

PROBLEME AFERENTE PROCESULUI DE EVALUARE A ACTIVELOR FINANCIARE

Nadejda BORTA

Academia de Studii Economice a Moldovei

Determining the object of valuing activity is very important for every financial institution. When the subject of valuation is a company from non financial sector, then the company's capital includes both debt and equity. The situation for a financial service firm is different. Most financial service firms, like banks, view debt as a raw material rather than a source of capital. Thus the capital of financial institutions seems to include only equity capital.

Introducere

Teoria evaluării a apărut la sfârșitul secolului al XIX-lea. Alfred Marshall (1842-1924) a stabilit elementele în baza cărora se poate determina valoarea unei proprietăți. În concepția sa, pentru determinarea valorii unei proprietăți trebuie să se aibă în vedere: comparația directă de piață, costul de înlocuire și capitalizarea veniturilor. Irving Fisher (1867-1947), economist american neoclasic, a dezvoltat teoria valorii-venitului, care constă în abordarea valorii pe bază de venit. Fisher susține că valoarea unei proprietăți este în funcție de mărimea veniturilor viitoare actualizate (rentă, chirie, profit, cash-flow) generate de proprietate.

Teoria evaluării se caracterizează prin următoarele aspecte: are în vedere bunurile de natura capitalului imobilizat și circulant, bunurile mobile și imobile care formează proprietatea personală, întreprinderile sau afacerile în ansamblul lor și nu bunurile de consum; se referă la mărimea valorii bunurilor care aparțin unei proprietăți, fără a avea în vedere, în mod special, sursa valorii; nu folosește noțiunea generică de valoare, ci tipuri de valoare (valoare de piață, valoare justă, valoarea ipotecii, valoare de lichidare, valoare de investiții, valoare specială, valoare de asigurare etc.). Definierea tipurilor de valoare, condițiile aplicării lor, procedurile și metodele de estimare a mărimii valorii sunt precizate în Standardele de Evaluare, elaborate de organismele profesionale naționale și internaționale. Evaluarea are caracter dinamic, înscriindu-se tot mai mult în optica investitorului, ca urmare a tendințelor de globalizare a piețelor de investiții. Conform Standardelor Internaționale de Evaluare, conceptul economic de valoare reflectă imaginea pe care o are piața despre beneficiile ce-i revin celui care posedă bunurile sau primește serviciile, la data efectivă a evaluării.

În practica financiară evaluarea este definită ca valoarea reală a unei companii sau răspunde la întrebarea: cât valorează compania dată? Însă, când vorbim despre evaluarea companiei sau a stocului de acțiuni al companiei, putem face o distincție dintre acestea două. Conceptul de valoare a acțiunilor deținătorilor de acțiuni sau evaluarea capitalului acționar a fost creat ca instrument de bază al managerilor și a fost utilizat pentru prima dată de Alfred Rappaport în 1986 în cartea sa „Crearea valorii acționarilor: un standard nou pentru performanța afacerii”. Valoarea companiei se referă la determinarea valorii întregii activități. Evaluarea stocului de acțiuni reprezintă un proces de atribuire a valorii stocului și determină eficiența investiției. În cazul în care prețul curent al acțiunilor este mai mare decât valoarea obținută prin evaluare, stocul este considerat supraevaluat, și viceversa – un preț mai mic descrie un stoc de acțiuni subevaluat. Având rezultatele evaluării, investitorul poate să tragă concluzii referitor la investiția făcută. În primul caz investiția se dovedește a nu fi efectivă și investitorul va recurge la vânzarea acțiunilor.

1. Aspecte privind evaluarea acțiunilor

Activitatea de evaluare este, așadar, un complex de operațiuni, desfășurate pe baza unor metode și respectând standardele de evaluare, prin care se atribuie o valoare unei proprietăți (întreprinderi, afaceri, proprietăți imobiliare, valori mobiliare – hârtii de valoare, acțiuni, obligațiuni) la un moment dat. Evaluarea pe piață se bazează, în general, pe informații referitoare la valorile mobiliare comparabile. Titlurile de valoare se evaluează cu respectarea principiului prudenței, utilizându-se valoarea de cotare sau probabilă de vânzare, după cum sunt cotate și, respectiv, necotate la bursă. În listele de inventariere se înscrie valoarea contabilă – atunci când valoarea de vânzare este mai mare comparativ cu aceasta, sau valoarea de vânzare – în cazul constatării unor depreciere, situație când se constituie provizioanele.

