



1 Octombrie 2004
www.kmarket.ro

RAPORT OBLIGATIUNI

Obligatiuni municipale

► *Unul din cele mai dinamice segmente ale pietei de capital*

SUMAR INDICATORI

Clasa	Obligatiuni municipale
Tip	Nominative, dematerializate
Emitent:	Municipalitati
Numar total emisiuni	31
Valoare totala	963,1 mld lei

Municipalitatile au contribut activ la dezvoltarea pietei de capital prin emisiunile de obligatiuni derulate in scopul finantarii unor proiecte la nivel de administratie locala. Nivelul redus al fondurilor de care dispun administratiile publice locale si imposibilitatea de majorare a taxelor locale, in scopul obtinerii unor venituri mai mari incasate de bugetele locale impun gasirea unor surse alternative de finantare pentru sustinerea proiectelor locale de investitii.

Care sunt sursele la care au acces municipalitatile pentru sustinerea proiectelor de investitii? Conform OG 45/2003 privind finantele publice locale, Art.58 (2) instrumentele datoriei publice locale la care au acces administratiile locale sunt: titlurile de valoare si imprumuturile de la banci sau alte institutii de credit. Prin datoria publica locala se intelege, conform aceluasi act normativ, obligatia generala care trebuie rambursata, conform acordurilor incheiate, din veniturile proprii ale unitatii administrativ-teritoriale.

Ce surse ar fi mai avantajoase pentru municipalitati, din punct de vedere al costurilor, termene de rambursare, usurinta in obtinerea finantarii? Dintre sursele prezentate mai sus, surse la care au acces administratiile locale, putem spune ca imprumuturile obligatare sunt mai avantajoase atat din punct de vedere al costurilor cat si al perioadei de rambursare comparativ cu imprumuturile bancare.

Pana in prezent 35 municipalitati au apelat la emisiuni de obligatiuni iar valoarea totala a acestor imprumuturi se apropie de 1.000 mld lei. Acest lucru demonstreaza ca aceste instrumente sunt considerate de catre emitenti un mod eficient de finantare a proiectelor de investitii iar de catre investitori un instrument care ofera dobanzi superioare celor existente pe piata bancara si cu un grad de risc scazut in comparatie cu actiunile de pe bursa.

Municipalitatile s-au imprumutat pe termene cuprinse intre un an si jumătate si sase ani. Faptul ca atat emisiunile de obligatiuni pe termen scurt (1,5–2 ani) cat si cele pe termen lung (5 –6 ani) s-au bucurat de acelasi succes arata increderea tot mai mare a publicului in astfel de plasamente.

Unele administratii locale sunt mai conservatoare si accepta mai greu instrumente "moderne" de finantare, inasa din fericire tendinta nu este generala. Unele administratii, precum Predeal, Sebes, Oradea, Bacau, Alba Iulia, Deva sau Cluj Napoca au derulat pana in prezent doua sau chiar trei emisiuni de obligatiuni.

Valoarea fondurilor atrase de municipalitati se apropie de 1.000 mld lei.

Analist: Iulia Trapieł



Telefon: 305.5177, 305.5178
E-mail: office@intercapital.ro
Web: <http://www.intercapital.ro>

