

UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI
FACULTATEA DE ISTORIE ȘI FILOSOFIE

**Bursa de valori din București
(1882-1914)
Începuturi, evoluție, implicații economice**

Coordonator științific:
Prof. Univ. Dr. Rudolf Gräf

Doctorand:
Paul Cristian Tătar

Cuprins

Introducere	3
I. Contextul economic. Lumea și România	10
II. Bursa București. Organizare și funcționare	22
II.1. Evoluția legislației privitoare la burse	29
II.2. Înființarea și modul de organizare al Bursei din București	65
II.3. Operatorii Bursei	66
II.4. Garanția intermediarilor	68
II.5. Diviziunea brokeri/dealeri	68
II.6. Accesul în clădirea bursei	70
II.7. Lista oficială de prețuri	71
II.8. Tranzacțiile „pe bani gata” (spot)	72
II.9. Tranzacțiile „la termen” (forward)	72
II.10. Vânzarea „în lipsă” (à découvert)	73
II.11. Reportul	77
II. 12. Decontarea tranzacțiilor	78
II.13. Lichidarea	79
II.14. Costurile de tranzacționare	81
III. Valori cu venit fix la Bursa București	86
III.1. Tipuri de valori cu venit fix tranzacționate la Bursa din București	87
III.2. Împrumuturile de stat	91
III.2.1. Scurt istoric al evoluției datoriei publice (1864-1914)	91
III.2.2. Destinația împrumuturilor	114

III.2.3 Intermediarii	119
III.3 Împrumuturile municipale	136
III.3.1 Împrumuturile orașului București	137
III.3.2 Împrumuturile altor orașe	145
III.3.3 Împrumuturile municipale la bursă	147
III.4 Scrisurile funciare	153
III.4.1 Societățile de credit funciar	155
III.5 Obligațiunile Creditului Județean și Comunal	166
III.6 Obligațiuni ale societăților private	170
IV. Valori cu venit fix la Bursa din București (1882-1914)	172
IV.1 Societățile de asigurări	199
IV.2 Societățile petroliere	205
IV.3 Societățile din industria lemnului	213
IV.4 Societățile bancare	215
V. Concluzii	221
Anexe	226

Cuvinte cheie: Bursa de Valori București, 1882-1914, organizarea și funcționarea, legislația, valori cu venit fix, valori cu venit variabil, împrumuturi de stat, împrumuturi municipale, obligațiuni ale companiilor, scrisuri funciare, societăți petroliere, societăți de asigurare, bănci.

Abordarea multidisciplinară a istoriei este o chestiune de actualitate, care se înscrie într-un curent științific general al momentului de studiere a unor probleme vechi prin intermediul unor metode și unghiuri de cercetare noi, care să ofere o imagine mai completă asupra aspectelor cercetate.

Lucrarea de față încearcă să răspundă acestei provocări, propunându-și un demers științific bazat pe o dublă perspectivă: istorică și economică. Apelul la instrumentele de lucru ale economiei era de altfel necesar, având în vedere însăși subiectul propus – studiul evoluției unei instituții financiare, bursa de valori.

Încă de la înființare, în 1882, Bursa din București a fost gândită ca o bursă mixtă, atât de valori cât și de mărfuri. Abia în 1929, prin legea Madgearu, au fost delimitate cele două tipuri de bursă. Dorim să subliniem faptul că demersul nostru a vizat doar piața de valori, nu și pe cea de mărfuri.

Intervalul cronologic ales este 1882-1914. Am ales aceste limite temporale din rațiuni ușor de înțeles: 1882 este anul în care Bursa din București începe să funcționeze, în timp ce 1914 este anul declanșării primului război mondial. Războiul a marcat sfârșitul unei faze de dezvoltare a statului român, modificând-i substanțial structura, din punct de vedere teritorial, demografic, și mai ales economic, ceea ce a produs, în mod evident, o serie de schimbări majore și în structura și evoluția Bursei din București.

