

## ROLUL DIFERIȚILOR FACTORI ÎN ANALIZA ACȚIUNILOR CE DETERMINĂ SUBIECTIVISMUL REZULTATELOR

*Aliona CHETRARU*

*Catedra Finanțe și Bănci*

In this article the author examined the situations when during the estimation procedures of actions it is possible to influence subjectively the estimation result. The actions price is a variable determined by a series of factors by the agency of at least three methods of analysis. So at different steps of the analysis the estimator taking into consideration the accumulated knowledge, his experience, the legislation and norms of this field, the own interests or the client (interests) may diminish or to increase the estimation result, being the reason which may influence the overestimation or underestimation of the titles.

Problema evaluării diferitelor valori fizice sau morale a fost examinată în multiple doctrine de-a lungul secolelor. Un aspect aparte revine însă estimării valorilor mobiliare către începutul secolului XX, ca rezultat al intensificării circulației valorilor mobiliare pe arena internațională și importanței acestora în cadrul operațiunilor de finanțare a activității societăților emitente, pe de o parte, și de investire a mijloacelor temporar libere în scopul valorificării acestora, pe de altă parte.

Primele recomandări practice privind estimarea valorilor mobiliare au fost prezentate în 1934 în cartea „Security analysis” (autori Benjamin Graham și David Dodd), care ulterior a fost editată în cinci ediții, fiecare fiind completată cu studii și experiențe ale marilor economiști în domeniu: Siney Cottle, Frank E. Block, Roger F. Murray, Martin Leybovich. Rolul economic al evaluării titlurilor financiare, ce recurge din necesitatea determinării pe piață a titlurilor supraevaluate sau subestimate, a fost descris în cursul de lecții „Investiții” al economistului american Benjamin Graham în anul 1929, ținut în cadrul Universității din Columbia. Importanța practică a acestui curs a și determinat autorii să editeze cartea „Security analysis” (prima ediție).

De la începutul secolului XX și până în prezent au evoluat atât instrumentele financiare de investire individuală și colectivă, tehnicile de analiză a eficienței plasării mijloacelor temporar libere, cât și mentalitatea participanților pieței – investitorilor și emitenților.

Până în anii '30 ai sec. XX decizia de investire era argumentată prin intermediul datelor statistice publicate de birourile de statistică sau departamentele de statistică din cadrul organizațiilor financiare ce caracterizau activitatea emitentului și potențialul industrial al acestuia, în timp ce ulterior au început a fi puse accente asupra determinării gradului de eficiență a plasării mijloacelor financiare reieșind din valoarea viitoare a fluxurilor financiare ce revin investiției inițiale. Aceste procese au determinat apariția în uzanța economică a astfel de noțiuni ca valoare viitoare a banilor, rate de capitalizare și actualizare, multiplicatori financiari, fluxuri financiare viitoare etc.

Analiza valorilor mobiliare, în general, și estimarea acțiunilor, în particular, sunt procese ce rezultă din necesitatea valorificării mijloacelor temporar libere cu un grad maxim admisibil al riscurilor aferente și al profitului scontat. Aceste procese implică desfășurarea unei analize ample a influenței factorilor obiectivi și subiectivi asupra prețului acțiunilor și atractivității investiționale a acestora.

La baza tehnicilor de evaluare stau modelele matematico-statistice de estimare a valorilor titlurilor financiare, a situației în sectorul propus pentru investire sau situația macroeconomică a țării sau a regiunii.

Indiferent de nivelul de analiză (la nivel de companie, sectorial sau macroeconomic) sau modelele de evaluare (modelul top-down, probabilistic, econometric, al indicatorilor financiari etc.), rezultatele sunt examinate de evaluatori și în dependență de multitudinea factorilor influenți, fiind expuse opinii privind valoarea estimativă a titlurilor.

