timpului introducerii ordinului în SAIT și numărul de ordine atribuit de către aceasta;
- 12) orice modificare a ordinului clientului;
- 13) înscrieri referitor la executarea, neexecutarea, retragerea sau anularea ordinului.

Ordinele sunt preluate și transmise spre executarea la Bursă cu respectarea de către membrii săi a următoarelor condiții:

1.pentru ordinele de cumpărare pe contul clienților trebuie să fie asigurată existența în contul membrului, deschisă-n banca de decontare a Bursei de Valori Mobiliare, disponibilul bănesc necesar acoperirii valorii tranzacției) excepție în cazul în care tranzacția se execută cu participarea agentului de decontare în cadrul Depozitarului Național a valorilor mobiliare și în cazul tranzacțiilor SWAP);

2.pentru ordinele de vânzare membrul trebuie să se asigure referitor la existența valorilor mobiliare pe contul clientului precum și să se convingă că valorile mobiliare sînt libere de careva restricții (gaj, blocare etc);

3.prețul limită trebuie să se încadreze în parametri procentuali admiși în raportu cu prețul de referință al ședinței precedente pentru valoarea mobilă respectivă;

4.ordinele clientului trebuie transmise imediat spre executare la bursă sub forma și ordinea în care au fost recepționate;

5.ordinele clienților se execută prioritar în raport cu propriile ordine ale membrului.

6.în cazul anulării s-au revocării ordinului de bursă mijloacele bănești/valorile mobiliare vor fi rambursate clientului integral în modul stabilit de actele normative în vigoare și condițiile contractului.

În ordinele de bursă prețul valorilor mobiliare pentru o singură unitate vor fi exprimate în unități întregi (lei) cu două semne zecimale bani)

În funcție de modul de afișare și executare a ordinelor în SAIT se deosebesc următoarele 2 tipuri de ordine de bursă.

- **executate în mod automatizat (regim de licitație);**
- **executate în mod direct;**

La rîndul său, ordinele spre executare automatizată, în funcțiile de perioada în care în cadrul unei ședințe de tranzacționare pot fi recepționate de SAIT, se clasifică în:

- **ordine limită;**
- **ordine de piață;**

Ordinele executate în mod direct de asemenea se divizează în 2 categorii:

- **ordine directe;**
- **ordine condiționate;**

Ordinul „limită” reprezintă un ordin de bursa, care permite Agentului de Bursa anumite limite de manevre în vederea executării tranzacției în condițiile celui mai bun preț oferit de piață. În ordinul limita de vânzare se va stabili prețul minimal, mai jos de care vânzătorul nu dorește să vîndă, iar cel de cumpărare – prețul maximal, mai mare de care cumpărătorul nu dorește să cumpere. „Ordinul limita” poate fi introdus în SAIT numai în „**Perioada prețului deschis**”.

Ordinul de piață este un ordin care poate fi introdus în SAIT „doar în perioada prețului de piață” și care poate fi executat doar la „prețul de deschidere a pieței”.

Prețul de deschidere a pieței este ordinul calculat în urma citaționării ordinelor limită introduse în cadrul perioadei de predeschidere și prezintă prețul tuturor tranzacțiilor, identificate de SAIT ca fiind posibile de executat la momentul în care se deschide piața. Calculul se efectuează de către SAIT separat, pentru fiecare valoare mobilă, conform unui algoritm de fixing (licitație), care identifică prețul la care cea mai mare cantitate de valori mobiliare va putea fi tranzacționată în baza ordinelor de bursă introduse în SAIT.

„**Ordinul direct**” reprezintă un ordin conform căruia agentul de bursă execută în SAIT tranzacția la un preț și în volum bine determinat, fixat în prealabil de către vânzător și cumpărător, ca urmare a unor negocieri duse în afara bursei.

„**Ordinul condiționat**” este o ofertă de vânzare sau cumpărare a valorilor mobiliare la un preț fixat, cerut de către ofertant, executarea căruia este condiționată conform principiului „cumpăr/vînd toată

cantitatea s-au nimic”. Ordinele directe și cele condiționate pot fi introduse pe tot parcursul programului de funcționare al SAIT în cadrul unei ședințe de tranzacționare. În dependență de modul de afișare și executare a ordinelor de bursă, valorile mobiliare admise spre circulație la bursă pot fi negociate prin mecanismele unei pieți interactive organizată în secția de bază a bursei sau a unei pieți directe organizate în secția tranzacție directă.