**Prezentare emisiuni**

Data emisiune	Emitent	Valoare emisiune (mld lei)	Maturitate (ani)	Rata dobanzii	Simbol Tranz.	Cupon curent
Oct-01	Predeal	5,0	1,5	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+3,0\%$	PRD03	Scadente
Oct-01	Mangalia	10,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	MNG03	Scadente
Iun-02	Zalau	10,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	ZAL04	Scadente
Iul-02	Alba Iulia	16,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	ALB04	Scadente
Aug-02	Breaza	3,0	2,0	Rata dob. referinta a BNR 1M	-	Scadente
Aug-02	Cluj Napoca I	25,0	1,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	CLJ03	Scadente
Oct-02	Predeal II	7,5	3,5	$[(BUBID6M+BUBOR6M)/2]+2,0\%$	PRD06	21,00%
Dec-02	Sebes I	10,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	SEB04	20,00%
Dec-02	Targu-Mures I	20,0	2,5	$[(BUBID6M+BUBOR6M)/2]+2,0\%$	TGM05	20,00%
Dec-02	Bacau I	35,0	2,5	$[(BUBID6M+BUBOR6M)/2]+2,0\%$	BAC05	21,00%
Mar-03	Slobozia	15,0	2,0	$[(BUBID6M+BUBOR6M)/2]+2,0\%$	SLB05	21,00%
Mai-03	Oradea	100,0	3,0	$[BUBID3M+BUBOR3M/2]+0,98\%$	ORD06	18,98%
Iul-03	Aiud	5,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	AIU05	21,00%
Iul-03	Bistrita	15,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+1,7\%$	BIS05	19,70%
Iul-03	Timisoara	100,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+1,8\%$	TIM05	19,80%
Aug-03	Arad	65,0	3,0	14,0% (rata fixa)	ARA06	14,00%
Aug-03	Giurgiu	12,0	2,0	$[(BUBID6M+BUBOR6M)/2]+1,5\%$	GRG05	19,50%
Sep-03	Campulung Muscel	10,0	2,5	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+1,5\%$	CLM05	19,50%
Sep-03	Deva I	58,0	5,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	DEV08	21,00%
Oct-03	Alba Iulia II	24,0	3,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	ALB06	21,00%
Noi-03	Lugoj	6,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	LGJ05	21,00%
Noi-03	Consiliul Jud. Arad	25,0	2,5	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	-	N/A
Dec-03	Cluj-Napoca II	30,0	1,5	$[(BUBID+BUBOR)/2]+1,5\%$	-	19,74%
Feb-04	Targu Ocna	5,0	2,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	-	21%
Feb-04	Targu-Mures II	30,0	2,5	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	TGM06	21,00%
Apr-04	Cluj Napoca III	18,5	1,5	$(BUBID+BUBOR)/2+1,5\%$	-	19,56%
Apr-04	Sebes II	15,0	3,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+2,0\%$	-	20,00%
Iun-04	Oradea II	150,0	6,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)/2]+3,0\%$	-	21,00%
Iun-04	Bacau II	89,5	4,0	$[(BUBID6M+BUBOR6M)/2]+3,0\%$	-	21,00%
Iul-04	Sacele	30,0	3,0	$[(BUBID3M+BUBOR3M)]/2+1,0\%$	-	19,00%
Oct-04	Deva II*	19,6	3,0	$[(BUBID6M+BUBOR6M)]/2+2,0\%$	-	19,00%

* Emisiunea se va derula in perioada 7—20 octombrie

► **Randament obligatiuni**

Obligatiunile se incadreaza din punct de vedere al randamentului oferit intre plasamentele efectuate pe piata monetara (titluri de stat, depozite bancare) si cele de pe piata de capital (investitii in actiuni la bursa); pe piata romana randamentul obligatiunilor municipale este in general cel mai mare randament ce poate fi obtinut de pe urma instrumentelor cu venit fix accesibile publicului larg.

Formula de calcul a dobanzii obligatiunilor municipale oferita de majoritatea emisiunilor derulate pana in prezent include media aritmetica a dobanzilor interbancare pe termen de trei sau sase luni la care se adauga de obicei o prima de risc, intre 1-2 puncte procentuale. Diferentele care apar intre aceste obligatiuni stau la nivelul primei de risc bonificata peste media dobanzilor pe piata interbancara.

Un exemplu de calcul al ratei dobanzii la o emisiune de obligatiuni municipale arata astfel:

$$\text{Rata anuală dobândă} = \left(\frac{BUBID3M + BUBOR3M}{2} \right) + 2\%$$

Dobanda bonificata de obligatiuni este legata de ratele dobanzilor interbancare BUBID si BUBOR; in functie de emisiune se iau in calcul ratele la 3 sau la 6 luni, ceea ce duce la diferente de randament. Apare necesitatea studierii evolutiei istorice a ratelor BUBID si BUBOR la termenele cel mai des utilizate in calculul cuponului obligatiunilor municipale, la 3 respectiv 6 luni.

Dobanda obligatiunilor municipale este variabila si se calculeaza in functie de ratele BUBID, BUBOR la 3 sau 6 luni. Singura emisiune cu dobanda fixa apartine municipiului Arad (14%/an).