La momentul actual, operațiunile de estimare a valorilor mobiliare și a activelor ce se referă la ele reprezintă unul dintre genurile licențiate de activitate în Republica Moldova, licența fiind eliberată de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare. Întru asigurarea desfășurării unei analize ample a titlurilor propuse și utilizării tehnicilor performante în domeniu, precum și protejării investitorilor și deținătorilor de pachete de acțiuni de influențele evaluatorilor asupra rezultatelor analizei, CNVM a determinat valoarea capitalului minim propriu al companiilor de estimare în sumă de 100 mii lei.

Acest gen de activitate este practicat în Republica Moldova de 5 companii, numărul redus al acestora fiind determinat de o serie de factori, ca: nivelul sporit al capitalului normativ propriu, limitarea arealului de acțiune a licenței (doar estimarea acțiunilor), controlul excesiv al organelor de reglementare a procedurilor de estimare, lipsa recomandărilor practice la nivel regulatoriu privind calculul diferitelor rate (ratele de capitalizare și actualizare), impunerea utilizării anumitor tehnici ce nu se regăsesc în practica altor state (primele de control) etc.

Mai mult ca atât, acest gen de activitate a constituit până nu demult unul dintre genurile exclusive de activitate profesionistă pe piața de capital din Republica Moldova; astfel, activitatea de bază nu putea include evaluarea imobilului la cererea solicitantului, evaluarea cotelor-părți pentru SRL-uri, evaluarea proprietății intelectuale etc.

Una dintre obiecțiile de bază înaintate față de estimatorii de valori mobiliare atât de către organele de stat de reglementare și control, cât și, uneori, de către solicitanții estimării este necorespunderea prețului estimat cu cel „dorit” sau solicitat. Anume această latură a problemei privind estimarea valorilor mobiliare, cât și multiplele neajunsuri aferente activității de estimare determină nivelul înalt al laturii subiective în efectuarea calculelor (utilizarea diferitelor tehnici) și în prezentarea rezultatelor.

Valorile mobiliare, acțiunile în particular, dispun de preț de piață stabilit în cadrul burselor de valori prin confruntarea cererii și ofertei de capital, deși acesta este influențat, direct sau indirect, și de potențialul economic al țării, al sectorului în care activează compania, de indicatorii activității economico-financiare a emitentului etc.

Vorbind despre gradul de subiectivism al rezultatelor analizei acțiunilor, este de menționat că fiecare evaluator, în virtutea funcției și cunoștințelor acumulate în domeniul evaluării diferitelor active, va determina prețul estimativ și va întocmi o serie de note explicative privind tehnicile de calcul utilizate și argumentările de rigoare. În ce privește aspectul evaluării acțiunilor în Republica Moldova, evaluatorii se confruntă cu următoarea dilemă: deținătorul de acțiuni solicită un preț cât mai înalt pentru pachetul său, atunci când investitorul ar dori să procure pachete de acțiuni la prețuri pe cât posibil mai scăzute.

Totodată, pe piață există acțiuni pentru care prețul de piață depășește mult valoarea nominală și uneori chiar cea patrimonială (de exemplu, acțiunile multor bănci comerciale). Astfel, un rezultat estimat al valorii acțiunilor ca fiind mai mic decât valoarea de piață nu ar fi reprezentativ din următoarele aspecte:

- ✓ piața asigură lichiditate acțiunilor prin tranzacționare frecventă în bursă;
- ✓ prețul de piață al acțiunilor va putea depăși valoarea patrimonială atunci când societatea emitentă înregistrează îmbunătățirea dinamicii indicatorilor de activitate, cucerește noi piețe de desfacere a producției sau de prestare a serviciilor, sporește indicatorii de eficiență și rotație a capitalului etc.;
- ✓ prețul acțiunilor include profiturile viitoare aferente activității companiei emitente și, respectiv, ale investitorului.

