

# IMPLICAȚIILE CRIZEI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA INVESTITORILOR INSTITUȚIONALI – CAZUL SOCIETĂȚILOR DE INVESTIȚII FINANCIARE

## INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS' IMPACTS UPON INSTITUTIONAL INVESTORS – CASE OF FINANCIAL INVESTMENT COMPANIES

Ioan Ovidiu SPĂTĂCEAN

Universitatea “Petru Maior” din Tîrgu–Mureș

Facultatea de Științe Economice, Juridice și Administrative

Catedra de Finanțe-Contabilitate

Str. Nicolae Iorga, nr.1, Tîrgu – Mureș, MUREȘ, 540088, România

email: [ovidiu.spatacean@ea.upm.ro](mailto:ovidiu.spatacean@ea.upm.ro)

**Abstract:** *Evoluțiile recente conturează o perspectivă sumbră în contextul piețelor internaționale de capital, anul 2008 dovedindu-se a fi unul care stă sub semnul șocurilor financiare amplificate de falimente răsunătoare în sectorul financiar bancar, naționalizări, preluări și restructurări fără precedent. Integrată fiind în peisajul piețelor financiare internaționale în virtutea procesului de globalizare, piața românească de capital nu putea să evite consecințele nefaste ale recesiunii economice care se resimt tot mai acut în prezent. Lucrarea își propune să identifice cauzele și factorii de influență ai crizei financiare internaționale, evaluând impactul asupra performanțelor financiare și cotațiilor acțiunilor emise de Societățile de Investiții Financiare, privity ca și o categorie reprezentativă pentru sectorul investitorilor instituționali autohtoni.*

**Cuvinte cheie:** investitor instituțional, societăți de investiții, șocuri financiare, derivate financiare, indici bursieri, activ net unitar, analiză tehnică și fundamentală.

Clasificare JEL: E22, F21, G11

**Abstract:** *Latest evolutions predict a pessimistic perspective for international capital markets, 2008 proving to be the year characterized by financial shocks amplified by echoing bankruptcies in the financial and banking sector, nationalizations, takeovers and unforeseen restructurings. Being integrated in the context of international financial markets through the globalization process, Romanian capital market could not avoid dramatic consequences generated by economic recession, more and more present these days. The paper intends to identify causes and influencing factors of international financial crisis, valuing the impact upon financial performances and market quotations of securities issued by Financial Investment Companies, as a representative category for domestic institutional investors.*

**Keywords:** institutional investor, investment companies, financial shocks, financial derivatives, stock exchange indexes, net asset value per unit, technical and fundamental analysis

JEL Classification: E22, F21, G11

## 1 INTRODUCERE

Operațiunile privind plasamentele de capital realizate prin mecanismele specifice piețelor financiare au dobândit valențe complexe, în sensul că, atât pentru facilitarea tranzacțiilor în sine, cât și pentru evaluarea și gestionarea riscurilor financiare asociate acestora, rețeta recurgerii la investitorii instituționali, devine din ce în ce mai căutată. Doctrina americană definește investitorul instituțional drept „acea persoană juridică ce îndeplinește un volum ridicat de operațiuni comerciale cu titluri de valoare. Se cuprind în această categorie de investitori fondurile de pensii, societățile de asigurări, societățile de investiții, trusturile bancare ș.a.”[1]. În prezent, legislația națională incidentă domeniului pieței de capital acordă o importanță aparte conceptului de investitor instituțional (regăsit sub denumirea de *investitor calificat* [2]), pe care îl definește prin referire la:

a) entități autorizate și reglementate să opereze pe piețe financiare, precum instituțiile de credit, societățile de servicii de investiții financiare, alte instituții financiare autorizate și reglementate, societățile de asigurări, organismele de plasament colectiv, societățile de administrare a investițiilor, fondurile de pensii și societățile de administrare ale acestora, traderii, precum și alte entități ce nu sunt

## 1 INTRODUCTION

Securities investment operations closed through financial markets' mechanisms have accomplished complex parameters, provided that, both to facilitate transactions and to assess and manage associated financial risks, contacting institutional investors is a highly appreciated solution.

American doctrine defines institutional investor as “the entity involved in a large volume of securities operations. This category of investors includes pension funds, insurance companies, investment companies, banking groups” [1]

Currently, the national legislation applied to regulated capital markets grants a significant importance to the concept of institutional investors (referred to as “*qualified investors*”) [2] which is defined by:

a) regulated entities authorized to operate in the financial markets<sup>1</sup>, such as credit institutions, investment firms and other authorized and regulated financial institutions, insurance companies, mutual funds, asset management companies, pension funds, traders, as well as other unauthorized and non-regulated entities having as unique object of activity investments in securities industry, including entities dealt with securitization of assets and another type of financial transactions;

b) central and local public administration

---

<sup>1</sup> Entities authorized in Romania or in an EU member under a European directive, entities authorized or regulated in Romania or in a EU member not covered by the European directives and entities authorized or regulated by a non EU member. Thus, it retains the requirement of regulation and supervision of these entities by a public authority specialized and entitled to exercise powers in this respect.

autorizate ori reglementate și al căror unic obiect de activitate este investiția în instrumente financiare, inclusiv entități care se ocupă cu securizarea activelor sau cu alte tranzacții financiare;

b) autorități ale administrației publice centrale și locale, instituții de credit centrale, organisme internaționale și regionale, precum: Fondul Monetar Internațional, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană de Investiții sau alte organisme internaționale similare;

c) entități legale (societăți comerciale) care îndeplinesc două din următoarele trei criterii<sup>2</sup>:

✓ număr mediu de angajați pe perioada unui exercițiu financiar mai mare de 250;

✓ active totale în valoare mai mare de echivalentul sumei de 43.000.000 euro;

