



**UNIVERSITATEA OVIDIUS**  
**FACULTATEA DE STIINTE ECONOMICE**  
*Departamentul Finan e Contabilitate*



**EVALUAREA ECONOMICA SI  
FINANCIARA A INTREPRINDERII**

**Lector Universitar Doctor Dumitru NANCU**

**2012**

# Evaluarea economica si financiara a intreprinderii

## Cuprins

### CAPITOLUL I

#### FUNDAMENTELE EVALUARII INTREPRINDERII

1. Scurta prezentare a teoriei valorii.
2. Termeni fundamentali in evaluare. Principalele tipuri de valoare
3. Valoarea intreprinderii
4. Standarde de evaluare a intreprinderii
5. Principii fundamentale de evaluare. Principii de evaluare a intreprinderii
6. Procesul de evaluare a intreprinderii
7. Clasificarea evaluarilor

### CAPITOLUL II

#### DIAGNOSTICUL INTREPRINDERII

1. Necesitatea si rolul diagnosticului in evaluarea firmei
2. Diagnosticul juridic
3. Diagnosticul operational
4. Diagnosticul comercial
  - 4.1. Analiza pietei intreprinderii
  - 4.2. Analiza produselor/serviciilor intreprinderii
  - 4.3. Analiza preturilor
  - 4.4. Promovarea
5. Diagnosticul resurselor umane si al managementului firmei
  - 5.1. Diagnosticul resurselor umane
  - 5.2. Diagnosticul managementului firmei
6. Diagnosticul financiar
  - 6.1. Ajustarea informatiilor financiar-contabile
  - 6.2. Diagnosticul situatiei patrimoniului
    - 6.2.1. Corelatia fond de rulment – necesar fond de rulment, trezorerie neta
    - 6.2.2. Diagnosticul corelatiei creante-obligatii
    - 6.2.3. Diagnosticul lichiditatii si solvabilitatii
    - 6.2.4. Diagnosticul pe baza ratelor de echilibru financiar
  - 6.3.1. Situatia generala a rezultatului pe baza contului de profit si pierdere
  - 6.3.2. Diagnosticul factorial al rezultatului exploatarii
  - 6.3.3. Pragul de rentabilitate si intervalul de siguranta
  - 6.3.4. Diagnosticul pe baza ratelor de rentabilitate
- 6.4. Analiza riscului intreprinderii
- 6.5. Criterii de apreciere a indicatorilor economico-financiari

### CAPITOLUL III

#### ABORDAREA PE BAZA DE VENIT IN EVALUAREA INTREPRINDERII

1. Logica abordarii pe baza de venit
2. Costul capitalului si rata de actualizare/capitalizare
  - 2.1. Definirea costului capitalului
  - 2.2. Valoarea in timp a banilor
  - 2.3. Notiuni utilizate
  - 2.4. Determinarea costului capitalului
3. Metoda capitalizarii profitului
  - 3.1. Relatii de calcul
  - 3.2. Stabilirea profitului anual reproductibil
  - 3.3. Avantajele si limitele metodei
4. Metoda actualizarii fluxurilor de lichiditati (Discounted Cash Flow – DCF).
  - 4.1. Metoda actualizarii fluxurilor de lichiditati pentru actionari (CFNA)
    - 4.1.1. Relatii de calcul
    - 4.1.2. Determinarea fluxului de lichiditati pentru actionari
    - 4.1.3. Valoarea reziduala
  - 4.2. Metoda actualizarii fluxurilor de lichiditati pentru capitalul investit (CFNI)
    - 4.2.1. Relatii de calcul
    - 4.2.2. Determinarea fluxului de lichiditati pentru capitalul investit
    - 4.2.3. Valoarea reziduala
  - 4.3 Avantajele si limitele metodei DCF
  - 4.4. Diferentieri intre rata de actualizare si rata de capitalizare

### CAPITOLUL IV

#### ABORDAREA PE BAZA DE ACTIVE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

1. Logica abordarii bazate pe active
2. Metoda activului net corectat
  - 2.1. Relatia de calcul a activului net corectat
  - 2.2. Evaluarea elementelor patrimoniale de activ
    - 2.2.1. Evaluarea activelor necorporale
      - 2.2.1.1. Clasificarea activelor necorporale
      - 2.2.1.2. Metode de evaluare a activelor necorporale
      - 2.2.1.3. Consideratii privind evaluarea unor active necorporale specifice
    - 2.2.2. Evaluarea imobilizarilor corporale
      - 2.2.2.1. Evaluarea terenurilor
      - 2.2.2.2. Evaluarea constructiilor si echipamentelor tehnice
      - 2.2.2.3. Evaluarea imobilizarilor corporale in curs de executie
    - 2.2.3. Evaluarea imobilizarilor financiare
      - 2.2.3.1. Evaluarea titlurilor de participare
      - 2.2.3.2. Evaluarea obligatiunilor
      - 2.2.3.3. Evaluarea imprumuturilor acordate pe termen lung
      - 2.2.3.4. Evaluarea depozitelor si garantiilor pe termen lung
    - 2.2.4. Evaluarea activelor circulante
      - 2.2.4.1. Evaluarea stocurilor
      - 2.2.4.2. Evaluarea creantelor
      - 2.2.4.3. Evaluarea disponibilitatilor
    - 2.2.5. Evaluarea altor active
  - 2.3. Evaluarea unor elemente de natura datoriilor

### 3. Activul net de lichidare

#### CAPITOLUL V

##### ABORDAREA PRIN COMPARATIE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

1. Logica abordarii prin comparatia de piata
2. Metoda comparatiei cu tranzactii de pachete minoritare
3. Metoda comparatiei cu vanzari de pachete majoritare la firme necotate
4. Metoda comparatiei cu tranzactii anterioare la nivelul intreprinderii evaluate
5. Avantajele si limitele abordarii prin comparatie

#### CAPITOLUL VI

##### PRIMA DE CONTROL SI DISCOUNTURILE APLICATE IN EVALUAREA INTREPRINDERII

1. Logica aplicarii primei de control si a discounturilor in evaluarea intreprinderii
2. Pachet de control - pachet minoritar. Prima de control
3. Estimarea discountului pentru lipsa de control
4. Estimarea discountului pentru lipsa de lichiditate
5. Alte discounturi aplicate in evaluarea intreprinderii

## **CAP.I. FUNDAMENTELE EVALUARII ÎN ÎNTRINDERII**

### **CUPRINS**

1. Scurta prezentare a teoriei valorii.
2. Termeni fundamentali în evaluare. Principalele tipuri de valoare
3. Valoarea întreprinderii
4. Standarde de evaluare a întreprinderii
5. Principii fundamentale de evaluare. Principii de evaluare a întreprinderii
6. Procesul de evaluare a întreprinderii
7. Clasificarea evaluărilor

### **MOD DE LUCRU**

- Parcurgeți cu atenție conținutul capitolului, al tabelelor și schemelor prezentate;
- Localizați în text conceptele și cuvintele cheie;
- Completați informațiile cu date oferite de materialele bibliografice precizate;
- Răspundeți la întrebările recapitulative sub forma unor expuneri verbale sau în scris;
- Realizați testele de autoevaluare, fără a apela la răspunsuri. Evaluați răspunsurile și reluați documentarea pe baza manualului și a bibliografiei suplimentare

### **TEXTUL CAPITOLULUI**

#### **1. Scurta prezentare a teoriei valorii.**

Secolul XVIII marchează începutul dezvoltării teoriei valorii. Școala clasică a identificat prima dată cei patru factori de producție – pământul, capitalul, munca și coordonarea și a pus în discuție relația între factorii de bază care creează valoarea și raportul cerere – ofertă pe piață.

Școala clasică a continuat dezvoltarea tezelor fiziocraților propunând o teorie a valorii bazată pe costul de producție. A Smith (1721-1790) considera că valoarea este un fenomen obiectiv, ea fiind creată din combinația factorului capital cu pământul și munca. Dacă “prețul natural” al unui bun reflectă în general cât costa acel bun pentru a fi produs, raritatea este cea care conferă valoarea de schimb a bunurilor.

În practica evaluării întreprinderii abordarea pe bază de active (îndeosebi utilizarea costului în evaluarea activelor din patrimoniul unei firme) este construită pornind de la teoria clasică a valorii pe baza costului de producție.

Discipolii lui A. Smith au rafinat această teorie a valorii, fără a contesta fundamentele sale. J.B. Say (1767-1832) nu a fost de acord cu relația dintre muncă și valoare, insistând însă asupra utilității ca factor esențial al valorii și, de asemenea, pe rolul întreprinzătorului ca factor de producție ce furnizează coordonarea. J.S. Mill (1806-1873) a reconsiderat ideile lui A. Smith în lucrarea Principiile economiei politice (1848). Una din ideile lui J.S. Mill

reprezintă sâmburele evaluării pe baza profitului. Mill a definit relația dintre beneficiu și valoarea de utilizare pe care o numește “valoarea capitalului”.

A doua parte a sec. XIX marchează începutul contestării teoriei clasice a valorii. Marx (1818-1883) a formulat teoria valorii muncă, apreciind că valoarea tuturor bunurilor este rezultatul direct al muncii. O altă contrapondere importantă la ideile școlii clasice o reprezintă școala austriacă, promotoarea conceptului de utilitate marginală. Valoarea este privită în funcție de cerere, utilitatea fiind elementul fundamental în determinarea cererii. Atunci când pe o anumită piață cererea pentru un bun crește piața devine diluata iar costul de producție devine irelevant. W.S. Jevons (1835-1882) scria ca “munca odată cheltuită nu mai are nici o influență asupra valorii viitoare”<sup>1</sup>.

Utilitatea marginală reprezintă baza teoretică a principiului contribuției în evaluare (important în evaluarea patrimonială dar și în abordarea pe bază de venit atunci când analizăm activele redundante).

Școala neoclasică și-a format ideile pornind și de la contestațiile aduse teoriei clasice a valorii. La începutul sec. XX economiștii au îmbinat ideile ofertă – cost ale clasicilor cu teoria cerere – utilitate a școlii austriece. A. Marshall (1842-1924) este considerat precursorul teoriei contemporane a valorii.

În sinteza, **teoria valorii** ar putea fi sintetizată în următoarele postulate :

Valoarea este creată în  
mintea oamenilor

(1) Valoarea nu este o trăsătură intrinsecă a unui activ sau a unui bun, ci ea este creată în mintea persoanelor care constituie piața acelui activ sau bun.

(2) Valoarea este creată din interacțiunea a patru factori economici interdependenți:

- *utilitatea*, respectiv capacitatea unui bun de a satisface o anumită nevoie sau dorință;
- *raritatea*, care exprimă oferta prezentă sau anticipată a unui bun economic raportată la cererea pentru acel bun;
- *dorința*, exprimată de intensitatea satisfacției pe care un bun economic o produce celui care nu-l posedă, dar care are nevoie de acesta;
- *puterea de cumpărare*, exprimată de capacitatea unui individ sau grup de indivizi - participanți pe piață, de a cumpăra bunurile oferite prin plata în bani sau în echivalent.

Valoarea unei proprietati  
depinde de:  
- Utilitate  
- Raritate  
- Dorinta  
- Putere de cumparare

(3) Manifestarea valorii este condiționată de transferabilitatea activului sau bunului, exprimată prin capacitatea acestuia de a fi schimbat pe bani sau echivalent. Transferabilitatea nu creează desigur valoare dar reprezintă o trăsătură esențială în manifestarea valorii. Atunci când un bun sau un activ nu este transferabil el nu poate avea valoare de piață chiar dacă poate avea o valoare de utilizare.

(4) Interacțiunea continuă dintre cei patru factori economici, redați la (2), se concretizează în acțiunea celei mai cunoscute “legi” ale economiei de piață: legea cererii și ofertei.

<sup>1</sup> W.S. Jevons, “The Theory of Political Economy, ed. a 5-a, 1965, New York, p.164

## 2. Termeni fundamentali in evaluare. Principalele tipuri de valoare

Teoria și practica evaluării operează, în mod uzual, cu următoarele concepte de bază:

Evaluatorii urmăresc să estimeze valoarea unor drepturi de proprietate

**a) Proprietatea** este un concept legal care constă în drepturile personale de posesiune asupra unei proprietăți mobiliare sau imobiliare (terenuri și construcții), numită **proprietate reală**, sau asupra obiectelor fizice, altele decât cele care formează proprietatea imobiliară, numită **proprietate personală**. Evaluatorii nu urmăresc estimarea valorii unei proprietăți în sens fizic ci mai degrabă estimează valoarea unor drepturi de proprietate.

Pretul reprezintă un fapt istoric ce nu se confundă cu valoarea

**b) Prețul** este suma acceptată a fi plătită pentru o anumită proprietate. În cazul în care prețul a fost plătit, el devine un fapt istoric și un cost pentru cumpărător.

**c) Costul** proprietății/activului este o noțiune care vizează suma necesară pentru a crea sau produce un bun material, necorporal sau un serviciu, prin însumarea tuturor cheltuielilor cumulate ale procesului de producție, distribuție și vânzare. În evaluare se utilizează în mod curent noțiunile de cost de înlocuire (brut și net) și cost de reproducție (brut și net).

**d) Piața** reprezintă un sistem de relații între cumpărători și vânzători, în care se schimbă obiecte ale proprietății prin mecanismul prețului. Conceptul de piață implică reacții specifice ale participanților la modificarea raporturilor dintre cerere și ofertă, la schimbarea altor factori care influențează prețurile.

Valoarea este o opinie care arată cât prețuiește o proprietate pe baza unei anumite definiții a valorii.

**e) Valoarea** este un concept economic care se referă la relația monetară dintre bunurile și serviciile destinate cumpărării/vânzării și cei care le cumpără/vând. Valoarea nu este un fapt cert ci o opinie.

Din această prezentare a valorii, rezultă ca:

- (1) există **mai multe tipuri de valoare**. Un evaluator estimează un anumit tip de valoare;
- (2) în fiecare evaluare trebuie precizate în mod clar tipul și definiția valorii estimate, care trebuie să fie adecvate cu scopul evaluării;
- (3) criteriul de bază pentru estimarea valorii este utilitatea proprietății. Utilitatea proprietății este un termen relativ și nu unul absolut.

### 3. Principalele tipuri de valoare

Pentru diferite scopuri ale evaluării și pentru diferite categorii de proprietăți evaluate au fost elaborate **Standarde ale tipului de valoare adecvat**, care fac referire la diferite criterii de evaluare. Cel mai des aplicabil **tip de valoare** și, implicit, standard este **valoarea de piață** (*market value*).

Funcție de scopurile evaluării se utilizează o multitudine de **tipuri de valoare**, definite prin standarde larg acceptate. Acestea sunt:

#### A. Valoarea de piață

Poate cel mai întâlnit tip de evaluare folosit în practica este valoarea de piață. Pentru achiziții, fuziuni, privatizare, înregistrări în documentele financiar-contabile, noțiunea utilizată adesea este *valoarea de piață* (*market*

value). Definiția comună a autorității internaționale și europene în domeniul standardelor de evaluare *International Valuation Standards Committee* (IVSC) și *The European Group of Valuers' Associations* (TEGoVA) este:

*Valoarea de piață este suma estimată pentru care un activ ar putea fi schimbat, la data evaluării, între un cumpărător hotărât să cumpere și un vânzător hotărât să vândă, într-o tranzacție liberă (nepărtinitoare), după un marketing adecvat, în care fiecare parte a acționat în cunoștință de cauză și fără constrângere.*

Din comentariile asupra fiecărei din exprimările redate în definiția de mai sus, rezultă că sunt întrunite condițiile unei **piețe libere**, cu concurență perfectă (mai puțin condiția omogenității activelor destinate tranzacțiilor).

Pentru înțelegerea completă a acestei definiții sunt necesare unele aprecieri cu privire la termenii folosiți:

- “*suma estimată*” semnifică prețul (exprimat desigur în termeni monetari) plătit pentru proprietate într-o tranzacție liberă. Valoarea de piață vizează cel mai probabil preț care poate fi obținut în mod rezonabil de vânzător și cel mai avantajos preț obținabil pentru cumpărător. Acest nivel rezonabil exclude în mod explicit un preț influențat de condiții atipice de finanțare, fiind vorba de suma plătită integral într-un interval normal de la încheierea contractului (de exemplu “suma estimată” de evaluator nu ia în calcul posibilitatea vânzării în rate a proprietății, practică uneori în România în procesul de privatizare);
- “*pentru care o proprietate ar fi schimbată*” subliniază ideea că valoarea este o sumă estimată și nu un preț predeterminat;
- “*la data evaluării*” sugerează ideea că evaluarea are un “termen de garanție”, în sensul că modificarea condițiilor de pe piață modifică premisele evaluării și deci rezultatele acesteia. Orice valoare estimată a unei proprietăți sau afaceri încorporează circumstanțele reale ale pieței la data realizării evaluării. Suma estimată este valabilă la data evaluării, deoarece a avut în vedere condițiile dominante ale pieței la acea data.
- “*între un cumpărător hotărât*” se referă la faptul că cel care cumpără este motivat dar nu forțat să cumpere; el nu va plăti un preț mai mare decât cel cerut de piață;
- “*și un vânzător hotărât*” arată că nici vânzătorul nu este grăbit sau forțat să încheie tranzacția și nici nu este dispus să aștepte până ce va obține prețul pe care el îl consideră rezonabil;
- “*într-o tranzacție echilibrată*” este situația în care cele două părți nu au interes sau relații speciale care ar putea influența nivelul prețului (de exemplu relația între proprietar și chiriaș). Vânzătorul și cumpărătorul sunt două persoane ipotetice, impersonale, care nu au avut relații privilegiate, deci prețul nu este influențat de relații părtinitoare între cele două părți și nici de interese speciale ale unui anumit cumpărător sau vânzător;
- “*după un marketing adecvat*” precizează că proprietatea ar fi “expusă” la vânzare pe piață într-o manieră adecvată și în cadrul unei perioade rezonabile care să permită obținerea celui mai bun preț;
- “*în care fiecare parte a acționat în cunoștință de acuză, prudent*” presupune că cele două părți sunt informate asupra naturii și



caracteristicilor proprietății sau afacerii și asupra condițiilor de pe piață la data evaluării;

Standardul Internațional de Contabilitate 16 (IAS 16) utilizează un concept contabil, asemănător cu valoarea de piață, numit *valoare corectă* (fair value), care este definită astfel:

*“Suma estimată pentru care un activ ar putea fi schimbat între un cumpărător hotărât să cumpere și în cunoștință de cauză și un vânzător hotărât să vândă și în cunoștință de cauză, într-o tranzacție liberă (nepărtinitoare)”*.

Deși în majoritatea cazurilor evaluarea se referă la valoarea de piață, sunt situații care solicită și alte categorii de valori decât valoarea de piață. Obiectivele majore ale standardului care se referă la categoriile de valori în afara valorii de piață (Standardul de evaluare SEV 4.04.) sunt:

- să identifice și să explice alte categorii de valori
- să permită deosebirea acestor categorii valorice de valoarea de piață.

#### B. Valoarea de investiție

Pentru un anumit investitor care are criterii clare asupra investiției intenționate se aplică conceptul de *valoare de investiție*.

Când acționează în ipostaza de expert consultant pentru un potențial investitor, evaluatorul calculează atât *valoarea de investiție*, cât și *valoarea de piață* pentru a-l ajuta pe client să ia o decizie inteligentă, cele două valori putând să difere în mod semnificativ.

*Valoarea de investiție* este definită astfel:

*Valoarea proprietății pentru un anumit investitor, pentru o categorie de investitori sau pentru obiective (scopuri) de investiții identificate. Acest concept subiectiv face legătura între o proprietate anume și un investitor sau grup de investitori care au obiective de investiții sau criterii definite în mod clar pentru efectuarea investiției.*

*Valoarea de investiție* se calculează prin actualizarea fluxului de venit anticipat de investitor din proprietatea evaluată. Cauzele unei posibile diferențe între *valoarea de piață* și *valoarea de investiție* sunt aprecierile subiective asupra:

- sinergiilor posibile după achiziționarea proprietății;
- performanțele așteptate de investitor;
- riscurilor percepute ale afacerii.

#### C. Valoarea de utilizare:

Se referă la valoarea cu care un anumit activ sau parte din firma contribuie la valoarea întreprinderii din care face parte, fără a avea în vedere cea mai bună utilizare sau suma ce s-ar obține prin vânzarea acestuia. Această categorie se referă la valoarea unui activ din cadrul unei întreprinderi pentru o anumită utilizare de către un anumit utilizator, nefiind deci vorba de o valoare de piață.

D. Valoarea de lichidare sau de vânzare forțată

Reprezintă suma ce poate fi obținută în mod rezonabil din vânzarea unei proprietăți sau afaceri într-un interval de timp prea mic pentru a îndeplini condițiile din definiția valorii de piață. Pentru lichidarea întreprinderii se folosește și se estimează tipul de valoare, numit *valoarea de lichidare* sau *valoarea de vânzare forțată*, definită astfel:

*Suma care poate fi încasată în mod rezonabil în urma vânzării unei proprietăți într-o perioadă de timp prea scurtă pentru a fi conformă cu perioada de timp specificată în definiția valorii de piață. În unele țări, valoarea de vânzare forțată, în particular, poate implica, de asemenea, un vânzător obligat să vândă și un cumpărător sau niște cumpărători care cumpără, fiind conștienți de dezavantajul vânzătorului.*

Când se calculează *valoarea de lichidare* evaluatorul trebuie să estimeze și toate costurile asociate cu lichidarea, respectiv, comisioanele, onorariile, cheltuielile administrative, până la finalizarea completă a lichidării, taxele și impozitele legale.

E. Valoarea pentru garanții bancare

Pentru garantarea creditelor bancare, noțiunea utilizată este *valoarea ipotecii (mortgage lending value)*, definită de Directiva Consiliului European 98/32/EC, referitoare la ratele de solvabilitate pentru creditarea proprietății comerciale și pentru leasing-ul financiar, astfel:

*Valoarea unei proprietăți determinată de un evaluator care efectuează o evaluare prudentă a vandabilității viitoare a proprietății, pe bază luării în considerare a aspectelor mentenabile pe termen lung ale proprietății, a condițiilor normale și celor locale ale pieței, utilizării curente și utilizărilor alternative adecvate ale proprietății. Elementele speculative nu vor fi luate în vedere în stabilirea valorii ipotecii. Valoarea ipotecii va fi susținută cu documente într-o manieră transparentă și clară.*

F. Valoarea de asigurare, respectiv valoarea unei proprietăți ce face obiectul unui contract de asigurare.

G. Valoarea de impozitare se bazează în general pe definiția și accepțiunea dată în legislația fiscală referitoare la taxele pentru proprietăți.

H. Valoarea de recuperare reprezintă valoarea unei proprietăți (exclusiv terenul) vândută pentru materialele recuperabile și nu pentru utilizarea în continuare.

I. Valoarea specială;

Pentru un investitor cu interese speciale se calculează *valoarea specială*, care este o particularizare a valorii de investiție (subiective).

*Valoarea specială este un termen legat de un element excepțional de valoare, peste valoarea de piață. Valoarea specială poate apărea, de exemplu, ca urmare a asocierii fizice, funcționale sau economice a proprietății cu altă*

*proprietate, de exemplu cu una învecinată. Este un surplus de valoare, care poate fi aplicabil, mai degrabă, unui anumit proprietar, unui potențial cumpărător sau utilizator al proprietății, decât pieței în general.*

Valoarea speciala se referă la un element de valoare cu caracter extraordinar, superior valorii de piață. Valoarea specială apare adesea prin asociere fizică, funcțională sau economică cu o altă proprietate.

### **3. Valoarea întreprinderii**

În evaluarea unor afaceri care conțin una sau mai multe unități operaționale distincte se utilizează conceptul de *valoare a afacerii/întreprinderii (going concern value)* definită relativ apropiat în Standardele Internaționale și cele Europene.

Definiția IVSC:

*Valoarea afacerii este valoarea globală a unei întreprinderi care va continua să funcționeze și în care repartizarea acestei valori globale a afacerii, pe părțile ei componente, se face funcție de contribuția lor la afacerea totală și nu funcție de valoarea de piață însumată a componentelor ei.*

Definiția TEGoVA, dată în Ghidul Albastru:

*Valoarea afacerii (a unei întreprinderi în funcționare) este valoarea generată de activitatea ei comercială dovedită. Ea este expresie a unei afaceri stabile și rezultă din analiza cash-flow-ului actualizat sau din capitalizarea profiturilor, care reflectă cifra de afaceri și eventualele datorii viitoare condiționate. Valoarea astfel calculată include contribuția terenului, clădirilor, mașinilor, echipamentelor, goodwill-ul și altor intangibile.*

Un alt termen, utilizat îndeosebi de analiștii financiari, dar și de evaluatori, în scopul determinării diferenței dintre cursul unei acțiuni și valoarea ei reală, pentru luarea deciziei de a vinde sau de a cumpăra acțiuni cotate, este *valoarea intrinsecă* sau *valoarea fundamentală*. Noțiunea de *valoare intrinsecă* se referă la valoarea unei acțiuni cotate, care se determină prin analiza multifactorială a activității unei firme cotate, efectuată de analiștii financiari.