Procesul de evaluare cere ca evaluatorul să întreprindă o cercetare adecvată, să execute analize competente și să formuleze concluzii argumentate care pot fi susținute. Toate evaluările necesită judecata evaluatorului, dar raportul de evaluare trebuie să arate că evaluatorul a fundamentat valoarea de piață pe evidențe ale pieței sau că estimarea s-a bazat mai mult pe judecata evaluatorului, din cauza naturii proprietății mobiliare sau imobiliare sau lipsei de date comparabile de pe piață.

Teoria și practica evaluării necesită definirea unor concepte de bază, cu care acestea operează, precum: proprietate / active, valoare, preț, cost, piață.

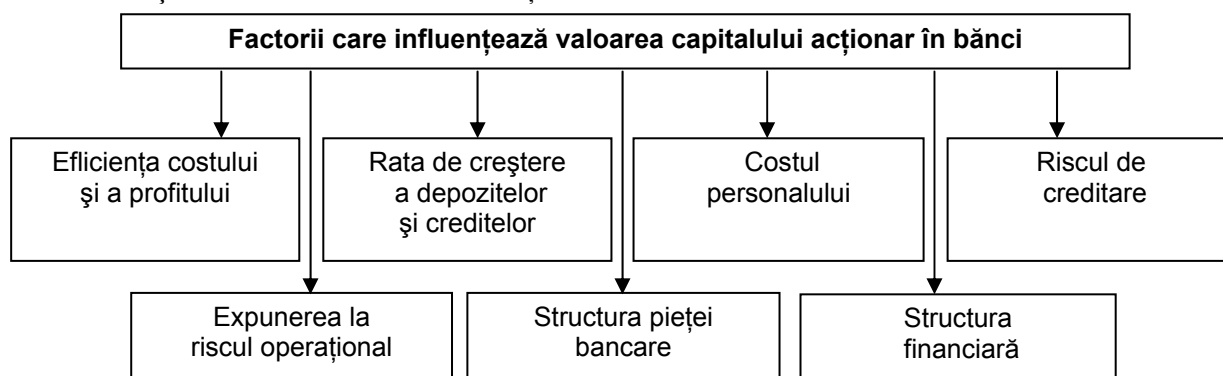
Modul de evaluare a valorilor mobiliare depinde de cota de participație, puterea de vot, natura titlurilor și de posibilitatea de vânzare dacă participarea nu mai prezintă interes pentru activitatea societății pe acțiuni. Pentru a aprecia valoarea de circulație a titlurilor, se ia în considerație următoarele elemente: *elementele istorice*: baza tranzacției de origine; *elementele actuale*: activul net și rentabilitatea societății pe acțiuni ce a emis titlul; *elementele viitoare*: perspective ale rentabilității, conjunctura economică. Prin urmare, va trebui să împărțim titlurile în două mari grupe: participări majoritare pentru care procedăm ca la evaluarea unei întreprinderi; participări minoritare, unde se începe de la valoarea de origine aplicând o corecție ce ține de randament și de posibilitățile de vânzare ale acestor participații.

Există unele probleme legate de evaluarea acțiunilor:

- 1) evaluarea acțiunilor se bazează pe prețul de piață, care se stabilește în dependență de negocierea dintre cumpărător și vânzător;
- 2) estimările făcute referitor la veniturile ce urmează a fi primite în viitor riscă să nu fie îndeplinite;
- 3) prețul curent al unei acțiuni reflectă toată informația despre acțiunea în cauză. Deci, evaluarea în sine se bazează pe datele curente pentru efectuarea estimărilor viitoare. În cazul în care prețul stocului se va modifica, evaluarea ulterioară nu va mai putea fi aplicată.
- 4) în diverse cazuri, analiștii financiari oferă servicii de evaluare pentru a justifica prețul acțiunilor scoase spre vânzare de către ei înșiși și nu reflectă valoarea reală care urmează a fi obținută pe viitor.