Data	BUBID 3M	BUBID 6M	BUBOR 3M	BUBOR 6M
<i>Rate anuale ale dobanzii la sfarsit de luna (%)</i>				
ian 04	18,13	16,78	22,38	21,19
feb 04	18,25	17,06	22,50	21,25
mar 04	18,22	17,13	22,50	21,25
apr 04	18,34	17,38	22,50	21,28
mai 04	18,22	17,25	22,38	21,28
iun 04	18,09	17,13	21,38	20,21
iul 04	17,59	16,34	20,25	19,78
aug 04	17,16	15,97	19,31	18,91
sep 04	16,91	15,69	19,00	18,61

Se observa o diferenta cuprinsa intre 0,5-1 puncte procentuale in favoarea ratelor BUBID, BUBOR la 3 luni. Acest efect este inasa compensat de recalcularea trimestriala a ratei de dobanda, care pe o piata in care dobanzile scad asigura investitorilor dobanzi mari pe perioade mai scurte (3 luni) fata de emisiunile unde recalcularea se face semestrial.

Un alt element ce diferentiaza emisiunile de obligatiuni municipale il reprezinta intervalele de timp la care se platesc cupoanele. Termenele utilizate sunt la 3 luni (trimestrial) sau la 6 luni (semestrial). Cum influenteza inasa acest fapt randamentele oferite investitorilor? Pe termen scurt sunt avantajati investitorii care primesc cupoanele semi-anual deoarece se observa o intarziere in manifestarea efectului scaderii dobanzilor de pe piata interban-



care este mai mare decât cea a cupoanelor semestriale față de cele trimestriale.

După ce am stabilit care ar fi cele mai atractive emisiuni de obligațiuni din punct de vedere al rentabilității oferite, trebuie văzut și ce alte alternative de plasament oferă piața, în condiții de risc asemănătoare.

Obligațiunile municipale oferă randamente superioare titlurilor de stat și depozitelor bancare.

Indicator	Rata anuală dobândă
Obligațiuni municipale	18,98 - 21,00%
CertIFICATE DE TREZORERIE PT POPULAȚIE (EMISE PE 6 LUNI)	15,00%
Titluri de stat cu dobândă (la 3 ani)	12,89%
Titluri de stat cu dobândă (la 2 ani)	13,95%
Rata dobânzii depozite BCR (1 an, plată la scadență)	15,00%
Rata dobânzii depozite BRD (1 an, plată la scadență)	14,75%

Investitorii în obligațiunile municipale câștigă la acest moment în jur de 5 sau 6 procente peste rata anuală a dobânzii oferită de bănci la depozite sau de Ministerul de Finanțe la titlurile de stat. Este normal că la un risc asumat mai mare și câștigul să fie mai mare, însă randamentele obligațiunilor emise de municipalități sunt atrăgătoare, ținând cont de riscurile, totuși, destul de reduse.

Obligațiunile municipale asigură randamente mai mari decât randamentele majorității emisiunilor de obligațiuni corporative; diferența față de randamentul obligațiunilor bancare (Raiffeisen Bank, BRD) este de 1-2 puncte procentuale în favoarea celor municipale, în ideea că pe piața românească riscurile emitentilor bancari sunt puțin mai mici decât cele ale administrațiilor publice locale.

Conjunctura actuală de pe piețele valutare asigură emisiunilor municipale (cu randamente exprimate în lei) randamente mult mai bune decât cele ale emisiunilor în valută (TBI Leasing, Impact, BCR Leasing).

Situația este puțin anormală: în teorie randamentele obligațiunilor corporative sunt mai mari decât cele ale obligațiunilor municipale, datorită riscurilor asociate fiecărei clase de obligațiuni. În țara noastră, însă, datorită condițiilor economice, politice și sociale, putem considera că riscurile unora din emitentii corporativi de obligațiuni (în special cei bancari) sunt puțin mai mici decât cele ale administrațiilor locale.

► **Riscuri**

Considerăm că riscurile de neplată ale emisiunilor municipale de obligațiuni nu sunt foarte mari, dar acestea nu sunt chiar neglijabile. Anticipăm chiar o situație de *default* (incapacitate de plată) pentru cel puțin o emisiune de obligațiuni municipale în următorii 3-5 ani.