*Valoarea intrinsecă a acțiunii este prețul care este justificat pentru o acțiune atunci când sunt luați în considerare factorii primari de influență. Altfel spus, este valoarea reală a acțiunii, care este diferită de prețul curent de piață al acesteia. Este o valoare subiectivă, în sensul că analistul trebuie să utilizeze propriile sale judecăți pentru a o determina, deoarece estimările valorii intrinseci vor fi diferite de la un analist la altul.*

Analistul financiar poate estima valoarea intrinsecă prin examinarea atentă a următorilor factori care afectează valoarea unei acțiuni:

1. Valoarea activelor/proprietăților firmei;
2. Profiturile viitoare probabile;
3. Dividendele viitoare probabile;
4. Rata de creștere viitoare probabilă;

Astăzi, dezvoltarea conceptelor de management al valorii sau management prin valoare au făcut din valoarea întreprinderii un element cheie în orientarea tacticii și strategiei firmelor.

#### 4. Standarde de evaluare a întreprinderii

Rolul declarat al standardelor de evaluare este în principal:

1. să instituie proceduri care să permită *certificarea valorii în condiții comparabile cu legislația internă și internațională, cu practică evaluării și cu standardele contabile;*
2. *să ajute evaluatorii prin definirea elementelor fundamentale ale evaluării, creându-se o bază precisă și compatibilă în activitatea practică;*
3. *să asigure parametrii de calitate pentru beneficiarii evaluărilor.*

În standardul de evaluare a întreprinderii elaborat de IVSC (adoptat și de ANEVAR ca standard obligatoriu pentru evaluatorii membri ai asociației) se precizează încă de la primul punct:

*Comitetul Internațional pentru Standardele de Evaluare a adoptat acest Ghid de Aplicare și Execuție pentru a îmbunătăți conținutul și calitatea evaluărilor de întreprinderi în cadrul comunității internaționale în scopul orientării utilizatorilor declarațiilor financiare și ai evaluărilor de întreprinderi.*

În fond, într-o economie globală, în care granițele geografice nu mai au un impact major asupra mișcării capitalului, rolul evaluărilor și îndeosebi al standardelor de evaluare crește semnificativ.

Începând cu anii '70, conștientizarea atât de către comunitatea evaluatorilor europeni de întreprinderi (care s-a identificat aproape în exclusivitate cu experții contabili autorizați) cât și de utilizatorii rapoartelor de evaluare că abordarea evaluării pe baza valorii patrimoniale (de tipul costului de înlocuire a activelor individuale) creează mari dificultăți părților implicate în tranzacții a generat pași importanți în dezvoltarea disciplinei și profesiei.

În anul 1980, UECEF a publicat un nou document în care precizează necesitatea reconsiderării evaluării întreprinderii, datorită dezvoltării atât a doctrinei, cât și a practicii evaluării europene. Evoluția principală, care s-a manifestat cu pregnanță în domeniul evaluării, a fost statuată în mod clar în acest document prin formularea următoare:

*Evaluarea întreprinderilor face parte din teoria economică a alternativelor de investiții; în acest fel, în principiu, ea trebuie să se bazeze pe această teorie, ca și pe metodele de calcul a rentabilității investițiilor.*

De asemenea, a fost recunoscut faptul că: *valoarea corectă a unei întreprinderi poate fi determinată numai pe baza excedentelor financiare pe care aceasta le poate distribui în mod durabil ... Această valoare reflectă valoarea actualizată a tuturor excedentelor financiare viitoare ale întreprinderii, capabilă să le distribuie, dar menținând productivitatea financiară a acesteia.*

O etapă importantă a evoluției doctrinei evaluării întreprinderilor o reprezintă apariția standardelor European și respectiv internațional de evaluare a afacerii: editarea Standardului European 12 – “*Business Valuation*” în noua

ediție a Standardelor Europene de Evaluare din septembrie 2000 și, respectiv, “*Applications and Performance Guidance No. 4–Business Valuation*”, elaborat de *International Valuation Standards Committee (IVSC)* în 18 august 1999.

Câteva elemente esențiale ale standardelor de evaluare a afacerii sunt:

- necesitatea de a utiliza în evaluare numai acele metode și proceduri de evaluare recunoscute, care sunt selectate de evaluator funcție de scopul evaluării și de ipostaza în care se găsește evaluatorul;
- precizarea și descrierea clara a celor trei abordări în evaluarea unei întreprinderi, respectiv:
  - abordarea pe bază de active;
  - abordarea pe bază de venit;
  - abordarea prin comparație.
- reconcilierea valorii finale, în cazul în care se utilizează mai multe metode de evaluare se face nu prin recurgerea la aprecieri statistice (de exemplu o medie ponderată a valorilor obținute), ci prin **selectarea unei valori** în cadrul unui proces de judecată a evaluatorului.

## **5. Principii fundamentale de evaluare. Principii de evaluare a întreprinderii**

### 5.1. Principii fundamentale de evaluare

Există un set de principii incluse în fundamentele evaluării<sup>2</sup>. Ele sunt deopotrivă valabile în evaluarea afacerilor, proprietăților imobiliare, mașinilor și echipamentelor sau activelor necorporale. Cele mai importante principii de evaluare, la care se va reveni pe parcursul lucrării sunt:

1. Principiul anticipării: *valoarea provine din beneficiile viitoare anticipate care urmează a fi generate de proprietatea deținută.*  
Pe piața este normal ca investitorii să gândească valoarea mai degrabă în funcție de beneficiile probabile și riscurile atașate unui anumit plasament de capital decât în funcție de costul istoric sau costul de recreare a acelei proprietăți.
2. Principiul substituției: *atunci când pe piața sunt disponibile mai multe bunuri similare cu preturi diferite, acela care are prețul cel mai mic se va epuiza primul.*  
Forma de manifestare a acestui principiu este cunoscută din viața obișnuită, dar modul de nuanțare în domeniul evaluării este puțin diferit, ținând seama de complexitatea proprietăților sau afacerilor evaluate care încorporează mai multe “bunuri”: *un activ nu valorează mai mult decât costul de înlocuire al tuturor părților sale componente.*

---

<sup>2</sup> Appraisal Institute, *Evaluarea proprietăților imobiliare*, ediția română apărută sub egida ANEVAR, București, 2001, p.31;

3. Principiul schimbării: schimbarea este rezultatul acțiunii legii cauza - efect;

Schimbările care apar în cadrul forțelor care creează sau influențează valoarea (unei proprietăți sau afaceri) sunt continue, unele graduale altele rapide. De exemplu, schimbarea de către guvern a legii impozitului pe profit sau de către banca centrală a ratei scontului, falimentul unui competitor major etc. sunt schimbări care au impact direct și rapid asupra valorii. De asemenea, deprecierea fizică sau funcțională a activelor se încadrează în categoria schimbărilor cu impact gradual asupra valorii. Evaluatorul încearcă să cuprindă în estimarea sa schimbările probabile ale pieței sau ale proprietății dar totuși trebuie reținut că o estimare a valorii este validă doar la data specificată în raport.

4. Principiul cererii și ofertei: *prețul unei mărfi (proprietăți) variază direct dar nu neapărat și proporțional cu cererea și invers, dar nu neapărat proporțional cu oferta.*

Atât de cunoscuta lege a cererii și ofertei este esențială și în estimarea valorii. Atunci când pe piață sunt oferite mai multe alternative investiționale (obligațiuni, acțiuni, firme închise, unități operaționale etc.) care cumulează o ofertă mai mare decât cererea solvabilă, realizarea echilibrului cerere-ofertă va determina scăderea prețurilor de vânzare.

5. Principiul contribuției: *valoarea unei părți componente a unei proprietăți/afaceri depinde de cât de mult contribuie aceasta la valoarea întregului sau de cât de mult reduce valoarea întregului absentă sa.*

Este un principiu care ajută la înțelegerea clară a adevărului că nu toate costurile înseamnă valoare și, de asemenea, permite estimarea valorii în cazuri particulare, cum ar fi: divizarea, fuziunea, recapitalizarea etc.

## 5.2. Principii de evaluare a întreprinderii

În evaluarea întreprinderii există un set specific de principii care va fi dezvoltat în continuare. Estimarea unei valori rezonabile a întreprinderii este funcție de experiență și judecată bazată pe informare dar ea trebuie să se bazeze pe un fundament teoretic bine definit. Principiile enumerate și analizate pe scurt în continuare au fost sintetizate din combinarea teoriei economice, a standardelor de evaluare a întreprinderii, a realităților pieței dar și a logicii bunului simț<sup>3</sup>.

Principiul 1      *Valoarea întreprinderii este echivalentă cu valoarea prezentă a tuturor fluxurilor viitoare anticipate care derivă din dreptul de proprietate asupra capitalului firmei.*

Pe scurt putem reține că valoarea întreprinderii este orientată spre viitor. Pe o piață investitorii analizează întreprinderile pe baza performanțelor lor evidente de a genera, după cumpărare, venituri sau fluxuri financiare libere atât din activitatea de exploatare (operațională) cât și din afara exploatarei.

<sup>3</sup> Badescu G., "Principii fundamentale ale evaluării întreprinderii", Buletin IROVAL, nr.4/1997, p.1-4

Ca regulă generală, cu cât este mai mare incertitudinea referitoare la performanțele viitoare ale întreprinderii, cu atât riscul perceput va fi mai mare și prin urmare valoarea va fi mai mică.

Principiul 2 *Atunci când valoarea este definită ca "valoarea actualizată a tuturor câștigurilor viitoare anticipate care derivă din dreptul de proprietate", valoarea are 2 componente distincte: comercială (sau transferabilă) și necomercială (sau valoare pentru proprietar).*

Acest principiu relativ simplu de exprimat este uneori greu de cuantificat, pentru ca, așa cum s-a arătat, o condiție importantă a manifestării valorii este determinată de transferabilitatea proprietății și deci, evaluatorul trebuie să discernă și să cuantifice valoarea netransferabilă care aparține proprietarului actual în virtutea atributelor sale personale, incluzând în valoarea de piață doar valoarea comercială (transferabilă).

Principiul 3 *Valoarea este estimată la un anumit moment de timp. Ea este o funcție de informațiile cunoscute și previziunile făcute numai la acel moment de timp.*

Întreprinderea ca obiect al cercetărilor și practicii economice (inclusiv al evaluării) este poate cea mai apropiată de conceptul filosofic "totul curge". Întreprinderile sunt în continuă evoluție ca rezultat al vânzării sau cumpărării de active, linii de fabricație, schimbării managementului, modificării aranjamentelor financiare, schimbărilor din ramură și a situației concurențiale. Fiecare și toate aceste schimbări influențează evoluția întreprinderii și conduc la modificarea valorii ei. Prin urmare, valoarea corespunde unui anumit moment de timp.

Principiul 4 *Piața determină rata de fructificare a capitalului așteptată de investitor.*

Costul capitalului sau rata de fructificare a capitalului are un rol esențial în estimarea valorii de piață a întreprinderii. De asemenea, evaluatorul trebuie să înțeleagă că la un anumit moment de timp, forțele pieței sunt cele care determină ratele de fructificare a capitalului, așteptate de investitori. Aceste forțe sunt determinate îndeosebi de:

- a) condițiile economice generale, dar în mod deosebit ratele dobânzilor la creditele pe termen scurt și lung;
- b) situația echilibrului cerere – oferta pe piața investițiilor în general și a întreprinderilor în special;
- c) categoria de cumpărători de pe piață, motivația lor și filosofia de investiție a fiecăruia. Evident că fiecare categorie are așteptări specifice referitoare la fructificarea capitalului și atitudinea lor va influența performanțele generale ale pieței de capital.

Principiul 5 *Valoarea întreprinderii depinde direct de performanța acesteia de a genera în viitor fluxuri pozitive la dispoziția*

*proprietarilor, cu excepția cazurilor când lichidarea conduce la o valoare mai mare.*

În cadrul concepției de continuitate a activității întreprinderii, valoarea este estimată prin aplicarea unei rate de actualizare adecvate în condițiile alegerii unor fluxuri financiare viitoare obținute după plata impozitului pe profit.

Acceptând că piața “dictează” rata de fructificare a capitalului și că aceasta în cele mai multe cazuri se află într-un interval relativ restrâns, este clar că valoarea unei întreprinderi variază direct proporțional cu performanța ei de a genera în viitor fluxuri pozitive pentru remunerarea capitalului investitorilor.

Logic înțelegem că valoarea estimată pe principiul continuității nu poate fi mai mică decât valoarea de lichidare a afacerii

Principiul 6      *Cu cât este mai mare valoarea activelor tangibile (estimată ca valoare de utilizare sau de lichidare) cu atât este mai mare valoarea întreprinderii.*

Acest principiu se fundamentează pe următoarele elemente:

- valoarea la utilizare presupune continuitatea activității întreprinderii evaluate. De exemplu, activele tangibile cum ar fi clădirile sau echipamente cu utilizare unică, au de obicei o "valoare de utilizare" mai mare decât "valoarea de lichidare". Teoretic, atunci când se estimează activul net corectat, cu cât este mai mare valoarea activelor tangibile, cu atât este mai mare suma necesară de investit pentru a intra în domeniul în care funcționează întreprinderea. Rezultă un cost mai mare de intrare în ramura, o probabilitate mai mică de concurență și, de asemenea, o rată de fructificare cerută de cumpărător mai mică. Aplicarea acestui raționament trebuie să reflecte condițiile unei situații date.

- deși se presupune continuitatea activității întreprinderii, toate previziunile pe care le realizează un investitor rațional iau în calcul și probabilitatea de faliment. La data cumpărării întreprinderii, activul net al firmei va avea o valoare de lichidare. Teoretic, cu cât valoarea de lichidare la data evaluării este mai mare, cu atât riscul cumpărătorului este mai mic și prin urmare rata de fructificare așteptată de cumpărător este mai mică.

Principiul 7      *În majoritatea cazurilor participația de control are o valoare unitară mai mare decât participația minoritară, atunci când acestea sunt estimate separat.*

Este important să se facă deosebirea între estimarea valorii totale a întreprinderii și estimarea valorii individuale a participațiilor pe care le au diferiți acționari ai întreprinderii.

Controlul deținut de un acționar sau de un grup de acționari care acționează coerent în luarea deciziilor în virtutea unui acord, asigură în primul rând alegerea membrilor consiliului de Administrație și apoi controlul operațiilor întreprinderii și strategia acesteia.



Un acționar cu participație minoritară nu va putea controla semnificativ fluxul de lichidități generat de firma și ca urmare a acestui dezavantaj valoarea unitară a participației sale este inferioară față de valoarea unitară a participației majoritare.

## **6. Procesul de evaluare a întreprinderii**

*Procesul de evaluare reprezintă o procedură sistematică utilizată pentru estima într-o manieră credibilă o anumită valoare a întreprinderii.*

Procesul de evaluare începe prin identificarea de către evaluator a întreprinderii de evaluat și a bazei de evaluare și se încheie odată cu raportarea către client a concluziilor.

Evaluarea întreprinderii este un proces complex și sistemic, nici una din etapele avute în vedere neavând un scop în sine ci servind la judecata valorii finale care va fi estimată de către evaluator.

### **6.1. Definirea problemei**

Primul pas într-o evaluare este formularea clara a obiectului și scopului raportului pe care-l va realiza evaluatorul (echipa de evaluare). Aceasta etapa va preciza clar, atât pentru evaluator cât și, la fel de important, pentru client bazele și limitele evaluării și va elimina orice neclaritate în legătură cu speța respectiva.

#### **a) identificarea întreprinderii evaluate**

Aceasta presupune stabilirea coordonatelor firmei ce va face obiectul evaluării: denumirea, forma de proprietate, sediul social, ramura de activitate, proprietarii, managementul etc.

#### **b) identificarea pachetului de acțiuni evaluat**

Se va stabili exact proprietatea evaluata și proprietarul aceluia pachet de acțiuni. De asemenea, se va avea în vedere marketabilitate proprietății evaluate, orice restricție cu privire la tranzacționarea respectivei proprietăți (drept de preemțiune, acorduri de necompetiție, orice acorduri speciale).

#### **c) Scopul evaluării, clientul și destinatarul raportului**

Utilizarea se refera la modul în care un client folosește informațiile din raportul de evaluare. Tot în cadrul acestui punct va fi prezentat clientul și destinatarul raportului de evaluare.

#### **d) definirea valorii estimate**

Scopul procesului de evaluare este acela de a estima valoarea dreptului de proprietate asupra unei părți din capitalul unei întreprinderi sau asupra întregului capital. Prezentarea scrisa a valorii estimate explica informațiile selectate și modul lor de analiza, susține logica și credibilitatea valorii finale.

#### **e) data evaluării și data raportului de evaluare**

Importanta datei evaluării a fost înțeleasă încă de la prezentarea principiilor de

evaluare a întreprinderii când s-a arătat ca *valoarea este estimată la un anumit moment de timp. Ea este o funcție de informațiile cunoscute și previziunile făcute numai la acel moment de timp.*

Data evaluării trebuie specificată datorită faptului că factorii care influențează valoarea firmei se modifică permanent. Valoarea de piață fiind percepută ca o reflectare a percepțiilor participanților pe piață iar schimbările care au loc pe piața afacerilor pot influența semnificativ valoarea.

Data raportului de evaluare este întotdeauna o dată prezentă, respectiv data la care s-a redactat acel raport.

f) ipoteze și condițiile limitative

Acestea se includ în raportul de evaluare pentru:

- A proteja evaluatorul;
- A informa și clientul și alți utilizatori ai raportului de evaluare.

Aceste ipoteze și condiții limitative definesc sfera responsabilității evaluatorului.

## PROCESUL DE EVALUARE

---

### I. DEFINIREA PROBLEMEI

<b>a. identificarea întreprinderii</b>	<b>b. identificarea pachetului de acțiuni evaluat</b>	<b>c. scopul evaluării, clientul / destinatarul raportului</b>	<b>d. definirea valorii estimate</b>	<b>e. Data evaluării și data raportului</b>	<b>7. Ipoteze și condiții limitative</b>
--	---	--	--------------------------------------	---	--

### II. DIAGNOSTICUL INTREPRINDERII

COMERCIAL	JURIDIC	OPERATIONAL	RESURSE UMANE și MANAGEMENT	ECONOMICO-FINANCIAR
✓ Estimare a pieței actuale și potențiale a întreprinderii și a poziției sale pe piața.	✓ analiza aspectelor legale privind activitatea firmei evaluate	✓ analiză a factorilor tehnici, a tehnologiilor de fabricație precum și a organizării activității operaționale.	✓ cunoașterea de către evaluator a resurselor umane și a potențialului de management	✓ Performanțe realizate și riscuri ✓ Ajustarea situațiilor financiare istorice ✓ Compararea cu întreprinderi similare

### III. APLICAREA CELOR TREI ABORDARI

ACTIVE	VENIT	COMPARATIE
Metode uzuale ✓ Activ Net Corectat (ANC); ✓ Activ Net de Lichidare	Metode uzuale ✓ Capitalizarea profitului ✓ Fluxuri financiare actualizate	✓ Comparația cu tranzacții de firme similare sau tranzacții anterioare cu subiectul evaluării

### IV. RECONCILIAREA VALORII și ESTIMAREA VALORII FINALE

---

## 6.2. Diagnosticul întreprinderii

Prin diagnosticarea unei firme, în vederea evaluării, se urmărește sintetic evidențierea a doi parametrii cheie: rentabilitatea și riscul. Cunoașterea tuturor laturilor activității acesteia, respectiv comerciala, juridica, tehnica, resurse umane, financiară etc.; precum și a punctelor forte și punctelor slabe corespunzătoare fiecăreia este de natură să permită evaluatorului fundamentarea judecății valorii întreprinderii.

Diagnosticul furnizează informațiile necesare aprecierii situației trecute și prezente, care constituie o bază pentru estimarea elementelor și variabilelor 'cheie' ce trebuie avute în vedere în cazul aplicării diferitelor metode de evaluare.

Realizarea diagnosticului unei firme în scopul evaluării presupune parcurgerea următoarelor etape:

- stabilirea problemelor supuse analizei;
- asigurarea informațiilor și analiza documentelor care stau la baza lor;
- analiza și prezentarea rezultatelor într-un raport.

Referitor la asigurarea informațiilor și analiza acestora, evaluatorul trebuie să ia toate măsurile pentru a se asigura că toate sursele de informații care s-au folosit sunt adecvate și credibile pentru derularea evaluării. Standardul de evaluare a afacerii (SEV 5) precizează ca *"...evaluatorul va urma etapele rezonabile pentru verificarea acurateții și credibilității surselor de informații, precum și dacă acestea sunt în concordanță cu uzanțele de pe piețele și locurile unde se efectuează evaluarea"*.

Pentru evaluarea unei întreprinderi, diagnosticul poate fi structurat în: diagnostic juridic, tehnic, al resurselor umane, comercial și financiar.

### a) diagnosticul comercial

Acesta vizează analiza pieței pe care operează întreprinderea.

Obiectivul urmărit este estimarea pieței actuale și potențiale a întreprinderii și a poziției sale pe piața.

### b) diagnosticul juridic

Diagnosticul juridic are drept scop analiza aspectelor legale privind activitatea firmei evaluate.

### c) diagnosticul operațional

Acesta presupune o analiză detaliată a factorilor tehnici de producție, a tehnologiilor de fabricație a produselor, precum și a organizării producției și a muncii.

### d) diagnosticul resurselor umane și a managementului

Acesta are în vedere cunoașterea de către evaluator a resurselor umane din punct de vedere al evoluției, structurii, comportamentului și eficienței utilizării lor, precum și prezentarea și analiza echipei de conducere a întreprinderii.

e) Diagnosticul financiar

Așa cum prezintă și standardul de evaluare a întreprinderii SEV 5, analiza financiară urmărește:

1. Înțelegerea performanțelor realizate și riscurilor inerente în activitatea întreprinderii, precum și a perspectivelor de performanță financiară viitoare, inclusiv prin analiza tendințelor care s-au manifestat de-a lungul timpului;
2. Ajustarea situațiilor financiare istorice pentru a estima abilitățile întreprinderii de a genera fluxuri de venit pentru furnizorii de capital precum și perspectivele acesteia;
3. Compararea cu întreprinderi similare pentru a stabili parametrii de risc, rentabilitate și de valoare;

Diagnosticul întreprinderii reprezintă interfața necesară pentru aplicarea metodelor de evaluare și judecarea valorii finale, el se finalizează printr-o sinteză a concluziilor rezultate din analiza firmei.

### **6.3. Aplicarea celor trei abordări ale evaluării întreprinderii**

Procesul de evaluare este util pentru estimarea credibilă a valorii definite, bazată pe analiza tuturor informațiilor disponibile (îndeosebi în diagnosticul întreprinderii). Evaluatorul va estima valoarea firmei prin metode și tehnici specifice, care reflectă trei abordări distincte în evaluarea firmei. În mod fundamental nu există decât trei modalități (abordări) de a ajunge la valoarea unei întreprinderi:

- (A) Abordarea pe baza de active
- (B) Abordarea pe baza de venit
- (C) Abordarea prin comparație

În principiu, un evaluator poate folosi într-un raport de evaluare toate cele trei abordări în toate estimările de valori ale întreprinderii. Utilizarea metodelor care se înscriu în abordările respective depinde de tipul de întreprindere, situația acesteia la data evaluării, calitatea și cantitatea informațiilor disponibile, scopul evaluării etc.

#### **(A) Abordarea pe baza de active (patrimonială)**

Abordarea bazată pe active se bazează în mod esențial pe *principiul substituției* care spune că *un activ nu valorează mai mult decât costul de înlocuire al tuturor părților sale componente*. În cadrul acestei abordări evaluatorul va corecta bilanțul care reflecta valori contabile (influențate în mare măsura de costul istoric) cu un bilanț care reflectă pentru toate activele (atât corporale cât și necorporale) și toate datoriile, valoarea lor de piață sau o altă valoare corespunzătoare (adecvată).

### (B) Abordarea pe baza de venit

Aceasta abordare se bazează în primul rând pe *principiul anticipării* care afirmă ca *valoarea provine din beneficiile viitoare anticipate care urmează a fi generate de proprietatea deținută*.

În abordarea pe bază de venit se estimează valoarea unei întreprinderi, prin determinarea valorii prezente a veniturilor anticipate. Cele două metode uzuale ale abordării prin venit sunt capitalizarea profitului și actualizarea cash-flow-ului (sau a dividendelor).

### (C) Abordarea prin comparație

Atunci când sunt disponibile mai multe tranzacții cu întreprinderi similare și relevante aceasta este poate cea mai bună abordare pentru a realiza o estimare credibilă a valorii de piață. În abordarea prin comparație, evaluatorul este pus în situația de a aprecia gradul de similitudine între firma evaluată și tranzacțiile comparabile dar și diferențele între acestea.