Secția de bază a bursei este predestinată pentru organizarea și desfășurare unei pieți interactive de tranzacționare a valorilor mobiliare. Unicele ordine eligibile pentru secția de bază sunt ordinele limită, ordinele de piață și ordinele condiționale. În cazul tranzacționării valorilor mobiliare pe piața interactivă a bursei, ședința de tranzacționare este alcătuită din două perioade:

1. **perioada „prețului deschis”**, care include două etape:

a) **de predeschidere a pieții** – în care are loc introducerea ordinelor limită în SAIT;

b) **de deschiderea pieții** – în care în baza ordinelor primite se produce identificare de către SAIT a tuturor tranzacțiilor posibile (citaționate); se calculează și afișează prețurile de piață pentru fiecare valoare mobilă. Pe toată durata acestei etape SAIT nu recepționează ordinea de bursă, altele de cât directe sau condiționate.

2. **perioada „prețului de piață”** – în care toate tranzacțiile pentru o valoare mobilă se efectuează doar în baza ordinelor de plată, la unul și același preț, prețul de piață calculat în perioada de deschidere pentru respectiva valoare mobilă. Ambele perioade vor fi stabilite din timp de către conducerea executivă a bursei în limitele orarului de funcționare al SAIT. Orice modificare a duratei perioade în cauză se va efectua conform reglementărilor stabilite pentru modificare programului de funcționare al SAIT.

Un ordin introdus în SAIT poate fi modificat sau revocat doar la etapa de predeschidere a pieții, adică până la momentul stabilirii prețului de piață. Modificare ordinului de bursa se referă doar la prețul și cantitatea valorilor mobiliare, orice alte modificări nu pot fi introduse în ordinele de bursă.

Ordinul de bursă, odată introdus în SAIT, rămâne valabil și se supune regulilor Bursei până când: expiră, este retras, este executat, este anulat de către Bursă. Toate ordinele-limită necitaționale, inclusiv cele parțial necitaționale, la sfârșitul perioadei prețului deschis pot fi anulate sau vor fi transferate pentru ședințele următoare până la executarea, retragerea sau anularea lor. Ordinele-limita necitaționate vor fi transferate ca ordine-limite, iar ordinele de piață necitaționate vor fi convertite în ordine-limite.

Negocierea se consideră finalizată, atunci când SAIT începe procedura de identificare a tuturor tranzacțiilor posibile (citaționatele ordinelor) și de calculare a prețului de deschidere a pieții. Prețul de valoare mobilă se calculează pentru fiecare mobilă în parte prin algoritmul de fixing (licitație), care identifică prețul la care cea mai mare cantitate de valori mobiliare ale unui emitent (de o anumită cală) va putea fi tranzacționată în baza ordinelor de bursa introduce în SAIT.

În anumite circumstanțe, acest algoritm va da mai multe prețuri sau nu va da prețul de deschidere a pieții. În asemenea cazuri se aplică următoarele reguli:

1. În cazul în care un volum maxim de tranzacții s-ar putea efectua la mia multe prețuri, prețul de piață va fi cel, la care numărul cumulativ de valori mobiliare din ordinele posibile la vânzare va fi egal cu numărul de valori mobiliare posibile la cumpărare. Dacă această cerință este satisfăcută de mai multe prețuri, atunci se alege prețul cel mai bun în favoarea vânzătorului.

2. Dacă numărul cumulativ de valori mobiliare din ordinele posibile de vânzare și cumpărare, care pot fi citaționate, nu sînt egale la orice preț posibil de deschidere, atunci va fi ales prețul, la care numărul cumulativ de ordine la vânzare va fi mai mare decît numărul cumulativ de ordine la cumpărare.