Lucrarea este structurată pe două paliere: pe de-o parte analiza instituției bursei, din punct de vedere al organizării și funcționării acesteia, cu un puternic accent pus pe partea de legislație; pe de altă parte studiul valorilor listate la Bursa din București în această perioadă.

Primul palier vizează, așadar, modul de organizare, microstructura bursei și modul în care se desfășurau efectiv operațiunile de bursă. Aici am punctat următoarele

aspecte: legislația în domeniul burselor, caracteristici – bursă autoreglementată sau controlată de stat, operatorii bursei, tipurile de operațiuni permise, decontarea tranzacțiilor, lichidările, admisia în clădirea bursei, garanțiile intermediarilor, costurile de tranzacționare etc.

Cel de-al doilea palier, legat de valorilor listate, era absolut necesar a fi abordat, deoarece în lipsa lui lucrarea risca să lase în urmă niște semne serioase de întrebare. Simpla analiză a bursei, sub raportul organizării instituționale, ar fi rămas fără substanță dacă nu am fi arătat partea vizibilă a pieței de capital, cu care cititorii fac automat legătura când aud cuvântul *bursă*, adică acțiunile și obligațiunile care se tranzacționau acolo. Ori, pentru a descrie aceste titluri de valoare, trebuie să cunoaștem în primul rând entitățile care le-au emis.

Revenind la valorile tranzacționate la bursă și emitenții lor, în prezentarea acestora am vizat următoarele aspecte, după părerea noastră esențiale: lichiditatea bursieră, situația financiară a emitentului, sectorul economic din care provenea, respectiv poziția societății în contextul mai larg al economiei naționale și, pe cât posibil, structura acționariatului.

Prin urmare, am încercat să deplasăm punctul de interes dinspre macro spre microeconomie, dinspre datele statistice macroeconomice spre activitatea și datele financiare ale diverselor societăți și instituții ale căror titluri erau listate la bursă. Spre exemplu, în loc de a accepta o afirmație generală de genul “capitalurile străine controlau majoritatea societăților petroliere din Vechiul Regat”, am încercat să aflăm exact care erau entitățile străine care investiseră aceste capitaluri, respectiv care era structura acționariatului fiecărei societăți în parte.

Evident, cercetarea s-a mărginit la principalii actori economici, companiile cele mai reprezentative pentru ramura economică de care aparțineau, în funcție, bineînțeles, și de cantitatea de informație disponibilă. O analiză detaliată a tuturor emitenților prezenți la Bursa din București ar fi depășit cu mult cadrul unei lucrări care trebuia terminată în 3 ani (în 1914 erau cotate la bursă 52 de acțiuni și peste 60 de obligațiuni și alte valori cu venit fix). Un criteriu important de care am ținut cont a fost lichiditatea – am acordat o mai mare importanță valorilor lichide, care se tranzacționau frecvent la bursă. În

definitiv, lichiditatea este principalul criteriu după care se apreciază succesul sau insuccesul unei burse.

Demersul istoric nu a rămas doar la nivelul microeconomic, deoarece o parte însemnată a valorilor cotate la bursă erau diverse emisiuni ale statului și autorităților publice, astfel încât au fost necesare o serie de precizări vizând contextul economic general, intern și extern.

Organizarea lucrării pe capitole corespunde structurii prezentate mai sus. După o scurtă introducere, în care am prezentat stadiul cercetării referitoare la bursele de valori, pe plan extern și intern, am trecut la primul capitol, dedicat contextului economic, intern și internațional. Pe plan intern am insistat asupra aspectelor financiar-monetare ale evoluției economice a Vechiului Regat. Astfel, am discutat problema aderării formale a Principatelor la sistemul bimetalist al Uniunii Monetare Latine, în 1867, respectiv la Etalonul Aur, în 1890. De asemenea, am analizat o chestiune puțin dezbătută de către istorici, aceea a agio-ului față de aur, care se formează după câștigarea independenței și apariția primelor bancnote emise de către Banca Națională (instituție înființată în 1880). Evoluția lunară a acestui agio, care a putut fi eliminat abia în 1890, este redată grafic cu ajutorul datelor colectate din *Cota Oficială a Bursei București* (agio-ul aurului față de bancnote făcea obiectul unor tranzacții zilnice la bursa bucureșteana în perioada 1883-1890).