## **6.4. Reconcilierea valorii și estimarea valorii finale**

Etapa finală a procesului de evaluare o reprezintă analiza sistemică a rezultatelor obținute din aplicarea mai multor metode și stabilirea unei opinii în legătura cu valoarea finală. Chiar dacă evaluatorul trebuie să revadă toată activitatea realizată, totuși aceasta este etapa cu cel mai mic volum de muncă dar care implică poate cel mai mult judecata și experiența evaluatorului. El trebuie să analizeze credibilitatea și aplicabilitatea fiecărei abordări la speța respectivă, să înțeleagă și să explice diferențele între rezultatele aplicării mai multor metode, să analizeze gradul de credibilitate și relevanța al tuturor informațiilor care au stat la baza aplicării fiecărei metode etc. și astfel să propună o valoare (sau un interval de valori).

Standardul de evaluare a întreprinderii (SEV 5) precizează în mod clar ca *“Selectarea și credibilitatea abordărilor și a metodelor adecvate ca și a calculelor depind de judecata evaluatorului”*.

## **7. Clasificarea și necesitatea evaluării întreprinderii**

### **7.1. Clasificarea evaluărilor**

Evaluările pot fi clasificate în funcție de:

- a) *obiectul supus evaluării*, distingându-se:
  - evaluări de proprietăți imobiliare, bunuri mobile (mașini și echipamente), stocuri, creanțe etc.;
  - evaluări de active intangibile ce pot fi identificate și evaluate separat (licențe, mărci, brevete, contracte etc.) și/sau goodwill.
  - evaluări de unități operaționale distincte din cadrul unei întreprinderi (părți dintr-o întreprindere - fabrici, secții, ateliere, depozite, magazine).
  - evaluări de societăți comerciale (întreprinderi), acestea având ca obiect al evaluării totalitatea unei afaceri.

- b) *scopul (obiectivul) evaluării*:

- evaluări administrative; se realizează de regulă în scopuri fiscale (pentru determinarea masei impozabile), având la bază reglementări speciale sau baremuri;
- evaluări economice; vizează stabilirea valorii de piață a unei proprietăți sau afaceri în vederea privatizării, vânzării etc.

c) *destinatarul evaluării:*

- evaluări pentru proprietarii afacerii sau proprietății evaluate în vederea stabilirii bazei de negociere pentru vânzare;
- evaluări pentru instituții financiar-bancare și fiscale în vederea constituirii unor garanții pentru credite, impozitarea unei operații de vânzare cumpărare, fuziune etc.
- evaluări pentru instituții sau organisme publice;
- evaluări pentru instanțele judecătorești, atunci când apar acțiuni sau litigii legate de mărimea, mișcarea sau lichidarea patrimoniului sau averii unei persoane juridice;
- evaluări pentru persoane fizice: salariați, moștenitori ai proprietarilor sau persoane care doresc să achiziționeze titluri de valoare sau să realizeze operațiuni de asociere;

d) *în funcție de poziția evaluatorului distingem:*

- evaluări realizate de evaluatorul-consultant (consultant al vânzătorului sau cumpărătorului);
- evaluări realizate de evaluatorul-arbitru (consultant al vânzătorului și cumpărătorului);
- evaluări realizate de evaluatorul-expert neutru (numit cel mai adesea în situații de litigiu, caz în care este nevoie de o opinie neutră);

e) în unele lucrări se utilizează drept criteriu de clasificare și *metoda de evaluare utilizată*, făcându-se distincție între:

- evaluări bazate pe active (patrimoniale), care abordează exclusiv latura patrimonială;
- evaluări bazate pe venit (randamentul afacerii);
- evaluări bazate pe comparația de piață;

## 7.2. Necesitatea evaluării întreprinderii

În general evaluarea întreprinderii este necesară în următoarele situații:

- 1) *Operațiuni de achiziții, fuziuni, majorări de capital.* O evaluare joacă un rol major în achiziția unei companii. Ea furnizează o opinie independentă privind valoarea afacerii, o marjă înăuntrul căreia se negociază în cele mai multe cazuri prețul.
- 2) *Evaluarea pentru listarea la bursa.*
- 3) *Expropieri.*
- 4) *Suport în caz de litigii.*
- 5) *Disputele între acționari.*
- 6) *Disputele între soți.*
- 7) *Solicitarea instituțiilor financiare.*
- 8) *În acțiuni juridice cu scop patrimonial* (succesiune, faliment, constituirea de ipoteci)

## REZUMATUL CAPITOLULUI

Scopul acestui capitol îl reprezintă înțelegerea fundamentelor disciplinei de evaluare a întreprinderii precum și crearea premiselor pentru dezvoltarea aplicațiilor practice presupuse în cadrul capitolelor următoare.

În sinteza am reținut ca teoria valorii ar putea fi sintetizată în următoarele postulate :

1. Valoarea unui bun este creată în mintea persoanelor care constituie piața acelui activ sau bun.
2. Valoarea este creată din interacțiunea a patru factori:
  - *utilitatea;*
  - *raritatea;*
  - *dorința;*
  - *puterea de cumpărare.*

Există cinci termeni fundamentali a căror înțelegere este esențială în cadrul disciplinei și al activității practice de evaluare: proprietatea, prețul, costul, piața și valoarea.

Sunt mai multe tipuri de valoare (de piață, de investiție, de utilizare, de lichidare etc.), înțelegerea corectă a sensului fiecăreia dintre acestea reprezentând un element de bază în realizarea utilității profesiei de evaluator.

Evaluatorii utilizează standarde profesionale și etice, scopul acestora fiind:

- să asigure certificarea valorii;
- să creeze o bază precisă și compatibilă în activitatea practică;
- să asigure parametrii de calitate pentru beneficiarii evaluărilor.

În evaluare există principii care stau la baza judecății valorii unei proprietăți, reținându-se:

- un set de principii generale (anticiparea, substituția, schimbarea, cererea și oferta, contribuția);
- un set de principii specifice evaluării întreprinderii.

Realizarea demersului practic presupus de evaluarea întreprinderii se bazează pe un proces logic și coerent, care evidențiază etapele ce trebuie parcurse de către un evaluator:

- definirea misiunii;
- diagnosticul întreprinderii;
- aplicarea celor trei abordări;
- reconcilierea valorii și estimarea opiniei evaluatorului.

Evaluările sunt necesare pentru orice speță care implică mișcarea capitalului (vânzare/cumpărare, fuziune, divizare, expropriere, dispute între acționari etc.) sau în cazurile în care este necesară furnizarea unei opinii privind dimensiunea capitalului (evaluare pentru înregistrare în contabilitate, evaluare pentru listarea la bursă etc.)

Clasificarea evaluărilor reține drept criterii: obiectul supus evaluării, scopul evaluării, poziția evaluatorului în procesul de evaluare etc.



## **CUVINTE CHEIE**

Abordări ale evaluării, Costul, Dorința, Evaluarea, Piața, Prețul, Procesul de evaluare, Proprietatea, Principii de evaluare, Puterea efectivă de cumpărare, Raritatea, Standarde de evaluare, Tipuri de valoare, Utilitatea, Valoarea, Valoarea de piață.

## **BIBLIOGRAFIE SUPLIMENTARA**

1. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., “Evaluarea întreprinderii”, Editura Tribuna Economica, București, 2001;
2. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., STAN S., “Ghid practic de evaluare a întreprinderii”, Editura Tribuna Economica, București, 2001;
3. STAN S., “Evaluarea întreprinderilor necotate”, Ed. Tribuna Economica, București, 2000;
4. <http://www.ivsc.or>
5. <http://www.tegova.org>
6. <http://www.anevar.ro>

## **ÎNTREBĂRI RECAPITULATIVE**

1. Ce reprezintă valoarea unui bun?
2. Care este diferența dintre valoarea unui bun și prețul acesteia?
3. Cum definiți valoarea de piață?
4. În ce condiții se calculează valoarea de lichidare sau de vânzare forțată?
5. Ce semnificație are principiul conform căruia piața determină rata de fructificare a capitalului așteptată de investitor?
6. Care sunt cele două componente ale valorii estimate pentru o întreprindere conform unuia dintre principiile de evaluare a întreprinderii?
7. Care este rolul declarat al standardelor de evaluare?
8. Care este organismul care elaborează standarde de evaluare la noi în țară?
9. Cum se clasifică evaluările în funcție de obiectul supus evaluării?
10. Clasificați evaluările în funcție de metoda de evaluare utilizată.
11. Care sunt etapele proceselor de evaluare a întreprinderii?
12. În ce constă reconcilierea valorii?

## CAP. II. DIAGNOSTICUL ÎNTREPRINDERII

### CUPRINS

1. Necesitatea și rolul diagnosticului în evaluarea firmei
2. Diagnosticul juridic
3. Diagnosticul operațional
4. Diagnosticul comercial
  - 4.1. Analiza pieței întreprinderii
  - 4.2. Analiza produselor/serviciilor întreprinderii
  - 4.3. Analiza prețurilor
  - 4.4. Promovarea
5. Diagnosticul resurselor umane și al managementului firmei
  - 5.1. Diagnosticul resurselor umane
  - 5.2. Diagnosticul managementului firmei
6. Diagnosticul financiar
  - 6.1. Ajustarea informațiilor financiar-contabile
  - 6.2. Diagnosticul situației patrimonialului
    - 6.2.1. Corelația fond de rulment – necesar fond de rulment, trezorerie netă
    - 6.2.2. Diagnosticul corelației creanțe-obligații
    - 6.2.3. Diagnosticul lichidității și solvabilității
    - 6.2.4. Diagnosticul pe baza ratelor de echilibru financiar
  - 6.3. Diagnosticul rentabilității
    - 6.3.1. Situația generală a rezultatului pe baza contului de profit și pierdere
    - 6.3.2. Diagnosticul factorial al rezultatului exploatării
    - 6.3.3. Pragul de rentabilitate și intervalul de siguranță
    - 6.3.4. Diagnosticul pe baza ratelor de rentabilitate
  - 6.4. Analiza riscului întreprinderii
  - 6.5. Criterii de apreciere a indicatorilor economico-financiar

### MOD DE LUCRU

- Studiați conținutul capitolului, al notelor de curs și al explicațiilor primite la curs;
  - Identificați în text cuvintele cheie și conceptele din rezumat;
  - Completați informațiile cu datele din bibliografia suplimentară;
  - Răspundeți la întrebările recapitulative sub forma unor expuneri verbale sau în scris;
    - Realizați testele de evaluare, fără a apela la răspunsuri. Evaluați răspunsurile și reluați documentarea pe baza manualului și a bibliografiei suplimentare.

## TEXTUL CAPITOLULUI

### 1. Necesitatea și rolul diagnosticului în evaluarea firmei

În sens general, conceptul de diagnostic, la nivelul unei firme, presupune reperarea disfuncționalităților activității ei, cercetarea și analiza faptelor și responsabilităților, identificarea cauzelor și a măsurilor care să conducă la îmbunătățirea situației economico-financiare.

În mod particular, prin diagnosticarea unei firme, în vederea evaluării, se urmărește cunoașterea tuturor laturilor activității acesteia, respectiv juridică, tehnică, resurse umane, economico-financiară etc., precum și a punctelor forte și punctelor slabe corespunzătoare fiecăreia. Aceasta are ca scop exclusiv evidențierea parametrilor de operare ai firmei, estimarea performanțelor și riscurilor activității viitoare, orice informații care pot orienta judecata evaluatorului în fiecare dintre cele trei abordări prezentate.

În cadrul diagnosticului trebuie să-și găsească răspuns probleme cum sunt:

- Piața pe care operează firma și poziția trecută și probabilă pe această piață;
- Situația juridică a firmei și a proprietății evaluate;
- Potențialul uman și de management al firmei;
- Infrastructura tehnică pentru susținerea activității de producție sau servicii;
- Rezultatele obținute și probabile ale întreprinderii.

În cadrul activității practice de evaluare a unei firme diagnosticul trebuie să furnizeze informațiile necesare aprecierii situației trecute și prezente, care constituie o bază pentru estimarea elementelor și variabilelor ”cheie” ce trebuie avute în vedere în cazul aplicării diferitelor metode de evaluare. Întrucât evaluarea întreprinderii nu înseamnă o aplicare mecanică a unor tehnici, ci presupune o apreciere profundă a performanțelor firmei, echipa de evaluare trebuie să opereze cu parametri considerați normali pentru mediul de activitate al firmei evaluate și la momentul efectuării evaluării.

Pe baza diagnosticului întreprinderii evaluate se fundamentează scenariile ce stau la baza evaluării în abordarea pe bază de venit.

O problemă importantă în realizarea diagnosticului o reprezintă asigurarea informațiilor ce vor fi analizate. În acest sens, așa cum s-a precizat, Standardul de evaluare a afacerii (SEV 5) insistă pe necesitatea ca *evaluatorul să verifice acuratețea și credibilitatea surselor de informații*, iar judecata finală a valorii (reconcilierea valorilor obținute) să includă acest aspect important prin intermediul unei analize a gradului de credibilitate și relevanță al tuturor informațiilor care au stat la baza aplicării fiecărei metode.

### 2. Diagnosticul juridic

Diagnosticul juridic are ca scop verificarea aspectelor juridice legale privind activitatea firmei. Realizarea acestuia presupune analiza elementelor specifice în următoarele domenii: dreptul societății comerciale, dreptul civil, dreptul comercial, dreptul fiscal, dreptul muncii, dreptul mediului, litigiile.

Între informațiile legale relevante pentru aprecierea valorii firmei reținem:

- ✓ Drepturile și obligațiile proprietarului participației evaluate;
- ✓ Analiza controlului asupra deciziilor din cadrul firmei (distribuirea dividendelor, politica de investiții, numirea managementului, dizolvarea, fuziunea, lichidarea, cesiunea, acțiunilor etc.);

- ✓ Analiza oricărei restricții legale privind transferul acțiunilor;
- ✓ Documente privind tranzacții anterioare cu participații la întreprinderea respectivă.

Realizarea efectivă a diagnosticului juridic presupune analiza elementelor specifice din următoarele domenii:

- **Dreptul societății comerciale.** În acest domeniu juridic se verifică: contractul de societate, statutul și modificările ulterioare înființării, registrul adunării generale a acționarilor (asociaților), registrul acționarilor, registrul acțiunilor, etc.

- **Dreptul civil.** Se analizează și se verifică actele și contractele privind:

- dreptul de proprietate asupra construcțiilor;
- situația juridică a terenurilor întreprinderii (drept de proprietate, contractul de închiriere etc.)

- situația juridică a imobilizărilor necorporale de natura brevetelor, licențelor, mărcilor înregistrate și altora de aceeași natură (se verifică dacă acestea sunt înregistrate la organismele abilitate, cine este titularul dreptului de inventator sau autor, existența certificatului de inventator sau autor, durata legală de protecție etc.);

- situația imobilizărilor financiare (titluri de participare, titluri imobilizate ale activității de portofoliu, creanțe imobilizate etc);

- situația împrumuturilor primite, a garanțiilor constituite, existența creditelor nerambursate la scadență, eventualitatea declarării în stare de faliment;

- situația asigurării societății prin efectul legii (imobiliară și de răspundere civilă) și în virtutea unor contracte de asigurare împotriva unor riscuri (calamitate naturală, furt etc.), situația achitării primelor de asigurare etc.

- **Dreptul comercial.** Se verifică contractele de vânzare - cumpărare, de închiriere, contractele de locație de gestiune (o variantă a contractului de închiriere), cele de concesiune etc.

- **Dreptul fiscal.** În acest domeniu juridic se verifică:

- înregistrarea întreprinderii la organele abilitate ale administrației financiare;

- dacă s-au achitat obligațiile legale datorate (impozite, taxe, contribuții etc.);

- situația plăților restante comparativ cu termenele exigibile;

- ultimul control fiscal și rezultatele sale.

Nu de puține ori se întâlnesc în practică firme care din proprie inițiativă își calculează și înregistrează contabil penalitățile pentru neplata la termen a obligațiilor fiscale. Pentru evaluator este foarte importantă reținerea acestor informații datorită influenței directe asupra determinării valorii pe bază de active (patrimoniale) a întreprinderii.

- **Dreptul muncii.** Se verifică și analizează existența contractelor colective și individuale de muncă, regulamentului de ordine interioară, contractului de management.

Un punct important al acestui subcapitol al diagnosticului juridic îl reprezintă relevarea informațiilor care pot preciza dacă oamenii cheie pot sau nu să fie menținuți în această întreprindere după schimbarea proprietarului,

sau dacă noul proprietar este obligat să mențină un anumit nivel al numărului de salariați sau al nivelului de salarizare etc.

• **Dreptul mediului.** Se analizează dacă activitatea firmei evaluate se desfășoară în cadrul impus de legislația de mediu; din perspectiva restricțiilor privind efectele activității asupra mediului interesează dacă firma are un studiu de impact, dacă au fost obținute autorizațiile de mediu, dacă sunt litigii cu alte întreprinderi ori cu autoritățile (și dacă astfel se creează obligația decontaminării sau a plății unor daune interese).

Problemele de mediu tind să capete un rol semnificativ în cadrul activității de evaluare, aceasta fiind o tendință determinată de "semnalele" provenite de pe piața vânzării-cumpărării întreprinderilor (problemele de poluare cu relevanță în procesul de privatizare din țara noastră sunt binecunoscute). Există situații în care nu s-a vândut pachetul de acțiuni la o societate comercială deoarece potențialul investitor nu a acceptat să preia și pasivul ecologic, respectiv obligația de a face cheltuieli semnificative de depoluare.

În practică se evaluează în mod curent activele și pasivele ecologice, rezultatul acestui demers influențând direct valoarea afacerii (în cadrul metodelor pe bază de active se includ corecții asupra elementelor de activ/pasiv, iar în aplicarea metodelor pe bază de venit, profitul sau cash-flow-ul se estimează prin includerea fluxurilor implicate de activele/pasivele ecologice).

• **Litigiile.** Se verifică dacă întreprinderea evaluată este implicată în litigii, aflate pe rolul instanțelor judecătorești sau a Arbitrajului de pe lângă Camera de Comerț și ce posibilități de rezolvare există. În cazul existenței unor litigii de muncă se verifică stadiul de rezolvare al acestora.

În toate cazurile acesta reprezintă un punct important ce are implicații directe atât asupra valorii estimate în abordarea pe bază de active (realizându-se corecții atunci când nu s-au constituit provizioane). De exemplu, o firmă din domeniul turismului înregistra un volum ridicat al soldului contului "clienți"(situație anormală ținând seama de specificul activității).

Prin testul de coerență diagnostic financiar - diagnostic juridic s-a ajuns la imaginea reală a situației acestei întreprinderi. Diagnosticul financiar a pus în evidență faptul că viteza de încasare a clienților este mult prea ridicată comparativ cu specificul activității, în vreme ce diagnosticul juridic a pus în evidență existența unor contracte de locație de gestiune care au generat litigii între părți (locatar și locator). Firma considerată nu avea constituite provizioane, caz în care crea o aparentă situație favorabilă a echilibrului financiar pe termen scurt.

După verificarea și analiza domeniilor juridice prezentate mai sus, se formulează concluziile diagnosticului juridic sub forma punctelor forte și a punctelor slabe ale cadrului juridic, acestea constituindu-se ca parte componentă a raportului de evaluare.

### **3. Diagnosticul operațional**

În esență, diagnosticul operațional presupune o analiză detaliată a factorilor tehnici de producție, a tehnologiilor de fabricație a produselor, precum și a organizării producției și a muncii, ce poate fi realizată de către evaluatori care au și calitatea de experți tehnici.

Astfel, în legătură cu **mijloacele fixe utilizate**, indiferent dacă sunt sau nu proprietatea firmei evaluate, evaluatorii trebuie să se pronunțe cu privire la:

- starea de funcționare a mașinilor și utilajelor, gradul de uzură fizică;
- performanțele acestora în raport cu cele care se produc în momentul dat pe plan mondial (uzura morală);

- posibilitățile de utilizare în viitor;
- mijloacele fixe înregistrate în patrimoniul unității dar care nu mai pot fi folosite datorită schimbărilor intervenite în structura producției;

- încadrarea mijloacelor fixe pe categorii conform Catalogului privind normele de funcționare și clasificare a mijloacelor fixe prevăzut de Legea nr.15/24 martie 1994 privind amortizarea capitalului imobilizat în active corporale și necorporale;

- oportunitatea trecerii în conservare a unor mijloace fixe (dacă este cazul); condițiile în care s-a făcut aceasta și perspectivele de punere în funcțiune; într-o asemenea situație specialiștii trebuie să se pronunțe cum vor fi tratate aceste mijloace fixe în procesul de evaluare.

În legătură cu **clădirile**, în raportul de evaluare se face o descriere a acestora evidențiindu-se:

- concordanța situației din teren cu planurile de construcție, modificările aduse, baza legală a acestor modificări, implicațiile asupra funcționalității și siguranței în exploatare;

- starea tehnică și deprecierea estimată a acestora;
- schimbările intervenite în destinația unor clădiri și posibilitățile de folosire în viitor.

În ceea ce privește **mijloacele de transport**, în urma examinării structurii parcului pe categorii de mijloace de transport (auto, feroviar, aerian și pe apă) se vor face referiri la:

- gradul de folosire a parcului propriu;
- modul de utilizare a capacității mijloacelor proprii de transport;
- starea tehnică, gradul de depreciere;
- posibilitățile de folosire în viitor a parcului propriu, încadrarea parametrilor mijloacelor auto în standardele impuse pe plan național și internațional.

Referitor la **terenuri** se examinează:

- concordanța dintre categoriile de suprafețe existente (construită, aferentă rețelelor, aferentă căilor de acces, liberă) și cele din certificatul de atestare a dreptului de proprietate asupra terenului;

- îmbunătățirile aduse unor categorii de terenuri;
- schimbarea destinației unor suprafețe de teren, baza legală și implicațiile asupra activității întreprinderii.

În cazul **investițiilor în curs de execuție**, evaluatorul trebuie să se pronunțe asupra posibilităților de finalizare a influenței lor asupra capacității de producție.

De asemenea, evaluatorul trebuie să facă referiri asupra posibilităților pe care le are firma pentru a-și asigura utilitățile necesare desfășurării normale a activității și a gradului de dependență față de furnizorii de utilități (regii autonome, societăți comerciale etc.).

În legătură cu **producția și tehnologiile de fabricație**:

- se prezintă succint principalele produse fabricate sau servicii realizate;
- se face o scurtă descriere a procesului tehnologic, eventual prezentarea sub formă de schemă, schiță;
- aprecieri asupra tehnologiilor, în raport cu ceea ce există în domeniul respectiv;
- organizarea generală a producției;
- calitatea producției;
- impactul asupra mediului;
- alte aspecte referitoare la producție sau serviciile pe care le prestează în funcție de obiectul de activitate.

Pentru caracterizarea sintetică a potențialului tehnic se recomandă următorii indicatori:

$$a) \text{ Gradul de folosire a capacității de producție} = \frac{\text{Pr oductia obtinuta}}{\text{Capacitate de productie}} \times 100$$

$$b) \text{ Ponderea mașinilor și utilajelor în total mijloace fixe} = \frac{\text{Mașini și utilaje}}{\text{Total mijloace fixe}} \times 100$$

$$c) \text{ Gradul scriptic de uzura a mijloacelor fixe} = \frac{\text{Amortizarea cumulata}}{\text{Valoarea bruta a mijl. fixe}} \times 100$$

$$d) \text{ Gradul de reinnoire a mijloacelor fixe} = \frac{\text{Valoarea mijl. fixe noi}}{\text{Valoarea bruta a mijl. fixe}} \times 100$$

Notă: Indicatorii c) și d) trebuie stabiliți atât pe total întreprindere cât și pe categorii de mijloace fixe.

În sinteza diagnosticului tehnic, evaluatorul se va pronunța asupra costului de înlocuire a activelor imobilizate și a depreciilor stabilite pentru estimarea costului de înlocuire net. Aceste informații sunt folosite, în special, în cazul aplicării metodelor de evaluare din abordarea pe bază de active (patrimoniale).

#### 4. Diagnosticul comercial

Diagnosticul comercial vizează piața de desfacere a produselor întreprinderii și piața ei de aprovizionare.

Obiectivul de bază al diagnosticului comercial constă în estimarea pieței actuale și potențiale a întreprinderii și a locului ei pe piață.

În cadrul diagnosticului comercial se recomandă a fi abordate următoarele aspecte esențiale: piața; produsele/serviciile; prețul; promovarea.

##### 4.1. Analiza pieței întreprinderii

Această analiză reprezintă un aspect major în estimarea valorii unei firme; din această perspectivă se propun a fi analizate următoarele aspecte:

analiza evoluției vânzărilor; studierea concurenței; analiza clienților întreprinderii; analiza furnizorilor întreprinderii (piața de aprovizionare).

• **Analiza evoluției vânzărilor.** În activitatea de evaluare a unei firme interesează vânzările de bunuri, lucrări și servicii care formează obiectul activității, ceea ce este definit ca fiind cifra de afaceri. Rezultă că în categoria vânzărilor nu se includ cele cu caracter excepțional, cum ar fi cedările de active.