De obicei, deținătorii de fonduri, când fac o investiție, sunt în așteptarea unor venituri suficiente pentru a-și acoperi riscul asumat investiției și a-și compensa efectul valorii în timp a banilor. În acest context, nu putem nega importanța valorii în activitatea investitorilor și a întregii economii.

Din aceste considerente, este destul de important ca instituția financiară să poată determina cum a fost creată valoarea și care sunt factorii care influențează mărimea acesteia.



Sursa: Franco Fiordelisi, Phil Molyneux. *Value creation in banking*, UK, 2007, <http://ssrn.com/abstract=965441>

Pentru a nu confunda noțiunea de creare a valorii și noțiunea de valoare, vom încerca să definim aceste două concepte: valoarea este reprezentată de valoarea prezentă a fluxurilor financiare estimate și corectitudinea acesteia derivă din exactitatea previziunilor; crearea valorii reprezintă modificarea valorii datorită performanțelor din activitate. În cazul instituțiilor financiare (băncilor), putem spune că acestea creează valoare acționarilor prin crearea de valoare pentru clienții lor.

2. Considerații privind crearea valorii

Există patru principii de bază de care depinde crearea valorii:

1. *Valoarea este creată prin investirea capitalului de la investitori*, în scopul de a obține fluxuri financiare viitoare, la o rată de rentabilitate mai mare decât costul capitalului. Investitorii sunt cei care acordă capitalul

necesar activității în schimbul unei rate de rentabilitate. Creșterea veniturilor prin utilizarea capitalului la o rată de rentabilitate atractivă va spori crearea valorii în mărime mai mare. Din context reiese că la crearea valorii contribuie atât profitabilitatea investiției, cât și ritmul de creștere (încasările și veniturile).

2. *Valoarea este creată pentru deținătorii de acțiuni*, atunci când sunt generate fluxuri financiare înalte, și nu pentru a întâmpina cerințele investitorilor referitor la acele fluxuri financiare. Acesta poate fi numit un principiu conservativ al valorii, deoarece fluxurile financiare nu vor fi majorate de pe urma creșterii veniturilor și rentabilitatea capitalului investit nu va crea valoare. De exemplu, când în cadrul unei bănci se emit obligațiuni pentru a reprocura acțiunile, aceasta într-un fel schimbă cerințele pentru fluxurile financiare între acționari, dar nu creează valoare. Un alt exemplu ar putea fi faptul că, odată cu schimbarea tehnicilor contabile, se poate spune că se schimbă și performanța afacerii în condițiile aceluiași flux de numerar generat. Însă, în realitate valoarea companiei rămâne neschimbată.

O modalitate de creare a valorii ar putea fi și în cazul achiziției unei instituții financiare de către o altă instituție și, în rezultat, veniturile și fluxurile financiare să devină mai mari. În cazul în care acestea rămân neschimbate, nu putem vorbi despre crearea valorii.

3. *Performanța instituției financiare pe piața stocului de acțiuni* depinde și de schimbările în estimarea pieței, nu însă numai de performanțele curente înregistrate (rentabilitatea capitalului investit, fluxurile financiare). Acest principiu poate fi caracterizat ca „rezultatul estimărilor pieței financiare”. Adică, dacă piața financiară estimează o performanță viitoare a acțiunilor, atunci compania dată va încerca să tindă spre îndeplinirea acestei previziuni.

4. *Valoarea depinde foarte mult de echipa managerială și de strategiile* pe care le implementează în cadrul activității. Una și aceeași instituție financiară (bancă) poate genera fluxuri financiare diferite, având la conducere echipe diferite și, respectiv, capacități diferite de creare a valorii. Astfel, o activitate poate avea o anumită valoare relativă în dependență de cine conduce această afacere și care este înțelesul valorii pentru fiecare în parte. De multe ori, managerii pot fi interesați mai mult în a face cunoscute deciziile lor manageriale și în crearea și menținerea valorii.

