

# **BURSE DE MĂRFURI**

**Volumul 1**

**Piețe comerciale**



**GHEORGHE HURDUZEU**

**MARIA-ISADORA LAZĂR**

**MARIA-FLORIANA POPESCU**

# **BURSE DE MĂRFURI**

**Volumul 1**

**Piețe comerciale**



**EDITURA UNIVERSITARĂ**  
**București 2016**

Colecția ȘTIINȚE ECONOMICE

Redactor: Gheorghe Iovan  
Tehnoredactor: Ameluța Vișan  
Coperta: Monica Balaban

Editură recunoscută de Consiliul Național al Cercetării Științifice (C.N.C.S.) și inclusă de Consiliul Național de Atestare a Titlurilor, Diplomelor și Certificatelor Universitare (C.N.A.T.D.C.U.) în categoria editurilor de prestigiu recunoscut.

**Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României**  
**HURDUZEU, GHEORGHE**

**Burse de mărfuri** / Gheorghe Hurduzeu (coord.), Maria-Isadora Lazăr,  
Maria-Floriana Popescu. - București : Editura Universitară, 2016-. - 2 vol.  
ISBN 978-606-28-0407-7  
**Vol. 1. : Piețe comerciale.** - 2016. - ISBN 978-606-28-0408-4

I. Lazăr, Maria-Isadora  
II. Popescu, Maria-Floriana

339.172

DOI: (Digital Object Identifier): 10.5682/9786062804084

© Toate drepturile asupra acestei lucrări sunt rezervate, nicio parte din această lucrare nu poate fi copiată fără acordul Editurii Universitare

Copyright © 2016  
Editura Universitară  
Director: Vasile Muscalu  
B-dul. N. Bălcescu nr. 27-33, Sector 1, București  
Tel.: 021 – 315.32.47 / 319.67.27  
www.editurauniversitara.ro  
e-mail: redactia@editurauniversitara.ro

Distribuție: tel.: 021-315.32.47 / 319.67.27 / 0744 EDITOR / 07217 CARTE  
comenzi@editurauniversitara.ro  
O.P. 15, C.P. 35, București  
www.editurauniversitara.ro

## CUPRINS

LISTA ACRONIMELOR UTILIZATE ÎN TEXT .....	9
CAPITOLUL 1	
BURSELE DE MĂRFURI – ISTORIC, FUNCȚIONARE, IMPORTANȚĂ.....	13
1.1. Incursiune istorică în apariția și dezvoltarea bursei de mărfuri .....	13
1.2. Semantica termenului „bursă”.....	21
1.3. Repartiția geografică a principalelor burse de mărfuri din lume.....	23
1.4. Bursele de mărfuri din România .....	31
1.5. Caracteristicile bursei de mărfuri.....	33
1.6. Funcțiile bursei de mărfuri.....	37
1.7. Reglementarea piețelor bursiere.....	41
1.8. Organizarea bursei de mărfuri .....	43
1.9. Avantajele conferite de participarea la comerțul de bursă .....	50
CAPITOLUL 2	
CONTRACTELE BURSIERE.....	62
2.1. Caracterile juridice și aspecte specifice contractelor bursiere.....	62
2.1.1. Caractere juridice .....	62
2.1.2. Aspecte specifice contractului de bursă .....	64
2.2. Contractele <i>cash</i> .....	66
2.2.1. Contractele <i>spot</i> .....	67
2.2.2. Contractele <i>(cash)-forward</i> .....	68
2.3. Contractele <i>futures</i> .....	70
2.4. Contractele pe opțiuni ( <i>options</i> ).....	81
2.4.1. Caracteristicile opțiunii .....	85
2.4.2. Opțiuni pe contracte <i>futures</i> .....	92
2.4.3. Operațiuni cu opțiuni.....	97
2.4.3.1. Operațiuni simple cu opțiuni .....	97
2.4.3.2. Operațiuni cu opțiuni sintetice .....	99
2.4.3.3. Operațiuni <i>futures</i> sintetice .....	101
2.4.3.4. Operațiunile <i>straddle</i> .....	105
2.4.3.5. Operațiuni <i>strangle</i> .....	107
2.4.3.6. Operațiuni <i>strip</i> și <i>strap</i> .....	109

2.4.3.7. Operațiuni <i>butterfly</i> (fluture) .....	111
2.4.3.8. Operațiuni <i>condor</i> .....	115
2.4.3.9. Operațiuni <i>spreading</i> .....	117
2.5. Contractele <i>swap</i> pe mărfuri .....	129