Cifra de afaceri, pe care o regăsim în Contul de profit și pierdere, este evaluată în unități monetare curente. Pentru o corectă apreciere a performanței comerciale a firmei în timp se impune corectarea cifrei de afaceri cu indicele prețurilor domeniului de activitate sau în lipsa acestuia cu indicele general al prețurilor (rata inflației), pentru a se obține cifra de afaceri în prețuri (valori) comparabile.

Comparabilitatea datelor se poate asigura prin inflatare sau prin deflatare. Inflatarea presupune exprimarea valorilor din anii precedenți în puterea de cumpărare a ultimului exercițiu financiar. Deflatare înseamnă exprimarea valorilor în puterea de cumpărare a exercițiului financiar cel mai îndepărtat, luat ca bază de comparație.

Relația de calcul a cifrei de afaceri în valori comparabile prin inflatare, este:

$$CA_{recalculata} = CA_{N-t} \cdot I_{pN/N-t}$$

Cifra de afaceri în valori comparabile prin deflatare se determină astfel:

$$CA_{N_{recalculata}} = \frac{CA_N}{I_{pN/N-t}}$$

unde:

$I_{pN/N-t}$  reprezintă indicele general al prețurilor al anului N față de anul N-t.

Evoluția în timp a vânzărilor firmei trebuie analizată și comparativ cu dinamica vânzărilor pe piața sectorului de activitate al acesteia pentru a se evidenția întărirea sau diminuarea poziției concurențiale a întreprinderii pe piață.

Cuantificarea creșterii sau scăderii ponderii vânzărilor unei firme în cadrul vânzărilor totale pe piață se face pe baza relației:

$$\left( \frac{I_{CAf}}{I_{CAt}} - 1 \right) \cdot gf_0$$

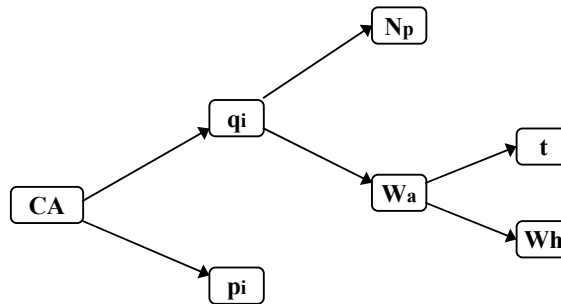


în care:  $I_{CAf}$  = indicele cifrei de afaceri a firmei considerate;  
 $I_{CAt}$  = indicele cifrei de afaceri a sectorului;  
 $gf_0$  = ponderea vânzărilor firmei în cifra de afaceri a sectorului  
 în perioada  
 luată ca bază de comparație.

Cifra de afaceri evoluează sub influența unor factori (directi și indirecti) specifici domeniului de activitate al firmei. Ca model de analiză general valabil se recomandă aprecierea dinamicii vânzărilor în funcție de doi factori directi, și anume volumul fizic al vânzărilor și prețurile medii de vânzare:

$$CA = \sum_{i=1}^n q_i \cdot p_i$$

în care:  $q_i$  = volumul fizic al activității;  
 $p_i$  = prețul (tariful) mediu pe unitatea de produs (prestație).  
 Sistemul factorilor care influențează cifra de afaceri potrivit modelului de mai sus este:



în care:  $\overline{N_p}$  = numărul mediu de personal (salariați + colaboratori);  
 $W_a$  = productivitatea medie anuală stabilită pe baza relației:

$$W_a = \frac{\sum_{i=1}^n q_i p_{i_0}}{\overline{N_p}}$$

t = timpul mediu pe o persoană;

Wh = productivitatea medie orară stabilită pe baza cifrei de afaceri în prețuri comparabile.

Modelul de analiză menționat prezintă importanță pentru evaluator deoarece permite punerea în evidență a următoarelor aspecte:

- creșterea vânzărilor s-a obținut prin sporirea volumului fizic și/sau prin creșterea prețurilor de vânzare;
- modul în care utilizarea extensivă a forței de muncă a influențat volumul de activitate;
- contribuția factorului calitativ *productivitatea muncii* la modificarea cifrei de afaceri.

Cifra de afaceri poate fi analizată și pe baza unor modele de analiză specifice domeniului de activitate al întreprinderii. Astfel, pentru analiza vânzărilor în ramurile productive se recomandă modelul:

$$CA = \overline{N}_p \cdot \frac{\overline{M}f}{\overline{N}_s} \cdot \frac{\overline{M}f'}{\overline{M}f} \cdot \frac{Q_e}{\overline{M}f'} \cdot \frac{CA}{Q_e}$$

în care:

$\overline{M}f$  = valoarea medie anuală a mijloacelor fixe folosite de întreprindere, indiferent dacă sunt sau nu în proprietatea ei;

$\overline{M}f'$  = valoarea medie anuală a mijloacelor fixe direct productive;

$Q_e$  = producția exercițiului.

Pe baza acestui model evaluatorul obține informații cu privire la:

- influența modificării dimensiunii factorului uman asupra vânzărilor;
- dinamica gradului de înzestrare tehnică a muncii ( $\overline{M}f/\overline{N}_p$ ) și impactul asupra vânzărilor;
- compoziția tehnică a mijloacelor fixe și influența asupra cifrei de afaceri;
- eficiența utilizării mijloacelor fixe direct productive, caracterizată prin analiza volumului de activitate productivă ( $Q_e$ ) în corelație cu valoarea medie a mijloacelor fixe ( $\overline{M}f$ ) direct productive și impactul asupra vânzărilor;
- evoluția gradului de valorificare a producției exercițiului (factor extrem de important, ce pune în evidență legătura activității firmei cu piața) și contribuția acestuia la variația cifrei de afaceri.

În cazul întreprinderilor din sfera distribuției se recomandă utilizarea modelelor:

$$CA = \overline{N}_p \cdot W_a, \text{ unde :}$$

$$N = N_l \cdot K_s$$

$$W_a = N_z \cdot d_z$$

în care:

$N_l$  = numărul locurilor de muncă;

$K_s$  = coeficientul schimburilor;

$N_z$  = numărul mediu de zile lucrate de un angajat;

$d_z$  = desfacerea medie zilnică pe o persoană.

Modelul anterior se recomandă a fi folosit în cazul unităților comerciale care practică forma clasică de vânzare, cu plata la vânzător.

Modelul ce va fi prezentat în continuare se recomandă în cazul unităților comerciale care desfac mărfurile prin sistemul cu autoservire:

$$CA = S_c \cdot d / m^2$$

$$d / m^2 = \frac{\sum_{i=1}^n g_{si} \cdot d_i / m^2}{100}$$

în care:  $S_c$  = suprafața comercială;

$d / m^2$  = desfacerea medie pe unitatea de suprafață (metru pătrat);

$g_{si}$  = structura suprafeței comerciale pe grupe de mărfuri;

$d_i / m^2$  = vânzarea medie pe unitatea de suprafață pe grupe de mărfuri.

Pentru unitățile comerciale, în formularea concluziilor, în funcție de profilul întreprinderii, se au în vedere structura consumatorilor (clienților), evoluția probabilă a acestora, modificările posibile ale cererii solvabile precum și alți factori care pot influența volumul vânzărilor.

#### • **Studierea concurenței**

Piața de desfacere a firmei, respectiv spațiul în care oferta specifică a societății comerciale se întâlnește cu cererea, reprezintă un segment esențial al diagnosticului comercial, care nu poate fi complet dacă nu se analizează și competiția, ca element fundamental al pieței.

Analiza concurenței trebuie să aibă în vedere următoarele aspecte:

- nominalizarea principalilor concurenți;
- stabilirea cotei de piață ( $c_{pi}$ ) deținută de întreprinderea evaluată, și de principalii competitori pe piață, pe baza relației:

$$c_{pi} = \frac{CA_i}{CA_t} \times 100;$$

în care:

$CA_i$  = cifra de afaceri a firmei  $i$ ;

$CA_t$  = cifra de afaceri totală a sectorului de activitate al firmei  $i$ ;

- determinarea cotei de piață relative ( $c_{pi}'$ ) care reprezintă "o expresie a raportului direct de forțe dintre firme"<sup>4</sup>, utilizând raportul:

$$c_{pi}' = \frac{CA_f}{CA'} \times 100;$$

în care:

$CA_f$  = cifra de afaceri a firmei analizate;

$CA'$  = cifra de afaceri a celui mai important concurent;

- ierarhizarea firmelor care acționează pe piața sectorului de activitate pe baza cotei de piață deținute pe orizontul de timp supus diagnosticării;
- aprecierea poziției concurențiale a întreprinderii pe baza cotei de piață relative. Astfel, dacă indicatorul este 100%, atunci firma deține poziția de lider pe piața respectivă, iar în cazul în care valoarea cotei de piață relative se apropie de zero, atunci întreprinderea deține o poziție nesemnificativă pe piață.

<sup>4</sup> M.Niculescu - Diagnosticul global strategic - Ed.Economică, București, 1997, pg.68

Referitor la concurența externă pe piață se menționează:

- firmele concurente (denumire, țara de origine și locul unde fabrică produsele);
- modul de organizare și durata serviciilor de garanție și postgaranție. Se va preciza dacă dispun de unități proprii sau activitatea de service este cedată unei singure firme sau mai multor firme;
- raportul preț-calitate la produsele concurenței și cele proprii. Sunt frecvente cazurile în care concurența practică prețuri mai mici la produsele care "aparent" sunt de calitate mai bună (după anul 1990 piața românească a fost invadată de produse străine de calitate inferioară celor românești, dar prezentate într-o formă mai atractivă);
- modalitățile de distribuție a produselor (rețea proprie, distribuitor unic, etc.);
- puterea concurențială internațională, marcată prin cifra de afaceri, productivitatea muncii, cota de piață etc. (în măsura în care se dispune de informații necesare);
- forme de cooperare cu unii distribuitori internaționali.

În analiza posibilităților de penetrare pe anumite piețe trebuie să se facă deosebirea între diferitele categorii de piețe, cum ar fi:

- piața deschisă, în care pătrunderea sau extinderea cotei este posibilă, neexistând anumite restricții juridice sau de altă natură;
- piața închisă, în care nu există posibilitatea de intrare datorită barierei care protejează producătorii autohtoni;
- piața protejată, respectiv o piață caracterizată prin existența unor bariere de intrare care nu sunt insurmontabile, nu inhibă intrarea noilor veniți.

Existența de zone de liber schimb precum și angajarea unor acorduri internaționale au drept consecință o deschidere a piețelor, situație ce face ca lupta între competitori să capete un caracter tot mai global.

Organizarea distribuției produselor constituie un alt element al diagnosticului comercial, care se referă în principal la:

- forma juridică a distribuitorului (distribuția exclusivă, franciză etc.);
  - existența unei rețele proprii de distribuție (număr de centre de desfacere, magazine, amplasarea în teritoriu, personal calificat etc.);
  - durata contractelor cu distribuitorii (analiza detaliată a contractelor de lungă durată - peste un an și a celor cu durata sub un an);
  - obligațiile și drepturile întreprinderii față de distribuitori;
  - alte aspecte privind distribuția produselor.
- ***Analiza clienților întreprinderii***

Analiza vânzărilor din perspectiva clientelei urmărește în primul rând evoluția structurală a cifrei de afaceri pe clienți. În formularea concluziilor este necesar să se țină seama de poziția întreprinderii într-un lanț al intercondiționării fabricației și consumului unui produs.

Pentru exemplificare presupunem disponibile informațiile din tabelul nr. 2.1<sup>5</sup>:

### Structura cifrei de afaceri pe clienți la întreprinderea A

Tabelul nr. 2.1.

Nr crt	Clienți	N-2		N-1		N	
		mii lei	%	mii lei	%	mii lei	%
I	Clienți interni	10.249.460	65,0	10.467.847	70,0	10.262.985	62,0
1.	I1	2.838.312	18,0	2.616.962	17,5	2.830.589	17,1
2.	I2	2.365.260	15,0	2.542.192	17,0	2.797.491	16,9
3.	I3	2.049.892	13,0	2.093.569	14,0	1.986.384	12,0
4.	I4	1.892.208	12,0	2.018.799	13,5	1.407.022	8,5
5.	Alți clienți interni	1.103.788	7,0	1.196.325	8,0	1.241.490	7,5
II.	Clienți externi	5.518.940	35,0	4.486.221	30,0	6.290.217	38,0
6.	E1	1.892.208	12,0	1.495.407	10,0	2.482.980	15,0
7.	E2	1.576.840	10,0	1.345.866	9,0	1.820.852	11,0
8.	E3	1.261.472	8,0	822.474	5,5	1.489.788	9,0
9.	Alți clienți	788.420	5,0	822.474	5,5	496.597	3,0
<b>6.</b>	<b>TOTAL</b>	<b>15.768.400</b>	<b>100</b>	<b>14.954.068</b>	<b>100</b>	<b>16.553.202</b>	<b>100</b>

Evoluția cifrei de afaceri pe principalii clienți interni și externi evidențiază o relativă stabilitate, ceea ce atestă existența unor relații tradiționale, relații ce se pot constitui ca suport pentru evoluția viitoare a vânzărilor societății comerciale. O asemenea concluzie este importantă pentru evaluator, îndeosebi în ceea ce privește proiecția activității firmei pentru aplicarea metodelor încadrate în abordarea pe bază de venituri.

Un alt aspect esențial în ceea ce privește analiza clienților îl reprezintă urmărirea duratei de imobilizare a creanțelor ( $D_i$ ). Relația de calcul este următoarea:

$$D_i = \frac{\sum S_d}{\sum R_d} T$$

în care:

T = perioada de analiză exprimată în număr de zile;

$\sum S_d$  = suma soldurilor debitoare ale conturilor de creanțe;

$\sum R_d$  = suma rulajelor debitoare ale conturilor de creanțe (în practică se utilizează adesea cifra de afaceri evaluate în prețuri inclusiv TVA).

<sup>5</sup> A. Ișfănescu, V. Robu, I. Anghel – Evaluarea întreprinderii, Ed. Tribuna Economică, București, 2001, pg. 66

Durata medie de imobilizare a creanțelor poate fi și în funcție de structura creanțelor ( $g_i$ ) și a duratei de imobilizare pe categorii de creanțe ( $d_i$ ) pe baza relației de calcul:

$$D_i = \frac{\sum g_i d_i}{100}$$

în care:

$$d_i = \frac{S_{di}}{R_{di}} T;$$

$$g_i = \frac{R_{di}}{\sum R_{di}} \times 100$$

Sursa de informații pentru calculul duratei medii de imobilizare a creanțelor o reprezintă contabilitatea sintetică și analitică (pe clienți). Dacă în ceea ce privește numitorul relației, informația se regăsește ca atare în fișa sintetică a contului "Clienți" și în analiticele acestuia, numărătorul relației, respectiv soldul mediu, acesta trebuie determinat pe total întreprindere și pe fiecare client în parte, folosindu-se media cronologică:

$$S_{di} = \frac{\frac{S_{din}}{2} + S_{d1} + S_{d2} + \dots + \frac{S_{dfn}}{2}}{n - 1}$$

în care:

$S_{din}$  = soldul inițial, respectiv soldul la sfârșitul exercițiului financiar precedent;

$S_{dfn}$  = soldul final, respectiv soldul la sfârșitul exercițiului financiar;

$S_{d1}, S_{d2} \dots$  = soldurile la sfârșitul subdiviziunilor de timp luate în calcul în cursul anului (lunar, trimestrial) pe care le regăsim în balanțele de verificare).

Prin compararea duratei de imobilizare pe clienți cu termenul contractual de decontare se poate realiza o grupare a clienților, separând pentru analiză dinamica celor răi platnici.

În finalul analizei clientelei întreprinderii, evaluatorul trebuie să aprecieze în ce măsură firma are o piață de desfacere care să poată fi luată în considerare în calculul previziunilor necesare aplicării metodelor bazate pe venituri.

• **Analiza furnizorilor întreprinderii (piața de aprovizionare)**

Piața de aprovizionare a firmei reprezintă un punct semnificativ în diagnosticul comercial pentru evaluare. Principalele aspecte urmărite de evaluator vizează:

- gruparea acestora în furnizori de utilități și furnizori de materii prime, materiale, semifabricate, etc.;
- structurarea furnizorilor, în special a celor de materii prime și materiale în funcție de cantitatea și valoarea aprovizionărilor;

- stabilirea criteriilor de alegere a acestora (de exemplu după prețurile practicate, după cantitățile aprovizionate etc.);
- analiza numărului de furnizori pentru un tip de resursă aprovizionată și a calității aproviziunilor;
- aprecierea dependenței față de anumiți furnizori și care sunt implicațiile gradului de dependență determinat;
- analiza gradului de integrare a activității firmei evaluate;
- durata medie de utilizare a surselor atrase reprezentate de obligațiile față de furnizori ( $Df$ ) calculată pe baza relațiilor:

$$Df = \frac{\sum Sc}{\sum Rc} T$$

în care:

$\sum Sc$  = suma soldurilor medii creditoare ale conturilor de furnizori;  
 $\sum Rc$  = suma rulajelor creditoare ale conturilor de furnizori;

sau:

$$Df = \frac{\sum g_i d_{fi}}{100}$$

în care:

$$d_{fi} = \frac{Sc_i}{Rc_i} T;$$

$$g_{fi} = \frac{Rc_i}{\sum Rc_i} \times 100$$

$d_{fi}$  = structura obligațiilor față de furnizori stabilită pe baza rulajului creditor al acestora;

$g_{fi}$  = durata de folosire a sursei atrase reprezentată de datoria față de furnizorul  $i$ .

Prin compararea duratei de folosire a surselor atrase pe fiecare furnizor în parte cu termenul contractual de onorare a obligațiilor rezultă față de care furnizor întreprinderea considerată nu și-a respectat obligațiile contractuale. Totodată trebuie estimate implicațiile pe care le-ar avea întreruperea relațiilor contractuale de către acei furnizori cu firma evaluată.

#### **4.2. Analiza produselor/serviciilor întreprinderii**

Analiza produselor și/sau serviciilor întreprinderii oferă informații semnificative pentru judecarea valorii întreprinderii. În acest demers se pot urmări: analiza structurală a vânzărilor, analiza repartizării vânzărilor pe ciclurile de viață a produselor/serviciilor etc.

##### **• Analiza structurală a vânzărilor pe produse și piețe de desfacere**

Vânzările unei întreprinderi se impun a fi studiate de către evaluator pe produse sau grupe de produse omogene, ținând seama în același timp de piețele unde se desfac acestea. Scopul acestui mod de analiză a cifrei de

afaceri îl reprezintă necesitatea furnizării de informații pentru fundamentarea proiecțiilor (estimărilor) în perioada de previziune.

Pentru exemplificare se folosesc datele din tabelele nr. 2.2. și nr. 2.3.

### Structura cifrei de afaceri pe produse la întreprinderea A

Tabelul nr. 2.2.

Nr crt	Produse	N-2		N-1		N	
		mii lei	%	mii lei	%	mii lei	%
1.	A	2.444.102	15,5	2.392.651	16,0	2.714.725	16,4
2.	B	2.917.154	18,5	2.542.192	17,0	2.565.746	15,5
3.	C	1.955.282	12,4	2.467.421	16,5	3.310.640	20,0
4.	D	3.957.868	25,1	3.708.609	24,8	4.221.067	25,5
5.	E	1.624.145	10,3	1.271.096	8,5	1.158.724	7,0
6.	Alte produse	2.869.849	18,2	1.271.096	17,2	2.582.300	15,6
7.	<b>TOTAL</b>	<b>15.768.400</b>	<b>100</b>	<b>14.954.068</b>	<b>100</b>	<b>16.553.202</b>	<b>100</b>

### Structura cifrei de afaceri pe piețe la întreprinderea A

Tabelul nr. 2.3

Nr crt	Piața	N-2		N-1		N	
		mii lei	%	mii lei	%	mii lei	%
1	Piața internă	10.249.460	65,0	10.467.847	70,0	10.262.985	62,0
2	Export, din care:	5.518.940	35,0	4.486.221	30,0	6.290.217	38,0
2.1	- Europa Occidentală	1.261.472	8,0	822.474	5,5	1.489.788	9,0
2.2	- Orientul Mijlociu	1.829.208	12,0	1.495.407	10,0	2.482.980	15,0
2.3	- Alte zone	2.365.260	15,0	2.168.340	14,5	2.317.449	14,0
	<b>TOTAL</b>	<b>15.768.400</b>	<b>100</b>	<b>14.954.068</b>	<b>100</b>	<b>16.553.202</b>	<b>100</b>

Din informațiile prezentate anterior rezultă că peste 80% din totalul vânzărilor s-au realizat pe seama a cinci produse iar diferența (20%) se datorează celorlalte produse din portofoliul firmei. Analizând structura vânzărilor pe produsele reprezentative ale întreprinderii rezultă o creștere destul de importantă a vânzărilor la produsele A și C (ritm de creștere superior creșterii medii a cifrei de afaceri a firmei), respectiv o reducere a vânzărilor la produsele B și E.

Produsul D, care deține ponderea cea mai mare în cifra de afaceri se află în faza de maturitate pe curba ciclului de viață și a respectat în linii generale ritmul de creștere a vânzărilor pe total societate comercială (menținere în jurul a 25% din total vânzări).



Analiza structurală a vânzărilor pe piețe de desfacere, așa cum se observă în tabelul 2.3, relevă că ponderea cea mai importantă revine pieței interne. Se constată schimbări în structura exportului pe zone geografice; aprecierea este favorabilă din perspectiva succesului firmei pe piețe cu competiție ridicată, piețe importante din punct de vedere politic și economic.

Pentru fundamentarea previziunilor cu un grad ridicat de certitudine se impune analiza evoluției vânzărilor și a ponderii acestora pe piețe și zone geografice pentru fiecare din principalele tipuri de produse ale întreprinderii (în acest scop se întocmește un tabel similar cu tabelul 2.2, în care datele se referă la fiecare din produsele principale).

• ***Analiza repartiției vânzărilor în funcție de ciclul de viață al produselor***

O latură importantă a diagnosticului vânzărilor o reprezintă studierea cifrei de afaceri pe stadii ale ciclului de viață al produselor. Un asemenea diagnostic prezintă importanță pentru evaluator deoarece îi dă posibilitatea aprecierii potențialului de evoluție a firmei față de punctul critic al rentabilității și al asigurării surselor necesare finanțării activității.

Pentru exemplificare folosim datele din tabelul nr. 2.4.

**Structura cifrei de afaceri pe ciclul de viață al produselor la întreprinderea A**

*Tabelul nr. 2.4.*

Nr crt	Faza ciclului de viață	N-2		N-1		N	
		mii lei	%	mii lei	%	mii lei	%
1	Lansare	1.293.009	8,2	1.794.488	12,0	1.820.852	11,0
2.	Creștere	5.014.351	31,8	4.486.220	30,0	5.462.557	33,0
3.	Maturitate	6.938.096	44,0	5.981.627	40,0	6.952.345	42,0
4.	Declin	2.522.944	16,0	2.961.173	18,0	2.317.448	14,0
	<b>TOTAL</b>	<b>15.768.400</b>	<b>100</b>	<b>14.954.068</b>	<b>100</b>	<b>16.553.202</b>	<b>100</b>

Din analiza datelor prezentate în tabelul anterior rezultă următoarele concluzii:

- reînnoirea mai accentuată a producției în exercițiile N-1 și N față de N-2, aspect relevat de creșterea ponderii cifrei de afaceri în faza de lansare a produselor;
- scăderea în exercițiul financiar N-1, atât valoric cât și procentual, a cifrei de afaceri a produselor situate în faza de creștere, situație care se poate explica prin faptul că unele produse au reprezentat un eșec imediat după lansare, precum și prin intrarea în faza de declin a unor noi produse ce dețin o proporție semnificativă în vânzările firmei;
- creșterea ponderii cifrei de afaceri a produselor aflate în faza de maturitate în exercițiul N, situație care se reflectă și în sporirea vânzărilor totale, cu influență pozitivă asupra profitului, determinată atât de sporirea volumului producției vândute, cât și de reducerea costurilor;

- în faza de declin se află produse a căror cifră de afaceri reprezintă sub 20% din vânzările totale. Influența acestor produse asupra rentabilității firmei este negativă.

Studierea repartiției și dinamicii cifrei de afaceri în funcție de ciclul de viață al produselor din portofoliul societății comerciale permite evaluatorului estimarea cu un grad mai ridicat de certitudine a mărimii cifrei de afaceri și a profitului în perioada de previziune.

### **4.3. Analiza prețurilor**

Analiza prețurilor vizează evidențierea aspectelor de risc legate atât de dinamica prețurilor de vânzare ale firmei comparativ cu evoluția economică generală și cea a industriei, cât și corelația între dinamica prețurilor de vânzare și cea a prețurilor de aprovizionare. Acest din urmă aspect poate evidenția puterea de negociere a firmei cu furnizorii, respectiv clienții întreprinderii, fiind un aspect important în estimarea riscului afacerii.

Din punct de vedere tehnic, evaluatorul va urmări dinamica prețurilor de vânzare la principalele produse/servicii, respectiv a prețurilor de aprovizionare la principalele intrări în sistemul întreprindere.