Pe plan internațional, perioada 1880-1914 (la unii 1870-1914) este cunoscută în literatura economică drept “Perioada Clasică a Etalonului Aur”. Tot în primul capitol sunt prezentate principalele caracteristici ale acestei perioade, din punct de vedere economic, punându-se accentul pe fenomenul fluxurilor de capital transfrontaliere. Este subliniată amploarea acestui fenomen, precum și rolul avut de bursele de valori în canalizarea investițiilor, dinspre marile centre financiare ale lumii înspre diverse puncte ale globului. Sunt menționate principalele țări exportatoare de capital, respectiv Marea Britanie, Franța, Germania și Statele Unite, caracteristicile/tipul investițiilor realizate, precum și distribuția geografică a acestora.

Capitolul II al lucrării debutează cu o discuție asupra organizării/microstructurii principalelor burse ale vremii, respectiv *London Stock Exchange* și *Paris Bourse*. Cele două burse erau, de altfel, principalele exponente a două tipuri diametral opuse de

organizare. Dacă bursa londoneză era o instituție autoreglementată, apărută în urma unei inițiative private, și care se conducea după propriile norme, bursa oficială din Paris se afla sub tutela statului, funcționând într-un sediu pus la dispoziție de către acesta, având un număr fix de membrii (60 de *agents de change*) numiți de către guvern și acceptând la tranzacționare doar acele valori pentru care se primise în prealabil girul guvernului.

Analiza organizării bursei din Paris face trecerea către prezentarea începuturilor bursei bucureștene, organizată după modelul francez. Bursa din București este înființată prin decret regal în 1881, dar începe să funcționeze efectiv în decembrie 1882.

Punctul de greutate al capitolului al doilea este reprezentat de studiul evoluției legislației referitoare la burse. Sunt analizate principalele legi, precum și inițiativele legislative care nu au fost transpuse în practică. Este surprinsă translația de la un tip de bursă monopolist, inspirat din legislația franceză, la un tip de bursă mai liberal, inspirat din legislația austriacă. Principala diferență între cele două tipuri de burse consta în faptul că cea inspirată din modelul francez acorda monopolul tranzacțiilor mijlocitorilor de schimb (intermediarilor), în timp ce modelul austriac permitea efectuarea de tranzacții în mod direct, între membrii Corporației Bursei. Corporația Bursei era compusă din comercianții patentari din București, care efectuau în mod frecvent tranzacții la bursă.

Tot în cadrul capitolului al doilea sunt discutate o serie de aspecte legate de funcționarea efectivă a bursei de valori din București, aspecte grupate în următoarele subcapitole: operatorii bursei, diviziunea brokeri-dealeri, garanția intermediarilor, lista oficială de prețuri, accesul în clădirea bursei, tranzacțiile „pe bani gata” (spot), tranzacțiile „la termen” (forward), vânzarea „în lipsă” (à découvert sau short selling), reportul, decontarea tranzacțiilor, lichidarea, costurile de tranzacționare. Aceste subcapitole vin să rezume și să sistematizeze informațiile oferite în subcapitolul referitor la legislație.

În capitolul al treilea sunt analizate principalele valori cu venit fix listate la Bursa din București în această perioadă, respectiv: împrumuturile de stat, împrumuturile municipale, *scrisurile funciare*, obligațiunile *Creditului Județean și Comunal* și obligațiunile societăților private.

O importanță aparte este acordată împrumuturilor de stat. În subcapitolul referitor la evoluția datoriei publice sunt trecute în revistă principalele împrumuturi obligat

contractate de către Principate, ulterior de Regatul Român. Informațiile sunt preluate din prospectele de subscriere publicate în *Monitorul Oficial*. Sunt menționate valoarea împrumuturilor, atât cea nominală cât și cea reală, cursul la care au fost emise, destinația lor, respectiv syndicatele bancare care le-au intermediat.

