

## **Maturizarea pietei de capital**

Cu totii ne dorim maturizarea pietei de capital. De altfel, ideea de maturizare a pietei este una larg raspandita, ce apare de multe ori in comentarii ale analistilor, brokerilor, investitorilor, emitentilor, autoritatilor sau jurnalistilor. Dar ce inseamna aceasta maturizare ? Desigur, o serie de elemente obiective : legi si reglementari corelate cu cele de pe alte piete, o structura de emitenti reprezentativa pentru economie, cresterea rolului pietei primare, cresterea ponderii investitorilor institutionali, o gama de instrumente completa, indicatori cantitativi (precum capitalizarea sau valoarea tranzactiilor) in crestere si asa mai departe.

Din aceste puncte de vedere s-au inregistrat progrese pe piata de capital in ultimii ani, progrese apreciate, in general, de piata. Astfel, conform unui sondaj publicat pe site-ul kmarket.ro la sfarsitul anului trecut, mai mult de jumatate din cei chestionati (52,17%) considera ca piata de capital din tara noastra este "o piata in curs de maturizare", depasind stadiul de "piata incipienta, inca in formare" (optiune aleasa totusi de 36% din respondenti). Au fost chiar 7,45% indrazneti care au considerat ca in Romania avem "o piata matura, dar aflata la inceput".

Pe langa aceste elemente concrete, maturizarea pietei de capital trebuie sa fie insotita, inasa, si de elemente mai putin cuantificabile. Ma refer, in cadrul acestui articol, la anumite schimbari de mentalitati si atitudini in ceea ce priveste investitiile financiare.

Am primit recent o intrebare legata de performantele negative ale fondurilor mutuale de actiuni din trimestrul II. Autorul se intreaba ce sanse au aceste fonduri in Romania in urma scaderilor respective, si daca performantele lor negative nu indica "o lipsa de competenta generalizata... din partea administratorilor de fonduri". Intrebarea este legitima, dar indica faptul ca inca mai avem pasi de parcurs in ceea ce priveste modul in care sunt privite investitiile la bursa in Romania.

Cea mai mare parte a investitorilor care tranzactioneaza azi la BVB au intrat pe piata dupa anul 2000 si, printr-o conjunctura fericita ce a generat cresteri continue si generalizate timp de vreo 4-5 ani, au tras concluzia ca la bursa scaderile de preturi sunt exceptii sau accidente izolate. Ori, teoria si practica financiara de zeci si zeci de ani arata ca scaderile de preturi sunt tendinte in toata regula, tendinte care, in functie de natura lor (minore, secundare sau principale) pot dura zile, luni sau ani.

Nu intru acum in detalii legate de cauzele scaderilor din primavara (conjunctura internationala, intrarea cumparatorilor straini intr-o perioada de asteptare sau vanzari in cazul unora din ei, caracterul speculativ al investitorilor locali, instabilitatea generata de masuri precum cele legate de detinerile la SIF-uri sau codul fiscal, etc) sau de modul de analiza a acestora (tratat pe larg in Manualul de Analiza a Actiunilor publicat pe kmarket.ro).

Ma intereseaza, de data aceasta, atitudinea fata de investitii. Cresterea continua a preturilor in perioada 2000-2004 a generat o anumita euforie legata de investitiile la bursa

(chiar daca manifestata la o scara redusa, prin maxim 10.000-15.000 de investitori cumparatori pe luna). Astfel, performantele constant bune ale actiunilor BVB, a caror vizibilitate a fost asigurata de presa si de cateva zeci de mii de investitori fericiti\*, au scos in evidenta rentabilitatea investitiilor bursiere.

(\*exista o confuzie frecventa facuta deopotriva de unii investitori, jurnalisti, analisti si brokeri : BVB raporteaza lunar numarul de investitori cumparatori in luna respectiva, de 5.000, 10.000 sau 15.000, insa nu toti investitorii de pe piata de capital cumpara actiuni in fiecare luna; eu estimez numarul total de investitori activi in Romania la aproximativ 40.000 la acest moment).

Concentrandu-se pe rentabilitate, investitorii au pierdut din vedere celalalt element esential al investitiilor : riscul. Astfel, riscul a fost perceput ca un element decorativ si teoretic, bun doar de mentionat, in trecut, in rapoarte. Dar ce este, de fapt, acest risc ?