### CAPITOLUL 3

#### PRINCIPALELE MĂRFURI TRANZACȚIONATE LA BURSELE DE COMERT

3.1. Principalele piețe la termen de mărfuri agricole .....	142
3.1.1. Cerealele.....	143
3.1.1.1. Grâul .....	143
3.1.1.2. Porumbul .....	146
3.1.1.3. Ovăzul .....	148
3.1.1.4. Orzul .....	149
3.1.1.5. Secara .....	150
3.1.1.6. Soia .....	152
3.1.2. Semințele oleaginoase .....	156
3.1.3. Carnea .....	157
3.1.3.1. Carnea de porc.....	158
3.1.3.2. Carnea de bovine .....	161
3.1.4. Cartofii .....	164
3.1.5. Produsele lactate.....	167
3.1.6. Produsele tropicale .....	168
3.1.6.1. Cacaoa .....	168
3.1.6.2. Cafeaua.....	170
3.1.6.3. Zahărul.....	173
3.1.6.4. Cauciucul.....	175
3.1.6.5. Ceaiul.....	175
3.1.6.6. Piperul .....	176
3.2. Principalele piețe la termen de metale.....	176
3.2.1. Metalele de bază.....	182
3.2.1.1. Cuprul .....	182
3.2.1.2. Plumbul .....	183
3.2.1.3. Zincul .....	183
3.2.1.4. Nichelul .....	184
3.2.1.5. Aluminiul.....	185
3.2.1.6. Cositorul .....	185
3.2.2. Metalele prețioase .....	186
3.2.2.1. Aurul.....	189
3.2.2.2. Argintul .....	190
3.2.2.3. Platina.....	191



5.3.3. Utilizări ale <i>hedging</i> -ului.....	309
5.3.4. Avantajele și problemele <i>hedging</i> -ului.....	335
5.3.4.1. Avantajele <i>hedging</i> -ului .....	335
5.3.4.2. Problemele <i>hedging</i> -ului .....	337
 BIBLIOGRAFIE .....	 348
 ANEXA. Rezultate potenționale ale diverselor strategii, din punct de vedere speculativ și de hedging .....	 359
 INDEX .....	 364



## LISTA ACRONIMELOR UTILIZATE ÎN TEXT

ADP	Procedura de livrare alternativă
AEX	Amsterdam Exchange - Bursa de la Amsterdam
AIRT	Asociația Internațională a Comercianților de Cauciuc
AMEX	American Stock Exchange - Bursă de valori americană situată în New York
BFI	Baltic Freight Index - Indicele de Navlu Baltic
BFP	Basic Formula Price - Formula Bazică de Preț
BIFFEX	Baltic International Freight Futures Exchange – Bursă internațională de mărfuri în care se tranzacționează Indicele de Navlu Baltic
BIS	Bank of International Settlements - Banca Reglementelor Internaționale
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros – Bursă de mărfuri din Brazilia
BRM	Bursa Română de Mărfuri
BTP	Buoni del Tesoro Polienerali – obligațiuni de trezorerie italiene
BTU	British thermal unit - unitate de măsură pentru energie termică
BXS	Brussels Exchange – Bursa de la Bruxelles
CBOE	Chicago Board Options Exchange – Bursa de Opțiuni de la Chicago
CBOT	Chicago Board of Trade – Bursa de Comerț de la Chicago
CDS	Credit default swaps - instrumente financiare derivate
CEA	Commodity Exchange Act - Legea Burselor de Mărfuri, din SUA
CEO	Chief Executive Officer - Director executiv
CETES	Certificados de la Trezoreria de la Federacion - certificate de trezorerie mexicane
CFO	Cancel Former Orders- instrucțiune de anulare a ordinelor anterioare
CFTC	Commodity Futures Trading Commission - Comisiei de tranzacționare a contractelor futures pe mărfuri, din SUA
CIF	Cost Insurance Freight – condiție de livrare Incoterms
CME	Chicago Mercantile Exchange – Bursa Comercială de la Chicago

CMT	Conseil du Marche a Terme - Consiliul Pieței la Termen, autoritatea pieței bursiere din Franța
COB	Commission des operations en Bourse - Comisia Operațiunilor la Bursă, din Franța
COMEX	Commodity Exchange – Bursă de metale, subdiviziune a NYMEX
COMMEX	Commodity and Monetary Exchange of Malaysia- Bursa de Mărfuri și Valori din Malaezia
CSCE	Coffee, Sugar and Cocoa Exchange- Bursa de Cafea, Zahăr și Cacao de la New York
DAP	Diamonofosfat
DTB	Deutsche Terminbörse – Bursa germană de instrumente derivate
EFPs	Schimbul de contracte futures cu fizice
FAS	Free Alongside Ship – franco de-a lungul navei, condiție de livrare Incoterms
FOB	Free On Board – franco la bord, condiție de livrare Incoterms
FRA	Forward Rate Agreements – contract forward pe rata de dobândă
FSA	Financial Services Act - Legii Serviciilor Bancare, din Marea Britanie
GAFTA	The Grain and Feed Trade Association - Asociația pentru comerț cu cereale și furaje
GSA	The Grain Standard Act of 1976 - Legea cerealelor din SUA
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index - un indice pe mărfuri dezvoltat de către compania Goldman & Sachs
GTC	Good Till Cancelled – ordin de bursă, considerat deschis până la anulare
HKGE	Hong Kong Commodity Exchange – Bursa de Mărfuri de la Hong Kong
ICE	InterContinental Exchange – Bursa de mărfuri și valori
ICO	International Coffee Organization – Organizația Internațională a Cafelei
IDE	Israel Diamond Exchange – Bursa de Diamante din Israel
INRO	International Natural Rubber Organisation - Organizația Internațională a Cauciucului Natural
IOM	Index and Option Market – Piața de Indici și Opțiuni, parte a CME
IPE	International Petroleum Exchange - Bursa londoneză a petrolului, în prezente parte a ICE
ISO	International Standard Organization - Organizația Internațională de Standardizare