3. În cazul în care primele două reguli nu oferă prețul de deschidere a pieții, atunci se va alege prețul la care diferența dintre numerele cumulative de ordine la vânzare și cumpărare este mai aproape de zero. Dacă forma aplicată nu va da prețul de deschidere a pieții, atunci se va calcula mărimea medie ponderată a cel puțin 10 ordine de sens opus, care va servi drept preț de deschidere a pieții. Dacă în registrul de ordine al SAIT sunt mai puțin de 10 ordine de sens opus pentru o singură valoare mobilă, atunci prețul de piață nu poate fi calculat și ordinele de bursă pentru respectivele valori mobiliare vor fi transferate pentru ședința următoare de tranzacționare. Toate ordinele de cumpărare cu prețul mai mare (mai bun) decît prețul de piață și toate ordinele de vânzare cu prețul mai mic (mai bun) decît prețul de piață se vor executa integral, în măsura în care cantitatea de valori mobiliare este suficientă. După alocarea ordinelor cu prețul mai bun, ordinele cu prețul egal cu prețul de piață sunt executate în ordinea crescătoare a cantităților. Dacă este necesară o alocare în cazul a doua sau mai multe ordine cu prețul egal cu prețul de piață și la care cantitățile sunt egale, se utilizează principiul precedenței și alocarea are loc în ordinea cronologică introducerii ordinului în SAIT. În momentul stabilirii prețului de piață, SAIT va face imediat public prețul de piață precum și tranzacțiile executate la acest preț, și toate tranzacțiile ulterioare pentru o valoare mobilă, în

cadrul ședinței curente de tranzacționare, se vor efectua la același preț – prețul de piață. Pentru a proteja societățile înscrise la Cota Bursei de afectarea prețului valorilor mobiliare emise de către ele, cât și pentru menținerea integrității pieței și contracararea acțiunilor de manipulare a ei. Bursa stabilește pentru tranzacțiile executate în Secția de bază o varietate maximă a prețului unei valori mobiliare pentru o ședință ca fiind un procent de +/- 15% în raport cu prețul de referință al ședinței precedente. SAIT nu acceptă în Secția de bază ordine de bursă a căror preț depășește valoare maximă de preț, admis pentru o valoare mobilă într-o ședință de tranzacționare.

Secția de tranzacționare directă a bursei este predestinată pentru organizarea tranzacțiilor de vânzare/cumpărare specială inițiate de bursă sau DNVM în cazul în care membrul bursei nu și-a onorat obligațiile de decontare în cazul tranzacțiilor executate la bursă și pentru executarea de către membrii a ordinelor directe ale clienților săi în cazurile și condițiile stabilite. Unicele ordine eligibile pentru Secția Tranzacțiilor Directe sunt ordinele directe, care pot fi introduse în SAIT pe parcursul întregului program de funcționare a SAIT.

Prețurile fixate la executarea tranzacțiilor directe nu pot fi tratate ca prețuri de piață și vor fi raportate publicului distinct de cel de piață.

Deasemenea legislația pieții valorilor mobiliare a Republicii Moldova mai prevede și așa reguli și mecanisme pentru executarea următoarelor tipuri de tranzacții:

1. tranzacție de tip „cross” este tranzacția efectuată la BBVM, la care participă ca intermediar atât pentru cumpărător, cât și pentru vânzător același membru a Bursei. Ordinele de bursă de vânzare sunt supuse, pe parcursul acest puțin a unei ședințe de tranzacționare, executării la cel mai bun preț din piața interactivă și numai dacă piața nu permite executarea ordinului la cel mai bun preț, atunci aceste ordine se vor executa prin tranzacții de tip „cross”. Membrul execută tranzacția cross fără a modifica oferta de vânzare expusă pe piața interactivă.

2. tranzacționarea unui pachet unic (indivizibil de valori mobiliare) – se referă la executarea de către membrii Bursei a unui ordin condiționat, introdus și afișat în secția de bază. Se admite de a executa tranzacția prin intermediul unui ordin condițional în cazul în care obiectul tranzacției sunt valorile mobiliare ale unui emitent în volum de cel puțin 5% din emisia totală. Tranzacționarea pachetelor unice (indivizibile) de valori mobiliare se va efectua conform următoarelor proceduri:

a) ordinele condiționale vor fi introduse de către agenții de Bursă în secția de Bază ca ordinea directă identificând contragentul prin codul „XXXX” (codul convențional al administratorului SAIT). În acest mod ordinul condițional va fi indicat pe toate terminalele conectate și orice agent de bursă îl va putea citaționa.

b) Agentul de bursă poate citaționa ordinul condițional în modul obișnuit însă el nu este în drept să-l modifice;

c) La închiderea fiecărei ședințe de tranzacționare de către SAIT va fi generat raportul referitor la ordinul condițional în poziții deschise (neexecutate)

3. Tranzacțiile speciale – se consideră:

a) tranzacțiile rezultate în urma desfășurării licitațiilor organizate de către organele autorității de stat;

b) tranzacțiile rezultate din hotărâri judecătorești sau alte executări silite, precum și alte tranzacții speciale coordonate cu comisia națională a valorilor mobiliare.