✓ cifra de afaceri anuală netă mai mare de echivalentul sumei de 50.000.000 euro;

d) anumite persoane fizice, subiect al recunoașterii reciproce. Comisia Națională a Valorilor Mobiliare poate decide să autorizeze persoane fizice rezidente în România, care solicită în mod expres să fie considerate ca investitori calificați, dacă aceste persoane îndeplinesc cel puțin două din următoarele criterii:

✓ investitorul a efectuat tranzacții de o mărime semnificativă pe o piață reglementată cu o frecvență medie de cel puțin 10 tranzacții pe trimestru în ultimele patru trimestre calendaristice;

✓ valoarea portofoliului de valori mobiliare al

authorities, central credit institutions, regional and international organizations, such are: the International Monetary Fund, the European Central Bank, European Investment Bank or other similar international organizations;

c) legal entities (companies) that meet two of the three following criteria<sup>2</sup>:

✓ average number of employees during a financial year more than 250;

✓ total assets worth more than the equivalent amount of 43,000,000 Euro;

✓ annual turnover greater than the amount equivalent of 50,000,000 Euro;

d) certain individuals, subject to mutual recognition. National Securities Commission may decide to authorize persons residing in Romania, which expressly require to be considered as qualified investors, if these persons meet at least two of the following criteria:

✓ the investor closed transactions of a significant size on a regulated market with an average frequency of at least 10 transactions per quarter in the last four consecutive quarters;

✓ the value of securities portfolio held by the investor exceeds 500,000 Euro;

✓ investor works or has worked in the financial sector at least a year, with a professional position that requires knowledge regarding trading or investment services in financial instruments;

e) some small and midsize companies, subject to

<sup>2</sup>According to Annex no. 8 of NSC Regulation no. 32/2006 regarding financial investment services, a framework for qualifying institutional investor as professional clients, permits that the value limits of these indicators as reflected in the annual financial statements are lower, meaning: total balance sheet: 20,000,000 Euro, net turnover: 40,000,000 Euro and equity capital: 2,000,000 Euro.

unui investitor depășește 500.000 euro;  
 ✓ investitorul a lucrat sau lucrează în sectorul financiar cel puțin de un an, având o poziție profesională care necesită cunoștințe privind tranzacțiile sau serviciile de investiții în instrumente financiare;

e) anumite societăți mici și mijlocii, subiect al recunoașterii reciproce. Comisia Națională a Valorilor Mobiliare poate decide să autorizeze societăți mici și mijlocii cu sediul în România, care solicită în mod expres să fie considerate investitori calificați și care în conformitate cu ultimele situații financiare raportate, nu îndeplinesc două din cele trei criterii prevăzute la lit. c). Din perspectiva unei firme de investiții, un investitor instituțional este calificat drept *client profesional*[5], trăsăturile definitorii ale acestuia făcând referire la experiența, cunoștințele, abilitățile și capacitatea de a lua o decizie investițională și de a înțelege, evalua sau gestiona corect riscurile pe care aceasta le implică, fiind implicit beneficiari ai unui grad proporțional redus de protecție împotriva riscurilor.

## 2 ÎNCADRAREA SOCIETĂȚILOR DE INVESTIȚII FINANCIARE ÎN CATEGORIA INVESTITORILOR INSTITUȚIONALI

În mod tradițional, societățile de investiții în calitate de investitori instituționali, emit propriile titluri [6] care sunt oferite publicului spre achiziționare, resursele financiare atrase fiind ulterior plasate sub forma investițiilor de portofoliu în instrumente financiare. În consecință, deținătorul

mutual recognition. National Securities Commission may decide to allow small and medium-sized companies established in Romania, that expressly require to be considered qualified investors and that, according to last reported financial statements, do not meet two of the three criteria laid down under c).

From the perspective of investment firms, an institutional investor is qualified as a *professional customer*, defining features referring to experience, knowledge, skills and ability to make an investment decision and to understand, evaluate and manage properly the involved risks, consequently being the beneficiaries of a proportionally reduced level of protection against risk.

## 2 CLASSIFICATION OF FINANCIAL INVESTMENT COMPANIES IN THE CATEGORY OF INSTITUTIONAL INVESTORS

Traditionally, investment companies as institutional investors, issue their own securities<sup>3</sup> that are offered for public purchase, the raised capital being subsequently placed as portfolio investment in financial instruments. Accordingly, the holder of securities issued by an investment company acquires a share in the investment portfolio managed by the company itself. Under the features that characterize investment companies, respectively the fact that they are organized as

titlurilor emise de o societate de investiții dobândește o participare în investiția de portofoliu, administrată de însăși societatea de investiții.

În virtutea trăsăturilor pe care le îmbracă societățile de investiții, respectiv faptul că sunt organizate sub forma societăților comerciale pe acțiuni iar obiectul lor principal de activitate îl constituie realizarea investițiilor de portofoliu, se poate desprinde concluzia potrivit căreia, interferența acestor entități cu domeniul pieței de capital comportă un caracter dual. În această accepțiune, Societățile de Investiții Financiare operează pe o piață reglementată de capital în dublă ipostază: emitenți de valori mobiliare și investitori instituționali.

Sub aspect legislativ[4], Societățile de Investiții financiare constituite în conformitate cu prevederile Legii nr.133/1996 pentru transformarea Fondurilor Proprietății Private, se încadrează în categoria de Altor Organisme de Plasament Colectiv (AOPC) *cu o politică de investiții diversificată*, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare. Având în vedere acest statut special, autoritatea de reglementare și supraveghere (CNVM) a aliniat reglementările specifice sectorului de activitate al Societăților de Investiții Financiare la prevederile europene în materie, cu referire directă la regulile de conduită, politica investițională, modalitatea de calcul al activelor nete, reguli de evaluare a activelor și obligații de transparență și raportare.

public limited companies and their main object of activity consists of managing portfolio investments; one can conclude that the interference of these entities with the capital market performs a dual character. In this sense, the Financial Investment Companies operate on a regulated capital market in double hypostasis: issuers of securities and institutional investors.