JGB	Japanese Government Bond - obligațiuni de stat japoneze
KCBT	Kansas City Board of Trade – Bursă de Mărfuri din Kansas
KLOFFE	Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange – Bursa de Opțiuni și Contracte Future din Kuala Lumpur
LBM	London Bullion Market - Piață OTC pe metale, din Londra
LBMA	London Bullion Market Association - Asociației Lingourilor de Aur și Argint din Londra
LCH	London Clearing House - Casa de Compensare Londoneză
LIFFE	London International Financial Futures and Options Exchange – Bursa Internațională de Instrumente Financiare de la Londra
LLS	Light Louisiana Sweet – tip de contractele futures tranzacționate la NYMEX
LME	London Metal Exchange – Bursa de Metale de la Londra
LPPM	London Platinum and Palladium Market – Bursă londoneză specializată în tranzacții cu platină și paladiu
LTCM	Long Term Capital Management – denumirea unui fond speculativ înființat în anul 1994
LZB	Hessische Lartdenszentralbank Frankfurt - Banca Centrală a Landului Hesse
MACE	MidAmerica Commodity Exchange – Bursă de instrumente financiare din Chicago
MGEX	Minneapolis Grain Exchange – Bursă de cereale din Minneapolis
MGRM	MG Refining and Marketing – Sucursală a companiei Metallgesellschaft
MM	Market maker – Creator de piață, parte de mecanismului de tranzacționare
MONEP	Le Marché d'options négociables de Paris - Piața Opțiunilor Negociabile de la Paris
MPRIS	Market Price Reporting and Information System – Sistem de raportare utilizat în cadrul burselor
NFA	National Futures Assciation - Asociația Națională <i>Futures</i>
NYBT	New York Board of Trade – Bursă americană
NYCE	New York Cotton Exchange - Bursă de mărfuri din New York
NYMEX	New York Mercantile Exchange – Bursa Comercială de la New York, cea mai mare bursă de mărfuri din lume pe produse petroliere
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries - Organizația Tarilor Exportatoare de Petrol

OTC	Over-The-Counter - Piață de negocieri
RIE	Recognised Investment Exchanges - Burse de investiții recunoscute
S&P	Standard&Poor's – Companie americană de servicii financiare
SFA	Securities and Futures Asociation - Asociația futures și a titlurilor de valoare, din Marea Britanie
SIB	Securities and Investments Board - Consiliul de Investiții și Titluri de Valoare, din Marea Britanie
SIBEX	Sibiu Stock Exchange – Bursa de la Sibiu
SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures – Bursa de Instrumente Financiare Elvețiană
SRO	Self Regulatory Organisations - Organizații auto-reglementate, din Marea Britanie
STIR	Short term interest rate - Contracte pe rata dobânzii, pe termen scurt
SUA	Statele Unite ale Americii
T-BOND	U.S. Treasury Bond – Obligațiuni de trezorerie americane
TCE	Tokyo Commodities Exchange – Bursa de Mărfuri de la Tokio
TIIE	Tasa de Interes Interbancario de Equilibrio - Rata dobânzii pe piața interbancară mexicană
UBS	Union Bank of Switzerland – Banca Elvețiană
UE	Uniunea Europeană
USD	Dolar american
USDA	United States Department of Agriculture - Departamentul Agriculturii din Statele Unite
VaR	Value-at-Risk – instrument de măsurare a riscului
WCE	Winnipeg Commodity Exchange – Bursa de Mărfuri din Winnipeg
WFDE	World Federation of Diamond Exchanges – Federația Mondială a Burselor de Diamante
WTI	Petrol West Texas Intermediate, petrol ce conține mai puțin de 0,5% sulf

# CAPITOLUL 1

## BURSELE DE MĂRFURI – ISTORIC, FUNCȚIONARE, IMPORTANTĂ

Marile burse de astăzi reprezintă rezultatul unui proces îndelungat de dezvoltare și organizare. Primele burse au apărut în secolul al XII-lea. În acele vremuri, bursa nu era altceva decât un loc unde se efectuau schimburi. În prezent, bursa este o organizație globală financiară și comercială, dar, pentru a ajunge la stadiul actual, istoria bursei este una complexă, din care nu lipsesc evenimente inedite.