Pe piața autohtonă însă, titlurile menționate sunt în minoritate, majoritatea constituind acțiunile cu nivel scăzut al atractivității investiționale. Astfel, conform statisticilor anuale ale Bursei de Valori din Moldova, în tranzacții bursiere participă doar 1/3 din titlurile înregistrate în bursă (din totalul de circa 1300 acțiuni), de unde putem deduce că în majoritatea cazurilor, când există un preț de piață, acesta, de regulă, este foarte scăzut comparativ cu valoarea nominală. Valorile scăzute ale acestora sunt determinate și de specificul economiei naționale în care peste 50 la sută din PIB aparține sectorului comercial, reprezentat de societăți formate, de regulă, din până la 10 proprietari – SRL-uri, preocupați de operațiuni de cumpărare-vânzare, alte circa 20 la sută aparțin sectorului financiar și doar circa 30 la sută sunt companii antrenate în activități de producere sau de prestare a serviciilor (puțin profitabile).

În practica internațională operațiunile de analiză a valorilor mobiliare sunt practicate de departamentele financiare ale fondurilor investiționale, băncilor investiționale, companiilor de brokeraj cu scopul asigurării unei gestiuni eficiente a portofoliilor investiționale și, paralel, depistării acțiunilor subevaluate sau supraevaluate și a momentului oportun de intrare pe piață. Sursele de bază informaționale utilizate în evaluare sunt următoarele:

- ✓ datele prezentate de emitent acționarilor și presei;
- ✓ informațiile prezentate organelor de stat de reglementare și control;
- ✓ rapoartele statistice specializate cumulative furnizate agențiilor de rating și analiză a pieței;
- ✓ bazele de date specializate ce includ indicatorii activității tuturor emitenților din țară sau regiune, inclusiv diverse tipuri de rapoarte.

Astfel, valoarea estimată depinde în mod direct de spectrul informației de care dispune sau la care are acces evaluatorul. Dificile sunt situațiile în care se solicită evaluarea unei companii sau a unui pachet de acțiuni de către investitorii care nu au acces la datele companiei, ultima nedorind schimbarea structurii acționariatului.

Opinia subiectivă a evaluatorilor poate fi influențată și de gradul de acces al acestora la informațiile privind situația macroeconomică din țară sau sector. În Republica Moldova, indicatorii macroeconomici sau tendințele așteptate sunt publicate cu mult după finisarea perioadei de gestiune (uneori cu până la 3-6 luni); astfel, în momentul publicării gradul utilității și informatizării acestora este foarte scăzut.

Prin Hotărârea CNVM nr. 36/9 din 27.12.2001 privind aprobarea Regulamentului cu privire la activitatea de estimare a valorilor mobiliare și activelor ce se referă la ele, sunt stabilite doar aspectele generale ale evaluării acțiunilor.

Astfel, lipsesc recomandări practice concrete privind modul de calculare a ratei de actualizare a fluxurilor financiare viitoare aferente acțiunilor, specificându-se următoarele: „Rata actualizării se determină reieșind din gradul de risc specific economiei naționale, riscul ramurii vizate și riscul specific al emitentului. Rata actualizării reprezintă costul mediu ponderat al capitalului pentru emitent. La determinarea valorii costului mediu ponderat al capitalului se va ține cont de valoarea dobânzii la valorile mobiliare fără risc, de costul mediu al capitalului în medie pe economie și de factorii specifici de risc ai ramurii și ai emitentului respectiv”. Pe piețele de capital din alte state, tehnicile de calculare a ratelor de actualizare și capitalizare sunt menționate în regulamente și instrucțiuni aferente procedurilor de estimare. În calitate de metode de calcul pot fi utilizate tehnicile: build-up, determinarea beta-coeficientului prin CAPM, modelul de evaluare în baza arbitrajului sau multifactorial.