In a legal framework approach [4], Financial Investment Companies restructured under Law nr.133/1996 regarding the transformation of Private Property Funds, falls into the category of Other Collective Investment Undertakings (OCIU) *with a diversified investment policy*, established by raising financial resources on a private or public basis. Given this special status, the regulation and supervision authority (NSC) has lined up regulations specific to Financial Investment Companies to European regulations, with direct reference to the rules of conduct, the investment policies, the methodology of calculation net assets value, the rules for valuing assets and the obligations of transparency and reporting.

### **3 INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS: CAUSES AND CONSEQUENCES**

More than seven years after the terrorist attacks that struck the United States of America, the largest economy in the world has "achieved" the counter performance to accumulate all the necessary ingredients to generate an international financial crisis, on the background issues that currently the financial sector banking is facing. Dramatic

### 3 CRIZA FINANCIARĂ INTERNAȚIONALĂ: CAUZE ȘI CONSECINȚE

La mai bine de șapte ani după atacurile teroriste care au lovit Statele Unite ale Americii, cea mai mare economie din lume a "reușit" contra-performața de a acumula toate ingredientele necesare pentru a genera o criză financiară internațională, pe fondul problemelor cu care se confruntă în prezent sectorul financiar bancar. Reducerea drastică a ratelor dobânzilor, coroborată cu apariția instrumentelor financiare complexe pe piața ipotecară, sunt factori majori care au determinat ceea ce poate fi numit "un nou 11 septembrie" pentru economia Statelor Unite ale Americii: căderea pieței creditelor ipotecare cu risc ridicat. Analistii financiari și experții în consultanță investițională pe piața de capital s-au pus de acord asupra faptului că actuala criză financiară globală poate fi privită drept o consecință firească a lăcomiei giganților financiari și a „capitalismului sălbatic“, alimentată de un lung șir de politici intervenționiste care au subminat mecanismele economiei de piață. O succintă analiză retrospectivă relevă faptul că, la începutul anului 2007, piața imobiliară americană dădea primele semne de slăbiciune, fiind afectată de o scădere generalizată a prețurilor proprietăților. În consecință, cetățenii americani care dispuneau de venituri modeste, atrași anterior de ipotecile cu dobândă inițială redusă (renumitele credite de tip subprime) și convinși că trendul ascendent al prețurilor le va garanta pe viitor o investiție

reductions in interest rates, combined with the emergence of complex financial instruments on the mortgage market, are major factors which led to what may be called "a new September 11" for the economy of the United States of America: the decline of mortgage market with a high level of risk. Financial analysts and experts in investment consulting on the capital markets, have agreed with the fact that the current global financial crisis may be regarded as a natural consequence of the financial giants' greed and of "wild capitalism", fueled by a long series of interventionist policies that have undermined the mechanisms of market economy.

A brief retrospective analysis reveals that, in early 2007, the American real-estate market showed first signs of weakness, being affected by a general decrease in prices of properties. Consequently, American citizens who had modest incomes, previously attracted by mortgages with initial low interest rate (the famous *sub prime loans*) and convinced that the upward trend of prices will ensure a profitable future investment, began to experience insolvency as the reference interest rate started to increase. From this moment, the breakdown of the real-estate market has accelerated, entering a spiral that has fueled its own descending movement. Soon, it was discovered that many of the mortgage loans granted by banks did not take into account the real level of the assumed risk, being given without any guarantee to persons with insufficient income, without a prior proper

profitabilă, au început să intre în incapacitate de plată, odată cu majorarea dobânzilor de referință. Din acest moment, căderea pieței imobiliare s-a accelerat, intrând într-o spirală care și-a alimentat singură mișcarea descendentă. Curând, s-a descoperit că multe dintre creditele ipotecare acordate de bănci nu țineau seama de riscul real asumat, fiind acordate fără nici o garanție unor persoane cu venituri insuficiente, fără a se face în prealabil o verificare adecvată a bonității acestora. Și astfel, la sfârșitul anului trecut, a devenit evident că problemele din sectorul imobiliar american sunt extrem de grave, având chiar potențialul de a arunca economia Statelor Unite ale Americii în recesiune. Sectorul financiar bancar, reprezentat în mod deosebit de investitorii instituționali, a fost prima victimă a spargerii bulei proprietăților imobiliare deoarece, prin intermediul pieței ipotecare secundare, creditele ipotecare oferite de băncile de profil au fost „transformate” în pachete de obligațiuni garantate de corporații ipotecare guvernamentale precum Fannie Mae, Freddie Mac sau Ginnie Mae și apoi înstrăinate pe bursa de valori de pe Wall Street. Cum prețul activelor imobiliare continua să scadă iar rata de insolvență a beneficiarilor de credite ipotecare să crească, valoarea activelor suport (colateral) pe care se sprijineau obligațiunile ipotecare [7] a început să se diminueze semnificativ, periclitanț interesele băncilor ipotecare de a recupera creditele acordate dar și cele ale fondurilor de investiții care se simțeau amenințate în privința încasării

verification of their solvency features. And so, at the end of last year, it became clear that the American real-estate difficulties are extremely serious, even having the potential to throw the economy of the U.S. in recession.