### 1.1. Incursiune istorică în apariția și dezvoltarea burselor de mărfuri

Elemente specifice burselor de mărfuri au existat în dezvoltarea societății umane, cu mult înainte de era noastră. În comerțul din Africa, Mesopotamia, Grecia, Roma, India, China<sup>1</sup> se regăsesc aspecte interesante privind schimbul de bunuri. De exemplu, între triburile africane se practica o formă de comerț inedită: locuitorii înarmați ai unui trib duceau produsele în anumite locuri, unde le depuneau, apoi se retrăgeau; locuitorii altui trib, de asemenea înarmați, veneau și depuneau alături produsele de schimb, apoi se îndepărtau; primii se apropiau și dacă produsele le conveneau, se făcea schimbul; dacă nu, din nou se retrăgeau astfel încât cel de al doilea trib să poată completa cu produse până la realizarea schimbului<sup>2</sup>.

În timp, atât în Grecia, cât și în Imperiul Roman, s-a dezvoltat schimbul de mărfuri, au apăr practici noi, care se desfășoară în paralel cu schimbul tradițional, ce presupune vânzarea cu livrarea imediată a mărfii și plata prețului, practică ce consta în tranzacția cu „mărfuri viitoare”, adică bunuri care la data negocierii și încheierii contractului nu erau prezente decât sub forma de ceea ce numim astăzi mostre sau eşantioane, executarea contractului realizându-se la un anumit termen. Comerțul se desfășura astfel în locuri determinate, la ore și în intervale de timp bine stabilite, pe baza

---

<sup>1</sup> Gascoigne, B., (2001), *History of Trade*, HistoryWorld, [www.historyworld.net/wrldhis/PlainTextHistories.asp?groupid=1916&HistoryID=ab72&track=pthc](http://www.historyworld.net/wrldhis/PlainTextHistories.asp?groupid=1916&HistoryID=ab72&track=pthc)

<sup>2</sup> Murgu, N., Lazăr, C., Isărescu, M., (1982), *În zgomotul bursei*, București, Albatros, p. 2.

unor reguli relativ precise în ceea ce privește mărfurile ce puteau fi tranzacționate, monedele și procedeul de schimb, modalitățile de executare a obligațiilor asumate. Asemenea tranzacții au reprezentat germeii operațiunilor bursiere de astăzi.

Cu toate acestea, originea istorică a bursei este dificil de determinat cu exactitate<sup>3</sup>, pentru a vedea formele incipiente ale instituțiilor care seamănă mai mult sau mai puțin cu o bursă ar trebui să ne orientăm către principalele centre economice ale Evului Mediu (Veneția, Florența, dar și Bruges sau Anvers). Bursa apare la început în porturi, localuri și diverse spații unde se întâlneau cei interesați de comerț, de traseul și încărcătura navelor maritime, de problemele comerciale din alte ținuturi sau zone geografice, de mersul tranzacțiilor de pe alte piețe, de mărfurile care se cereau și cele care se ofereau, de capacitatea de credit a negustorilor, de posibilitățile bancherilor de a da cu împrumut etc. Întrucât negustorii începuseră să conștientizeze tot mai mult ideea importanței informației de natură comercială, socială și politică, locurile respective au început să fie frecventate cu regularitate de toți cei ce se ocupau cu afaceri sau mijlocirea de afaceri, promovându-se astfel ceea ce azi numim sediul și spiritul bursei<sup>4</sup>.

Bursa, în accepțiunea consacrată, se pare că își are originea în orașul comercial Bruges din Belgia de astăzi. Aici, mulți comercianți se întâlneau într-un han care a aparținut unui om pe nume Van den Burse<sup>5</sup>. În acest loc, comercianții schimbau bunuri sau ofereau împrumuturi. Se menționează că locul a devenit atât de cunoscut încât a ajuns neîncăpător, iar hangiul a construit o aripă a hanului special destinată acestor activități de tranzacționare. Mai mult, în această aripă au început să aibă acces numai negustorii renumiți și aflați deasupra oricărei bănuieli de neseriozitate, care au început să-și formalizeze tranzacțiile pentru a crește viteza acestora, stabilind zile și ore precise pentru negocierea diverselor mărfuri. Nu este

---

<sup>3</sup> Este cunoscut faptul că în vechime, zarafii își așezau mesele în piețele publice ale marilor orașe. La Ierusalim, Hristos, văzându-i făcând schimb chiar în tinda bisericii, i-a alungat bătându-i cu funia udă. Burse cu înțelesul de astăzi nu există decât din secolul al XVI-lea. Primul oraș care a avut bursă a fost Bruges (Belgia), unde un negustor invita la casa lui oamenii ca să încheie afaceri. Ca semn de recunoaștere a casei, pusese la intrare o pungă (lat. bursa) sculptată pe o piatră. Apoi s-au înființat burse la Anvers, Lyon, Toulouse, Rouen ș.a.