Riscul este probabilitatea ca pretul sa nu atinga o rentabilitate asteptata. Cu alte cuvinte, atunci cand spunem ca o actiune X are un risc ridicat, nu inseamna ca de maine actiunea respectiva incepe si scade la bursa ; de altfel, in mod aparent paradoxal, daca am avea o metoda prin care sa fim foarte siguri ca actiunea X scade incepand de maine, riscul acestei actiuni nu ar fi ridicat, ci scazut, intrucat (conform metodei respective) probabilitatea ca actiunea sa nu isi atinga rentabilitatea negativa estimata este mica.

Sa luam un exemplu teoretic : daca spunem ca actiunile TLV au un risc mai mare decat actiunile BRD, aceasta nu inseamna ca actiunile BRD vor creste si cele ale TLV vor scadea, sau ca actiunile BRD vor creste mai mult decat TLV (ambele fiind confuzii pe care le-am intalnit frecvent).

Riscul insoteste intotdeauna o estimare de rentabilitate. Sa luam un exemplu : daca estimam ca TLV va creste cu X% si BRD cu Y% intr-o anumita perioada (indiferent daca X% e mai mare ca Y%, sau invers), atunci actiunile pentru care estimam un risc mai mare (TLV in exemplul acesta) au o probabilitate mai mare sa nu atinga cresterea de X% decat probabilitatea ca BRD sa nu atinga cresterea de Y%.

Deci, mare atentie : dupa cum se poate vedea, riscul nu este un concept chiar foarte simplu, care sa ne spuna cand sa cumparam si cand sa vindem o actiune.

--

Scapand din vedere riscul, s-a mai intamplat un fenomen interesant. Sa presupunem o lume ideala\*\* in care investitiile la bursa nu au nici un fel de risc, adica putem prevedea cu exactitate evolutiile viitoare in 100% din cazuri (din nou, atentie! Aceasta nu inseamna ca actiunile nu scad, ci faptul ca intotdeauna stim dinainte cand si cu cat cresc sau scad actiunile). In aceasta lume ideala exista un singur tip de recomandari : neexistand riscuri, stim dinainte exact ce actiuni vor creste si cu cat, si le recomandam exact pe cele care stim ca vor creste cel mai mult.

(\*\* lumea aceasta nu este, inasa, asa de ideala precum pare : daca ar exista o metoda pentru a prevedea evolutia viitoare a actiunilor fara nici o greseala, atunci nu ar mai munci nimeni intrucat toata lumea ar castiga bani la bursa, fara munca nu s-ar mai produce nimic in economie, iar intreg mecanismul economic s-ar bloca).

In lumea reala, inasa, exista si riscuri. Riscul este un concept destul de dificil, pentru ca nu poate fi cuantificat intr-o cifra unica : exista tot felul de riscuri, de la riscul de scadere a actiunilor, la riscul de scadere a pietei, la riscul ca emitentul sa dea faliment, la riscul ca managementul emitentului sa moara intr-un accident de masina, la riscuri legislative si fiscale, la riscuri de dobanda pentru instrumente cu venit fix, la riscuri de alocare in cadrul portofoliului, etc. Traim intr-o lume plina de riscuri si este normal ca acestea sa se reflecte si asupra actiunilor.

Cum pe piata se lucreaza cu estimari si nu cu predictii, rezulta ca nici un investitor, broker, analist sau administrator de fonduri nu poate lua intotdeauna decizii 100% corecte, fara sa greaseasca niciodata. Daca o asemenea persoana ar exista, probabil ca si-ar petrece timpul pe plaja in insulele Bermude, facand tranzactii si imbogatindu-se cu banii proprii : pornind de la un credit de nevoi personale de cateva mii de euro, investitorul minune ar avea nevoie de sub 10 tranzactii prin care sa isi dubleze banii pentru a atinge milionul de euro. Concluzia ? investitorii nu ar trebui sa ia nici un fel de recomandare sau opinie ca litera de lege, pentru ca nimeni nu prevede viitorul pe piata de capital.

Deci, pe o piata cu riscuri, exista intotdeauna o plaja larga de investitii, de la actiuni pentru care riscul (percept) este mai mic la actiuni pentru care riscul (percept) este mai mare. Astfel, strategiile de investitii trebuie sa fie diferite, in functie de profilul de risc al fiecarui investitor : un investitor de 65 de ani, care si-a tinut toata viata economiile la banca si nu are foarte multi bani, isi va asuma riscuri mai mici ; un investitor de 25 de ani deschis la nou isi permite asumarea unor riscuri mai mari. Prin urmare, recomandarile si analizele trebuie adaptate in functie de profilul de risc.