În practica internațională, organele de reglementare și supraveghere a piețelor de capital (de exemplu, SEC în Statele Unite ale Americii) au stabilit, de comun acord cu asociațiile evaluatorilor, standardele de determinare a ratei de actualizare, aceasta fiind suma ratei fixe a dobânzilor și a primei de risc aferente investiției. Rata fixă a dobânzilor este considerată rata dobânzii la hârtiile de valoare de stat pe termen de un an, deoarece drept alternativă a oricărei investiții pot servi investițiile în hârtiile de valoare de stat (aspectul defavorizant fiind însă nivelul scăzut al profitabilității asigurat de o lichiditate incontestabilă). Cât privește prima de risc pe piața americană, ulterior pe larg utilizată în Rusia (în baza modelului build-up), aceasta se determină ca sumă a șase categorii de risc, estimate cu maximum 5 puncte fiecare. Astfel, cunoscând rata dobânzii pentru hârtiile de valoare de stat de circa 3-4% anual și investind mijloacele într-o afacere cu nivel foarte înalt al riscurilor, putem obține o valoare a ratei de actualizare de circa 33-34% și nu de 50-60%, după cum sunt rezultatele estimărilor evaluatorilor autohtoni. Din punctul de vedere al investitorului, rata de actualizare reprezintă nivelul cerut al profitabilității investiției; deci, cu cât acesta este mai mare, cu atât investiția este mai riscantă și cu atât valoarea actuală achitată de investitor pentru titluri va fi mai redusă.

Un alt aspect al influenței subiective a evaluatorului asupra rezultatului evaluării se realizează prin intermediul primei de control, care reprezintă remunerarea achitată de doritorul de a procura pachetul de acțiuni de la deținătorul acestuia pentru spectrul drepturilor oferite de pachet (posibilitatea influențării deciziilor, ocupării posturilor de conducere în companie, monitorizarea și controlul activității companiei, inițierea diferitelor tranzacții cu activele companiei, deținerea informațiilor confidențiale etc.). Prima de control astfel concepută poate fi diferită, aceasta în funcție de mai mulți factori, ca:

- ✓ mărimea companiei și locul acesteia în sectorul de activitate;
- ✓ genul de activitate a companiei și atractivitatea acesteia în momentul estimării;
- ✓ structura acționariatului;
- ✓ dinamica indicatorilor economico-financiari ai companiei;
- ✓ acordurile de colaborare cu agenți economici de peste hotare etc.

Prin Regulamentul menționat anterior, CNVM stabilește următoarele cerințe în privința primelor de control:

*„În cazul estimării valorilor mobiliare ale emitentului, în dependență de poziția întreprinderii pe piață și de ponderea pachetului de valori mobiliare ce se intenționează de a fi tranzacționat, rezultatele estimării, obținute după utilizarea a cel puțin 2 metode, vor fi corectate cu o primă de control după cum urmează:*

*a) la tranzacționarea unui pachet de control emis de o societate nedominantă (nemonopolistă) sau a oricărui pachet care va da posibilitate deținătorului să obțină controlul – prima de control va fi stabilită în limita de 50 - 80% de la prețul estimat;*

*b) la tranzacționarea unui pachet de control emis de o societate dominantă (monopolistă) și/sau la tranzacționarea de către persoanele, care deja dețin controlul în această întreprindere, a oricărui pachet de*

valori mobiliare suplimentar pachetului deținut – prima de control va fi stabilită în limita de 80-100% de la prețul estimat”.

Aceste principii nu pot fi considerate obiective din câteva cauze:

- ✓ pachetul de control nu are mărime bine determinată prin legislație;
- ✓ pentru diverse societăți pe acțiuni pachetele de control vor asigura diverse posibilități investiționale deținătorilor acestora;
- ✓ în cazul societăților pe acțiuni în declin sau apropiate de starea de insolvabilitate, nu poate fi argumentată plata unui preț dublu pentru pachetul de control.