Organizarea și executarea tranzacțiilor speciale la bursă se efectuează conform unor instrucțiuni și regulamente aparte, elaborate cu concursul tuturor părților implicate și aprobate cu CNVM.

Conducătorul administrației Bursei, sau consiliul bursei poate anula orice tranzacție sau poate suspenda acțiunea privilegiilor de negociere la bursă atât membrilor cât și agenților, dacă dispune de probe documentare, precum că s-a încălcat regulile de tranzacționare sau de decontarea au loc fraude, manipulări sau excrocherii. În cazul în care suspendarea privilegiilor de negociere la bursă este efectuată la inițiativa CNVM, atunci retragerea suspendării privilegiilor de negociere a membrului sau agentului de bursă se execută de conducerea executivă a bursei de valori doar la indicația scrisă CNVM.

Tranzacțiile bursiere pot fi anulate de bursă doar pînă la executarea decontărilor finale și în cazul în care ambele părți ale tranzacției dau acordul pentru anularea ei. Anularea tranzacțiilor din inițiativa bursei sau CNVM nu necesită acordul unei persoane terțe. Anularea tranzacțiilor suspendarea sau anularea acțiunii privilegiilor de negociere la Bursa poate fi contestată în conformitate cu legislația în vigoare. Înaintarea unei cerei de contestare a deciziei nu suspendă acțiunea și executarea acesteia.

Suspendarea privilegiilor de negociere a oricărui membru sau agent de bursă poate avea loc în orice timp, inclusiv și în decursul desfășurării ședinței de tranzacționare. Dacă suspendarea a avut loc la etapa de predeschidere a pieții, ordinele introduse de către persoana în cauză urmează a fi imediat anulate de către administratorul sistemului din SAIT. Dacă suspendarea a avut loc la etapa de deschidere a pieții sau în

perioada de piață, la decizia președintelui bursei s-au CNVM (în cazul în care acțiunea de suspendare a fost inițiată de aceasta), tranzacțiile efectuate vor urma a fi or procesate, ori anulate. Restul ordinelor necitaționate urmează a fi imediat anulate de către administratorul sistemului din SAIT.

Închiderea ședinței de tranzacționare se va efectua conform programului de funcționare al SAIT. După închiderea ședinței bursa va transmite membrilor rapoartele referitoare la tranzacționare, decontare și comision, precum și va întreprinde măsuri pentru a comunica prețurile de referință ale tuturor valorilor mobiliare cotate, către public. Toate informațiile legate de tranzacționare, contații, prețuri, etc. constituie proprietatea exclusivă a bursei.

Pentru efectuarea tranzacțiilor bursa percepe un comision de tranzacționare atât la vânzare cât și cumpărarea de valori mobiliare, stabilit prin decizia consiliului bursei. Comisionul este datorat bursei în momentul confirmării de către membrul bursei a raportului de tranzacționare (avizul de contract) și va fi achitat bursei în ziua decontării. În caz contrar față de membru vor fi aplicate penalități conform procedurii corespunzătoare a bursei.

Modificarea numărului de valori mobiliare tranzacționate pe parcursul ultimilor patru ani este reprezentată în *diagrama 1*. În anul 2001 a fost înregistrată o diminuare a numărului de valori mobiliare tranzacționate cu 17 la sută față de anul 2000 (cu cca. 14,9 mln. unități de valori mobiliare). În medie, în ultimii patru ani s-au tranzacționat câte 75,2 mln. unități de valori mobiliare annual.