Altfel spus, eficiența sau ineficiența unei afaceri este determinată în mare măsură de cursul valorilor mobiliare emise. De exemplu, o bancă profitabilă, cu perspective de creștere, va fi mult mai valoroasă decât una ineficientă și cu rezultate financiare negative. Se poate spune ca evoluția prețului acțiunilor băncii reprezintă nota pe care acționarii o dau echipei manageriale pentru rezultatele obținute.

Un alt punct, la fel de important, ar fi și relația dintre piața financiară și instituțiile din sfera serviciilor financiare, cum sunt băncile comerciale. În decursul activității banca și piața de capital se completează reciproc. Băncile depind de piața de capital din mai multe considerente: venit, surse de finanțare și, nu în ultimul rând, diversificarea riscului managerial. Pentru a-și asigura activitatea, funcția de subscriere, și creditare, piața financiară depinde de instituțiile financiare (cum sunt băncile).

Instituțiile din sfera serviciilor financiare au fost privite de-a lungul anilor ca instituții stabile ușor de evaluat. Însă, în rezultatul crizei financiare din 2008, mulți analiști financiari, care utilizau metode simpliste de evaluare a acestora, s-au trezit cu un șir de probleme ce necesitau a fi evaluate. Printre acestea:

a) *Activele instituțiilor financiare* (cum sunt băncile) sunt active financiare și majoritatea acestora sunt tranzacționate pe piața de capital. Însă, nu toate clasele de active sunt markate la piață și, respectiv, fiecare din acestea deține un anumit nivel al riscului. Întrucât informația referitor la nivelul riscurilor nu este bine cunoscută și evaluarea poate utiliza date aproximative, rezultatul evaluării poate fi unul aproximativ.

b) *Riscul activității băncilor* este determinat în proporții mari de rata ridicată a levierului financiar. Cu cât mai mare este raportul dintre sursele împrumutate și capitalul propriu, cu atât aceasta permite să impulsioneze creșterea profitabilității de pe urma efectului de levier financiar. În general, băncile sunt caracterizate ca instituții financiare riscante, cu un grad foarte ridicat al levierului financiar. Conform economistului Aswat Damodaran, raportul de 1:30 sau chiar mai mult dintre capitalul băncii și datoriile acesteia este ceva obișnuit.

c) *Sectorul financiar* este practic cel mai reglementat sector al economiei și aceasta poate afecta nivelul veniturilor instituțiilor date. Restricțiile referitoare la valoarea creditelor și împrumuturilor se referă la capacitatea băncii de a se extinde de-a lungul timpului și la modul cum influențează aceasta profitabilitatea băncii. Schimbarea regulilor de reglementare și supraveghere va condiționa modificarea veniturilor și, respectiv, modificarea valorii. De asemenea, autoritățile vor reacționa în cazul unor probleme grave apărute în cadrul activității băncilor.

Concluzii

În concluzie putem spune că determinarea valorii activelor instituțiilor financiare este destul de dificilă. Pentru a determina și a soluționa problemele asociate instituțiilor financiare legate de factorii care creează valoarea, analistul financiar are nevoie de informație din interiorul băncii. Utilizarea corectă a informației și înțelegerea specificului activității instituțiilor financiare se va solda cu un rezultat pozitiv al evaluării.

Bibliografie:

1. Aswath Damodaran. The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex businesses. - New Jersey, SUA, 2010, p12-13.
2. Tim Koller, Richard Dobbs, Huyett Bill. Valuation: the four cornerstones of corporate finance, 5th Edition (Wiley Finance), SUA and Canada, 2005, p.3-6.
3. Franco Fiordelisi, Phil Molyneux. Value creation in banking, UK. 2007 (<http://ssrn.com/abstract=965441>).
4. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm.pdf>

Prezentat la 15.03.2011