Banking and financial sector, represented in particular by institutional investors, was the first victim of the real estate bubble-break because, through the secondary mortgage market, mortgage loans offered by banks were "transformed"<sup>4</sup> in packages of bonds guaranteed by government mortgage corporations such as Fannie Mae, Freddie Mac or Ginnie Mae and then disposed on the stock exchange of Wall Street. How real estate asset prices continued to decline and the rate of insolvency of the mortgages loans beneficiaries continued to increase, the value of underlying assets (collateral) that support mortgage bonds [7] began to diminish significantly, affecting the capability of mortgage banks to recover loans, as well as the interests of investment funds that felt threatened regarding the collection of principal and coupons for mortgage bond. In the desperate effort to remain solvent, credit institutions exposed beyond the limit of supportability regarding the risk of default, have resorted to borrowings from financial markets to cover losses or to cope with massive withdrawals of cash from the system, supplied by clients' panic-stricken behavior. This behavior has caused a pressure upon the increase in the rate of interest required to pay-off the risks assumed by financial institutions, along with the

principalului și a cupoanelor aferente obligațiunilor ipotecare. În efortul disperat de a rămâne solvabile, instituțiile de credit expuse dincolo de limita de suportabilitate a riscurilor de neplată, au apelat la împrumuturi pe piața financiară pentru a-și acoperi pierderile sau pentru a face față unor retrageri masive de lichidități din sistem, alimentate de panica deponenților. Acest comportament a provocat o presiune asupra creșterii ratei dobânzilor solicitată pentru a remunera riscurile asumate de instituțiile de finanțare, pe fondul incertitudinii legate de soliditatea instituțiilor ce dețineau un volum mare de obligațiuni ipotecare, ceea ce a generat, în cele din urmă, o criză de lichiditate pe piață.

În ciuda intervențiilor Federal Reserve [8] prin utilizarea unor instrumente de politică monetară structurate sub forma licitațiilor sau a facilităților speciale de creditare pentru instituții financiare, cu scopul de a injecta „chirurgical“ lichiditate pe piață și de a preveni un efect de domino în sectorul financiar, inevitabilul s-a produs. Pornind de la accepțiunea că orice criză economică naște deopotrivă victime și speculatori, putem aprecia că există investitori care au câștigat de pe urma efectelor nefaste ale crizei, la fel cum și atunci când piețele financiare înregistrau creșteri, existau mereu și investitori care pierdeau. Astfel, pe fondul prăbușirii giganților financiari Lehman Brothers, Washington Mutual sau Bear Stearns și al declinului AIG, s-au realizat câștiguri semnificative de către investitorii care au mizat pe un astfel de deznodământ și au deschis fie poziții de short-

uncertainty regarding the solvency of the institutions holding a high volume of mortgage bonds, finally causing a crisis of liquidity in the market. Despite interventions of the Federal Reserve [8] by using monetary policy instruments structured as auctions or special lending facilities for financial institutions, in order to inject the "surgical" market liquidity and prevent a domino effect in the financial sector, the inevitable stroke.

Starting from the meaning that any economic crisis gives birth both to victims and speculators, one can appreciate that there are investors who benefit from the harmful effects of the crisis, as well as when financial markets recorded increases in stock prices, there were always investors that took losses. Thus, based on the collapse of financial giants like Lehman Brothers, Washington Mutual or Bear Stearns and AIG decline, significant gains were recorded by those investors who have relied on such an issue and have opened positions of short-selling or have sold derivative financial instruments, strengthening the analysts' belief that anytime exaggerated emotional reactions emerge in the financial markets, there are opportunities for speculative gains. From another perspective, the very low level of trading prices for shares issued by companies that show great fundamentals also creates opportunities for future gains registered by investors who follow medium and long-term financial perspectives. Another winning category from the international financial crisis consists of companies with a solid financial position that allows achieving competitors at a very attractive



selling fie poziții de vânzare pe instrumente financiare derivate, întărind convingerea analiștilor că ori de câte ori în piețele financiare se manifestă reacții emoționale exagerate, apar oportunități pentru câștigurile speculatorilor. Într-o altă ordine de idei, nivelul foarte scăzut la care se tranzacționează în prezent acțiunile emise de companii care sub aspect fundamental sunt deosebit de atractive, creează de asemenea oportunități pentru câștiguri viitoare realizate de investitorii care urmăresc perspectivele financiare pe termen mediu și lung. O altă categorie de câștigători de pe urma crize financiare internaționale o reprezintă companiile aflate într-o situație financiară solidă care le permite să achiziționeze firme competitorare la un preț foarte atractiv și să se poziționeze foarte bine pentru viitor [9].

#### **4 IMPLICAȚII ALE CRIZEI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA PIEȚEI ROMÂNEȘTI DE CAPITAL**

“Divergența între fundamentalul societăților și prețurile ridicole la care s-a ajuns, plus sentimentele de panică duc la reacții iraționale pe piețele financiare și astfel asistăm la ședințe cu volatilitate extrem de ridicată”[10]. Din perspectiva României, existența unor reglementări mai restrictive instituite de autoritatea de reglementare și supraveghere (BNR) în materie de creditare, lipsa unor instrumente financiare sofisticate tranzacționate pe piața reglementată de capital administrată de Bursa de Valori București, valoarea

price and strengthening position for the future [9].

#### **4 IMPLICATIONS OF INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS UPON THE ROMANIAN CAPITAL MARKET**

“The divergence between companies’ fundamentals and ridiculous prices that have been reached doubled by feelings of panic lead to irrational reactions in the financial markets and thus we experience transactions of extremely high volatility” [10]. From the perspective of Romania, the existence of more restrictive regulations established by the regulation and supervision authority (NBR) regarding credit operations, the lack of sophisticated financial instruments traded on the regulated capital market managed by the Bucharest Stock Exchange, the reduced value of investments in the financial banking system are factors which offset, at least so far, the negative effects of global crisis.

However, financial analysts agree that macro-economic situation is in a very fragile balance, since the effects of some economically unjustified budget expenditure are to be reflected in the escalating rate of inflation and current account deficit, affecting the purchasing power of national currency, so that, ultimately, foreign investments will be withdrawn or even stopped in Romania, due to unpredictable political, social and tax environment. Undoubtedly, effects of the international financial crisis have emerged on the Romanian capital market, demonstrating once again, if necessary, the high level of correlation

redușă a plasamentelor efectuate în sistemul financiar-bancar, sunt factori care au contracarat, cel puțin până în prezent, efectele negative ale crizei mondiale.