In lumea ideala fara riscuri si cu predictii exacte, intrebarea "ce actiuni recomandati?" adresata unui broker sau analist are un singur raspuns : stim exact ce actiuni vor creste, cand si cu cat, si pe acelea le recomandam. Insa, in realitate, lucram cu estimari si riscuri, astfel incat intrebarea generala "ce actiuni recomandati ?" nici nu poate avea un raspuns. O recomandare corecta trebuie sa ia in calcul si profilul investitorului din punct de vedere al riscurilor asumate, orizontului investitiei, sumelor investite, efortului de analiza, etc. Prin urmare recomandarea actiunii X poate fi perfecta pentru un investitor, care isi poate asuma si pierderi in speranta unui castig mai mare, dar neinspirata pentru altul mai conservator.

Un alt element este legat de asteptarile investitorilor. Cresterile continue din 2001-2004 impreuna cu popularizarea acestora in presa au creat, uneori, asteptari nerealiste. Exista persoane care castiga la banca dobanzi real negative de o singura cifra, dar care vin la bursa asteptand sa isi dubleze banii in doua saptamani.

Investitia pe piata de capital este o investitie pe termen lung. Altfel, nu s-ar explica de ce pe alte piete investitori de milioane de dolari stau linistiti cu actiuni in portofoliu trecand prin mari scaderi si asteptand ca piata sa isi revina.

De fapt, tocmai din cauza ca evolutiile viitoare nu pot fi prezise cu precizie maxima exista investitori "de portofoliu", care nu isi asuma riscul de a fi in contratimp cu piata, vanzand si re-cumparand cand nu trebuie, ci aleg cu atentie actiuni pe care le pastreaza in portofoliu pe termen lung, castigand, in timp, de pe urma acestora (am explicat in Manualul de Analiza a Actiunilor de ce, pe termen lung si in medie, preturile actiunilor au o tendinta crescatoare, aceasta crestere fiind legata de cresterea economica a unei tari).

Astfel, si investitorii romani ar trebui sa ia in calcul o asemenea mentalitate. Aceasta nu inseamna ca eu exclud speculatorii de pe piata, ci faptul ca un investitor trebuie sa inteleaga ca, investind pe termene mai scurte, isi asuma riscuri mai mari. Nu pot exista simultan intr-o investitie si castiguri mari, si riscuri mici, si termene scurte, si previziuni exacte. Sigur, ar fi bine ca, doar citind un ziar sau urmarind o emisiune la televizor, sa ne imbogatim peste noapte la bursa. In realitate, dupa cum am vazut in primavara, lucurile nu stau chiar asa.

Mai, departe, trebuie sa incepem sa privim investitia la bursa dintr-o perspectiva mai larga. La momentul la care scriu acest articol (sfarsitul lui iunie), indicele BET a scazut cu vreo 25% fata de maximul din februarie ; scaderea fata de inceputul anului este de numai 2%. Sa nu uitam, insa, ca indicele a crescut de aproape 15 ori in perioada 2000-2005 (cresterea exacta a fost de 1368%). Deci, 1.000 de lei investiti la inceputul lui 2000 valorau la sfarsitul lui 2005 nu mai putin de 14.684 lei. Intre timp, adica de la inceputul lui 2006 pana in prezent, acesti bani au scazut cu 2,25%, adica valoarea 14.353 lei. In aceste conditii, eu zic ca avem o problema de apreciere a perspectivei daca ne plangem de "scaderile catastrofale" din ultima perioada (intre timp, de la momentul realizarii articolului, actiunile si-au mai revenit).

Sigur, exista actiuni care au scazut mai mult decat media (de unde si necesitatea unor recomandari selective, dupa cum am scris mai sus). Indicele SIF, BET-FI, a scazut cu 30% de la inceputul anului pana la sfarsitul lui iunie. Sa facem insa un calcul similar cu cel de mai sus : 1000 de lei investiti in SIF-uri la sfarsitul lui 2000 valorau la sfarsitul lui 2005 nu mai putin de 38.476 lei. Cand BET-FI a crescut cu 175% in 2005 (fata de "numai" 51% pentru BET) nu s-a plans nimeni ca SIF-urile "au crescut prea mult". O volatilitate mai mare a SIF-urilor inseamna atat cresteri mai mari, cat si scaderi mai mari decat media pietei (SIF-urile au in medie un indice beta de 1,4).