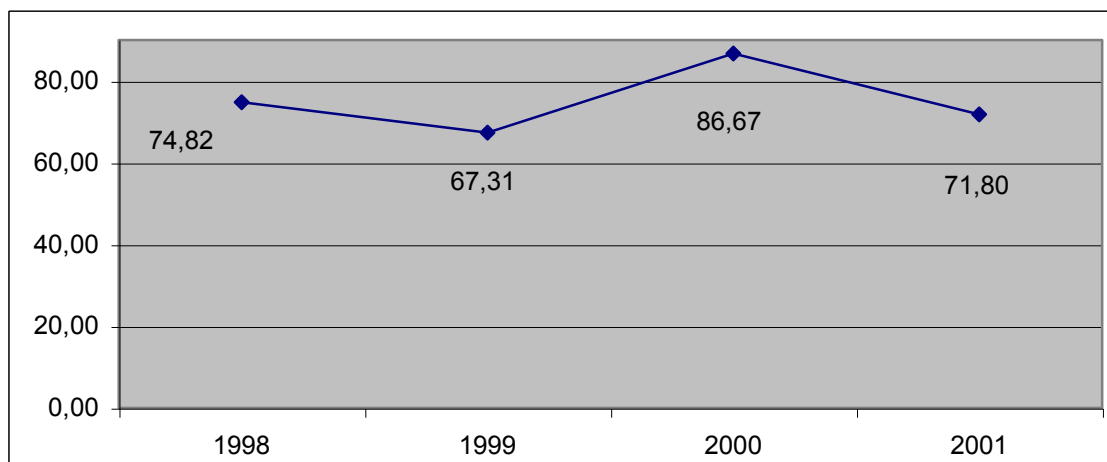


Diagrama 1. "Evoluția numărului de valori mobiliare tranzacționate prin intermediul Bursei de Valori, 1998 - 2001 (mln. unități)

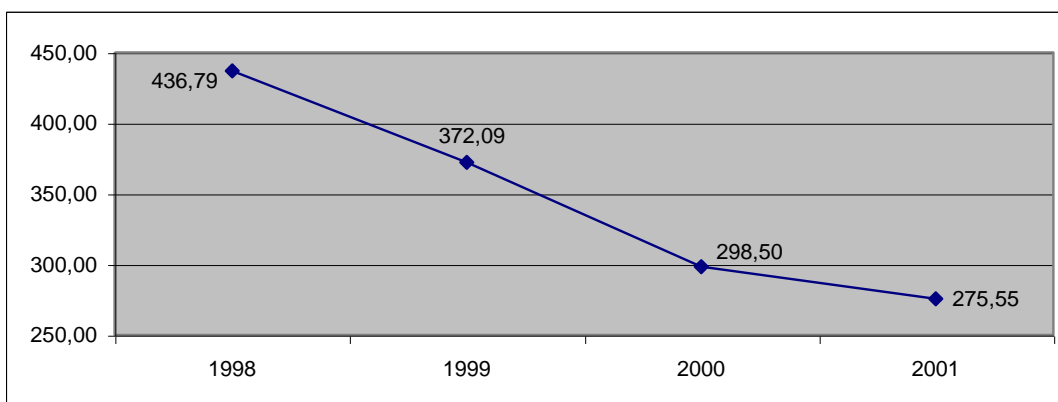


Diagrama 2. "Volumul tranzacțiilor bursiere, 1998 - 2001 (mln. lei)"

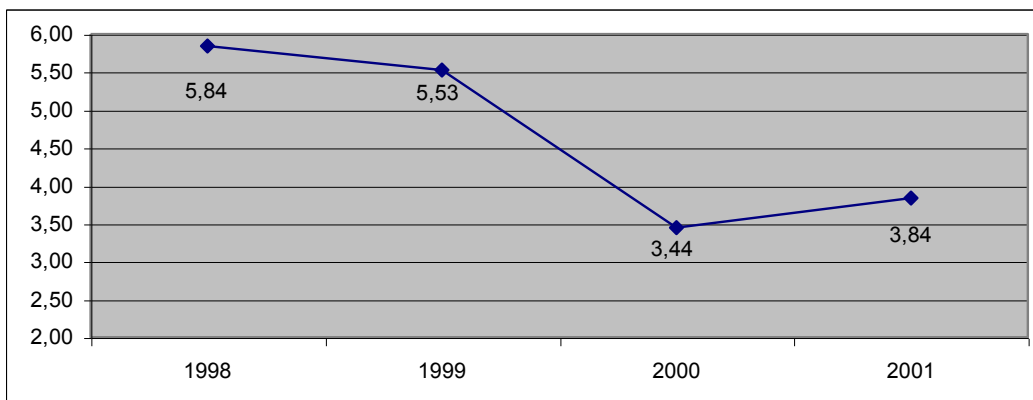


Diagrama 3 "Prețul mediu de tranzacționare a unei valori mobiliare la Bursa de Valori, 1998 – 2001 (lei)"