Cu toate acestea, analiștii financiari sunt de acord că situația macro-economică se afla într-un echilibru foarte fragil, în contextul în care efectele unor cheltuieli bugetare nejustificate sub aspect economic se vor regăsi în escaladarea ratei inflației și a deficitului de cont curent, afectând puterea de cumpărare a monedei naționale, astfel încât, în ultimă instanță, investițiile străine vor fi stopate sau chiar retrase din România, datorita impredictibilității situațiilor politice, sociale și fiscale.

Fără îndoială, efectele crizei financiare internaționale s-au făcut resimțite asupra pieței de capital din România, demonstrând încă o dată, dacă era cazul, gradul ridicat de corelație cu piețele de capital internaționale și întărind ideea potrivit căreia acest segment al pieței financiare autohtone este în prezent cel mai afectat de evoluțiile negative în context internațional. Astfel, de la începutul anului până la finele lunii octombrie 2008, toți indicii bursieri ai pieței reglementate administrate de Bursa de valori București au înregistrat depreciere semnificative - (în perioada 01.01.2008-29.10.2008, indicele BET care măsoară evoluția celor mai lichide 10 companii tranzacționate la categoria I BVB s-a depreciat cu 70,29%; indicele BET C care măsoară evoluția cotațiilor tuturor companiilor listate pe BVB cu excepția Societăților de Investiții Financiare, a scăzut cu 67,19%;

with international capital markets and strengthening the idea that this segment of the domestic financial market is currently most affected by adverse developments in the international context.

Thus, from early to late October 2008, all stock market indexes of the regulated market managed by Bucharest Stock Exchange have recorded significant depreciations (During 01.01.2008-29.10.2008, BET index measuring changes in the most liquid 10 companies traded on the BSE First tier depreciated by 70.29%; C BET index measuring the changes of all companies listed on BSE, with the exception of Financial Investment Companies, fell by 67.19%; BET-FI index measuring the changes of quotations related to the five Financial Investment Companies had the largest depreciation (-85.72%); XT BET index which reflects the price movements of the most liquid 25 companies traded on the BSE fell by 75.75% while the BET NG index measuring the prices of shares issued by companies in the energy sector and its related utilities, decreased by 71.57%.) testing in a tough manner the skills of asset managers in their search to obtain better yields than those of market.

Analyzing evolutions of the stock indexes during 2008, it can be concluded that investments in shares traded on the regulated market BSE have not proved to be a viable investment option, so that the fixed-income instruments market (bonds, bank deposits and treasury bonds) as well as the investment funds (According to specific reports

indicele sectorial BET-FI care măsoară evoluția cotațiilor celor cinci Societăți de Investiții Financiare a înregistrat cea mai mare depreciere (-85,72%); indicele BET XT care reflectă evoluția prețurilor celor mai lichide 25 de companii tranzacționate pe BVB a scăzut cu 75,75% iar indicele BET NG care măsoară evoluția prețurilor acțiunilor emise de companii din sectorul energetic și utilități aferente acestuia, a scăzut cu 71,57%.)- punând la grea încercare abilitățile managerilor de fonduri de investiții în încercarea de a obține randamente mai bune decât cele ale pieței.

Analizând evoluțiile indicilor bursieri în cursul anului 2008, se poate concluziona faptul că investițiile în acțiuni cotate pe piața reglementată BVB nu s-au demonstrat a fi o opțiune de investiții viabilă, astfel încât piața instrumentelor cu venit fix (obligațiuni, depozite bancare și titluri de stat) precum și cea a fondurilor de investiții [11] profilate în investiții în astfel de instrumente s-a dovedit a fi „zonă de refugiu” preferată de investitori, acest comportament investițional fiind validat în contextul evoluțiilor recente ale ratelor dobânzii pe piața interbancară.

Panica investitorilor manifestată pe piețele la vedere (spot) a amplificat și mai mult câștigurile speculative realizate pe piața instrumentelor financiare derivate, adresată investitorilor cu un grad foarte scăzut de aversiune față de risc [14].

issued by the Romanian Fund Managers Association (FMA) at 30.09.2008 compared with the beginning of the year, positive returns were achieved by monetary funds (68.40%) and bond funds (217.30%), the total number of investors in these market segments (19,743) exceeded that of investors in stock funds (15,169) which had the largest decrease (-54.00%), the balance of the subscriptions in the third quarter was negative for the latter (-12.00 million lei.) profited on investments in such financial instruments have proved to be "area of refuge" preferred by investors, this investment behavior being validated in the context of recent evolutions in interest rates on the money market.

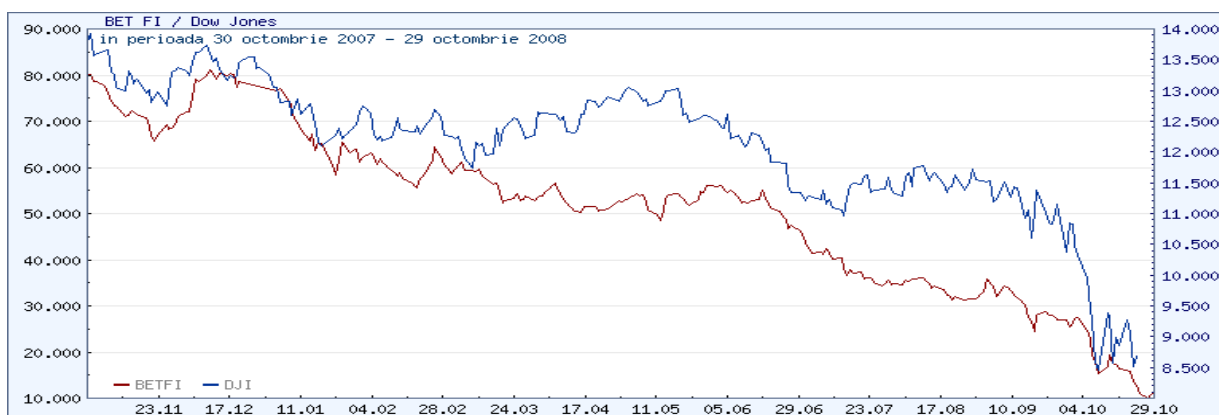
Investors' panic manifested on the spot market has amplified even more the speculative earnings on the financial derivative markets, addressed to investors with a very low aversion to risk (A simple calculation shows that, for futures contracts DESBX 9 having as underlying asset the index composed by stocks from the financial and banking sector computed by the Sibiu financial derivatives exchange (SIBEX), for an invested amount of 220 lei/contract representing the initial margin, potential gains recorded during the month of October 2008 is 738.94 lei/contract, which corresponds to a yield of 335.88%.)