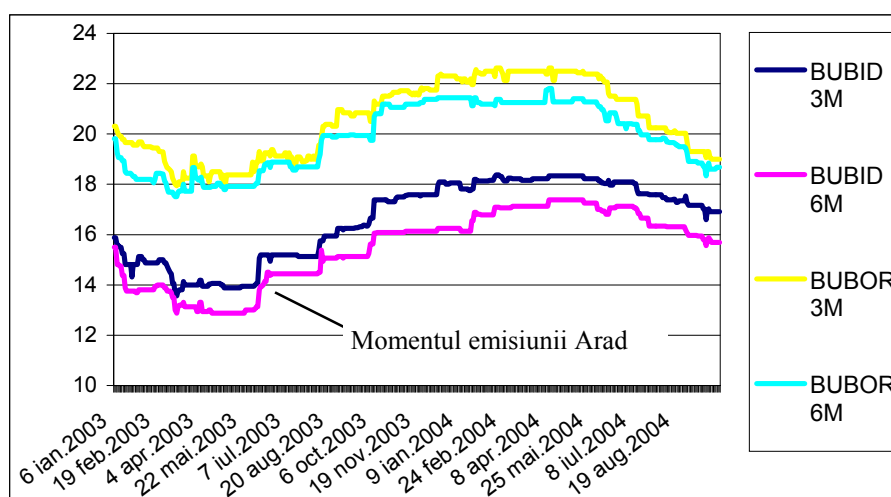
Plata principalului și a dobânzilor în cazul obligațiunilor municipale este garantată de administrațiile publice locale, prin întreaga lor putere fiscală și de impozitare (mai exact: cu veniturile viitoare din impozitele locale încasate).. Trebuie reținut faptul că datoria publică locală, din care face parte și emisiunea de obligațiuni, nu reprezintă o obligație de plată sau o răspundere a Guvernului, statului român sau administrației publice centrale.

Riscul de neplata este in general redus in cazul obligatiunilor municipale.

Emitentul se angajeaza sa plateasca toate obligatiile ce-i revin conform prospectului de emisiune din veniturile proprii, exceptand finantarile de la bugetul de stat. Majoritatea emisiunilor de obligatiuni sunt garantate conform unui Acord de Garantare, incheiat intre emitent si imprumutatori si sunt inregistrate in Arhiva Electronica a Garantiilor Reale Mobiliare. Acordul de Garantare se aplica cu prioritate fata de orice alte revendicari ale unor tertii catre administratia locala emitenta. Din aceste motive obligatiunile municipale sunt considerate instrumente de investire cu risc scazut fata de alte instrumente de investitie pe piata de capital.

Riscul de rata a dobanzii este determinat de volatilitatea ratelor de dobanda si de randament pe piata financiara a Romaniei. Faptul ca evolutia dobanzilor este greu de previzionat este demonstrat de singura emisiune de obligatiuni cu dobanda fixa emisa pana acum pe piata romaneasca. Municipiul Arad a emis in iulie 2003 obligatiuni cu dobanda fixa de 14%. In perspectiva scaderii accentuate a dobanzilor pe piata interbancara obligatiunile au parut atunci atractive. In prezent rata dobanzii pe piata interbancara este putin-mai mare decat in urma cu un an.

Evolutia ratelor interbancare BUBID si BUBOR la 3 si 6 luni in perioada ianuarie 2003—septembrie 2004 se poate vedea in graficul de mai jos.



► Piata secundara si tranzactionare

Din 25 emisiuni de obligatiuni aflate in derulare 16 sunt listate si se tranzactioneaza utilizand sistemele electronice ale Bursei de Valori Bucuresti. Nu exista emisiuni de obligatiuni listate la Bursa Electronica Rasdaq.