<sup>4</sup> Funar, S., (1998), *Bursa de mărfuri*, Editura Ceres, Cluj-Napoca, p.10.

<sup>5</sup> Începând cu anul 1309 întâlnirile informale au fost instituționalizate și acest loc a devenit „Bruges Bourse” (Bursa din Bruges). Ideea s-a răspândit rapid în jurul Flandrei și a localităților învecinate și astfel au apărut „Burse” în Gent și Amsterdam. Olandezii au înființat mai târziu societăți pe acțiuni, care permiteau acționarilor să investească în asociații de afaceri și să obțină o parte din profiturile sau pierderile lor.

încă demonstrat cât este adevăr istoric și cât legendă, dar este foarte probabil ca aceasta să fi fost maniera în care s-au desfășurat lucrurile.

Prima bursă în accepțiunea modernă se pare că a fost cea din Anvers (Antwerp), înființată în anul 1531. Bursa avea o clădire proprie (construită în anul 1518), unde se încheiau tranzacții cu mărfuri coloniale. În anul 1554, a fost înregistrată la Londra bursa „*Royal Exchange*” care din anul 1773 se va profila însă numai pe schimbul de efecte comerciale. În anul 1639, funcționau deja la Paris o serie de agenți de schimb în domeniul negocierii titlurilor de valoare. Schimburi comerciale de acest gen au fost realizate ulterior la Lyon, Toulouse, Rouen, iar pe la sfârșitul secolului XVII, o bursă la Montpellier.

În statele germane, primele burse au apărut la Augsburg, Nurenberg și Hamburg - la jumătatea secolului XVI, iar de la începutul secolului XVII, a fost înființată bursa din Berlin.

La începutul secolului XVII, la Amsterdam, mărfurile se puteau negocia prin contractele „*options*”, prin care se permitea convertirea unui preț în baza căruia cumpărătorul obținea de la vânzător dreptul de a cumpăra o cantitate de marfă la o dată stabilită din viitor. Un secol mai târziu, tot în acest centru comercial, se constituie o bursă a grâului, aparte, unde se desfășurau tranzacții de 3 ori pe săptămână, de la ora 10 dimineața până la prânz, într-o hală uriașă de lemn în care fiecare negustor avea un om tocmit pentru a aduce mostre din grâul pe care dorea să-l vândă și pentru a negocia prețul în funcție de calitatea produsului. În 1602, Compania Olandeză a Indiilor de Est<sup>6</sup> a emis primele acțiuni care urmau să fie tranzacționate la Bursa de Valori din Amsterdam. Acesta a fost prima companie care a emis acțiuni și obligațiuni.

În anul 1688, comercializarea acțiunilor a început în forță și la Londra. Adevărat centru financiar de mare importanță pentru funcționarea economiei din întreaga regiune, bursa a tipărit o listă de cote și valori de piață pentru o mulțime de bunuri tranzacționate intens la vremea respectivă.

---

<sup>6</sup> Compania Indiilor Olandeze de Est (VOC), fondată în 1602, a fost una dintre cele mai mari companii de comerț din lume, deținând o flotă formată din peste o sută de vase și având mii de angajați și birouri în Asia și în șase orașe din Olanda. Compania avea dreptul de monopol asupra comerțului, de a bate monedă, de a construi fortărețe sau de a purta război, el fiind socotit în istoria economiei mondiale ca fiind primul concern multinațional. În secolele XVII și XVIII era una din cele mai mari companii din lume.

### **Originea bursei londoneze**

În Londra, originea bursei se localizează într-o tavernă. Motto-ul bursei: *Dictum meum pactum* subliniază seriozitatea tipic britanică a instituției bursiere. Începuturile pieței bursiere datează din secolul XVI, când exista *Royal Exchange*, însă afirmarea acesteia a avut loc abia în secolul următor odată cu dezvoltarea tranzacțiilor cu fonduri publice, precum și cu acțiuni ale Băncii Angliei și Companiei Indiilor de Est; la sfârșitul secolului al XVIII bursa se consacră tranzacțiilor cu titluri financiare și odată cu dobândirea unui nou edificiu (1733) primește denumirea de *London Stock Exchange (LSE)*.

Burse de mărfuri au fost create ulterior la Basel (1699), Paris (1724), Viena (1761), New York (1792), Bruxelles (1801), Milano (1833), Roma (1831), Chicago (1948), Geneva (1850) Tokyo (1855).