### **4.4. Promovarea**

În ceea ce privește promovarea produselor societății, acestea vizează:

- acțiunile publicitare organizate frecvent și efectele lor (participări la târguri și expoziții, campanii publicitare);
- evoluția costurilor cu reclama și ponderea lor în cifra de afaceri;
- imaginea întreprinderii și a produselor/serviciilor sale pe piață.

Evaluatorul va urmări dinamica efortului de promovare în corelației cu efectele obținute (dinamica vânzărilor sau a prețurilor de vânzare).

În finalul diagnosticului comercial, evaluatorul trebuie să facă referiri asupra perspectivelor activității comerciale, atât în ceea ce privește posibilitățile de aprovizionare cât și de desfacere a produselor în scopul estimării cifrei de afaceri pentru intervalul de prognoză. În acest context se recomandă prezentarea factorilor favorizanți (puncte forte), previzibil a acționa asupra rezultatelor și performanțelor firmei.

## **5. Diagnosticul resurselor umane și al managementului firmei**

În cadrul acestui capitol de diagnostic se urmărește cunoașterea resurselor umane din punct de vedere al evoluției, structurii, comportamentului și eficienței utilizării lor, precum și analiza echipei de conducere a întreprinderii.

### **5.1. Diagnosticul resurselor umane**

În diagnosticarea resurselor umane ale unei firme în vederea evaluării se impune folosirea unui sistem de indicatori privind, pe de o parte, dimensiunea, structura și comportamentul, iar pe de altă parte eficiența potențialului uman.

### **A. Dimensiunea, structura și comportamentul potențialului uman**

• **Dimensiunea potențialului uman.** Pentru a caracteriza dimensiunea potențialului uman se pot folosi următorii indicatori:

- numărul mediu de salariați (cu contract de muncă), se determină ca o medie aritmetică simplă a numărului zilnic al salariaților;
- numărul mediu de personal (cu contract de muncă sau convenție civilă) - se stabilește prin adăugarea la numărul mediu de salariați a numărului mediu de colaboratori angajați pe bază de convenție civilă);
- numărul maxim de personal, stabilit în funcție de volumul efectiv de activitate și productivitatea muncii prevăzută.

$$N_{\max} = \frac{\text{Cifra de afaceri (sau alt indicator folosit pentru calcularea productivității)}}{\text{Productivitatea anuală prevăzută}} \times 100$$

sau

$$N_{\max} = \frac{N_0 I_q}{100}$$

unde  $I_q$  reprezintă indicele volumului de activitate exprimat prin cifra de afaceri, valoare adăugată etc.;

- numărul de personal prezent la lucru – reflectă situația la un moment dat.

Considerăm că indicatorul *număr mediu de personal* este cel ce permite evidențierea dimensiunii potențialului uman care se corelează cu rezultatele obținute de către întreprindere.

• **Structura resurselor umane.** Principalele criterii de structurare utile în diagnosticarea resurselor umane sunt:

- după principalele categorii de salariați se pot avea în vedere următoarele categorii: muncitori (direct productivi, indirect productivi, de deservire generală); personal tehnic-ingenieresc (ingineri, tehnicieni, maiștri); personal de administrare și conducere;

- după vechimea în întreprindere, personalul se poate structura în următoarele grupe: sub 1 an; între 2 și 5 ani; între 6 și 10 ani; între 11 și 15 ani; între 15-20 ani; peste 20 ani. Analiza structurii după vechime și evoluția sa în timp poate furniza informații cu privire la strategia angajărilor efectuate de întreprindere, dar și a eforturilor sale pentru stabilizarea personalului. În mod normal, structura după vechime trebuie să fie echilibrată, manifestându-se astfel o politică adecvată de formare a personalului;

- după vârstă, personalul se poate grupa astfel: până la 30 de ani; între 31 și 40 ani; între 41 și 50 ani; peste 50 ani. Un dezechilibru accentuat în structura după vârstă a personalului poate să dăuneze stării și performanțelor capitalului uman al întreprinderii. De exemplu, angajarea masivă la un moment dat a tinerilor frânează posibilitățile acestora de promovare;

- după sex. Teoretic, în afara cazurilor unde natura activității ar justifica predominanța personalului masculin sau feminin, ar trebui să regăsim în fiecare întreprindere, ținând cont de structura sa socio-profesională, o repartitie pe sexe sensibil egală cu cea care apare la scară națională pentru ansamblul populației active;

- după nivelul de calificare. Se impune structurarea personalului pe nivele de pregătire (superior, mediu, profesional) și pe categorii de personal. Un alt aspect care trebuie analizat îl constituie perfecționarea pregătirii profesionale, pe forme de realizare (la locul de muncă, cursuri postliceale, postuniversitare etc.).

• **Comportamentul personalului.** Se pot folosi în analiză următorii indicatori:

- gradul de utilizare a timpului maxim disponibil:

$$Gu = \frac{\text{timpul efectiv lucrat}}{\text{timpul max im disponibil}}$$

- indicatorii circulației forței de muncă:

$$\text{Coeficientul int rarilor} = \frac{I}{Ns}$$

$$\text{Coeficientul plecarilor} = \frac{E}{Ns}$$

$$\text{Coeficientul miscarii totale} = \frac{I + E}{Ns}$$

în care:

I = numărul total al intrărilor de personal în cursul perioadei analizate;

E = numărul total al ieșirilor de personal;

Ns = numărul mediu de personal;

- indicatorii comportamentului individual:

$$\text{Rata generala a absenteismului} = \frac{\text{Nr. total zile de absenta}}{\text{Timpul max im disponibil expr imat in zile}} \times 100$$

De asemenea, se are în vedere structura timpului nelucrat pe cauzele care le-au provocat (boli, accidente de muncă, maternitate, evenimente familiale, concedii fără plată, lipsuri nemotivate etc.);

- indicatori de conflictualitate. În cazul în care conflictualitatea a luat o formă colectivă, se impune urmărirea indicatorilor:

- numărul de greve;

- numărul de zile ale grevei (durata grevei înmulțită cu numărul de greviști);

- gradul de importanță al grevei la nivel de întreprindere:

$$\left( \frac{\text{Numar de grevisti}}{\text{Numar total de salariați}} \right);$$

- gradul de intensitate al grevei:

$$\left( \frac{\text{Numar de zile greva}}{\text{Numar de grevisti}} \right);$$

- gradul de propagare al grevei:

$$\left( \frac{\text{Numar total de zile greva}}{\text{Numar total de salariați}} \right).$$

În situația formelor individuale de conflictualitate se urmăresc indicatorii:

- numărul de litigii care au necesitat intervenția inspecției de muncă;
- numărul de litigii care au ajuns în fața instanței de judecată.

### **B. Diagnosticul eficienței utilizării resurselor umane**

Analiza eficienței utilizării forței de muncă a unei firme în vederea evaluării se realizează cu ajutorul sistemului indicatorilor de reflectare a productivității muncii.

Pentru a urmări dinamica productivității muncii la nivelul întreprinderii, precum și pentru comparația cu alte firme din aceeași ramură de activitate se folosesc indicatori valorici, construiți ca raport efect/efort .

În calitate de efect, se pot avea în vedere: cifra de afaceri (CA), producția exercițiului ( $Q_e$ ), veniturile din exploatare ( $V_e$ ) sau valoarea adăugată ( $Q_a$ ), în funcție de specificul activității societății evaluate.

În calitate de efort, se pot folosi indicatorii: numărul mediu de personal ( $N$ ), timpul total de muncă exprimat în zile ( $T_z$ ) sau timpul total de muncă exprimat în ore ( $T_h$ ).

Astfel, în cazul determinării productivității muncii pe baza valorii adăugate relațiile de calcul sunt următoarele:

- productivitatea medie anuală pe o persoană:  $\bar{W}_a = \frac{Q_a}{N}$

- productivitatea medie zilnică:  $\bar{W}_z = \frac{Q_a}{T_z}$

- productivitatea medie orară:  $\bar{W}_h = \frac{Q_a}{N}$

Pentru o corectă apreciere a evoluției productivității muncii în dinamică se impune operarea cu indicatori valorici de exprimare a efectului în prețuri sau valori comparabile.

Aspecte relevante cu privire la eficiența utilizării resurselor umane se pun în evidență și prin analiza productivității muncii pe principalele produse (cele care dețin mai mult de 50% din totalul producției întreprinderii). În acest sens se poate folosi indicatorul productivitatea muncii exprimat ca timp pe unitatea de produs, care poate fi folosit pentru comparații în dinamică la nivelul întreprinderii, precum și pentru comparații în spațiu pe plan național și internațional.

În final, evaluatorul trebuie să facă o sinteză a principalelor puncte forte și slabe în legătură cu resursele umane ale firmei.

Cu titlu de exemplu, pot fi avute în vedere următoarele puncte forte: personalul este bine calificat, structura pe vârste este echilibrată, personalul este capabil să se adapteze la înnoire, productivitatea muncii este în creștere, absența grevelor, reducerea litigiilor individuale de muncă, protecția muncii este corespunzătoare (reflectată prin reducerea sau eliminarea accidentelor de muncă) etc.

Ca puncte slabe se pot exemplifica: utilizarea necorespunzătoare a timpului de muncă în cadrul zilei, productivitatea muncii în scădere, personal supradimensionat în activități de întreținere, existența conflictelor de muncă etc.

## 5.2. Diagnosticul managementului firmei

În ceea ce privește conducerea întreprinderii evaluate în cadrul diagnosticului, se prezintă aspectele următoare:

- echipa de conducere (nume, prenume, funcția, vârsta, experiența în domeniu etc.);

- baza legală în virtutea căreia își exercită prerogativele funcției (exemplu: contractul de management; Hotărârea Adunării Generale a Acționarilor/Asociaților etc.);

- poziția echipei de conducere față de acționarii firmei, salariați, bănci etc.;

- se fac referiri și aprecieri asupra stilului de conducere (pe obiective, autoritar, cu delegarea autorității, colegial, centralizat, descentralizat etc.);

- obiectivele negociate și prevăzute ce;

- gradul de realizare a criteriilor de performanță stabilite prin contractul de management, ce în mod uzual include indicatori precum:

$$\text{rata rentabilității comerciale} = \frac{\text{Pr ofit brut din vanzari}}{\text{Cifra de afaceri}} \times 100$$

$$\text{profitabilitatea acțiunilor} = \frac{\text{Dividende} + \text{prele var i din profit pentru autofinantare}}{\text{Capital social}} \times 100$$

$$\text{potențialul de dezvoltare/creștere} = \frac{\text{Pr ele var i din profit pentru autofinantare} + \text{amortizare} - \text{ch.pt.investitii}}{\text{Fond de rulment}} \times 100$$

în care:

fondul de rulment = active circulante - datorii pe termen scurt

sau

capital permanent - active imobilizate

perioada de recuperare a creanțelor (zile) =

$$\frac{\text{Soldul creanțelor}}{\text{Cifra de afaceri}} \times 365$$

(in preturi inclusiv TVA)

perioada de rambursare a obligațiilor pe termen scurt =

$$\frac{\text{Soldul obligatiilor}}{\text{Cifra de afaceri}} \times 365$$

$$\text{rotația stocurilor} = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Total stocuri}}$$

$$\text{productivitatea muncii} = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Numar mediu de personal}}$$

$$\text{ponderea salariilor în costuri} = \frac{\text{Salarii directe}}{\text{Costuri directe de producție}} \times 100$$

În funcție de specificul activității societății comerciale se stabilesc valorile anuale ale criteriilor de performanță și coeficienții de ponderare a acestora, pentru a stabili un scor care arată în mod sintetic gradul de îndeplinire a criteriilor stabilite de către acționari.

În finalul acestui diagnostic evaluatorul formulează punctele forte și punctele slabe ale managementului firmei.

Ca puncte forte se pot exemplifica: echipa de conducere tânără, dinamică, realizarea/depășirea criteriilor de performanță negociate cu acționarii, îmbunătățirea poziției firmei pe piață, colaborarea bună cu sindicatele etc.

Ca puncte slabe se pot avea în vedere: nerealizarea anumitor criterii de performanță, slăbirea poziției firmei în cadrul mediului ei concurențial, tensiuni în relațiile cu sindicatele marcate prin creșterea numărului zilelor de grevă, lipsa de preocupare pentru stimularea inițiativei și creativității tehnice a personalului etc.

## 6. Diagnosticul financiar

Unul din cele mai interesante și complexe demersuri vizează abordarea diagnosticului financiar pentru evaluare, această componentă de diagnostic având un rol cheie în procesul de evaluare a întreprinderii din cauza rolului major jucat în cadrul raportului, și anume:

- rolul de sintetizare a concluziilor rezultate din celelalte piese de diagnostic;

- rolul de asigurare a coerenței în cadrul relației diagnostic - metode de evaluare (îndeosebi metode de bazate pe venit).

Diagnosticul financiar urmărește trei obiective majore:

- **Să asigure înțelegerea performanțelor realizate** de firma evaluată în ultimii 3-5 ani, precum și evidențierea riscurilor activității întreprinderii. În acest sens, gândirea perspectivelor viitoare de performanță se susține pe analiza tendințelor care s-au manifestat de-a lungul perioadei diagnosticate.

- **Să permită ajustarea situațiilor financiare** istorice pentru:

- a dezvolta abordarea pe bază de active, implicând corecțiile asupra elementelor de activ și datorii;

- a pregăti aplicarea abordării pe bază de venit, prin estimarea abilității întreprinderii de a genera fluxuri de venit pentru furnizorii de capital.

- **Să asigure compararea cu întreprinderi similare**, pentru a stabili parametrii de risc, rentabilitate și de valoare, aspecte fundamentale în:

- abordarea prin comparație în evaluarea firmei;

- estimarea costului capitalului (ratei de actualizare).

## 6.1. Ajustarea informațiilor financiar-contabile

În majoritatea situațiilor, diagnosticul economico-financiar este precedat de ajustări

ale situațiilor financiare, acestea având în vedere:

• **Ajustări de normalizare a informației contabile și de eliminare a elementelor extraordinare.** Ideea generală a ajustărilor este să prezinte datele pe baza unor standarde și principii contabile acceptate, aceasta urmărind ca informația financiar-contabilă să fie prezentată pe o bază comparabilă cu a altor firme și să permită fundamentarea așteptărilor asupra dezvoltării viitoare a întreprinderii.

Între ajustările înscrise avem în vedere:

- metodele de contabilizarea stocurilor;
- sistemul de amortizare;
- politica de capitalizare a diferitelor categorii de cheltuieli;
- recunoașterea veniturilor și cheltuielilor;
- tratamentul imobilizărilor necorporale;
- adecvarea sau inadecvarea activelor (de exemplu, excesul de necesar de fond de rulment).

Între elementele extraordinare se au în vedere:

- pierderi sau câștiguri atipice din vânzarea activelor;
- operații discontinue;
- pierderi sau profituri extraordinare (incendii, inundații sau alte pierderi fizice, greve, costuri generate de litigii, vânzări de linii ale afacerii etc.)

• **Analiza ajustărilor de normalizare.** Proprietarul unui pachet de control din acțiunile unei firme poate întreprinde acțiuni în sensul realizării unor ajustări pentru eliminarea unor elemente de natură non-operațională sau extraordinară, în vreme ce un acționar minoritar nu beneficiază de această putere.

De aceea ajustările care asigură o situație de normalitate a activității firmei vor fi realizate doar atunci când se urmărește evaluarea unui pachet de control. Aceste ajustări pot include:

- excesul sau nivelul prea redus al compensațiilor acordate managementului;
- eliminarea operațiilor ineficiente, care generează costuri majore și ieșiri importante de lichidități din companie;
- schimbarea politicii tranzacțiilor companiei cu persoane din cadrul firmei (salariați, acționari, management etc.);
- schimbarea structurii capitalului și a structurii activelor.



• *Separarea elementelor operaționale de cele non-operaționale.* Procedurile de evaluare implică în unele situații adăugarea valorii părții neoperaționale a afacerii la valoarea estimată a componentei operaționale. Această procedură este comună mai degrabă evaluării pentru pachetul de control decât în evaluarea unui pachet minoritar, deoarece proprietarul unei participații minoritare nu poate forța lichidarea activelor neoperaționale.

În această procedură evaluatorul:

- separă activele redundante (neoperaționale sau în afara exploatarei) de cele operaționale;

- separă toate veniturile și cheltuielile produse de activele neoperaționale și le evidențiază separat în contul de rezultate.

Exemple tipice de active redundante sunt:

- depozite bancare;

- titluri de participare sau titluri de plasament;

- terenuri sau clădiri în exces sau neutilizate în activitatea operațională;

- automobile, baze sportive sau de agrement etc.

Între modalitățile frecvente de analiză a situației financiare a întreprinderii sunt:

- analiza structurală (a veniturilor, cheltuielilor, activelor, a cifrei de afaceri pe produse, piețe etc.);

- analiza dinamică (a trendului), vizează atât mărimile absolute (venituri, profit, active, datorii), cât și mărimi relative (de exemplu, rate financiare);

- analiza pe baza ratelor este nelipsită în acest demers. Prezentarea mai detaliată a acestora este realizată în paginile următoare;

- analiza factorială, care, de asemenea, va fi detaliată în paginile următoare.

## **6.2. Diagnosticul situației patrimoniului**

### **6.2.1. Corelația fond de rulment - necesar de fond de rulment, trezoreria netă**

**Fondul de rulment** (FR) poate fi definit ca fiind diferența dintre capitalul permanent și activele imobilizate. În cazul în care diferența este pozitivă, atunci fondul de rulment reprezintă acea parte a capitalului permanent destinată și utilizată pentru finanțarea activității curente, îndeosebi a celor aferente exploatarei. În situația în care diferența este negativă, atunci întreprinderea se confruntă cu un deficit (insuficiență) de fond de rulment.

**Nevoia de fond de rulment** (NFR) reprezintă diferența între activele circulante (exclusiv disponibilitățile) și obligațiile pe termen scurt (nu se includ creditele pe termen scurt). În cazul în care diferența este pozitivă, aceasta reprezintă activele circulante de natura stocurilor și creanțelor ce urmează a fi finanțate din fondul de rulment. Atunci când diferența este negativă, se înregistrează nu o nevoie de fond de rulment, ci o degajare de surse atrase.

Variația nevoii de fond de rulment este un element important în determinarea fluxului de disponibilități și, implicit, în stabilirea valorii întreprinderii prin metoda fluxurilor actualizate de lichidități. Ca urmare, se impune aprofundarea analizei NFR în funcție de elementele aferente exploatării care au caracter de continuitate, separat de cele din afara exploatării.

**Trezoreria netă** se poate stabili ca diferență între fondul de rulment și necesarul de fond de rulment, sau ca diferență între trezoreria de activ și trezoreria de pasiv.

$$T_n = FR - NFR$$

$$T_n = T_a - T_p$$

în care:

$T_a$  = trezoreria de activ, respectiv soldurile debitoare ale conturilor de disponibilități și investiții financiare;

$T_p$  = trezoreria de pasiv, respectiv soldurile creditoare ale conturilor de credite pe termen scurt (inclusiv soldul creditor al contului 512 "Conturi curente la bănci").

În diagnosticul corelației dintre fondul de rulment, nevoia de fond de rulment și trezoreria netă se are în vedere situația existentă și dinamica în perioada analizată în vederea proiecției elementelor necesare aplicării metodelor de evaluare bazate pe remunerarea capitalului.

În estimarea unor elemente necesare în cazul aplicării metodei de evaluare bazate pe fluxul de lichidități este necesar și indicatorul viteza de rotație a NFR sau mărimea relativă a acestuia.

Relațiile de calcul sunt:

$$\text{Viteza de rotație a NFR} = \frac{NFR}{CA} \cdot T$$

$$\text{Marimea relativă a NFR} = \frac{NFR}{V_{expl.}} \cdot 100 \quad \text{sau} \quad \frac{NFR}{CA} \cdot 100$$

în care:

$T$  = numărul de zile al perioadei;

$V_{expl.}$  = venituri din exploatare.

### 6.2.2. Diagnosticul corelației creanțe - obligații

Pentru activitatea financiară a firmei este importantă cunoașterea evoluției corelației dintre creanțe și obligații, întrucât aceasta influențează în mod direct capacitatea de plată.

În ceea ce privește categoria de noțiuni utilizate, creanțele reprezintă anumite drepturi bănești, realizabile în diferite termene. Formarea lor este în legătură directă cu rotația capitalului, cu momentele parcurse în procesul schimbării formei acestuia. Apariția creanțelor este determinată, în principal, de relațiile care se formează între firmă, în calitate de furnizor, și clienții săi.

Opusul creanțelor îl reprezintă obligațiile sau datoriile firmei către terți, formate în cadrul relațiilor acesteia cu furnizorii, acționarii, salariații, bugetul statului etc.

Întrucât în literatura de specialitate și în practica economică se folosesc mai multe noțiuni, propunem următoarea terminologie:

- *obligații*, în care să se includă datoriile firmei către terțe persoane fizice și juridice, inclusiv obligațiile fiscale;

- *datorii curente*, care să cuprindă obligațiile, împrumuturile pe termen scurt și ratele scadente pentru împrumuturile pe termen mediu și lung;
- *datorii totale*, respectiv datoriile curente și împrumuturile pe termen mediu și lung.

O asemenea precizare este importantă pentru calcularea unor indicatori prin care se caracterizează starea financiară a firmei. Întreprinderea poate contracta un împrumut pentru producție, deci o sursă de finanțare poate fi utilizată pentru stingerea unei obligații, dar care devine la rândul său obligație.

În cadrul diagnosticului se cercetează în primul rând evoluția creanțelor și obligațiilor, în raport cu cifra de afaceri pentru a pune în evidență raportul dintre imobilizarea capitalului firmei și cel care privește folosirea surselor atrase.

Asemenea aspecte pot fi puse în evidență și cu ajutorul indicatorilor:

- Durata de imobilizare a creanțelor ( $D_i$ ):

$$D_i = \frac{Sd \times T}{Rd \text{ sau } CA}$$

în care:

- $Sd$  = soldul mediu debitor al creanțelor;
- $Rd$  = rulajul debitor al conturilor de creanțe;
- $CA$  = cifra de afaceri;
- $T$  = perioada de timp considerată.

- Durata de folosire a surselor atrase ( $D_f$ ):

$$D_f = \frac{Sc \times T}{Rc \text{ sau } CA}$$

în care:

- $Sc$  = soldul mediu creditor al conturilor de obligații;
- $Rc$  = rulajul creditor al conturilor respective.

Cunoașterea acestor aspecte este absolut necesară în practica evaluării pentru a se putea determina capitalul permanent necesar exploatării. El va trebui să aprecieze și să motiveze evoluția probabilă a acestor indicatori, ce vor fi utilizați ulterior.

Pentru evaluarea întreprinderii, creanțele și obligațiile trebuie analizate în raport cu vechimea lor. Intervalele utilizate sunt diferite, dar în mod normal considerăm că acestea se pot divide în: creanțe/obligații până la 30 de zile, creanțe/obligații între 30 și 90 de zile, creanțe/obligații între 90 de zile și un an, creanțe/obligații peste 1 an.

### 6.2.3. Diagnosticul lichidității și solvabilității firmei

Lichiditatea unei firme poate fi definită ca fiind capacitatea de a face față obligațiilor la scadență, pe seama activelor sale curente.

Solvabilitatea reprezintă capacitatea firmei de a face față datoriilor sale totale (în caz de lichidare).

Pentru a caracteriza lichiditatea unei întreprinderi, în studiile de bonitate realizate de bănci, în cazul solicitării de credite, precum și în studiile de evaluare se folosesc următorii indicatori:

- Rata lichidității curente:

$$Lg = \frac{\text{Active curente}}{\text{Datorii curente}}$$

Se apreciază că situația lichidității curente este satisfăcătoare în condițiile încadrării în intervalul 1,2 și 1,8.

- Rata lichidității rapide (testul acid):

$$Lc = \frac{\text{Active circulante} - \text{Stocuri}}{\text{Datorii curente}}$$

Intervalul care poate fi considerat ca satisfăcător este cuprins între 0,65 - 1.

- Rata lichidității imediate:

$$Li = \frac{\text{Disponibilitati}}{\text{Datorii curente}}$$

- Rata solvabilității patrimoniale:

$$Sp = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Capital propriu} + \text{Datorii totale}}$$

Valoarea minimă a ratei solvabilității patrimoniale se apreciază că trebuie să se încadreze în limitele 0,3 - 0,5, iar peste 0,5 situația poate fi considerată normală.

- Rata solvabilității generale:

$$Sg = \frac{\text{Active totale}}{\text{Datorii totale}}$$

Această rată indică în ce măsură datoriile totale sunt acoperite cu active imobilizate și active circulante. Cu cât valoarea ratei solvabilității generale este mai mare decât 1, cu atât situația financiară de ansamblu a întreprinderii este mai bună.