O abordare matura a investitiei inseamna analiza. De asemenea, dupa cum am spus mai sus, nu ne vom imbogati la bursa citind articole in ziare sau forumuri, sau urmarind emisiuni TV ; sunt inca investitori care citesc un raport de analiza cu recomandarea cumparare sau aud o recomandare de cumparare la televizor, cumpara imediat actiunea respectiva, si apoi raman profund dezamagiti ca actiunile nu incep sa creasca spectaculos incepand cu a doua zi. Dupa cum am vazut, problemele sunt doua. Mai intai, recomandarile sunt generale si ar putea sa nu se incadreze cu profilul investitorului

respectiv (raportul de analiza poate da o recomandare de cumparare pe termen lung, cum se intampla de regula, in timp ce investitorul nostru ar putea urmari castiguri pe termen scurt).

In al doilea rand, investitorii nu trebuie sa urmeze o singura recomandare. Daca intalniti pe cineva care reuseste sa prevada in mod exact viitorul, atunci va rog sa mi-l prezentati si mie. Decizia de investitii trebuie luata de fiecare investitor in parte, pe baza analizei, a rezultatelor financiare ale emitentilor, a evolutiilor din piata, a unui numar mare opinii, analize si recomandari si asa mai departe.

--

Mai departe, exista atitudini legate de emitenti. Se face mare caz de protectia actionarilor minoritari, si acest lucru este justificat : in Romania multi intreprinzatori au cumparat (sau chiar infiintat) firme deschise in care s-au purtat ca detinatori unici, instaurand un fel de "dictatura a actionarului majoritar", in care interesele celorlalti actionari nu erau luate deloc in calcul.

Este bine, insa, sa nu trecem in extrema cealalta, a unei "dictaturi a actionarilor minoritari". Afirm faptul ca au existat cazuri in care problema actionarilor minoritari a fost exagerata. Sa nu uitam ca firmele nu functioneaza pentru a servi interesele actionarilor minoritari ; ele functioneaza pentru a servi interesele tuturor actionarilor. Mai departe, sa nu uitam ca, in 99% din cazuri, fara actionari majoritari care au fondat sau cumparat firme, si care stabilesc strategia de crestere a acestora, nu ar exista actionari minoritari.

Sunt perfect de acord cu protectia actionarilor minoritari, atata timp cat aceasta nu cade in extrem, afectand functionarea normala a unei firme.

Ramanand in domeniul emitentilor, si in special al potentialilor emitenti (firme interesante care ar putea fi listate la bursa cu beneficii atat pentru ele, cat si pentru piata de capital), sunt si alte mentalitati ce trebuie schimbate. Sunt inca multi manageri ce conduc firme (nelistate) de renume la nivel national si care au inregistrat succese remarcabile in afaceri, dar care inca nu inteleg piata de capital. Aceasta lipsa de intelegere se bazeaza, intr-o anumita masura, si pe unele idei inechitate. Astfel, multi manageri au ramas cu o serie de impresii mai vechi legate de bursa, si bazate pe evolutii de acum 6 sau 7 ani, cand institutiile, mecanismele, indicatorii si reglementarea pietei erau cu totul altfel.

Inca mai aud ideea ca "BVB nu reflecta valoarea reala a companiilor" cand sunt companii listate recent care poate nici nu visau la evaluarile prezente la bursa, cu toata scaderile preturilor din ultima perioada. Inca aud ideea cu "nu exista bani in piata pentru oferte (IPO) noi" cand putinele oferte bune care apar in piata sunt suprasubscrise de multe ori.

Stiu ce inseamna sa fii manager ocupat cu sute de probleme zilnic, dar poate o minima informare in ceea ce priveste piata de capital, ar putea ajuta foarte mult firmele conduse

de acesti manageri. Aderarea la UE bate la usa ; va fi nevoie de investitii mari, de vizibilitate ridicata si asa mai departe pentru a rezista noului mediu concurential. BVB poate oferi un sprijin in aceste directii.