## 5 EVOLUȚIA ACTIUNILOR SOCIETĂȚILOR DE INVESTIȚII FINANCIARE ÎN CONTEXTUL CRIZEI FINANCIARE INTERNAȚIONALE - O ABORDARE TEHNICĂ ȘI FUNDAMENTALĂ

Pentru a surprinde efectele crizei financiare asupra cotațiilor celor cinci Societăți de Investiții Financiare, se justifică o *analiză grafică corelativă* între indicele bursier BET-FI și indici bursieri reprezentativi în peisajul piețelor de capital internaționale (americană, asiatică și europeană):

## 5 EVOLUTION OF FINANCIAL INVESTMENT COMPANIES' SHARES IN THE CONTEXT OF INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS - A TECHNICAL AND FUNDAMENTAL APPROACH

To capture the effects of financial crisis upon the stock price of the five Financial Investment Companies, it is justified a *graphic correlation analysis* between the BET-FI index and some representative stock indexes in the context of international capital markets (U.S., Asian and European):



**Figura 1/Figure1**

**Evoluția corelativă BET FI – Dow Jones în perioada 30.10.2007-29.10.2008/ BET FI – Dow Jones correlative evolution in period 30.10.2007-29.10.2008**

Comparativ cu evoluția indicelui bursier Dow Jones cotațat pe bursa americană de la New York (NYSE & Euronext) care a înregistrat o

Compared with the evolution of Dow Jones index quoted on the American Stock Exchange in New York (NYSE & Euronext) which registered a

depreciere cu 31,07% de la începutul anului, indicele BET-FI a înregistrat o evoluție strâns corelată, scăderile fiind însă mult amplificate (-85,72%) atât pe fondul retragerilor semnificative de capital străin din prima parte a anului, cât mai ales pe fondul comportamentului emoțional dictat de panica investitorilor instalată în contextul recente crize internaționale. Gradul ridicat de corelație pozitivă între cei doi indici bursieri (+0,91) a influențat semnificativ deciziile și strategiile investiționale ale managerilor de fonduri din România, în mod deosebit în ce privește operațiunile speculative cu un grad ridicat de risc.

depreciation of 31.07% since the beginning of the year, BET-FI index registered a closely related movement, the decrease being more amplified (-85.72%) due to both significant withdrawals of foreign capital in the first half of the year and emotional behavior fueled by investors' panic installed in the context of recent international crisis. The high level of positive correlation between the two stock indices (+ 0.91) significantly influenced the decisions and investment strategies of the Romanian asset managers, especially regarding the speculative and high risky transactions