Odată cu apariția „lex mercatoria universalis”, cu dezvoltarea comerțului, apare și creditul comercial ca și ideea unui comerț la termen, în care, pe baza încrederii reciproce, negustorii încheiau contracte cu livrarea mărfii și plata prețului în viitor, la o dată stabilită în momentul încheierii contractului. Foarte bine cunoscută este celebra „tulipomanie” (1634-1637) ce a cuprins Țările de Jos. Cum lalelele deveniseră din ce în ce mai la modă, oamenii cumpărau adesea bulbi de lalea cu mai multe luni înainte de recoltarea acestora. Cum prețurile urcau, contractele la vechile prețuri deveneau mai valoroase și puteau fi vândute altor persoane, fără a mai aștepta livrarea. În final, guvernul a trebuit să interzică acest comerț, întrucât se cumpăraseră mai multe lalele decât erau cultivate, mulți oameni suportând mari pierderi.

### ***Tulipomania - bula speculativă pe bulbi de lalea***

*Tulipomania* (1634-1637) a fost considerată perioada de aur a tranzacțiilor bursiere, în care prețurile bulbilor de lalea au atins un nivel extraordinar de ridicat, prăbușindu-se apoi brusc, fiind astfel consemnat primul mare crah bursier, în accepțiunea actuală a termenului.

În anul 1593, fuseseră aduși din Turcia în Olanda bulbii de lalea. Noutatea acestei noi flori, frumusețea ei au făcut ca în scurt timp să devină foarte căutată și, în același timp, din ce în ce mai scumpă. La scurt timp, lalele au fost infectate cu un virus non-letal, cunoscut sub numele de *mozaic*, care nu ucidea plantele, dar le modifica aspectul, prin apariția unor „flăcări” colorate pe petale. Astfel, lalelele, care erau deja vândute la prețuri ridicate, au început să înregistreze creșteri și mai mari ale prețului în funcție de modul în care au fost evaluate modificările cauzate de virus. Toată lumea a început să facă afaceri cu bulbi, prețurile acestora atingând cote atât de înalte încât oamenii au început să își vândă pământurile și bunurile și să își folosească economiile pentru a cumpăra cât mai mulți bulbi de lalea.



Însă, prețurile nu erau o reflectare corectă a valorii unui bulb de lelea. Așa cum se întâmplă în cazul bulelor speculative, unii deținători, mai prudenți, au decis să vândă marcând astfel profiturile uriașe. Urmare, piața a început să stagneze, alți deținători au constatat că le scad profiturile și au început și ei să vândă, un efect de domino al prețurilor din ce în ce mai mici s-a produs, determinând lumea să vândă în timp ce nu nimeni nu mai era interesat să cumpere. Prețul a început să se scufunde, făcându-i pe oameni să intre în panică și să vândă, indiferent de pierderi. Neexistând un sistem de siguranță (ca în cazul burselor moderne de astăzi), toată lumea implicată în afacerea cu bulbii a avut de suferit, efectele maniei bulbilor de lelea făcându-i pe olandezi să devină ezitanți cu privire la investițiile speculative pentru o perioadă lungă de timp.

Investitorii au știut atunci că era mai bine să se oprească decât să își parieze viitorul pe un astfel de bulb.

Interesant este ce s-a întâmplat și în Japonia, unde sistemul relațiilor de distribuție a producțiilor de orez este cel care va face ca în secolul XVII să apară ceea ce astăzi noi numim tranzacții cu *hârtii de valoare*. Ele au la bază tichetele de orez care erau documente care facilitau vânzarea orezului de către proprietarii de pământ, având acoperire reală în produse fizice, respectiv orezul recoltat era depozitat în marile centre comerciale de unde se vindea și cumpăra pe baza acestor tichete. Cumpărarea unor asemenea tichete însemna și obținerea dreptului de a primi mai târziu, la o anumită dată viitoare, o cantitate determinată de orez de o anumită calitate (asemenea contractelor *futures* de astăzi). Tichetele de orez reușeau prin acest mecanism să acopere interesele proprietarilor și negustorilor și astfel să fie valabile o lungă perioadă de timp. Comercianții erau avantajați de acest sistem deoarece obțineau o ofertă sigură de orez și puteau totodată să realizeze un profit prin vânzarea tichetelor către terți la un preț mai ridicat dacă prețul de pe piață al orezului creștea până la scadență.

### **Începuturile bursei japoneze**

În Japonia, apariția primelor forme de burse s-ar datora mării nobilimi, proprietară de latifundii. În perioada epocii Tokugawa (1603-1868, aproximativ 8 generații), cam în aceeași perioadă când aveau loc tranzacțiile cu bulbi de lelea în Olanda, mării nobilimi i s-a impus să-și petreacă cel puțin 6 luni pe an în Edo (viitorul Tokyo), reședința shogunală, ca măsură de control și de prevenire a unei rebeliuni armate în vreo zonă îndepărtată a imperiului.