Obligatiunile sunt admise de drept la cota bursei, si nu trec prin procedura de admitere a Comisiei de Inscrisere la Cota a Bursei de Valori. Pana in aprilie anul acesta emitentii de obligatiuni municipale trebuiau sa respecte anumite cerinte de inregistrare impuse de Bursa de Valori Bucuresti pentru inscrierea la cota. Incepand din luna mai inasa, Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare a hotarat ca obligatiunile si alte instrumente de natura acestora, emise de catre autoritati ale administratiei publice locale sa poata fi admise de drept la cota Bursei de Valori Bucuresti prin simpla depunere a prospectului de oferta autorizat de CNVM.

Cresterea lichiditatii obligatiunilor este conditionata de majorarea maturitatii



emisiunilor spre si peste termene de 10 ani dublata de marirea fondurilor imprumutate si de aparitia investitorilor insitutionali, precum fondurile de pensii care vor trebui sa isi rebalanseze din timp in timp portofoliile.

Valoarea tranzactiilor cu obligatiuni in perioada ianuarie 2003 - august 2004 a fost de 1.737,5 mld lei, din care ponderea tranzactiilor cu obligatiuni municipale este de 10,83% (188,2 mld lei), iar restul reprezinta tranzactiile efectuate cu obligatiuni corporative (1.549,3 mld lei). Aceasta situatie este explicabila, tinand cont ca valoarea fondurilor atrase de municipalitati este sub cea atrasa de corporatii si ca obligatiunile municipale ofera randamente superioare obligatiunilor corporative, investitorii preferand sa le pastreze pana la maturitate. Anexa 2 a prezentului raport curpinde tranzactiile cu obligatiunile inregistrate la Bursa de Valori Bucuresti.

Piata secundara este de dimensiuni foarte reduse. Datorita randamentului oferit si maturitatii scurte, tranzactiile la BVB cu obligatiunile municipale sunt sporadice.

► **Concluzii**

Piata romaneasca de obligatiuni municipale a inceput in anul 2001, primele emisiuni de acest fel apartinand municipalitatilor Mangalia si Predeal.

Obligatiunile municipale reprezinta instrumente avantajoase atat din perspectiva investitorilor dar si a emitentilor. Astfel pentru administratiile publice locale recurgerea la o astfel de finantare a proiectelor proprii se traduce in obtinerea unor costuri inferioare creditelor bancare, o mai buna monitorizare a surselor obtinute (raportari periodice privind plata dobanzilor si a principalului, a utilizarii fondurilor obtinute) ceea ce sporeste increderea investitorilor in astfel de instrumente.

Este de asteptat ca in viitorul apropiat numarul de emitenti de obligatiuni municipale sa creasca, inasa cu o rata mai redusa decat cea de crestere a emisiunilor, tinand cont ca unele municipalitati au revint la aceasta modalitate de finantare, deruland pana in prezent doua sau chiar trei emisiuni de obligatiuni.

Cea mai noua aparitie pe piata apartine municipiului Deva. Acesta lanseaza in perioada 7-20 octombrie a doua emisiune de obligatiuni, in valoare de 19,6 mld lei. Valoarea nominala a unei obligatiuni va fi de 1 milion de lei, iar dobanda platita se va calcula ca media aritmetica a dobanzilor interbancare BUBID si BUBOR la 6 luni, la care se va adauga o prima de risc de 2 puncte procentuale. Dobanda aferenta primei perioade de plata este de 19% pe an.

**Anexa 1: Interviu cu Dl. Viorel Udma, Presedinte VMB Partners.**

VMB Partners (<http://www.vmbpartners.ro>) este o societate de consultanta financiara ce actioneaza in calitate de consultant pentru majoritatea emisiunilor de obligatiuni municipale din tara noastra.

Kmarket.ro: *Care au fost motivele pentru care emisiunile de obligatiuni municipale au debutat asa tarziu in tara noastra? Care au fost reactiile, abordarile si eventualele obiectii la finantarea prin obligatiuni ale primilor emitenti municipali de asemenea instrumente?*