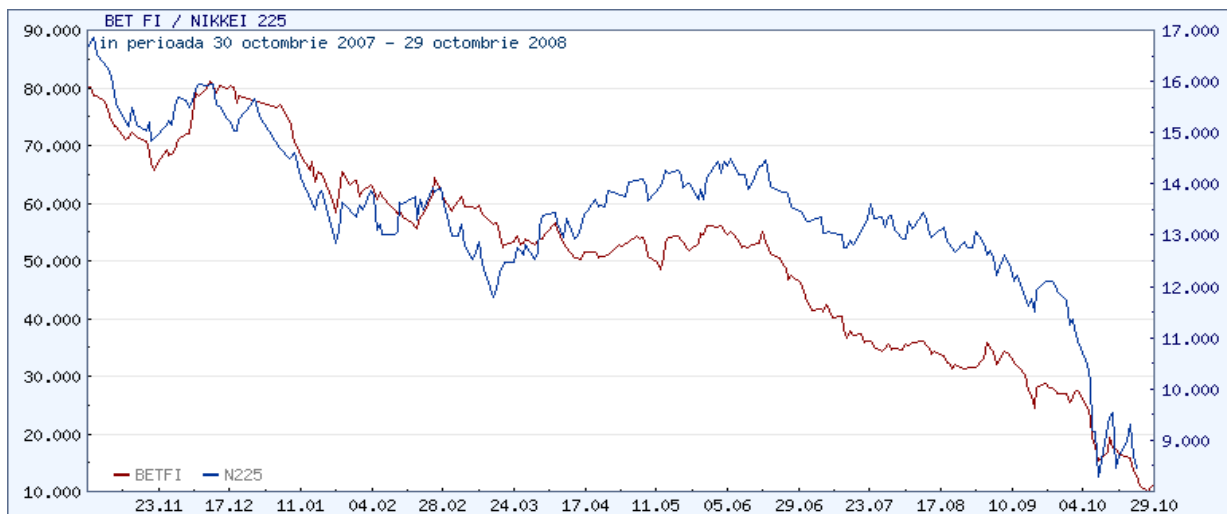


Figura 2/Figure2

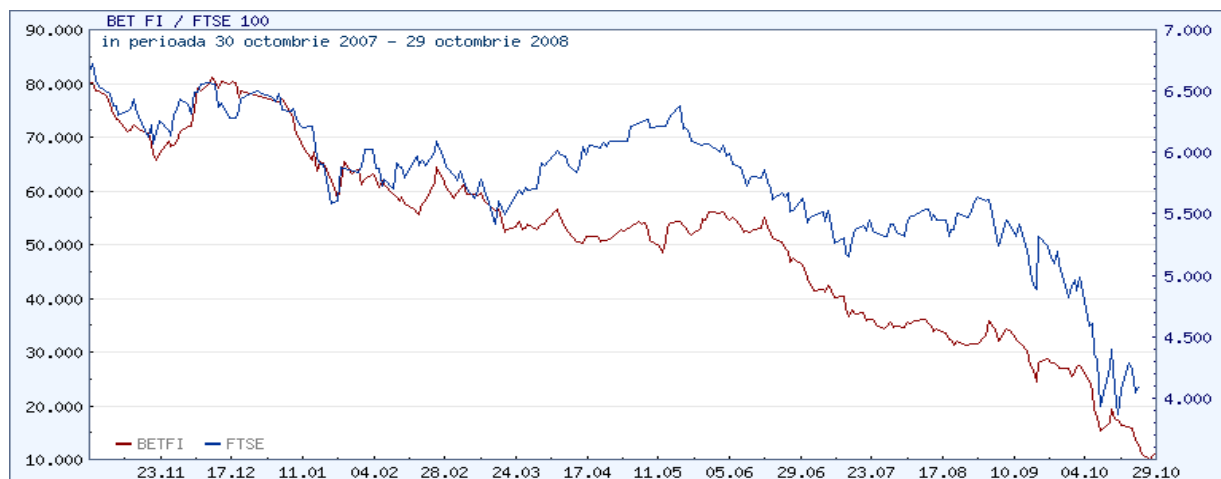
**Evoluția corelativă BET FI – Nikkei 225 în perioada 30.10.2007-29.10.2008 / BET FI – Nikkei 225 correlative evolution in period 30.10.2007-29.10.2008**

În raport cu indicele bursier Nikkei 225 cotate pe piața bursieră japoneză (Tokyo Stock Exchange), indicele BET-FI a înregistrat un coeficient de corelație de + 0,86, ceea ce reflectă o legătură

In relation with Nikkei 225 stock index quoted on the Japanese Exchange (Tokyo Stock Exchange), BET-FI index recorded a correlation coefficient of + 0.86, reflecting a direct but weaker connection compared

directă dar mai slabă față de corelația înregistrată în raport cu indicele bursier Dow Jones. Comparativ cu evoluția indicelui bursier BET-FI în cursul lunii octombrie, deprecierea mai accentuată a indicelui bursier Nikkei 225 în perioada similară, pare a fi o caracteristică similară și în cazul celorlalți indici bursieri analizați (DJIA și FTSE 100), ceea ce accentuează ideea că pe piețele externe efectele crizei financiare au fost mai ample până în prezent. Cu toate acestea, deprecierea indicelui bursier japonez este incomparabil mai redusă (-38,36%) în raport cu cea a indicelui BET-FI.

to that shown in relation to Dow Jones index. Compared with the evolution of BET-FI index in October, the severe depreciation of the Nikkei 225 stock index in the same period, seems to be a feature also similar to other stock indexes reviewed (DJIA and FTSE 100), which emphasizes the idea that the effects of financial crisis on the foreign markets have been more extensive to date. However, the depreciation of Japanese stock index is much lower (-38,36%) compared with the BET-FI index.



**Figura 3/Figure 3**

**Evoluția corelativă BET FI – FTSE 100 în perioada 30.10.2007-29.10.2008/ *BET FI – FTSE 100 correlative evolution in period 30.10.2007-29.10.2008***

Corelația dintre indicele bursier BET-FI și indicele bursier FTSE 100 tranzacționat pe London Stock Exchange este cea mai strânsă în contextul analizei efectuate, apropiată valoric de

The correlation between BET-FI stock index and FTSE 100 stock index traded on the London Stock Exchange is the strongest in the analysis that has been performed, nearly similar in value to that in

cea în raport cu indicele Dow Jones (coeficientul de corelație este + 0,93). Rata de depreciere a indicelui BET-FI în raport cu FTSE 100 [15] este de 2,5 ceea ce reflectă o amploare mult mai ridicată a scăderilor de preț pe piețele emergente în raport cu cele mature, caracterizate printr-un grad mai ridicat de eficiență informațională. Pornind de la specificul obiectului de activitate al Societăților de Investiții Financiare, respectiv administrarea plasamentelor de capital deținute la societăți aflate în portofoliu, se validează accepțiunea potrivit căreia efectele negative ale crizei financiare internaționale materializate în deprecieri semnificative ale indicilor bursieri autohtoni, afectează performanțele financiare ale acestor entități. În mod concret, valoarea activului net unitar [16] (VANU) raportat de Societățile de Investiții Financiare, înregistrează diminuări cauzate de scăderea cotațiilor acțiunilor emise de societăți aflate în portofoliu și tranzacționate pe piața reglementată de capital administrată de Bursa de Valori București. Din perspectiva analizei fundamentale, testarea acestei aserțiuni a fost realizată prin studierea evoluției trimestriale a VANU în corelație cu prețul de tranzacționare în perioada 01.01.2008-30.09.2008, reflectată în tabelul următor:

relation with Dow Jones stock index (correlation coefficient is 0.93 +). The depreciation rate of the BET-FI index in relation to the FTSE 100 [15] is 2.5 reflecting a much higher magnitude of reduction in price on emerging markets compared with mature ones, characterized by a higher degree of informational efficiency. Starting from the specific activities performed by Financial Investment Company, respectively management of capital investments held in portfolio companies, one could validate the issue that negative effects of the international financial crisis materialized in significant depreciation of the domestic stock indexes affect financial performances of these entities.

In fact, the net asset value per unit [16] (NAVU) reported by the Financial Investment Companies, registered reductions caused by the decline in prices for shares issued by companies in the portfolio and traded on the regulated capital market managed by the Bucharest Stock Exchange.