Rentele primite de către acești nobili erau întotdeauna în produse (în special orez), deoarece moneda, într-o economie autarhică, era foarte rar folosită. Cheltuielile de la Curte, pompa imperială, „contribuțiile” obligatorii la proiectele shogunului, necesitau bani lichizi pe care proprietarii de terenuri îi obțineau doar prin vânzarea rentei în marile orașe precum Edo și Osaka. Adeseori, datorită

sezonalității recoltei, mulți nobili rămâneau fără bani lichizi. Astfel, la început, ei au emis așa-numitele „tichete de orez” (un fel de recipise de depozit contemporane) pentru cantitățile pe care le aveau stocate fie la țară, fie în depozite în marile orașe. Aceste tichete erau cumpărate de către negustorii locali pentru nevoile lor anticipate (prima formă de acoperire a riscului, modernul „*hedging*”), iar ulterior, ele au devenit negociabile și s-au transformat într-o formă de „monedă” ce facilita dezvoltarea afacerilor.

Mai târziu, unii negustori au început să-i crediteze pe nobili în avans pentru vânzarea „tichetelor de orez”, bineînțeles incluzând dobânda ca un fel de scont.

Astfel, se vorbește despre un comerciant foarte bogat numit Yodoya, din Osaka, care a ajuns să controleze comerțul cu orez din acest oraș. Casa sa a devenit un loc de întâlnire al celor mai importanți negustori de orez din regiune, care schimbau informații și negociau tranzacții. „Prețul de la Yodoya” era privit ca cel mai important și realist preț la orez din regiunea Osaka. Casa sa a devenit astfel prima bursă de mărfuri din Japonia în anul 1650. Ulterior, în anul 1697, bursa a fost mutată în cartierul Dojima din Osaka, căpătând denumirea de „Piața de orez din cartierul Dojima”.

Cea mai uimitoare caracteristică a acestei piețe era că aici se ajunsese cu timpul să se tranzacționeze doar contracte *futures*. O regulă stabilă că tranzacțiile se desfășurau doar în „cho-ai-mai-kaisho”, adică „localul bursei”. În anul 1730, shogunul Tokugawa a recunoscut oficial această bursă de mărfuri, dezvoltată doar prin inițiativa negustorilor locali particulari. Atât instituția, cât și acest tip de tranzacții nu numai că erau permise, dar și protejate de către autoritatea de stat.

Acești negustori asiatici erau foarte disciplinați și bine organizați. Regulile pe care le-au adoptat erau:

- 1) termenul de livrare nu depășea 4 luni;
- 2) anul era împărțit în 3 perioade de câte 4 luni;
- 3) la expirarea fiecărui contract, piața se închidea pentru câteva zile;
- 4) se tranzacționa doar orez;
- 5) toate contractele erau standardizate;
- 6) calitatea de bază a contractelor era aleasă de către negustori prin vot majoritar; existau 4 calități tranzacționate;
- 7) nu se permitea livrarea fizică în orez pentru contractele tranzacționate decât, eventual, la expirarea contractelor;
- 8) toate diferențele de valoare erau plătite în numerar;
- 9) toate contractele erau îndeplinite, iar conturile erau închise până în ultima zi de tranzacționare;
- 10) nu se putea „intra” cu un contract expirat într-o nouă perioadă de 4 luni;
- 11) toate contractele erau înregistrate și compensate la o Casă de Compensație;
- 12) orice neexecutare a vreunui contract era preluată și executată de către Casa de Compensație;
- 13) toți negustorii erau obligați să-și stabilească o linie de credit la Casa de Compensație, după propria alegere;
- 14) Casa de Compensație realiza operațiile nu în scopul obținerii de profit, deși se percepea un comision;

15) nu se putea încheia niciun contract în ultimele 3 zile ale perioadei de 4 luni;  
16) exista un comitet de arbitraj, împuternicit să judece disputele și să le rezolve.

Către sfârșitul erei Tokugawa, datorită situației economice dificile și a fluctuațiilor de preț, durata contractelor a fost micșorată la 2 luni (în anul 1863) și mai apoi la o lună (în anul 1869).

Deși această bursă la termen, organizată uimitor de asemănător cu piețele *futures* moderne, a dispărut, merită remarcat că ea a precedat cu aproximativ 129 de ani piețele la termen din lumea occidentală.

Consacrarea acestui tip de tranzacții are însă loc în Europa colonialistă, unde comerțul cu produse tropicale aduse din dominioane genera profituri spectaculoase. În acea vreme, ideea de profit era asociată cu cea de „distanță”, toți negustorii care investeau în expediții peste mări obțineau câștiguri fabuloase. Ulterior, ideea de „distanță” s-a asociat cu cea de livrare amânată; negustorii, nemaiasteptând sosirea mărfii, își vindeau bunurile „ce vor veni”. Orizontul de timp necontrolabil înseamnă fluctuații de prețuri, de unde și ideea de a stabili în prezent un preț viitor. Darea în folosință a Canalului Suez a creat posibilitatea scurtării transportului pe mare, iar metale precum cuprul și zincul, aduse din colonii, puteau ajunge mai repede în marile metropole europene. Acest eveniment se pare că este și factorul principal al apariției la *London Metal Exchange* a contractului cu livrarea peste 3 luni.