VMB Partners: Legea care a descentralizat finantele autoritatilor locale si a permis aparitia obligatiunilor municipale s-a aplicat abia cu incepere din 1 ianuarie 1999. Dupa aceasta data structura bugetelor locale s-a schimbat semnificativ, urmatorii doi ani fiind ani de tranzitie. Pentru o analiza a starii finantelor locale, absolut necesara in vederea emiterii de obligatiuni, a fost nevoie de raportari financiare similare pe o perioada de 2-3 ani. 2001 a fost anul in care au existat aceste raportari plecand de la aceeasi baza, cea stipulata de legea finantelor publice locale aplicata incepand din 1999. Emitentii au fost inca de la inceput foarte deschisi in abordarea finantarii prin obligatiuni. In acei ani creditele bancare pentru autoritati locale erau dificil de obtinut, pentru marea majoritate solicitandu-se garantii imobiliare, dificil sau imposibil de acordat de catre municipalitati. Obligatiunile au mers pe calea logica a garantarii imprumutului cu executia bugetara si au prezentat avantajul major al unei dobanzi mai reduse decat cea bancara si calculata in mod transparent.

Kmarket.ro: *Cum apreciati dimensiunea si caracteristicile pietei obligatiunilor municipale din tara noastra la acest moment, in comparatie cu pietele similare din alte tari ale Europei Centrale si de Est?*

VMB Partners: Dupa trei ani de la primele emisiuni, Mangalia si Predeal in octombrie 2001, piata obligatiunilor municipale este in plina crestere. Fata de alte tari est-europene avem avantajul numarului emisiunilor vandute prin oferta publica. In Polonia si Bulgaria, de exemplu, majoritatea emisiunilor de obligatiuni municipale sunt vandute prin plasament privat. Astazi Romania este din punctul de vedere al transparentei ofertelor un model pentru Europa Centrala. Experienta noastra este utilizata de unul dintre programele USAID ca model pentru dezvoltarea pietei obligatiunilor municipale in Bulgaria.

Kmarket.ro: *Care considerati ca sunt motivele lichiditatii reduse a obligatiunilor la bursa de valori si care sunt perspectivele de imbunatatire a lichiditatii pe viitor?*

VMB Partners: Investitorii care cumpara obligatiuni municipale pe piata primara le pastreaza in portofoliu pana la maturitate. Motivele sunt diverse: randamentul este semnificativ mai bun decat cel oferit de alte instrumente cu venit fix iar maturitatea nu este foarte mare, nedepasind 5-6 ani. Lichiditatea va creste odata cu aparitia investitorilor care trebuie sa-si rebalanseze din timp in timp portofoliile - ma refer aici in primul rand la fondurile de pensii - si odata cu majorarea maturitatii spre si peste 10 ani dublata de marirea valorii emisiunilor.

Kmarket.ro: *Care sunt perspectivele obligatiunilor municipale in tara noastra in urmatorii ani? (numar de emitenti, valoare a emisiunilor, parametri). Cum vedeti piata obligatiunilor din Romania peste 5 ani de zile?*

VMB Partners: Numarul emitentilor va creste, inasa cu o rata mai redusa



decat cea de crestere a emisiunilor. Cu alte cuvinte vom avea un grup de emitenti care vor reveni periodic pentru a se finanta prin piata de capital. Elementul cel mai important din evolutia obligatiunilor in urmatorii ani este majorarea maturitatii peste valoarea de 10 ani. Tendinte secundare, deja observabile, sunt trecerea treptata catre emisiuni in euro cu dobanda fixa. Pe un orizont de 5 ani probabil ca se vor trece si prin etape mai dureroase, dar firesti in dezvoltarea unei pietee, de genul unui default.

Kmarket.ro: *Puteti estima evolutia randamentului acestor instrumente in comparatie cu dobanzile depozitelor bancare?*

VMB Partners: Logic ar fi ca randamentele obligatiunilor municipale sa se mentina constant intre dobanzile depozitelor bancare si dobanzile solicitate de pentru creditele bancare, asadar obligatiunile vor continua sa aduca un randament superior depozitelor bancare.

Kmarket.ro: *Care sunt, in opinia Dumneavoastra, elementele care pot favoriza dezvoltarea pietei primare si secundare a obligatiunilor in Romania?*

VMB Partners: Orice piata este formata din doi actori principali: ofertanti si cumparatori. Pe masura ce autoritatile locale se vor dezvolta din punct de vedere financiar si conditiile economice vor permite, emisiunile de obligatiuni municipale vor creste in valoare si maturitate. Insa un element mai important pentru dezvoltarea pietei obligatiunilor este existenta investitorilor puternici si cu orizont de investitie pe termen lung, de tipul fondurilor private de pensii. Fara aparitia acestor investitori nationali puternici piata de capital romaneasca va suferi o plafonare.