Concomitent cu diminuarea numărului de valori mobiliare tranzacționate la bursă, a continuat să se micșoreze volumul tranzacțiilor bursiere comparativ cu volumele anilor precedenți (*diagrama 2*). Trebuie menționat faptul, că, deși trendul negativ al volumelor tranzacțiilor s-a menținut, el s-a redresat semnificativ (luând în considerație evoluția volumelor în anii 1998 – 2000, în anul acesta tranzacțiile ar fi trebuit să însumeze nu mai mult de cca. 210,3 mln. lei). Prețul mediu de tranzacționare a valorilor mobiliare la Bursa de Valori a Moldovei a fost de 3 lei și 84 de bani, cu 40 de bani mai mult ca anul precedent (o creștere cu 11,8 la sută). Evoluția prețurilor medii de tranzacționare a valorilor mobiliare la Bursa de Valori a Moldovei este reprezentată pe *diagrama 3*

Din volumul total al tranzacțiilor înregistrate la Bursa de Valori, prin intermediul tranzacțiilor de vânzare-cumpărare au fost tranzacționate valori mobiliare în sumă de 166,8 mln. lei, prin tranzacții de schimb – 104,7 mln. lei și au fost efectuate tranzacții cu acțiunile statului în valoare de 3,9 mln. lei (*diagrama 4*).

Ponderea tranzacțiilor de vânzare-cumpărare a scăzut cu două procente față de valoarea de anul precedent, iar ponderea tranzacțiilor de schimb a crescut cu 10 la sută din contul diminuării valorii tranzacțiilor de înstrăinare prin intermediul Bursei de Valori a Moldovei a acțiunilor statului (*diagrama 5*).

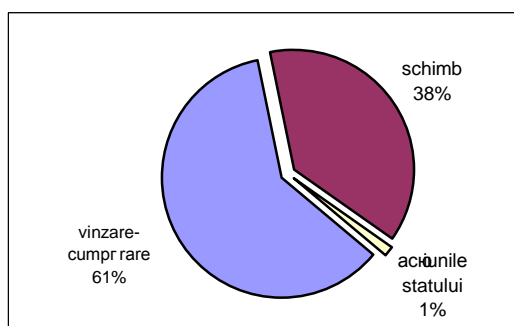


Diagrama 4 "Structura tranzacțiilor bursiere în anul 2001"

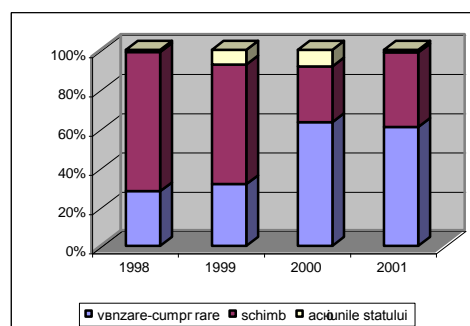


Diagrama 5 "Evoluția structurii procentuale a tranzacțiilor bursiere, 1998 - 2001"

BIBLIOGRAFIE

ACTE NORMATIVE:

1. Legea Nr. 845-XII cu privire la antreprenoriat și întreprinderi, din Acte 03.01.1992, M.O. al R.M. nr. 2, din 1994 (cu modificările ulterioare);
2. Legea cu privire la circulația hârtiilor de valoare, din 15.05.1993, MO al R.M. nr. 7 din 1993.
3. Legea Nr. 998-XII cu privire la investițiile străine din 01.04.1992, M.O. nr.5-7 din 2000.
4. Legea insolvenței, Nr. 632-XV din 14.11.2001, M.O. nr. 139-140/1082 din 15.11.2001.
5. Hotărârea Guvernului nr.50 din 29.01.1992 privind aprobarea Regulamentului înregistrării de stat a întreprinderilor în Republica Moldova, M.O. al R.M. nr.1, partea II din 1992.
6. Instrucțiunea privind modul de transmitere a dreptului de proprietate asupra hârtiilor de valoare și înregistrarea transferului din 16.11.95, M.O. al R.M. nr. 76 din 20.11.97 .
7. Legea federală a Federației Ruse Nr.208-Ф3 cu privire la societățile pe acțiuni, din 24.11.1995; Закон, 1997, nr.5

LITERATURA DOCTRINARĂ

1. Roșca N., Baieș S. Dreptul afacerilor. - Chișinău: Cartier juridic, 1997.
2. Căpățină O. Societățile comerciale. - București: Lex, 1996.
3. Cârcei E. Constituirea societăților pe acțiuni. - București: Lumina Lex, 1995.
4. Bărsan C; Dobrinou V; Țiclea A; Toma M. Societățile comerciale. Organizarea. Funcționarea. Răspunderea. - București; Șansa, 1995.
5. Cărpenaru S. Drept comercial roman. - București; All, 1996.
6. Turcu I. Dreptul afacerilor. - Iași: Chemarea, 1992.