#### 6.2.4. Diagnosticul pe baza ratelor de echilibru financiar

Echilibrul financiar al firmei reprezintă un sistem de corelații prin care se stabilesc anumite proporționalități în cadrul, și între diferite fluxuri financiare. El reprezintă o premisă dar și o consecință a desfășurării normale a activității firmei, în conformitate cu obiectul său.

Ca premisă, trebuie avute în vedere corelațiile obiective dintre necesitățile de resurse materiale (în sens general) și posibilitățile de finanțare; de modul în care sunt utilizate și valorificate aceste resurse depinde asigurarea echilibrului economico-financiar sau dereglarea acestuia. Evident, pentru fiecare corelație și flux financiar există indicatori specifici, care au fost utilizați în cadrul acestui diagnostic.

Pentru exprimarea sintetică a multiplelor corelații implicate de echilibrul financiar, literatura de specialitate oferă o mulțime de indicatori (uneori calculați în mod diferit sau cu diverse denumiri).

În practică se utilizează cu precădere următorii indicatori:

- Rata autonomiei financiare:

$$Raf = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Capital propriu} + \text{imprumutat}}$$

- Rata de finanțare a stocurilor:

$$Rfs = \frac{\text{Fond derulment}}{\text{Stocuri}}$$

- Rata de autofinanțare a activelor:

$$Raa = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Active fixe} + \text{Active circulante}}$$

- Rata de îndatorare a capitalului propriu:

$$RiK_{pr} = \frac{Datorii}{Capital\ propriu}$$

### 6.3. Diagnosticul rentabilității

În teoria și practica evaluării diagnosticul rentabilității prezintă o deosebită importanță, întrucât oferă informații asupra situației trecute și prezente, realizând premise utile pentru prefigurarea viitorului afacerii care formează obiectul evaluării.

Așa cum s-a specificat, cumpărătorul potențial al unei firme, cel care investește, dorește o remunerare a capitalului investit corespunzătoare riscurilor asumate, realizând investiția respectivă. În activitatea de evaluare a întreprinderii, diagnosticul rentabilității poate fi structurat în forme diferite, care să valorifice cât mai bine informația furnizată de sistemul contabil.

Principala sursă de informare în realizarea diagnosticului rentabilității o reprezintă "Contul de profit și pierdere" care arată modul în care s-a atins o anumită stare, un anumit rezultat, care au fost fluxurile de venituri și cheltuieli.

În consecință, se recomandă ca diagnosticul rentabilității să cuprindă:

#### 6.3.1. Situația generală a rezultatului pe baza contului de profit și pierdere

Prezentarea situației generale a rezultatului vizează în special două aspecte importante pentru operațiunea de evaluare, respectiv evoluția profitului și modul de formare. Primul dintre aspecte este necesar pentru aprecierea "trendului", iar al doilea, în formularea unor judecăți de valoare asupra activităților desfășurate de firmă în trecut și posibilitățile existente pentru perioada de previziune (prognoza).

Informațiile furnizate de contul de profit și pierdere, pot fi structurate ca în tabelul nr. 2.5.

Tabelul nr. 2.5.

Nr.crt.	Indicatori	Anul N-2		Anul N-1		Anul N	
		Suma	% față de CA	Suma	% față de CA	Suma	% față de CA
1.	Cifra de afaceri netă						
2.	Costul bunurilor vândute și serv.prestate, din care:						
2.1.	- cheltuieli act.bază						
2.2.	- cheltuieli act.aux.						
2.3.	- cheltuieli ind.de prod.						

3.	Marja brută față de costul bunurilor vândute (1-2)						
4.	Cheltuieli de desfacere						
5.	Cheltuieli generale de administrație						
6.	Alte venituri din exploatare						
7.	Rezultatul exploatării (3-4-5+6)						
8.	Rezultatul financiar						
9.	Rezultatul extraordinar						
10.	Rezultatul brut (7+8+9)						
11.	Impozit pe profit						
12.	Profitul net (10-11)						

### 6.3.2. Diagnostic factorial al rezultatului exploatării

În operațiunea de evaluare, diagnosticul factorial al rezultatului din exploatare este necesar pentru a cunoaște care au fost principalii factori care au contribuit la modificarea acestuia de la o perioadă la alta. Cunoscându-se aceste elemente, ele pot fi valorificate de echipa de evaluare în stabilirea rezultatului probabil pentru perioada de prognoză.

Literatura de specialitate recomandă mai multe modele. Astfel, în cazul firmelor cu activitate de producție, se recomandă modelul:

$$P = \Sigma qp - \Sigma qc$$

în care:

- q = cantitatea vândută;
- p = prețul de vânzare (fără TVA);
- c = costul pe unitatea de produs.

Așa după cum se precizează în lucrările de specialitate<sup>6</sup> factori direcți care influențează rezultatul din exploatare sunt:

- cantitatea vândută (volumul producției);
- structura producției vândute;
- costul pe unitate de produs;
- prețul de vânzare.

Pentru aplicarea acestei metodologii este necesar ca informațiile furnizate de contul de profit și pierdere să fie completate cu doi indicatori:

<sup>6</sup>Al. Gheorghiu (coordonator) - Analiza activității economice a întreprinderilor, Ed. Didactică și Pedagogică, București, 1982

- producția vândută recalculată ( $\sum q_1 p_0$ ), adică, cantitatea vândută din perioada curentă exprimată în prețurile de vânzare;
- cheltuielile aferente producției vândute recalculate ( $\sum q_1 c_0$ ).

Pentru exemplificare se folosesc datele prezentate în tabelul nr. 2.6.<sup>7</sup>

Tabelul nr. 2.6.

### Profitul aferent vânzărilor firmei A

- mil. lei -

Nr. crt.	Indicatori	N - 2	N - 1	N
1.	Producția vândută	3.124	4.880	5.400
2.	Cheltuieli aferente producției vândute	2.824	4.340	4.710
3.	Rezultat aferent producției vândute	300	540	690
4.	Producția vândută recalculată	x	4.200	5.150
5.	Cheltuieli aferente producției vândute recalculate	x	4.120	4.560

Nota 1: Indicatorii de la rd. 4 și 5 au fost stabiliți prin calculul analitic, prin înmulțirea cantității vândute din perioada curentă cu prețul de vânzare și costul pe produs din perioada precedentă.

Nota 2: În lucrările de specialitate se folosește drept bază de comparație nivelul prevăzut în bugetul de venituri și cheltuieli, operațiune justificată și absolut utilă pentru conducerea internă a firmei. În operațiunea de evaluare se recomandă a se face comparație cu rezultatele perioadelor precedente, întrucât acestea prezintă interes pentru potențialul cumpărător.

Din datele prezentate se constată că, în perioada luată în studiu, aproape 90% din rezultatul exploatarii, reprezintă profitul aferent producției vândute, situație proprie, în general, pentru societățile comerciale industriale.

Modificarea profitului aferent producției vândute, față de perioada precedentă rezultă din analiza datelor cuprinse în tabelul nr. 2.7.

Tabelul nr. 2.7.

### Analiza factorială a profitului firmei A

- mil. lei -

Nr crt	Specificație	(N-1) - (N-2)	(N) - (N-2)
1.	Modificare față de perioada precedentă, din care:	540-300= +240	690-540= +150
2.	a) Influența volumului producției	403 <sup>8</sup> -300=+103	570-540= +30
3.	b) Influența structurii	80 <sup>9</sup> -403 =-323	590-570= +20
4.	c) Influența costului	-140 <sup>10</sup> -80 =-220	440-590 =-150
5.	d) Influența prețului de vânzare	540-(-140)=+680	690-440 = +250

<sup>7</sup> A. Ișfănescu, V. Robu, I. Anghel – Evaluarea întreprinderii, Ed. Tribuna Economică, București, 2001, p. 99

$$^8 P_0 = \frac{\sum q_1 p_0}{\sum q_0 p_0}$$

$$^9 \sum q_0 p_0 - \sum q_1 c_0$$

$$^{10} \sum q_1 p_0 - \sum q_1 c_1$$

Principalele concluzii ce pot fi formulate și care trebuie avute în vedere în practica de evaluare sunt:

- în perioada analizată, întreprinderea a dus o politică de majorare a prețurilor de vânzare, fapt explicabil în condițiile unei inflații într-un procent anual de două cifre;

- întreprinderea și-a sporit în fiecare an volumul vânzărilor, dar ritmul a înregistrat o scădere;

- în ultimul an al perioadei cercetate, întreprinderea s-a orientat spre produsele care în perioada precedentă au fost mai rentabile, practică ce nu trebuie combătută. Dar, în același timp, nu se recomandă a fi folosită exagerat, întrucât situația fiecărui produs, din punct de vedere al rentabilității se află și sub incidența raportului cerere-ofertă, raport care se poate modifica frecvent;

- costurile au crescut în fiecare an, influențând negativ profitul aferent producției vândute. În activitatea practică de evaluare, este necesar să se stabilească și efectul factorilor externi, inclusiv al inflației asupra modificării costurilor.

În urma acestei analize, echipa de evaluare își poate forma o imagine asupra rezultatelor obținute în activitatea de bază a întreprinderii, și fiind un cunoscător al domeniului, își formulează opțiunile pentru perioada prognozată.

În cazul întreprinderilor care dispun de o bază materială proprie sau folosesc și mijloace fixe închiriate, pentru a pune în valoare potențialul acesteia, diagnosticul rezultatului din exploatare se poate efectua cu ajutorul unor modele multiplicative.

Un exemplu de astfel de model este următorul:

$$RE = N \cdot \frac{Mf}{N} \cdot \frac{Qe}{Mf} \cdot \frac{CA}{Qe} \cdot \frac{RE}{CA}$$

în care:

N = numărul de personal;

Mf/N = înzestrarea tehnică (se ia în calcul și valoarea mijloacelor fixe închiriate);

Qe/Mf = randamentul mijloacelor fixe stabilit pe baza producției exercițiului;

CA/Qe = gradul de valorificare a producției exercițiului;

RE/CA = marja medie de profit la 1 leu producție vândută.

Pentru aplicarea modelului sunt necesare datele prezentate în tabelul nr. 2.8.:



Tabelul nr. 2.8.

**Analiza rezultatului exploatării firmei A (model multiplicativ)**

Nr crt	Indicatori	N – 1	N
1.	Număr de personal	1.200	1.150
2.	Valoarea medie anuală a mijloacelor fixe (mil. lei)	1.800	1.875
3.	Producția exercițiului (mil. lei)	5.560	6.060
4.	Cifra de afaceri (mil. lei)	6.816	7.231
5.	Înzestrarea tehnică (2/1-mil. lei)	1,5	1,63
6.	Randamentul mijloacelor fixe(3/2-mil. lei)	3,0889	1,232
7.	Gradul de valorificare a producției exercițiului(4/3)	1,2259	1,1932
8.	Marja medie de profit la 1 leu CA (9/4)	0,0902	0,1063
9.	Rezultatul exploatării (mil. lei)	615	769

Modificarea rezultatului exploatării față de perioada precedentă de +154 mil. lei (769-615), se explică prin:

- influența numărului de personal:

$$1.150 \times 1,5 \times 3,0889 \times 1,2259 \times 0,0902 - 615 = 589 - 615 = - 26 \text{ mil. lei}$$

- influența înzestrării tehnice:

$$1.150 \times 1,63 \times 3,0889 \times 1,2259 \times 0,0902 - 589 = 640,589 = + 51 \text{ mil. lei}$$

- influența randamentului mijloacelor fixe:

$$1.150 \times 3,239 \times 1,2259 \times 0,0902 - 640 = 671 - 640 = + 31 \text{ mil. lei}$$

- influența gradului de valorificare a producției exercițiului:

$$1.150 \times 1,63 \times 3,239 \times 1,1932 \times 0,0902 - 671 = 653 - 671 = - 18 \text{ mil. lei}$$

- influența marjei medii de profit la 1 leu vânzări:

$$769 - 653 = + 116 \text{ mil. lei}$$

Analiza acestor date permite formularea unor concluzii utile evaluatorului pentru activitatea practică. Astfel:

- scăderea numărului de personal, trebuie considerată ca un efect normal, dacă este urmarea unei dimensionări raționale a necesarului de forță de muncă;

- investițiile puse în funcțiune, precum și sporirea randamentului acestora au asigurat creșterea productivității muncii și implicit a volumului producției;

- sporirea marjei medii la 1 leu cifră de afaceri prin reducerea cheltuielilor a constituit principalul factor care a determinat majorarea profitului;

- a scăzut gradul de valorificare a producției exercițiului ca urmare a majorării producției stocate (produse finite și produse neterminate).

În previzionarea veniturilor în corelație cu capacitatea de producție și cererea, trebuie luată în considerare și o asemenea situație, respectiv sporirea vânzărilor și pe seama reducerii producției stocate. De asemenea, este necesar să fie avute în vedere și investițiile care urmează a fi efectuate, precum și randamentul prevăzut al acestora.

Pentru întreprinderile comerciale, diagnosticul rezultatului din exploatare poate fi realizat cu ajutorul unor modele specifice, ca de exemplu:

$$RE = CA (R - Nc)$$

în care:

R = cota medie de rabat comercial;

Nc = nivelul mediu al cheltuielilor de circulație (distribuție).

Un alt model recomandat de literatura de specialitate<sup>11</sup> este următorul:

$$RE = \frac{1}{100} CA (Rmc - Rch)$$

în care:

Rmc = rata medie a marjei comerciale (la 100 lei CA);

Rch = rata medie a cheltuielilor fixe.

### 6.3.3. Pragul de rentabilitate și intervalul de siguranță

Cunoașterea pragului de rentabilitate și a intervalului de siguranță este utilă în activitatea practică de evaluare, întrucât se pot face judecăți corespunzătoare asupra comportamentului firmei în cazul modificării unor variabile care influențează mecanismul de funcționare al acesteia (apreciere a riscului).

Pragul de rentabilitate, respectiv cifra de afaceri care asigură recuperarea cheltuielilor, este dat de relația:

$$CA_{CR} = \frac{F}{1 - \frac{\sum qcv}{\sum q \cdot p}}$$

în care:

F = suma cheltuielilor fixe;

qcv = cheltuielile variabile.

Intervalul de siguranță (Is) se determină pe baza relației:

$$Is = \left(1 - \frac{CA_{CR}}{CA}\right) \cdot 100$$

Pentru activitatea practică de evaluare, cunoașterea unei asemenea situații este deosebit de importantă în alegerea metodelor de evaluare, precum și pentru previzionarea profitului care se va lua în calcul.

Modelele de diagnostic al rentabilității prin intermediul sumei profitului, trebuie considerate ca fiind "tipuri", în baza cărora se pot construi și alte modele, în raport de specificul fiecărei unități.

### 6.3.4. Diagnosticul pe baza ratelor de rentabilitate

În elaborarea diagnosticului firmei, ratele de rentabilitate permit efectuarea de comparații în timp, precum și în raport de anumite norme sau standarde, niveluri medii, firme comparabile etc.

Exprimarea relativă a nivelului de rentabilitate, completează diagnosticul, prin capacitatea informațională a indicatorilor respectivi.

Literatura de specialitate, operează cu o multitudine de rate, cu diverse denumiri, indicându-se și anumite limite, considerate a fi normale, în care trebuie să se înscrie acestea.

În diagnosticul financiar pentru evaluare, considerăm că se pot utiliza în principal, următoarele forme de exprimare a rentabilității:

<sup>11</sup>M. Niculescu - Diagnostic global strategic, Ed.Economică, 1997, p. 300

**Rata rentabilității comerciale (Rc)** care se exprimă prin raportul:

$$Rc = \frac{RE}{CA} \cdot 100$$

în care:

RE = rezultatul exploataării;

CA = cifra de afaceri.

Prin conținut, acest indicator caracterizează eficiența întregii activități comerciale a firmei în cursul exercițiului, și este utilă în poziționarea firmei pe piață în raport de altele cu care este în concurență. În cazul în care se vând mai multe tipuri de produse rata rentabilității comerciale poate fi exprimată și astfel:

$$Rc = \frac{\sum gi \cdot ri}{100}$$

în care:

gi = structura producției vândute;

ri = rata rentabilității pe categorii de produse, aceștia constituind și factorii prin intermediul cărora poate fi explicată modificarea față de un criteriu.

**Rata rentabilității economice (a activului) (Re)**, caracterizează eficiența elementelor materiale angajate în activitatea firmei. Opțiunea pentru o asemenea rată este dată de faptul că întregul capital folosit de firmă, este investit în elemente de activ, care într-o formă sau alta, direct sau indirect, contribuie la obținerea profitului. Prezintă importanță în gestionarea capitalului în dimensionarea eforturilor pentru obținerea unui anumit profit în raport de rezultatele concurenței, mărimi medii sau normale în domeniului în care funcționează firma.

$$Re = \frac{RE}{A} \cdot 100$$

în care:

A = totalul activului, respectiv active imobilizate (Ai) și active circulante (Ac).

Relația poate fi scrisă și astfel:

$$Re = \frac{CA}{A} \cdot \frac{RE}{CA} \cdot 100$$

în care:

CA/A = viteza de rotație a activului;

RE/CA = rata rentabilității comerciale.

Pentru exemplificare se folosesc datele prezentate în tabelul nr. 2.9.

Tabelul nr. 2.9.

**Analiza rentabilității economice a întreprinderii A**

- mil lei -

Nr. Crt.	Indicatori	P <sub>0</sub>	P <sub>1</sub>
1.	Active imobilizate	85.000	80.000
2.	Active circulante	63.750	74.300
3.	Total activ	148.750	154.300
4.	Cifra de afaceri	255.000	260.000
5.	Rezultatul exploatării	25.500	27.300
6.	Viteza de rotație a activului(4/3) (rotații)	1,714	1,685
7.	Rata rentabilității comerciale (%)	10	10,5
8.	Rata rentabilității economice a activului (%)	17,14	17,69

Rezultă, în cazul dat, o creștere a rentabilității activului, ceea ce echivalează cu o sporire a eficienței capitalului avansat.

$$\text{Modificarea } Re = 17,69 - 17,14 = + 0,55\%$$

din care, datorită modificării:

- vitezei de rotație a activului:

$$\left( \frac{CA_1}{At_1} - \frac{CA_0}{At_0} \right) \frac{RE_0}{CA_0} \cdot 100 = -0,29\%$$

- rentabilității comerciale

$$\frac{CA_1}{At_1} \left( \frac{RE_1}{CA_1} - \frac{RE_0}{CA_0} \right) \cdot 100 = +0,84\%$$

Într-o asemenea situație, în activitatea practică se impune analiza structurii activului, în vederea depistării elementelor care au contribuit la încetinirea vitezei de rotație, și deci pot fi o bază pentru a evidenția existența unor active redundante. În principiu, acestea pot fi:

- investiții puse în funcțiune, care funcționează sub parametrii proiectați;

- creșterea investițiilor în curs de execuție;
- majorarea stocurilor de producție neterminată;
- existența unor stocuri de produse finite fără desfacere asigurată;
- creșterea soldului conturilor de creanțe;
- alte elemente.

Evident, fiecare element are o semnificație proprie, și se impun, în consecință, măsuri specifice pentru dimensionarea lor normală.

Un alt model de analiză a ratei rentabilității economice a activului, derivat din cel prezentat, este următorul:

$$Re = \frac{\frac{RE}{CA}}{\frac{1}{CA} + \frac{1}{CA}} \cdot 100 = \frac{Rc}{\frac{1}{R} + \frac{1}{n}}$$

$$\frac{Ai}{Ac}$$

în care:

R reprezintă randamentul activelor imobilizate  $\left(\frac{CA}{Ai}\right)$ ;

n reprezintă viteza de rotație a activelor circulante caracterizată prin număr de rotații  $\left(\frac{CA}{Ac}\right)$ .

În consecință, factorii care influențează modificarea ratei rentabilității economice a activului sunt:

- randamentul activelor imobilizate:

$$\frac{Rc_0}{\frac{1}{R_1} + \frac{1}{n_0}} - Re_0$$

- viteza de rotație a activelor circulante:

$$\frac{Rc_0}{\frac{1}{R_1} + \frac{1}{n_1}} - \frac{Rc_0}{\frac{1}{R_1} + \frac{1}{n_0}}$$

- rentabilitatea comercială:

$$Rc_1 - \frac{Rc_0}{\frac{1}{R_1} + \frac{1}{n_1}}$$

Acest model îl completează pe precedentul întrucât, viteza de rotație a activului este prezentată pe elementele componente.

**Rata rentabilității resurselor consumate (Rc)** (în literatura de specialitate se regăsește sub denumirea de rentabilitatea costurilor). Așa după cum rezultă din denumire, caracterizează eficiența costurilor. În activitatea practică prezintă importanță în estimarea și negocierea prețurilor de vânzare a produselor sau tarifelor pentru prestări de servicii. De asemenea, permite poziționarea produselor sub aspectul rentabilității față de media pe întreprindere. Elementele de calcul ale ratei rentabilității resurselor consumate sunt rezultatul exploatării (RE) și cheltuielile de exploatare aferente cifrei de afaceri ( $\sum qc$ ).

$$Rc = \frac{RE}{\sum qc} \cdot 100 = \frac{\sum qp - \sum qc}{\sum qc} \cdot 100$$

Din model rezultă factorii direcți de influență, respectiv:

- structura cifrei de afaceri:

$$\frac{\sum q_1 p_0 - \sum q_1 c_0}{\sum q_1 c_0} \cdot 100 - Rc_0$$

- costurile pe produse:

$$\frac{\sum q_1 p_0 - \sum q_1 c_1}{\sum q_1 c_1} \cdot 100 - \frac{\sum q_1 p_0 - \sum q_1 c_0}{\sum q_1 c_0} \cdot 100$$

- prețurile de vânzare pe produse:

$$Rc_1 - \frac{\sum q_1 p_0 - \sum q_1 c_1}{\sum q_1 c_1} \cdot 100$$

În practica evaluării întreprinderii, rata rentabilității costurilor este utilă în estimarea profitului aferent producției vândute, ca parte importantă a cifrei de afaceri pentru întreprinderile industriale.

**Rata rentabilității financiare** a capitalului propriu (Rf), calculată ca raport dintre profitul net (Pn) și capitalul propriu (Kp).

$$Rf = \frac{Pn}{Kp} \cdot 100$$

Întrucât profitul net este în directă legătură cu ansamblul activității firmei, rata rentabilității financiare poate fi evidențiată prin modelul:

$$\frac{Pn}{Kp} = \left( \frac{V}{A} \times \frac{A}{Kp} \times \frac{Pn}{V} \right) \cdot 100$$

în care:

Pn = profitul net;

V = venituri totale;

A = active totale.

Din model rezultă că rata rentabilității financiare a capitalului propriu este dependentă de:

- viteza de rotație a activelor totale (V/A), care exprimă volumul vânzărilor pe unitate monetară investită. Cu cât rotația activelor este mai mare, cu atât sporește eficiența capitalului investit, dacă în activitatea de exploatare se obține profit;

- pârghia financiară (A/Kp), prin care se exprimă în mod sintetic, corelația dintre structura financiară și capitalul împrumutat;

- rentabilitatea netă a veniturilor (Pn/V), în care se reflectă, în principal, eficiența activității de exploatare. În același timp, este utilă în poziționarea firmei în raport de altele din aceeași ramură sau domeniu de activitate. Dacă rata este peste media sectorului (ramurii), există un avantaj

competițional față de concurenți, ceea ce constituie un element de siguranță în activitatea viitoare.

#### 6.4. Analiza riscului întreprinderii

Alături de analiza rentabilității, un aspect esențial pentru diagnosticarea firmei îl reprezintă analiza riscului, care în fond reprezintă cealaltă fațetă a rentabilității. În funcție de problemele pe care le îmbracă riscul problematica poate fi structurată astfel<sup>12</sup>:

- analiza riscului economic (de exploatare);
- analiza riscului financiar;
- analiza riscului de faliment.

##### a) Analiza riscului economic

Riscul economic este legat de capacitatea întreprinderii de a se adapta la timp și cu cel mai mic cost la variațiile generate de mediul economic. El exprimă volatilitatea rezultatului la modificarea condițiilor de exploatare.

Ca instrumente de analiză se rețin: analiza pe baza punctului critic al rentabilității (global și pe produs) și elasticitatea rezultatului exploataării în raport cu nivelul de activitate.

##### b) Analiza riscului financiar

Riscul financiar caracterizează variabilitatea indicatorilor de rezultate datorită influenței structurii de finanțare.

Ca instrumente de analiză se rețin: analiza pe baza CA critice (metodologie similară cu analiza punctului critic al rentabilității) și analiza corelației rentabilitate financiară-rentabilitate economică (efectul de pârgie financiară).

##### c) Analiza riscului de faliment (metoda scorurilor)

Scorul constituie o metodă de diagnostic extern care constă în măsurarea și interpretarea riscului la care se expune investitorul, creditorul întreprinderii, dar și întreprinderea ca sistem în activitatea viitoare; se bazează pe elaborarea unei judecăți de valoare combinând liniar un grup de rate financiare (sau variabile) semnificative.

Pe plan mondial există o serie de modele dezvoltate în special în țările dezvoltate: SUA (Beaver, Altman etc.), Marea Britanie (Taffler), Franța (Conan și Hoder, Banca Franței etc.), Japonia (Shirata) etc.

