

## Cand e ieftin, cand e scump?



Una din principalele meniri ale unei pieti bursiere este sa reflecte pretul real, corect, nedistorsionat al unei valori mobiliare cotate pe respectiva piata. Utilitatea economica a masurii corecte pe care bursa o da unei actiuni si implicit emitentului respectiv este dovedita de folosirea ca principal indicator de evaluare al unei societati listate, in economiile dezvoltate, a capitalizarii bursiere.

Sistemul de evaluare pe care piata bursiera se bazeaza este unul simplu si foarte transparent. Toate informatiile relevante sunt la indemana fiecarui investitor, de la situatiile financiare pana la cotationile actiunilor, de la informatiile cu impact asupra dezvoltarii emitentului pana la declaratii ale administratorilor societatii. Practic informatia poate fi analizata de orice investitor astfel incat acesta sa isi formeze o parere despre valoarea justa a fiecarui emitent listat, iar in functie de profilul sau investitional, de orizontul de timp, de experienta si evident si de conjunctura pietei sa poata lua o decizie de investire sau dezinvestire.

Practic, pretul unei valori mobiliare ajunge sa fie stabilit in urma a sute, mii sau zeci de mii de analize investitonale care se manifesta pe piata cu mai multa sau cu mai putina forta in functie de resursele financiare ale fiecarui investitor. De aceea el ar trebui sa fie extrem de corect si greu de influentat. Din acesta perspectiva, se considera ca piata bursiera determina cu o mare acuratete si mai ales transparenta valoarea unei societati.

Oare acest model de evaluare bursiera functioneaza ireprosabil in orice conditii? As spune ca mai degraba nu, existand cel putin doua ipoteze de lucru care nu trebuie sa fie incalcate pentru ca el sa nu fie afectat. In primul rand piata trebuie sa aiba o dimensiune minimala care sa permita ca numarul celor care analizeaza o societate sa fie suficient de mare si forta lor financiara sa fie echilibrata, iar in al doilea rand este nevoie ca "rationalul" sa domine analizele investitorilor. Altcumva, pe pietele mici sau pe pietele in care trendurile se accentueza inducand emotii puternice, apar, mai ales pe termen scurt, distorsiuni mai mici sau mai mari ale cotationilor bursiere.

Pe piata romaneasca titlurile SIF cred ca exemplifica stralucit cele afirmate mai sus. De la listarea acestora in toamna anului 1999 si pana in prezent au ramas in linii mari acelasi gen de actiuni: potential ridicat de crestere determinat mai ales de o evidenta subevaluare a activului net, un control restrans al actionariatului asupra societatii datorita pragului de detinere, o lichiditate foarte buna datorita free-floatului de 100% si, nu in ultimul rand, o soliditate remarcabila a situatiei financiare si a rezultatelor obtinute datorita in special portofoliului "mostenit" in care participatiile bancare dar si sutele de detineri la alte societati listate au mentinut un raport bun intre risc si profitabilitate pentru aceste companii de-a lungul timpului.

Volatilitatea acestor actiuni a fost si s-a mentinut pana in prezent la cote extrem de ridicate chiar si pentru standardul unei pieti emergente cum este cea romaneasca, lasand deschisa intrebarea: care e pretul corect pentru o actiune SIF. Daca pretul lor de tranzactionare in primii ani de cotare putea purta fara rezerva eticheta de "ridicol" prin prisma discountului extraordinar de mare cu care se tranzactionau, in timp cotationile bursiere au cunoscut repetate aprecieri semnificative astfel incat in ultimii 6 ani cursul acestor titluri a crescut in medie de peste 50 de ori.

Si orizontul scurt de timp mentine caracterul volatil pentru aceste actiuni, subliniind o data in plus dilema privind valoarea bursiera a unei actiuni SIF. Finalul anului 2006 a fost dominat pentru SIF-uri, din punct de vedere mediatic, de finalizarea privatizarii BCR – principala participatie a acestora -, eveniment care a avut darul de a stabili in mod oficial o valoare a acestei detineri (in conditiile in care BCR este in continuare societate inchisa), valoare care a resubliniat caracterul subevaluat al

actiunilor SIF. Investitorii au reactionat puternic mai mult emotional decat rational (pana la urma valoarea unei actiuni BCR nu era, cum nu este nici acum, greu de ghicit) astfel incat noi maxime au fost atinse.

Ca orice excede rationalul, emulatia prezenta in piata pentru aceste titluri s-a stins rapid, dovada evolutiile din prima luna a anului, cand asteptatul efect "Ianuarie" de crestere a cursurilor bursiere nu s-a mai manifestat pentru SIF-uri la fel ca in ultimii ani. Ulterior, o data cu intrarea pietei bursiere romanesti, la fel ca cele internationale, pe un trend de scadere (pana la urma firesc pentru modul cum evolueaza o bursa) argumentele care alimentau cresterile in toamna, desi sunt la fel de valabile, au fost uitate. Din nou rationalul a fost estompat, iar emotiile investitorilor au determinat un trend de scadere cu o amplitudine greu predictibila prin prisma informatiilor bursiere obiective pe care le avem in acest moment.

Practic, exemplul de mai sus releva fidel modul real in care pretul se fixeaza pe piata. Daca investitorii mari, care au instrumente de analiza, potential si resurse pentru a actiona pe piata cat mai rational domina piata unui emitent, cursul sau de tranzactionare, desi va cunoaste cresteri si scaderi, o va face mult mai echilibrat, mai predictibil, cotationia actiunii nefiind caracterizata de o volatilitate crescuta. Astfel de exemple gasim si pe piata romaneasca in cursul actiunilor TRANSELECTRICA, BANCA TRANSILVANIA sau SNP PETROM (ca sa dam doar cateva exemple mai cunoscute).

Daca investitorii de retail, deseori speculatori prin structura, domina piata, atunci volatilitatea devine mare, induce prin sine o volatilitate si mai mare determinand adevarate "valuri" in cursul unui emitent. Pretul unei actiuni va tinde spre valoarea corecta in urma unor ample miscari. Miscari care pot determina, mai ales pentru cei cu mai putina experienta, pierderi financiare si mai rau o asociere a Bursei cu nesiguranta, cu impredictibilitate, cu riscuri ridicate, ceea ce sigur va fi defavorabil, pe termen lung, atat pietei cat si publicului investitor.

Alin BRENDEA  
16 martie 2007