Tot legat de emitenti, este bine sa schimbam mentalitati si legate de delistari. Listarea si delistarea pe si de pe piata de capital trebuie sa reprezinte drepturi ale emitentilor. Prezenta pe piata de capital nu este o obligatie pentru o firma. Atata timp cat iesirea de pe piata se face in mod corect si echitabil pentru actionarii minoritari, orice firma trebuie sa poata obtine delistarea fara complicatii inutile.

Mai departe, mai este inca foarte mult de lucru la nivelul autoritatilor statului. Statutul CNVM include drept prim obiectiv fundamental al Comisiei "stabilirea si mentinerea cadrului necesar dezvoltarii pietelor reglementate". Comisia, insa, nu pare sa vada o prioritate in acest obiectiv. Sunt de acord, s-au facut progrese importante in directia sigurantei, infrastructurii si stabilitatii pietei. Dar s-au facut foarte putine progrese in ceea ce priveste dezvoltarea ei prin instrumente si produse noi, spre exemplu. S-au facut foarte putine progrese in ceea ce priveste incurajarea noilor emitenti si finantarii prin piata de capital. Din pacate schimbarea vine greu.

Atata timp cat conducerea Comisiei, reprezentata prin Comisarii sai, dezbate si aproba in sedinte orice modificare marunta in activitatea unui SSIF, SAI sau intr-o oferta publica, atunci in mod clar nu ramane timp pentru ca aceeasi conducere sa studieze si implementeze planuri de dezvoltare a pietei (iar in putinele cazuri cand apar initiative noi, unele din ele sunt chiar suprarealiste, cum a fost cea legata de numerotarea actiunilor).

Daca toti comisarii se pierd in probleme marunte ale pietei, in rutina si activitatea de zi cu zi a operatorilor acesteia, atunci nu imi fac mari sperante cu privire la proiecte interesante venite din partea CNVM, cel putin deocamdata. Dupa cum se intampla in orice organizatie ce depaseste perioada de formare, decizia trebuie delegata la nivele inferioare de management, iar conducerea de la varf trebuie sa se ocupe exclusiv de strategii. Mai avem drum lung pana acolo.

Mai departe, cred ca avem o problema in domeniul reglementarii. Aderarea la Uniunea Europeana este un proces pe care ni-l dorim cu totii. Insa nu cred ca mentalitatea umila adoptata in domeniul preluarii reglementarilor UE este cea mai potrivita pentru piata noastra. Daca exista un proces de negociere a aderarii, atunci sa negociem si noi prevederi favorabile pentru piata noastra, care sa tina cont de contextul actual al acesteia, inainte sa preluam mecanic reglementari la care pe alte piete s-a ajuns dupa o dezvoltare de zeci sau sute de ani.

CNVM este numai o parte a problemei. Sunt mentalitati care trebuie schimbate la BNR in ceea ce priveste tranzactionarea titlurilor de stat, sau la MF in ceea ce priveste impozitarea tranzactiilor, de exemplu. Este foarte mult de lucru. Dar, cand avem conducatori de stat pentru care bursa reprezinta un loc unde se imbogatesc cei care nu vor sa munceasca, e clar ca mai avem foarte mult drum de parcurs.

In final, este nevoie de o schimbare de mentalitate la nivelul tuturor conducatorilor tarii, de la presedinte la ministri, si de la parlamentari la secretari de stat. Pentru cea mai mare parte a acestora, piata de capital reprezinta doar o obligatie administrativa impusa de organisme internationale. Pana cand aceste persoane (sau altele mai bune care, speram, vor veni la un moment dat in locul lor) nu inteleg de fapt rolul pietei de capital in economie, nu vom avea un sprijin real din zona politica.

Mentalitatile nu se schimba usor. Bursa de Valori este poate mecanismul cel mai diferit in mod fundamental de ceea ce stiam cu totii din sistemul comunist. Este normal ca introducerea unui asemenea mecanism in economie si extinderea si intelegerea sa sa nu fie procese foarte simple.

Ramane insa la latitudinea fiecaruia dintre noi sa privim investitiile la bursa asa cum le privesc si investitorii din America, din Anglia sau din Japonia, abordand investitiile financiare intr-o maniera profesionista, echilibrata si rezonabila, luand in calcul toti factorii importanti si toate riscurile, si luand decizii independente bazate pe profilul individual al fiecaruia. Tot noi vom avea cel mai mult de castigat.

Restul de schimbari vor veni pe parcurs.

**Razvan Pasol**

Iulie 2006

[www.kmarket.ro](http://www.kmarket.ro)