Este incontestabil faptul că sporirea pachetului deținut duce la creșterea primelor de control achitate de doritorul de a majora sau procura pachetul de acțiuni, însă cadrul legislativ în vigoare pe piața de capital foarte vag prezintă pragurile de control ale societății pe acțiuni. Ca rezultat, orice pachet de acțiuni supra pachetului de 75% plus 1 acțiune procurat de deținătorul pachetului majoritar va avea o valoare minimă posibilă, deoarece limita menționată asigură totalitatea drepturilor pe care le poate obține acționarul majoritar în societate, excepție fiind doar împărțirea dividendelor. Pe piața autohtonă, creșterea bunăstării personale pe baza dividendelor nu este concepută, în acest sens fiind utilizate alte metode, mult mai rapide și sigure, de obținere a „profitului” (de exemplu, vânzarea activelor societății, remunerarea administrației sau a membrilor consiliului, reparații capitale etc.). În concluzie menționăm că primele de control trebuie determinate în conformitate cu pragurile de control asigurate de pachetele de acțiuni în conformitate cu legislația în vigoare (5, 10, 25, 33, 50% etc.).

O altă cale de diminuare a prețurilor acțiunilor estimate poate fi realizată prin intermediul diminuării costurilor activelor nelucrative la moment (depozite, utilaje, strunguri, potențial uman etc.), dar care în anumite condiții ar asigura o eficiență maximă a activității companiei. Astfel, neglijarea influenței acestora asupra rezultatelor activității viitoare a companiei poate condiționa diminuarea prețului acțiunilor. Pe de altă parte, estimarea activelor neutilizate la moment în activitatea companiei și care nu prezintă interes investițional nici sub aspectul înlocuirii acestora duce la supraestimarea titlurilor. În acest context pot fi examinate și resursele naturale, financiare, umane aflate la dispoziția societății supuse estimării.

Prețul estimat al acțiunilor mai poate varia în dependență de numărul licențelor în baza cărora activează compania. Realitatea pe piața de capital este următoarea: majoritatea companiilor dispun de cel puțin 3 licențe, însă, mai des, și de toate 10. Cazuri separate sunt atunci când compania, în scopul desfășurării activității sale, utilizează pe larg licențele deținute. O bună parte însă dispun de ele pentru orice eventualitate. Deși situații pot fi diferite, în anumite circumstanțe utilizarea anumitei licențe poate influența semnificativ activitatea companiei și rezultatele sale financiare.

Libertate subiectivă de influență a prețului acțiunilor este acordată și în cadrul metodei comparative de analiză. Accentul fiind pus pe standardizarea valorilor indicatorilor analizați și a multiplicatorilor: de profit (preț/câștig), a valorii patrimoniale (preț/valoare patrimonială), a veniturilor (preț/volumul vânzărilor), a celor specifici sectoriali etc. Corectitudinea selectării companiilor comparabile din numărul total al celor analizate va determina rezultatul estimării.

În concluzie la cele expuse putem menționa următoarele:

***Evaluatorul este persoana care va determina prețul acțiunilor în funcție de accentele puse în cadrul evaluării, experiența acumulată, cunoștințele în domeniu și cadrul normativ-legal, preț ce poate varia în anumite limite, preferabil cât mai înguste, indiferent de evaluator.***

#### **Bibliografie:**

1. Legea Republicii Moldova cu privire la societățile pe acțiuni, nr.1134 din 02.04.1997.
2. Legea Republicii Moldova cu privire la piața valorilor mobiliare, nr.199-XIV din 18.11.1998.
3. Hotărârea CNVM privind aprobarea Regulamentului cu privire la activitatea de estimare a valorilor mobiliare și activelor ce se referă la ele, nr.36/9 din 27.12.2001.
4. Sharpe W. Инвестиции. - Москва: Инфра, 2003.
5. Российская экономическая академия имени Г.В. Плеханова. Рынок ценных бумаг. - Москва: Финансы и статистика, 1996.
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. - Москва: Альпина Бизнес букс, 2005.
7. Коттл С., Мюррей Р., Блок Ф. Анализ ценных бумаг. - Москва: ЗАО «Олимп Бизнес», 2000.
8. Fundamentals of business valuation, AICPA/PDI.

Prezentat la 27.02.2007