Pentru România, un model bazat pe analiza discriminantă a fost dezvoltat de Anghel (2000). *Modelul Anghel* s-a bazat pe analiza unui eșantion de aproape 300 de întreprinderi românești. Analiza a avut în vedere perioada 1994 - 1998 și a utilizat un număr inițial de 20 de indicatori economico-financiar.

Au fost selectate următoarele variabile financiare:

- rata rentabilității veniturilor  $X_1$ ;
- rata de acoperire a datoriilor cu cash-flow  $X_2$ ;
- rata de îndatorare a activului  $X_3$ ;
- perioada de achitare a obligațiilor  $X_4$ .

Funcția scor este:

$$A = 5,676 + 6,3718 X_1 + 5,3932 X_2 - 5,1427 X_3 - 0,0105 X_4$$

<sup>12</sup> M. Niculescu – Diagnostic global strategic, Ed. Tribuna Economică, București, 1997, p. 397

Punctul de inflexiune care minimizează rata de eroare este  $A = 0$ , cu un interval de incertitudine între 0 și 2,05.

Aprecierea viabilității unei firme se bazează deci, pe următoarea clasificare:

**(Eșec/ Faliment)  $0,0 > A > 2,05$  (Situatie favorabilă)**

Regula de decizie a acestei funcții este următoarea:

PERICOL	PRUDENTĂ	SITUAȚIE BUNĂ
$A < 0$	$0 < A < 2,05$	$A > 2,05$

De exemplu, o firmă ZZZ are următoarea situație a indicatorilor financiari:

- rata rentabilității veniturilor ( $X_1$ ) = 7,1%;
- rata de acoperire a datoriilor cu cash-flow ( $X_2$ ) = 17,6%;
- rata de îndatorare a activului ( $X_3$ ) = 41%;
- perioada de achitare a obligațiilor ( $X_4$ ) = 215 zile.

În concluzie, scorul firmei este = 2,711

$$A_{\text{Firma ZZZ}} = 5,676 + 6,3718 \times 7,1\% + 5,3932 \times 17,6\% - 5,1427 \times 41,0\% - 0,0105 \times 215$$

### 6.5. Criterii de apreciere a indicatorilor economico-financiari

O problemă cheie pentru analistul financiar o reprezintă aprecierea indicatorilor economico-financiari incluși în metodologia de diagnostic prin raportarea la așa-numitele standarde (uzanțe) privind nivelul indicatorilor financiari sau prin compararea cu ratele financiare medii pe ramură. Referitor la considerarea ca referință în aprecieri a ratelor medii pe ramură vom prezenta în continuare un studiu realizat în perioada 1996-1998 pentru o ramură industrială românească importantă<sup>13</sup>: “industria chimică, a fibrelor sintetice și artificiale” (tabelul 2.10.).

Pentru a se realiza comparații ale situațiilor și performanțelor economico-financiare între firme, în țările dezvoltate există organisme specializate, de stat sau private, care publică anual un set de rate financiare medii (standarde financiare) pe sectoare de activitate. De exemplu, *Centrala bilanțurilor din cadrul Băncii Franței* sintetizează informațiile financiare a peste 25.000 de agenți economici într-un sistem de 36 de rate; în SUA *Dun&Bradstreet*<sup>14</sup> furnizează un bilanț tip pentru un sector de activitate și un număr de 14 rate medii pe sector grupate în trei categorii (lichiditate, eficiență și profitabilitate), iar *Robert Morris Associates*<sup>15</sup> prezintă un bilanț tip al ramurii și un set de 16 rate.

<sup>13</sup> Anghel I., “Profilul financiar al ramurii”, Tribuna Economică nr.19/ 2000

<sup>14</sup> Industry Norms and Key Business Ratio, Duns Analytical Services, 1992

<sup>15</sup> RMA, Annual Statement Studies, 1991, Published by Robert Morris Associates, 1991



## Profilul financiar al ramurii “industria chimică, a fibrelor sintetice și artificiale”

Tabelul 2.10.

Indicatori financiari	1996			1997			1998		
	qi	m	qs	qi	m	qs	qi	m	qs
<i>I. Rate de activitate</i>									
1 Rotația stocuri (zile)	54	<b>71</b>	88	62	<b>70</b>	94	64	<b>79</b>	110
2 Recuperare creanțe (zile)	58	<b>74</b>	80	39	<b>58</b>	78	55	<b>66</b>	97
3 Achitare obligații (zile)	74	<b>92</b>	139	64	<b>82</b>	132	78	<b>128</b>	179
4 Achitare furnizori (zile)	28	<b>42</b>	71	27	<b>40</b>	87	29	<b>39</b>	143
5 Rotația activului	0.49	<b>0.84</b>	1.08	0.62	<b>0.97</b>	1.51	0.52	<b>0.67</b>	1.23
<i>II. Lichiditate</i>									
6 Lichiditate generală	0.88	<b>1.22</b>	1.66	0.72	<b>1.32</b>	1.82	0.66	<b>1.54</b>	1.99
7 Lichiditate rapidă	0.46	<b>0.69</b>	0.85	0.37	<b>0.58</b>	0.92	0.25	<b>0.49</b>	1.06
<i>III. Îndatorare</i>									
8 Îndatorare capital propriu	40%	<b>55%</b>	77%	45%	<b>72%</b>	181%	27%	<b>47%</b>	293%
9 Acoperire dobânzi	8%	<b>34%</b>	56%	6%	<b>29%</b>	66%	-4%	<b>12%</b>	43%
10 Acoperire datorii cu cash-flow	10%	<b>26%</b>	43%	2%	<b>20%</b>	57%	-6%	<b>7%</b>	28%
<i>IV. Rentabilitate</i>									
11 Rentabilitatea exploatării	3.3%	<b>10.4%</b>	14.1%	2.7%	<b>11.3%</b>	16.5%	1.0%	<b>7.1%</b>	14.8%
12 Rentabilitatea financiară	0.4%	<b>8.2%</b>	18.4%	-0.8%	<b>8.6%</b>	21.8%	0.9%	<b>10.8%</b>	24.9%
13 Rentabilitatea activului	0.3%	<b>8.5%</b>	13.9%	-2.6%	<b>7.2%</b>	21.8%	-3.4%	<b>3.5%</b>	15.6%
<i>V. Alte informații</i>									
14 Plăți restante/ Active	2.0%	<b>6.4%</b>	15.0%	2.6%	<b>7.7%</b>	40.7%	6.8%	<b>13.5%</b>	45.3%
15 Plăți restante/ CA	1.6%	<b>8.0%</b>	27.0%	2.8%	<b>4.9%</b>	41.8%	7.3%	<b>16.3%</b>	60.8%
16 Export/ CA	1.0%	<b>39.2%</b>	43.8%	3.1%	<b>27.1%</b>	46.0%	1.1%	<b>20.3%</b>	36.4%
17 Dividende/ Cap.social	0.0%	<b>1.8%</b>	12.6%	0.0%	<b>2.0%</b>	16.8%	0.0%	<b>0.0%</b>	8.7%
18 Amortizare neinclusă pe costuri /Active imob.	0.0%	<b>0.2%</b>	9.5%	0.0%	<b>0.2%</b>	9.6%	0.0%	<b>0.1%</b>	6.6%

Sursa: Anghel I., “Profilul financiar al ramurii”, Tribuna Economică nr.19/ 2000

Notă: qi = quartila inferioară; m = mediană; qs = quartila superioară

Zonele de interes pentru acest tip de informații sunt foarte largi, pornind de la investitori (aceștia pot stabili care sunt sectoarele cele mai profitabile, iar în cadrul sectoarelor își pot alege firma în care să investească), manageri (pot analiza poziția întreprinderii față de concurență și pe această bază își pot stabili o strategie viabilă), băncile (atât pentru stabilirea strategiei legată de clienți cât și în politica efectivă de creditare a firmelor), firmele de asigurare și, nu în ultimul rând, statul ca “arbitru” al jocului economic (statul trebuie să-și construiască politica economică pornind de la situația reală a “jucătorilor” - întreprinderi).

Pentru evaluator, profilul financiar al ramurii reprezintă o bază importantă de comparație. Ratele construite în studiul amintit se bazează pe informațiile financiare ale unui număr important de firme din chimia fibrelor sintetice și artificiale (circa 40% din capitalul investit în această ramură).

Fiecare indicator a fost exprimat prin trei valori:



Sunt două motive principale care au condus la utilizarea acestui sistem:  
a) necesitatea eliminării influenței situațiilor economico-financiare atipice;

b) metoda oferă mai multă acuratețe decât simpla prezentare a unei medii aritmetice.

Sursa informațională o reprezintă bilanțurile întreprinderilor selectate cu satisfacerea simultană a două condiții:

- rapoartele financiare să fie certificate;
- datele financiare să fi fost obținute pe baza acelorași metode contabile.

În ceea ce privește prezentarea ratelor medii, a limitelor inferioare și superioare, s-a stabilit un set de 18 de indicatori economico-financiar grupăți în 5 categorii:

- activitate;
- lichiditate;
- îndatorare;
- rentabilitate;
- alte informații.

## REZUMATUL CAPITOLULUI

Diagnosticarea unei firme în vederea evaluării are rolul de a permite cunoașterea tuturor laturilor activității, și anume: juridică, tehnică, resurse umane, economico-financiară etc., precum și a punctelor forte și slabe corespunzătoare fiecăreia.

Diagnosticul juridic are rolul de a verifica aspectele legale privind: constituirea societății, obiectul de activitate (activitățile desfășurate să fie în conformitate cu statutul), dreptul de proprietate sau situația juridică a bunurilor folosite, existența contractelor colective și individuale de muncă, de management, autorizațiile de mediu, litigiile și implicațiile asupra valorii firmei.

Diagnosticul operațional presupune un studiu al factorilor tehnici de producție cu privire la: starea de funcționare, performanțele acestora comparativ cu cele de vârf, posibilitățile de utilizare în viitor. Aprecierea sintetică a potențialului tehnic se poate realiza folosind indicatorii: gradul de folosire a capacității de producție, gradul de uzură, gradul de reînnoire a mijloacelor fixe, ponderea echipamentelor tehnologice în totalul mijloacelor fixe etc.

Diagnosticul comercial studiază piața întreprinderii (de desfacere și de aprovizionare), produsele firmei, prețurile, promovarea etc.

În cadrul diagnosticului pieței sunt analizate: evoluția vânzărilor în dinamică și din punctul de vedere al factorilor specifici; concurența pe baza

cotei de piață deținute și relative; clientela; furnizorii de materii prime și materiale, utilități etc.

Analiza produselor și/sau serviciilor întreprinderii se realizează urmărindu-se structura vânzărilor pe piețe de desfacere și repartitia vânzărilor în funcție de fazele ciclului de viață a produselor/serviciilor.

Diagnosticul resurselor umane urmărește dimensiunea, structura, comportamentul colectiv și individual și eficiența forței de muncă.

Diagnosticul managementului firmei se realizează în mod sintetic pe baza gradului de realizare a criteriilor de performanțe.

Diagnosticul financiar presupune studierea situației financiare și a rentabilității.

Diagnosticarea situației financiare urmărește aprecierea echilibrului financiar al lichidității și solvabilității, a corelației dintre creanțe și obligații etc.

Diagnosticul rentabilității se realizează pe baza indicatorilor în mărime absolută (diferitele forme ale profitului) și a celor în mărime relativă (ratele de rentabilitate), un rol important revenind și pragului de rentabilitate. În strânsă legătură cu rentabilitatea se află riscul, în consecință prezintă importanță pentru evaluare analiza riscului din exploatare, financiar și de faliment.

În procesul de evaluare a unei firme diagnosticul trebuie să furnizeze informațiile necesare aprecierii situației trecute și prezente, care reprezintă o bază pentru estimarea elementelor și variabilelor importante ce trebuie luate în calcul în cazul aplicării diferitelor metode de evaluare.

## CUVINTE CHEIE

Ciclul de viață al produselor; cifra de afaceri; comportamentul resurselor umane; cota de piață deținută; cota de piață relativă; criteriile de performanță; deflatare; diagnosticul firmei; dimensiunea resurselor umane; durata de folosire a obligațiilor; durata de imobilizare a creanțelor; eficiența forței de muncă; evoluția vânzărilor; fond de rulment; grad de folosire a capacității de producție; grad de reînnoire; grad de uzură; inflatare; interval de siguranță; lichiditate; marjă; metoda scorurilor; modele de analiză a cifrei de afaceri; necesar de fond de rulment; piața de aprovizionare; piața de desfacere; prag de rentabilitate; rate de rentabilitate; rezultatul exploatarei; risc; solvabilitate; structura vânzărilor; trezoreria netă; viteza de rotație a necesarului de fond de rulment.

## BIBLIOGRAFIE SUPLIMENTARĂ

- Ișfănescu A., Robu V., Anghel I., *Evaluarea întreprinderii*, Ed. Tribuna Economică, București, 2001;
- Ișfănescu A., Robu V., Anghel I., Stan S., *Ghid practic de evaluare a întreprinderii*, Ed. Tribuna Economică, București, 2001;
- Niculescu M., *Diagnostic global strategic*, Ed. Economică, București, 1997;
- Ișfănescu A., Stănescu C., Băicuși A., *Analiză economico-financiară*, Ed. Economică, București, 1999;

• Robu V., Georgescu N., *Analiză economico-financiară*, Ed. ASE, București, 2001.

### ÎNTREBĂRI RECAPITULATIVE

1. Ce urmărește evaluatorul prin diagnosticul activității firmei pe care urmează să o evalueze?
2. Ce caracteristici calitative trebuie să îndeplinească informațiile care stau la baza elaborării diagnosticului firmei evaluate?
3. Care sunt elementele principale ce trebuie analizate în cadrul diagnosticului juridic?
4. Pentru ce este importantă analiza contractelor comerciale ale firmei evaluate?
5. Ce presupune diagnosticul tehnic?
6. Care sunt elementele care trebuie relevate în diagnosticarea mijloacelor fixe?
7. Ce presupune analiza pieței de desfacere?
8. Ce aspecte sunt avute în vedere în analiza clienților și furnizorilor firmei evaluate?
9. Care sunt indicatorii cu ajutorul cărora se analizează comportamentul personalului?
10. Ce aspecte trebuie analizate în cadrul diagnosticului managementului firmei?
11. Care este rolul diagnosticului economico-financiar?
12. Care sunt indicatorii financiari cu ajutorul cărora se analizează echilibrul economico-financiar?
13. Ce rol are diagnosticul rentabilității în diagnosticul economico-financiar și cum se realizează?
14. Cum se identifică riscul unei întreprinderi?

## **CAP.III. ABORDAREA PE BAZĂ DE VENIT ÎN EVALUAREA ÎNTREPRINDERII**

### **CUPRINS**

1. Logica abordării pe baza de venit
2. Costul capitalului și rata de actualizare/capitalizare
  - 2.1. Definierea costului capitalului
  - 2.2. Valoarea în timp a banilor
  - 2.3. Noțiuni utilizate
  - 2.4. Determinarea costului capitalului
3. Metoda capitalizării profitului
  - 3.1. Relații de calcul
  - 3.2. Stabilirea profitului anual reproductibil
  - 3.3. Avantajele și limitele metodei
4. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități (Discounted Cash Flow – DCF).
  - 4.1. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități pentru acționari (CFNA)
    - 4.1.1. Relații de calcul
    - 4.1.2. Determinarea fluxului de lichidități pentru acționari
    - 4.1.3. Valoarea reziduală
  - 4.2. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități pentru capitalul investit (CFNI)
    - 4.2.1. Relații de calcul
    - 4.2.2. Determinarea fluxului de lichidități pentru capitalul investit
    - 4.2.3. Valoarea reziduală
  - 4.3 Avantajele și limitele metodei DCF
  - 4.4. Diferențieri între rata de actualizare și rata de capitalizare

### **MOD DE LUCRU**

- Parcurgeți cu atenție conținutul capitolului, al tabelelor, schemelor și formulelor prezentate;
- Localizați în text conceptele și cuvintele cheie;
- Completați informațiile cu date oferite de materialele bibliografice precizate;
- Răspundeți la întrebările recapitulative sub forma unor expuneri verbale sau în scris;
- Realizați testele de autoevaluare, fără a apela la răspunsuri. Evaluați răspunsurile și reluați documentarea pe baza manualului și a bibliografiei suplimentare

## TEXTUL CAPITOLULUI

### 1. Logica abordării pe baza de venit

Valoarea = suma actuala  
a veniturilor anticipate

În cadrul acestei abordări se estimează valoarea unei întreprinderi, sau a unui pachet de acțiuni prin calcularea valorii prezente a veniturilor anticipate pentru proprietari/investitori. Din punct de vedere tehnic, aceasta se realizează prin metoda capitalizării profitului net și/sau actualizării cash-flow-ului sau a dividendelor.

Conversia venitului  
viitor în valoare =  
actualizare/ capitalizare

În cazul metodelor bazate pe capitalizare, un nivel reprezentativ și reproductibil al venitului (de regula profitul net sau dividendele) este raportat la o rată de capitalizare sau este înmulțit cu un multiplu al venitului considerat, convertind astfel venitul în valoare.

În cazul metodelor bazate pe tehnica actualizării, cash-flow-ul sau dividendele sunt estimate pentru fiecare din anii unei perioade explicite de previziune și apoi convertite în valoare prin aplicarea unei rate de actualizare.

Abordarea pe baza de venit este fundamentată pe principii care au fost descrise în cadrul primului capitol:

- Principiul anticipării este poate primordial în cadrul acestei abordări. A înțelege ca *valoarea provine din beneficiile viitoare anticipate care urmează a fi generate de proprietatea deținută* este indiscutabil elementul de baza în înțelegerea acestui mod de judecată a valorii întreprinderii;
- Principiul substituției ajută la înțelegerea atât a costului capitalului cât și a legăturii între costul capitalului și valoarea întreprinderii. Atunci când pe piața sunt disponibile investiții cu rentabilități și riscuri diferite, prima oportunitate investițională care se va epuiza va fi aceea cu rentabilitatea cea mai ridicată și riscul cel mai mic.
- Principiul cererii și ofertei. Prețul care trebuie plătit pentru a deveni proprietarul capitalului sau unei părți din capitalul unei firme depinde esențial de cererea și oferta de pe acea piață în special și de pe piața investițiilor în general.
- Principiul contribuției: permite înțelegerea legăturii între valoarea “părților” (activelor) și valoarea întregului (întreprinderii) pentru că *valoarea unei părți din întreprindere depinde de cât de mult contribuie aceasta la valoarea întregii firme*.

Pentru situațiile de evaluare pentru divizare sau fuziune este un principiu care capătă un loc primordial.

Una din premisele importate ale estimării valorii în abordarea pe baza de venit este continuitatea exploatarei, respectiv premisa că întreprinderea evaluată sau parte din aceasta își va continua activitatea operațională și într-un viitor previzibil, fără a suferi restrângeri semnificative.

## 2. Costul capitalului si rata de actualizare/capitalizare

Atât teoreticienii cat si practicienii sunt de acord ca rata de actualizare si implicit costul capitalului reprezintă miezul evaluării unei afaceri. “Astăzi valoarea este egala întotdeauna cu fluxul viitor de lichidități actualizat cu costul de oportunitate al capitalului”<sup>16</sup>.

### 2.1. Definirea costului capitalului

Costul capitalului reprezintă rata de rentabilitate pe care o solicita piața pentru a atrage surse de finanțare pentru o anumita investiție. In termeni economici este vorba de costul de oportunitate. Costul capitalului se bazează pe principiul substituției (un principiu de altfel foarte important in evaluare) care, in contextul dat, spune ca un investitor va prefera cea mai atractiva alternativa investițională, respectiv:

- a) investiție cu risc echivalent ce asigura o rata a rentabilității sperate mai ridicată;
- b) o investiție cu risc mai redus dar cu aceeași speranță de rentabilitate;

In acest context putem defini conceptul de **cost de oportunitate** ca fiind costul opțiunilor pierdute, respectiv acea rata a rentabilității capitalului investit care este atractiva pentru un investitor, făcându-l să opteze pentru o anumită investiție dintr-o serie larga de alte investiții alternative care au condiții similare de risc. Un investitor care optează pentru o anumita investiție pierde oportunitățile de câștig oferite de alte alternative de investire. De aceea, un investitor corect informat va alege acea opțiune din care spera sa obțină rentabilitatea maxima in condiții similare de risc

### 2.2. Valoarea in timp a banilor

Sunt trei elemente de baza in componenta costului capitalului:

- a) rata de rentabilitate exprimata in termeni reali pe care o așteaptă investitorii pentru a renunța la orice alta alternativa investițională;
- b) rata inflației, respectiv scăderea puterii de cumpărare a banilor;
- c) riscul, respectiv incertitudinea referitoare la perioada si dimensiunea cash-flow ului (sau a altei masuri a venitului așteptat de investitor) ce va fi obținut in viitor.

Combi-nația primelor doua componente prezentate anterior se analizează prin intermediul “valorii in timp a banilor”.

Pentru înțelegerea facila a principiului valorii in timp a banilor vom prezenta următoarele elemente:

#### a) Valoarea viitoare (Vv).

Presupunem ca aveți o suma de 100 u.m. pe care vreți sa o depuneți la banca (cu o rata a dobânzii de 5%) dar totodată vreți sa știți cât va fi valoarea pe care o veți avea la sfârșitul perioadei de investiție. Pentru aceasta vom

<sup>16</sup> Samuelson P., Nordhouse W., “Economics”, 14 th. Ed., Mc Graw – Hill, New-York, 1992, p.738

folosi o tehnica cunoscuta sub numele de *compunere*, respectiv *procesul aritmetic prin care se determina valoarea finala a unui flux de disponibil sau a unei serii de disponibilități plin aplicarea ratei dobânzii (rentabilității)*.

În exemplul nostru:

$$\begin{aligned} V_{V_n} = V_{V_1} &= V_a + \text{Dobânda} = \\ &= V_a + V_p \times d = \\ &= V_a \times (1 + d) = \\ &= 100 \times (1 + 0,05) = 105 \end{aligned}$$

In care:  $V_v$  = Valoarea viitoare;  
 $V_a$  = Valoarea actuala;  
 $d$  = Rata dobânzii.

*Valoarea viitoare este așadar suma la care un flux de lichidități sau o serie de fluxuri de lichidități va crește într-o anumită perioadă de timp prin compunerea cu rata dobânzii (rentabilității investiției).*

Menținând exemplul anterior ne întrebăm ce se va întâmpla dacă suntem interesați să menținem investiția pe o perioadă de 5 ani.

Valoarea la sfârșitul anului 5 va fi:

$$\begin{aligned} V_{V_5} &= V_{V_1} \times (1 + d)^5 = \\ &= 100 \times (1 + 0,05)^5 = 127,63 \end{aligned}$$

---

Axa timpului	0	1	2	3	4	5
Flux inițial	- 100	$V_{V_1}$	$V_{V_2}$	$V_{V_3}$	$V_{V_4}$	$V_{V_5}$
Dobânda obținută		5,00%	5,25%	5,51%	5,79%	6,08%
Suma la sfârșitul perioadei		105,00	110,25	115,76	121,55	127,63

---

#### b) Valoarea actuala (prezenta) ( $V_a$ ).

Valoarea prezenta este suma de astăzi a unui flux de lichidități viitor sau a unei serii de fluxuri viitoare de disponibilități.

Pentru a afla valoarea prezenta folosim tehnica actualizării.

$$V_a = \frac{V_{V_n}}{(1 + d)^n} \quad (1) \quad \text{sau} \quad V_{V_n} \times \frac{1}{(1 + d)^n} \quad (2)$$

$$V_a = V_{V_n} \times @ \quad d \quad (3)$$

@  $d$  = factorul de actualizare corespunzător unei rate de actualizare/dobândă date;

---



Axa timpului	0	1	2	3	4	5
Flux viitor		$V_{p1}$	$V_{p2}$	$V_{p3}$	$V_{p4}$	127,63
Factor de actualizare (@ 5%)	0,783	0,8227	0,8638	0,9070	0,9524	
Valoarea actuala (prezenta)	100	105,00	110,25	115,76	121,55	

@ 5% = factorul de actualizare corespunzător unei rate de 5%.

### c) Valoarea actuala a unui șir de anuități

Mulți dintre noi sunt impresionați de contractele și salariile pe care le obțin sportivii. De exemplu putem auzi ca un fotbalist a obținut un contract de 3 mil.\$ pe o perioada de trei ani. Aceasta nu înseamnă ca sportivul va primi acești bani imediat. Sa presupunem ca el va primi cate un milion de dolari la sfârșitul fiecărui an de contract și ne interesează cat este valoarea actuala a sumelor de primit in viitor, considerând o rata de actualizare de 10%.