From the perspective of fundamental analysis, testing this assertion was achieved by studying the quarterly evolution of NAVU in correlation with trading prices in the period 01.01.2008-30.09.2008, reflected in the following table:

Data raportării	SIF1	Vari- ație (%)	SIF2	Vari- ație (%)	SIF3	Vari- ație (%)	SIF4	Vari- ație (%)	SIF5	Vari- ație (%)
01.01.2008	3,6892	Na	3,4468	na	2,5309	Na	2,6843	na	4,7518	na
31.03.2008	3,2407	-12,16	2,9492	-14,44	2,2886	-9,57	2,3333	-13,08	4,0637	-14,48
30.06.2008	3,1054	-15,82	2,9475	-14,49	2,1834	-13,73	2,4318	-9,41	3,9580	-16,71
30.09.2008	2,6917	-27,04	2,4212	-29,76	1,8321	-27,61	2,0798	-22,52	3,3039	-30,47
01.01.2008	3,4500	Na	3,3500	na	2,2800	Na	2,3400	na	4,2400	na
31.03.2008	2,5000	-27,54	2,3800	-28,96	1,5000	-34,21	1,6100	-31,20	2,8600	-32,55
30.06.2008	1,9800	-42,61	1,9100	-42,99	1,3900	-39,04	1,4600	-37,61	2,6700	-37,03
30.09.2008	1,2400	-64,06	1,2300	-63,28	0,6600	-71,05	0,8450	-63,89	1,2900	-69,58
01.01.2008	-6,48	Na	-2,81	na	-9,91	Na	-12,83	na	-10,77	na
31.03.2008	-22,86	Na	-19,30	na	-34,46	Na	-31,00	na	-29,62	na
30.06.2008	-36,24	Na	-35,20	na	-36,34	Na	-39,96	na	-32,54	na
30.09.2008	-53,93	Na	-49,20	na	-63,98	Na	-59,37	na	-60,96	na

Tabelul 1/Table 1

Evoluția VANU – Preț de tranzacționare pentru Societățile de Investiții Financiare în perioada 01.01.2008-30.09.2008

Pe baza acestei analize, pot fi formulate câteva aprecieri:

✓ pentru fiecare dintre cele cinci Societăți de Investiții Financiare, prețul de tranzacționare a înregistrat o evoluție negativă mult mai accentuată în raport cu evoluția VANU. Astfel,

dacă prețul de tranzacționare a înregistrat o scădere medie de 66,37%, în perioada supusă analizei, indicatorul VANU a înregistrat o depreciere medie de 27,48%.

✓ discounturile înregistrate între VUAN și prețurile de tranzacționare variază între procentul de 49,20% (SIF Moldova) și 63,98% (SIF Transilvania), făcând deosebit de atractive acțiunile acestor entități pentru investiții pe termen mediu și lung;

✓ piața de capital din România dovedește încă o dată, dacă mai era necesar, gradul redus de

Based on this analysis, some considerations may be issued:

✓ for each of the five Financial Investment Companies, trading price registered a more pronounced negative evolution in relation to NAVU evolution.

Thus, if the trading price registered an average decline of 66.37% in the analyzed period, the NAVU registered an average depreciation of 27.48%.

✓ discounts recorded between NAVU and trading prices vary from the rate of 49.20% (Moldova FIC) and 63.98% (Transylvania FIC), making these stocks particularly attractive for medium and long-term investment;

✓ the Romanian capital market proves once again, if necessary, reduced level of information efficiency, still remaining in the category of emerging capital markets.



eficiență informațional, rămânând în continuare în categoria piețelor de capital emergente. Comportamentul investitorilor este dictat de impulsuri emotive, alimentate de sentimente de panică și concretizate în decizii investiționale lipsite de maturitate profesională și de o viziune fundamentală asupra valorii de piață a companiilor listate, în mod deosebit în cazul Societăților de Investiții Financiare.

## **6 CONCLUZII**

Fără îndoială, criza financiară conturată în context internațional se va propaga sub forma unei recesiuni economice și în sfera economiei reale, depășind granițele piețelor de capital. Impactul asupra sectorului investitorilor instituționali este de departe cel mai amplu, ridicând serioase probleme cu privire la o viitoare reconfigurare a sferei relațiilor financiare internaționale pe alte baze și principii de supraveghere prudențială. Dincolo de efectele negative pe care le comportă, criza financiară internațională oferă oportunități atractive de investiții financiare, în condițiile în care investitorii își însușesc învățămintele de rigoare și își vor argumenta mai riguros deciziile de investiții, pornind de la valorile fundamentale și oportunitățile viitoare ale companiilor listate.

Investment behavior is dictated by emotive impulses, fueled by feelings of panic and materialized in investment decisions devoid of professional maturity and a fundamental view upon the market value of listed companies, particularly in the case of Financial Investment Companies.

## **6 CONCLUSIONS**

Undoubtedly, the international financial crisis will be propagated as an economic recession in the sphere of real economy, beyond the borders of capital markets. The impact upon institutional investors is by far the biggest, raising serious questions about a future reconfiguration of international financial relations on other bases and principles of prudential supervision. Beyond the negative effects it behaves, the international financial crisis offers attractive opportunities for financial investments, provided that investors learn their own lessons and will motivate more rigorously their investment decisions, based on the fundamental values and future opportunities of listed companies.

**BIBLIOGRAFIE:**

- [1] Cristiana Irinel Stoica: *International public subscription of shares and bonds*, All Beck Publishing House, Bucharest, 2000;
- [2] John Downes, Jordan Elliot Goodman: *Finance & Investment Handbook*, Fourth Edition, Barron's Educational Series, 1995;
- [3] Law no. 297/2004 on the capital market, with subsequent amendments;
- [4] NSC Regulation no. 32/2006 regarding financial investment services;
- [5] NSC Regulation no.15/2004 regarding authorization and operations of asset management companies, mutual funds and custodians;
- [6] [http:// www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)
- [7] [http:// www.ktd.ro](http://www.ktd.ro)
- [8] <http://www.aaf.ro>
- [9] <http://www/sibex.ro>