Acest raport este realizat de Intercapital Invest SA (<http://www.intercapital.ro>), societate de servicii de investitii financiare membra a Bursei de Valori Bucuresti. Preluarea informatiilor din acest raport este permisa si gratuita cu conditia obligatorie a prezentarii Intercapital Invest drept sursa a informatiilor preluate. Pentru informatii suplimentare despre investitiile in valori mobiliare va invitam sa vizitati Pagina Pietei de Capital din Romania—<http://www.kmarket.ro>, sau sa ne scrieti la adresa info@kmarket.ro.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de catre fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize. Intercapital Invest si angajatii sai pot detine valori mobiliare prezentate in acest raport si/sau avea raporturi contractuale cu emitentii prezentati in raport. Este recomandabil ca o decizie de investire sa fie luata dupa consultarea mai multor surse de informare diferite. Investitorii sunt anuntati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori. Faptele, informatiile, graficele si datele prezentate au fost obtinute din surse considerate de incredere, dar corectitudinea si completitudinea lor nu poate fi garantata. Intercapital Invest SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma nici un fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii.

Prin acest raport Intercapital Invest si angajatii sai exprima opinii numai asupra valorilor mobiliare prezentate si a parametrilor acestora pentru investitori, si nu asupra eficientei activitatii emitentilor valorilor mobiliare prezentate. Intercapital Invest si angajatii sai nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti, sau pentru efectele netransmiterii de catre emitenti a informatiilor solicitate acestora.

Anexa 2: Tranzactii efectuate cu obligatiuni municipale la Bursa de Valori Bucuresti (numai emisiuni aflate in derulare in prezent):

Alba Iulia II		Simbol BVB: ALB06	
01/06/04	100,00	320	294.160.000
02/06/04	100,00	320	294.687.999
Bacau I		Simbol BVB: BAC05	
23/05/03	100,00	10.135	8.130.972.640
17/10/03	100,00	50	42.890.000
06/08/04	100,00	20	8.382.667
Bistrita		Simbol BVB: BIS05	
02/06/04	100,00	67	40.490.780
Deva I		Simbol BVB: DEV08	
05/09/03	100,00	58.000	58.000.000.000
15/04/04	100,00	50	44.947.500
08/07/04	102,00	500	481.550.000
06/08/04	100,50	1	915.000
31/08/04	100,00	100	92.257.500
02/09/04	100,00	50	46.233.750
Lugoj		Simbol BVB: LGJ05	
02/09/04	100,50	200	103.008.333
Oradea I		Simbol BVB: ORD06	
25/11/03	100,00	174	174.772.560
13/02/04	100,00	982	980.909.980
17/02/04	100,00	813	813.000.000
27/02/04	100,00	200	201.398.666
08/03/04	100,00	300	303.496.668
16/04/04	100,00	850	880.217.024
Sebes I		Simbol BVB: SEB04	
21/03/03	100,00	12	12.234.333
26/05/04	100,00	51	12.859.084
Slobozia		Simbol BVB: SLB05	
15/04/04	100,00	500	25.575.343
Targu Mures I		Simbol BVB: TGM05	
30/05/03	100,00	3.817	3.062.251.856
26/06/03	102,05	1	832.467
07/08/03	98,02	1	813.933
29/08/03	100,00	20	16.732.889
28/05/04	100,00	10	4.011.667
08/09/04	102,50	15	6.528.000



Timisoara I		Simbol BVB: TIM05	
Data	Close	Volume	Valoare
30/06/03	100,00	100.000	100.000.000.000
07/01/04	100,00	5.000	5.129.002.750
22/03/04	100,50	2.927	1.997.761.304
15/04/04	100,50	430	297.948.926
25/06/04	100,50	2.000	1.369.047.984
28/06/04	100,50	6.000	4.109.538.344
14/09/04	101,50	269	183.163.171
20/09/04	101,60	120	82.542.846
24/09/04	101,70	200	138.235.279