Un subcapitol distinct este dedicat tocmai acestor intermediari. Problema intermediarilor m-a interesat în mod special, întrucât ea este slab acoperită din punct de vedere al informației. Deși împrumuturile de stat, spre deosebire de celelalte valori cu venit fix menționate în acest capitol, au beneficiat de o oarecare atenție din partea cercetătorilor, (e vorba despre o serie de economiști care au scris în perioada interbelică: M. Gh. Dobrovici, I. Tutuc, Gh. Adam, Th. Aslan etc.), lucrările lor conțin foarte puține informații referitoare la grupurile financiare care au plasat aceste împrumuturi. Această lipsă am suplinit-o prin apelul la prospectele de subscriere ale împrumuturilor, publicate în *Monitorul Oficial*. În urma consultării acestor surse, se desprind următoarele concluzii:

- majoritatea împrumuturilor de stat, în perioada cuprinsă între Unirea Principatelor și primul război mondial, au fost contractate în străinătate
- dacă primele împrumuturi au fost plasate pe piața de capital londoneză, odată cu anii 70 ai secolului al XIX-lea, locul Londrei este luat de Berlin, iar *Berliner Börse* devine principala piață pentru rentele de stat românești
- grupul bancar *Disconto Gesellschaft-Bleichröder* a exercitat un virtual monopol asupra intermediarii împrumuturilor externe românești; a existat un singur caz în care nu s-a apelat la serviciile acestui grup – împrumutul de 50 de milioane de lei din 1889, intermediat de un consorțiu de bănci germane conduse de *Deutsche Bank* și *Dresdner Bank*.
- rentele de stat românești se tranzacționau și pe alte burse europene decât cea din Berlin, cum ar fi cele din: Paris, Amsterdam, Bruxelles, Anvers etc.; ele au ajuns pe aceste burse în mod indirect, prin intermediul unor bănci locale asociate cu grupul *Disconto*; una din băncile asociate importante era, de exemplu, celebra *Banque de Paris et de Pays-Bas*, probabil cea mai puternică bancă de investiții a vremii

Subcapitolul dedicat împrumuturilor municipale trece în revistă principalele emisiuni de obligațiuni ale orașelor din Vechiul Regat. Trebuie menționat faptul că toate

aceste obligațiuni erau listate la bursă. După știința noastră, această problemă nu a intrat deloc în atenția istoricilor până acum. Și în acest caz, principala noastră sursă de informație au constituit-o prospectele de subscriere publicate în Monitorul Oficial. Am găsit unele informații relevante și în revista *Bursa*, o revistă de specialitate cu profil economic care apărea în această perioadă.

În intervalul vizat (1882-1914), au fost emise împrumuturi municipale în valoare de aproximativ 300 de milioane de lei (vorbim de împrumuturile obligatate listate pe bursă), din care aproximativ 250 de milioane reprezintă împrumuturile orașului București. Alte orașe emitente au fost Iași, Craiova, Brăila, Ploiești, Botoșani, Buzău sau Turnu-Severin. Doar Bucureștiul și Iașiul au apelat la piețele externe, restul orașelor împrumutându-se exclusiv de pe piața internă. Dacă Bucureștiul a apelat la băncile germane pentru plasarea împrumuturilor sale externe (grupul *Disconto-Bleichröder*, *Dresdner Bank*, sau consorțiul compus din *Deutsche Bank*, *Bank für Handel und Industrie* și *Berliner Handels Gesellschaft* etc.), Iașiul a încredințat această sarcină unui consorțiu româno-belgian din care făcea parte *Marmorosch Blank & CO*, din partea română, respectiv *Banque de Bruxelles*, *Banque Internationale de Bruxelles* și *Banque Centrale Anversoise*, din partea belgiană.