Cele mai dezvoltate piețe la termen au apărut însă în Statele Unite ale Americii, îndeosebi în orașul Chicago. La începutul secolului XIX, la frontiera Midwest a SUA, acest oraș s-a consacrat ca fiind cel mai mare centru în comerțul cu cereale. În anul 1833 era încă un sat; în anul 1837, a devenit oraș, având o populație de 4107 de locuitori.

Localizarea strategică, respectiv pe țărmul sudic al Marilor Lacuri și în imediata vecinătate a întinselor prerii americane transformate în cele mai mari areale de cultură cerealiară, a contribuit la afirmarea acestui oraș ca fiind cel mai mare terminal de cereale (în anul 1839, a fost dat în folosință terminalul de cereale prin livrarea pe mare a 1.678 busheli de grâu către New York).

Marile variații ale cererii și ale ofertei, problemele legate de transport și depozitare, au condus la o situație haotică a pieței. Această conjunctură nefavorabilă pentru tranzacțiile la vedere (engl. *spot*), constituie un important element favorizant al apariției contractelor cu livrarea amânată (engl. *cash-forward*).

În anul 1848, un număr de 82 de comercianți importanți de cereale din Chicago au hotărât să creeze un cadru organizat și permanent pentru derularea comerțului lor, o piață concentrată, reprezentativă atât pentru

cerere, cât și pentru ofertă, respectiv *Chicago Board of Trade (CBOT)*. Principalul obiectiv vizat era doar oferirea, atât cumpărătorilor, cât și vânzătorilor, a unui loc unde aceștia să se întâlnească, știind că acolo pot găsi cel mai bun preț.

Creșterea utilizării contractelor pe mărfuri „ce vor veni”, prin care cei doi co-contractanți stabileau în avans prețul la o livrare ulterioară, în anumite condiții de livrare, au transformat CBOT în cea mai populară și reprezentativă piață regională, un aport în acest sens avându-l și guvernul federal american care, pe durata Războiului Civil (1861-1865) a ales orașul Chicago ca punct de concentrare a armatelor nordiste, începând totodată să cumpere carne de porc și cereale prin contracte cu livrarea ulterioară.

Contractele *cash-forward* pe porumb au fost mai întâi utilizate de către comercianții ce își transportau marfa pe fluviile ce se vărsau în Marile Lacuri (engl. *river merchants*). Simpli intermediari, aceștia achiziționau de la fermierii din zonele continentale porumb, pe care îl stocau în mari depozite din amonte arterelor fluviale. După ce adunau cantități suficiente, îl transportau pe apă la gurile acestor râuri, în marile orașe, unde îl vindeau marilor fabrici de panificație. Acest transport necesita două condiții: o umiditate scăzută a porumbului (pentru a nu îngheța pe durata transportului în anotimpul rece) și un râu fără sloiuri de gheață. Adesea, odată cu înghețarea totală a apelor, ei trebuiau să depoziteze inventarul pe durata întregii ierni, mărindu-se astfel expunerea la fluctuațiile de preț din Chicago. Prin contractele cu livrarea amânată, acești comercianți își asigurau atât un preț, cât și desfacerea mărfii, pe când cealaltă parte din contract, marii procesatori, o sursă de materii prime.

La data de 13 martie 1851 se pare că s-a efectuat și primul contract de acest fel (*cash-forward*), având ca obiect o cantitate de 3.000 busheli de porumb cu livrarea în luna iunie a aceluiași an.

Avantajele incontestabile nu au putut pe moment înlătura unele dezavantaje: uneori, calitatea mărfii livrate nu era identică cu cea stabilită în contract, iar, în alte cazuri, comercianții nici nu își mai îndeplineau obligația de livrare. În anul 1865, *CBOT* a încercat să înlătorească acest impediment prin introducerea unor clauze contractuale standardizate ce stabileau calitatea, cantitatea, data și locul de livrare ca uniforme pentru toate contractele. Singura variabilă rămânea prețul, ce urma a fi „descoperit” în cadrul licitațiilor din ringul bursier. Totodată, aceste clauze au favorizat și dezvoltarea fenomenului de „compensare” a obligațiilor contractuale, prin vânzarea aceluiași tip de contract care a fost cumpărat în trecut, factor ce a permis și participarea speculatorilor pe piață.

Tot în anul 1865, *CBOT* a inițiat sistemul de garanții (engl. *margin*), care a eliminat problemele legate de neîndeplinirea obligațiilor contractuale.