Un alt subcapitol este dedicat *scrisurilor funciare*. Aceste titluri au reprezentat cele mai lichide valori tranzacționate la Bursa din București în această perioadă, asigurând aproximativ o treime din rulajul anual al acesteia. Subcapitolul cuprinde și informații despre societățile de credit funciar, instituții mutuale organizate după modelul *Landschaften*-urilor din spațiul german. Este detaliat și mecanismul, extrem de ingenios, prin care se emiteau aceste titluri.

Tot în capitolul al treilea este tratată problema obligațiunilor emise de Creditul Județean și Comunal, principalul finanțator al autorităților regionale și locale înainte de primul război mondial.

Ultimul subcapitol este dedicat obligațiunilor emise de societățile private, dintre care menționăm cele ale *Societății de basalt artificial*, *Societății pentru construirea de locuințe eftine*, *Societății Steaua Română* sau ale *Casei Rurale*.

Capitolul al patrulea trece în revistă valorile cu venit fix (acțiuni) listate la bursa bucureșteană în perioada 1882-1914. În debutul capitolului este prezentată evoluția

numărului de societăți și a capitalizării bursei în acest interval. Următoarele subcapitole oferă informații despre principalii emitenți, grupați în funcție de sectorul de activitate: societăți de asigurare, bancare, petroliere, și industriale (în speță societățile care activau în industria lemnului). Am încercat să oferim o privire comparativă asupra acestor companii, din perspectiva lichidității lor, a mărimii capitalului social, al nivelului activelor și al profitului, a cifrei de afaceri etc. În unele cazuri, cum este cel al companiilor petroliere sau al unor bănci, am analizat și rolul acestor societăți în ansamblul economiei naționale. O importanță deosebită a fost acordată componenteii acționariatului societăților, respectiv problemei provenienței capitalului investit. Printre acționari am găsit importante personaje politice din Vechiul Regat, precum P. S. Aurelian, T. Maiorescu, Al. Marghiloman, E. Costinescu, I. G. Cantacuzino, C. Olănescu, B. M. Missir etc.

Ultimul capitol este cel dedicat concluziilor, în care am reluat sub o formă succintă o serie de probleme dezbătute pe larg în lucrare. Totdată, în acest capitol am încercat să răspund întrebării referitoare la rolul jucat de Bursa din București în contextul mai larg al economiei naționale. Meritul principal al bursei bucureștene, în opinia noastră, este acela de a fi oferit o piață permanentă pentru *scrisurile funciare*, ceea ce a permis societăților de credit funciar să emită titluri la o valoare apropiată de cea nominală. În felul acesta, s-a asigurat finanțarea pe termen lung a marilor proprietari rurali (băncile ofereau doar credite pe termen scurt), ceea ce a dus la o îmbunătățire, fie ea și marginală, a productivității agriculturii. De asemenea, prin intermediul societăților de credit funciar urban, s-au finanțat diverse inițiative industriale și edilitare, și s-a mărit numărul locuințelor din mediul urban.

Cele cinci capitole ale lucrării sunt completate de anexe, care cuprind tabele cu cotațiile lunare ale celor mai lichide valori listate. Sunt consemnate prețurile aferente ultimelor tranzacții din fiecare lună. Cotațiile sunt preluate din *Cota Oficială a Bursei București*, lista oficială de prețuri a bursei bucureștene, publicată zilnic în Monitorul Oficial. Această parte a lucrării, care a consumat o mare parte din timpul acordat acestui doctorat, se constituie, după părerea mea, într-un instrument de lucru extrem de util pentru orice economist sau istoric interesat de subiect și care dorește să aprofundeze cercetarea prin efectuarea unor teste econometrice mai complexe. Aspectele care pot fi vizate sunt multiple. Analiza evoluției cotațiilor rentelor de stat, ca să dăm doar un exemplu, poate oferi un indiciu asupra imaginii pe care a avut-o Regatul Român în rândul investitorilor, străini sau români, de-a lungul acestei perioade.