	0	1	2	3
		1.000.000	1.000.000	1.000.000
909.091	← 10%			
826.446	← 10%			
751.315	← 10%			

**2.486.852**

Prin urmare, valoarea actuala este de 2.486.852 \$, determinata pe baza relației următoare:

$$Va_{an} = \frac{a_1}{(1+d)^1} + \frac{a_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{a_n}{(1+d)^n} = \sum_{i=1}^n a_i \frac{1}{(1+d)^i} \quad (4)$$

Unde:

$Va_{an}$  = valoarea actuala a șirului de anuități ;

$a_i$  = anuitatea perioadei  $i$ .

### d) Anuitatile perpetue

O serie de anuități pot genera fluxuri pe o perioada nedefinita in viitor.  
In acest caz:

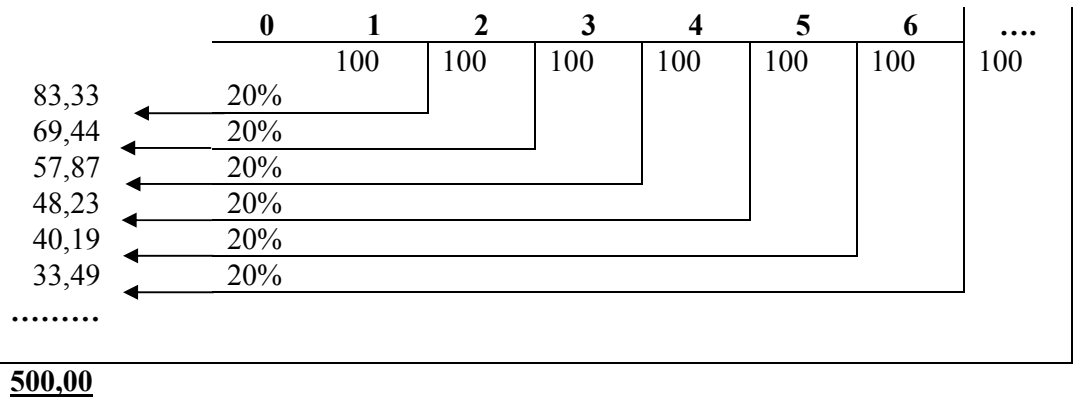
$$V_p = \frac{\text{anuitatea}}{\text{Rata dobânzii}} \quad (5)$$

De exemplu, valoarea prezenta a unui șir de anuități constante de 100 u.m. la o rata de dobânda de 20% este:

$$V_p = 100 / 20\% = 500 \text{ u.m.}$$

Putem înțelege acest lucru daca vom folosi si relația (4).

Pe baza relației (4), obținem o valoare identica, in sa cu un efort evident suplimentar:



### e) Costul nominal si costul real al capitalului

Un aspect important in evaluare vizează coerența între estimarea venitului viitor (în termeni nominali sau în termeni reali) și costul capitalului. Este evident că atunci când venitul este previzionat în termeni nominali (prețuri curente), trebuie utilizate rate nominale iar când venitul este exprimat în termeni reali (prețuri constante), trebuie utilizate rate reale. De asemenea, rata de creștere așteptată a venitului ( $g$ ) trebuie să fie coerentă cu estimarea venitului și a ratei de actualizare sau de capitalizare.

Relația dintre cele două rate (termeni nominali/termeni reali) este:

$$i_n = \frac{i - r}{1 + r}, \text{ incare :}$$

$i_n$  - costul capitalului exprimat în termeni reali;

$i_1$  –costul capitalului exprimat in termeni nominali;  
r - rata inflației.

De exemplu, dacă rata de actualizare (costul capitalului) exprimata in termeni nominali este de 28,5%, iar rata anuală a inflației este de 17%, rezulta o rata de actualizare (cost al capitalului) exprimata in termeni reali de 9,83%.

#### f) Costul nominal si costul efectiv al capitalului

Sunt cazuri în care evaluatorii trebuie sa analizeze costul capitalului pentru diferite surse de finanțare si trebuie sa depășească o problema tehnica, legata de costul efectiv al fiecărei surse utilizate. Pentru a afla costul efectiv al fiecărei surse trebuie sa reținem ca avem posibilitatea de a utiliza un numitor comun si anume **costul anual efectiv/echivalent (CAE)** al capitalului.

$$CAE = \left(1 + \frac{Rnom}{m}\right)^m - 1,0 \quad (6)$$

CAE = costul anual efectiv;  
Rnom = rata nominala anuala a dobânzii;  
m = numărul perioadelor de plată/an

### 2.3. Noțiuni utilizate

#### **a. Actualizarea: calcularea valorii prezente (actuale), la data evaluarii, a unui flux bănesc viitor (venituri sau cheltuieli).**

Scopul utilizării acestei tehnici este acela de a transforma un flux monetar viitor in capacitatea de a genera un venit anual. Se refera in general la sume anuale viitoare de mărimi inegale (de exemplu cash-flow disponibil pentru proprietari sau pentru furnizorii de capital).

Tehnica actualizării presupune calcule matematice inverse fata de cele utilizate in tehnica dobânzii compuse:

$$Va = \sum_{i=1}^n Fi x \frac{1}{(1+a)^i}$$

in care: Va = valoarea actuala;  
Fi = fluxul monetar viitor;  
a = rata de actualizare;  
 $1/(1+a)^n$  = factor de actualizare;  
n = numărul de ani incluși in perioada de prognoză;

Instrumentul actualizării îl reprezintă rata de actualizare ( $a$ ), respectiv factorul de actualizare  $1/(1+a)$ .

**b. Rata de actualizare:** rata rentabilității utilizată pentru a converti o sumă de bani, plătită sau de primit în viitor în valoarea prezentă (actuală).

Rata de actualizare este utilizată pentru a determina suma pe care un investitor ar plăti-o la data evaluării pentru dreptul de a beneficia de un flux viitor de lichidități sau de profituri. Pentru evaluator, rata de actualizare este rata rentabilității estimată ca acceptabilă pentru un investitor care ar plăti în prezent fluxuri viitoare generate de afacere, în contextul riscurilor presupuse de realizarea acestor fluxuri.

**c. Rata de capitalizare:** un divizor (care exprimă rata rentabilității) folosit pentru transformarea unui flux anual constant (uniform) sau cu o creștere constantă în valoarea actuală a capitalului din care provine.

O diferență fundamentală între rata de capitalizare și cea de actualizare provine din faptul că rata de capitalizare se referă la un flux constant sau cu o creștere constantă în vreme ce rata de actualizare vizează fluxuri variabile.

**d. Coeficientul multiplicator:** este inversul ratei de capitalizare, respectiv un multiplu prin care mărimea anuală a unui flux dat se transformă în valoarea actuală a capitalului.

Cel mai cunoscut multiplicator este PER (Price Earning Ratio) care exprimă raportul dintre cursul (prețul) unei acțiuni și profitul net ce revine pentru acea acțiune.

**e. Rata rentabilității fără risc:** reprezintă acel nivel de remunerare a capitalului investit în condiții de risc minim (obligațiuni de stat).

**f. Rata rentabilității capitalului investit de proprietari:** este raportul procentual între profitul net anual din exploatare și capitalul propriu (al acționarilor)

**g. Costul mediu ponderat al capitalului:** reprezintă costul întregului capitalului investit într-o afacere/prorietate imobiliară, indiferent de proveniența acestuia (proprietari, bănci etc.).

#### 2.4. Determinarea costului capitalului

Costul capitalului propriu reprezintă acea rată de rentabilitate pe care trebuie să o realizeze o firmă astfel încât să mențină valoarea afacerii. Dacă rata rentabilității este mai mică decât costul de oportunitate atunci valoarea

afacerii scade, iar daca rata rentabilității este superioara costului de oportunitate atunci valoarea afacerii creste.

#### 2.4.1. Metodele de determinare a costului capitalului propriu

- a) Modelul Capital Assets Pricing Model CAPM (pentru firmele cotate)
- b) Abordarea tradițională
- c) Abordarea pentru întreprinderi necotate

##### a. Modelul CAPM Capital Assets Pricing Model CAPM

Acest model urmărește sa determine costul capitalului într-o manieră metodică, realizând o comparație între alternativele investiționale si performantele pieței in general.

Costul capitalului propriu pe baza acestui model este:

$$CK_{pr} = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

CK<sub>pr</sub> = costul capitalului propriu

R<sub>f</sub> = rata rentabilității fără risc

R<sub>m</sub> = rentabilitatea medie a pieței

R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub> = prima de piață (de risc a pieței bursiere)

β = coeficient de evaluare a riscului sistematic

Coeficientul beta utilizat in formula reprezintă calea de evaluare a “riscului sistematic” prin compararea mișcării cursului acțiunii firmei analizate cu evoluția indicelui general al pieței bursiere. Rezulta deci ca prin acest coeficient se ia in considerare situația firmei analizate, alături de celelalte doua componente presupuse in model (rata de baza si prima de piață). Coeficientul beta are diferențe semnificative între diverse ramuri economice, așa cum se observa si in tabelul următor.

### Valoarea coeficientului beta pe sectoare

Tabelul 3.1

<i>B &lt; 1</i>		<i>B &gt; 1</i>	
1. Produse farmaceutice	0,675	1. Electrice, electrocasnice	1,037
2. Distribuție gaz	0,729	2. Transport	1,038
3. Comerț cu amănuntul produse alimentare	0,740	3. Detaiști produse nealimentare	1,038
4. Producție mărfuri alimentare	0,850	4. Producția de bere	1,054
5. Exploatare țitei	0,882	5. Construcții de mașini	1,058
6. Produse chimice	0,912	6. Media	1,103
7. Hârtie, tipărituri	0,928	7. Textile	1,139
8. Telecomunicatii	0,986	8. Bănci	1,279
		9. Asigurări	1,293
		10. Construcții motoare autovehicule	1,415
		11. Construcții	1,529

Sursa: Datastream , 1992

Aplicație: Conducerea unei rețele naționale de magazine alimentare a solicitat consultanților financiari să determine costul capitalului propriu pentru întreprindere.

Rezolvare:

Pasul 1. *Determinarea și verificarea coeficientului beta pentru sectorul respectiv (comerț cu amănuntul produse alimentare): 0,740*

Pasul 2. Stabilirea  $R_f$  - rentabilitatea la obligațiunile guvernamentale pe termen lung: 6,3%

Pasul 3. Determinarea câștigului pe care-l aduce piața în ansamblu (câștig de capital plus dividend) și sectorul specific – s-a constatat că atât piața cât și sectorul de activitate determină o rentabilitate medie anuală de 9,4%

Pasul 4. *Calcularea  $CK_{pr}$* :

$$CK_{pr} = R_f + (R_m - R_f) \times \beta = 6,3\% + (9,4\% - 6,3\%) \times 0,74 = \underline{\underline{8,6\%}}$$

b. Abordarea tradițională (pe bază de dividend) pornește de la variabile precum: dividendele distribuite sau sperate ( $D$ ) și creșterea anuală ( $g$ ), prețul curent al acțiunii ( $C_1$ ), profitul net ce revine unei acțiuni ( $P_n$ ).

▪ *Abordarea pe baza de dividend are la baza relația:*

$$CK_{pr} = \frac{D_1}{C_1} \times 100$$

$D_1$  = dividend sperat pe anul în curs

$C_1$  = prețul (cursul) curent al acțiunii

▪ *Abordarea pe baza de dividend plus o rată de creștere are la baza relația:*

$$CK_{pr} = \frac{D_1}{C_1} \times 100 + g$$

$g$  = creșterea sperată a dividendului sau a cursului acțiunii

Exemplu: Dividendele pe acțiune au evoluat în ultimii 4 ani astfel: 7; 7,5; 8,5 și 9,3 u.m./acțiune și se așteaptă să crească cu 10% anual. Cotația curentă a acțiunii este de 150 u.m.

$$CK_{pr} = \frac{D_1}{C_1} \times 100 + g = \frac{10,2}{150} \times 100 + 10\% = 16,8\%$$

c. Abordarea pentru întreprinderi necotate.

În cazul firmelor necotate estimarea costului capitalului este mult mai dificilă, logică și gândirea analistului fiind prioritară. Sunt cunoscute mai

multe modele empirice (Abordarea Campbell, Mauguire etc.), care pornesc de la rata rentabilității fără risc și adaugă o primă de risc pe care și-o asumă investitorul ce plasează capitalul într-o anumită investiție.

De exemplu, conform modelului propus de Henry Mauguire limitele acceptabile pentru costul capitalului propriu al unui firme necotate este funcție de trei parametri:

- Rata pură (respectiv rata rentabilității fără risc, determinată pe baza randamentului obligațiunilor de stat pe termen lung)
- Factorul monetar (inflația anticipată)
- Prima de risc

Autorul sugerează că se poate reține o rată pură înainte de impozit de 5 – 7%, respectiv o rată de 4-5% după impozit.

Prima de risc se aplică la rata rentabilității fără risc ( $R_f$ ) și se încadrează uzual în limitele 25% și 75% pentru riscuri considerate medii și 75% - 125% pentru riscuri ridicate.

*Exemplu:* Randamentul  $R_f$  se considera 6%, iar prima de risc 125%.

Costul capitalului propriu ( $CK_{pr}$ ) va fi:

$$6\% + 6\% \times 125\% = 13,5\%$$

Estimarea costului capitalului întreprinderilor necotate poate utiliza și “Modelul primei de risc în trepte (built-up method)”. Aceasta metoda stabilește rata de actualizare în funcție de două componente:

- rata de baza (fără risc)
- prima de risc atașată unei investiții date

Principiul este simplu, bazându-se pe faptul că un investitor are mai multe alternative investiționale, fiecare cu niveluri de rentabilitate și risc diferite. Orice portofoliu de alternative investiționale are ca punct de pornire “rentabilitatea fără risc”, respectiv acea investiție care în fond determină o remunerare a capitalului investit în condiții de risc minim (este vorba de plasamentele în obligațiuni guvernamentale pe termen lung).

Formula de calcul:

$$a = R_f + R$$

$a$  = rata de actualizare

$R_f$  = rentabilitatea fără risc (rata de baza)

$R$  = prima de risc

Exemplu: În tabelul următor se prezintă o sinteză a rezultatelor obținute în urma diagnosticului întreprinderii evaluate.

## Estimarea ratei de actualizare prin modelul primei de risc în trepte

Tabelul 3.2.

<b>Rata de bază și trepte de risc</b>	<b>%</b>	<b>Explicații</b>
Rata rentabilității fără risc (rata de baza)	<b>6%</b>	Rata reala a dobânzii la obligațiunile pe termen lung emise de stat
<b>Riscuri din exteriorul întreprinderii</b>	<b>5%</b>	
a) dependenta de furnizori	2%	firma are doar doi furnizori pentru materia prima de baza
b) cererea pentru produsele firmei	1%	cererea pe piața în scădere; este amenințată de produsele substituibile
c) modificări probabile ale prețurilor	2%	prețul combustibilului utilizat (gaze naturale) va crește în mod real prin alinierea la prețul mondial
<b>Riscuri din interiorul întreprinderii</b>	<b>7%</b>	
a) calitatea produselor și serviciilor	2%	firma nu are certificare a sistemului de asigurare a calității conform ISO 9001, fapt ce antrenează limitarea prezentei pe piețele occidentale și nord-americane.
b) structura de finanțare a afacerii	2%	creditele utilizate reprezintă 40% din capitalurile proprii; costul creditului depășește rentabilitatea exploataării.
c) activitatea de cercetare-dezvoltare	3%	într-un sector în care activitatea de C&D are un rol major, firma are o pondere a cheltuielilor cu aceasta destinație de doar 0,5% din cifra de afaceri și un grad de reînnoire a produselor mult inferior față de ceilalți competitori

În aceste condiții:  $a = R_f + R = 6\% + 12\% = \underline{18\%}$

### 2.4.2. Costul capitalului împrumutat (datoriilor)

Capitalul împrumutat reprezintă datoriile făcute de o întreprindere, pe o anumită perioadă de timp și la un anumit cost (rata dobânzii) stabilit prin contract, cu drept de plată preferențial față de costul capitalului propriu. Cel mai uzual o firmă utilizează creditele bancare și emisiunea de obligațiuni pentru a atrage capital împrumutat în finanțarea activității.

$$CD = d(1 - C_i)$$

Unde: CD = costul datoriilor (creditelor);  
d = rata dobânzii;  
C<sub>i</sub> = cota de impozit pe profit.

### 2.4.3. Costul mediu ponderat al capitalului

Rata de actualizare poate reflecta costul mediu ponderat al capitalului întreprinderii. Desigur, se înțelege că, atunci când o firmă nu utilizează credite, rata de actualizare va fi egală cu costul capitalului propriu.

Formula de calcul a costului mediu ponderat al capitalului este:

$$CMPC = CK_{pr} \times \frac{K_{pr}}{V} + CD \times \frac{D}{V} \times (1 - C_i)$$



Unde: CMPC = cost mediu ponderat al capitalului;  
 CKpr = costul capitalului propriu;  
 Kpr = capitalul propriu;  
 V = valoarea de piață a întreprinderii (capital la dispoziția furnizorilor de capital)  
 CD = costul datoriilor (creditelor);  
 D = credite  
 Ci = cota de impozit pe profit.

*Exemplu:* Presupunem ca o firma se finanțează pe baza următoarelor surse:

- a) 60% capitaluri proprii, la un cost de 14%;
- b) 20% credite bancare la un cost contractual de 13,33%;
- c) 20% împrumuturi obligatare la un cost contractual de 14,66%;

Cota de impozit pe profit este de 25%.

Costul mediu ponderat va fi:

$$CMPC = 14\% \times 70\% + 13,33\% \times 20\% \times 13,33\% (1 - 25\%) + 20\% \times 14,66\% \times (1 - 25\%) = 14\% \times 70\% + 10\% \times 20\% + 11\% \times 20\% = 12,6\%$$

### 3. Metoda capitalizării profitului

Aceasta metoda se bazează pe raportarea unui singur flux de venit/ beneficiu economic, aferent unei singure perioade (de regula un an) la o rata de capitalizare.

Este considerata o simplificare a metodei actualizării fluxurilor de lichidități - DCF care va fi prezentata in paginile următoare.

#### 3.1. Relații de calcul

În evaluarea întreprinderii reținem ca relații de baza:

$$\text{Valoarea} = \text{Venit} / \text{Rata de capitalizare}$$

sau

$$\text{Valoarea} = \text{Venit} \times \text{multiplicator}$$

Cel mai adesea evaluatorii utilizează ca venit (beneficiu economic) in cadrul metodei capitalizării, indicatorul profit net, iar relația de calcul este următoarea:

$$V_{CP} = PN / c$$

$V_{CP}$  = valoarea întreprinderii prin metoda capitalizării profitului

PN = profitul net

c = rata de capitalizare

Aceasta reprezintă formula de baza, aplicabila in situațiile in care se estimează o menținere constanta a profitului net pe durata de previziune.

In condițiile în care este previzionată o dinamică stabilă (constantă) a profitului net se utilizează modelul de creștere Gordon, iar relația de calcul a valorii devine:

$$V_{CP} = PN / (c - g)$$

sau, atunci când profitul net se bazează pe rezultatul ultimului an încheiat înainte de data evaluării:

$$V_{CP} = PN_0 \times (1 + g) / (c - g)$$

In care g = rata de creștere constantă  
 PN<sub>0</sub> = profitul net al anului imediat anterior datei evaluării

În condițiile în care o întreprindere deține active redundante (în afara exploatării), relația de calcul a valorii prin metoda capitalizării profitului devine:

$$V_{CP} = PN / c + VRNAAE$$

**sau**

$$V_{CP} = PN / (c - g) + VRNAAE$$

In care: VRNAAE = valoare de realizare netă a activelor în afara exploatării;

Explicația acestei considerații distincte a activelor în afara exploatării deriva din faptul că acestea nu contribuie la realizarea profitului și nu susțin fluxul de venituri sau, atunci când generează venituri, riscul de realizare este diferit de cel al profitului întreprinderii (avut în vedere la estimarea ratei de capitalizare).

### 3.2. Stabilirea profitului anual reproductibil

Profitul net trebuie estimat pe baza performanțelor anterioare ale întreprinderii dar și prin considerarea evoluției sperate a acesteia, a factorilor care acționează în ramura sa de activitate și în economia națională.

Din punct de vedere tehnic profitul net poate fi estimat pornind de la:

- Realizările dintr-un an anterior;
- Realizările probabile pentru anul în curs;
- Realizările probabile în perioada imediat următoare.

Pe baza diagnosticului întreprinderii și a judecății sale evaluatorul optează pentru una dintre cele trei variante, fiecare presupunând un anumit demers metodologic:

- (1) În cazul în care evaluatorul optează pentru considerarea realizărilor dintr-un an anterior reprezentativ, este necesară analiza și interpretarea (din prisma evaluării) a contului de rezultate pentru ultimii 3 – 5 ani. Această analiză va avea în vedere:
  - a) Alegerea unui an reprezentativ și relevant pentru estimarea profitului net ce va fi utilizat în formula de calcul;

- b) Ajustarea elementelor de venit și/sau de cheltuieli ca urmare a impactului unor evenimente întâmplătoare (asigurarea cerinței de reproductibilitate în viitor):
- Greve;
  - Inundații, furtuni, incendii;
  - Cheltuieli de punere în funcțiune a unor instalații;
- c) Ajustarea elementelor de venit și/sau de cheltuieli pe baza cerinței normalitate ;
- Compensarea proprietarilor;
  - Impactul contabilizării stocurilor;
  - Cheltuieli cu materiale sau servicii atunci când există diferențe față de valorile de piață a acelor materiale sau servicii;
  - Personalul în surplus;
- d) Ajustarea elementelor de venit și/sau de cheltuieli generate de activele redundante (în afara exploatarei). Evaluatorul va elimina toate veniturile și cheltuielile generate de activele în afara exploatarei, astfel încât să existe coerența între profitul net estimat (al activității operaționale a întreprinderii), rata de capitalizare și rata de creștere, precum și coerența între metoda utilizată în abordarea pe bază de active și metoda capitalizării profitului. În cadrul acestor active în afara exploatarei includem: licențe, contracte de franciză și drepturi de autor neutilizate, teren liber neutilizat pentru activitatea operațională, case de vacanță, clădiri închiriate terților, echipamente în surplus, investiții în alte întreprinderi, stocuri depreciate, un portofoliu de acțiuni vandabile, disponibilitățile în surplus etc.
- e) Ajustarea elementelor de venit și de cheltuieli ca urmare a unor modificări iminente în întreprindere, ramura sau în economia națională;
- Punerea în funcțiune a unor investiții;
  - Apariția unui concurent major;
  - Modificarea sistemului de impozitare;

Ajustările pentru asigurarea cerinței normalitate și în general impactul elementelor în afara exploatarei au în vedere estimarea pentru pachet majoritar deoarece puterea de decizie asigurată de un pachet minoritar este insuficientă pentru a influența deciziile în sensul eliminării surplusului de personal sau a vânzării activelor redundante.

Corecțiile făcute trebuie să fie descrise și explicate de evaluator. Acesta va putea realiza ajustări numai după ce cunoaște bine întreprinderea respectivă, astfel încât să poată susține acele corecții.

- (2) În cazul în care evaluatorul optează pentru considerarea realizărilor probabile ale anului în curs (față de data evaluării) sau cele ale unui an viitor, este necesară utilizarea diagnosticului și analiza pieței pentru a construi un cont de rezultate tipic pentru întreprinderea evaluată. În cadrul aplicațiilor din acest capitol este prezentat un exemplu în acest sens.

### 3.3. Avantajele și limitele metodei

Avantaje:

- ușor de explicat și de înțeles;
- este utilizată pe scară largă de către investitori;
- nu necesită previziuni ale activității firmei pe perioade lungi;

Dezavantaje:

- este o simplificare a metodei DCF. Apare posibilitatea ca profitul reproductibil considerat să nu reflecte potențialul firmei, iar soluția unei creșteri constante să nu fie o modalitate rezonabilă de realizare a unei evaluări credibile;
- dificil de utilizat în cazul unor firme aflate într-o fază de creștere importantă sau pentru întreprinderile tinere;
- măsurarea profitului reproductibil și a ratei de capitalizare pot deveni subiect de controversă;

Capitalizarea profitului este o metodă utilizată pe scară largă de către investitori, ea având avantajul simplității și ușurinței înțelegerii. Aplicabilitatea ei este însă limitată la firmele care au sau vor avea o situație relativ stabilă a fluxului de venit reținut în evaluare. Prin urmare, metoda capitalizării profitului nu este aplicabilă în cazul întreprinderilor aflate în fază de creștere/descrescere rapidă într-o fază de investire/dezinvestire importantă etc.

### 4. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități (Discounted Cash Flow – DCF).

Este una dintre cele mai complexe metode de evaluare, dar totodată și cea mai corectă din punct de vedere teoretic. Ea se bazează pe actualizarea tuturor beneficiilor economice proiectate (fluxuri de lichidități sau alte variabile asimilate) ale întreprinderii utilizând o rată de actualizare ce reprezintă costul capitalului pentru acea investiție.

Actualizarea presupune o perioadă explicită de previziune și o valoare reziduală (perioada non-explicită).

Termenul de cash-flow, are mai multe semnificații, în funcție de sfera de cuprindere. Dacă este utilizat pentru evaluarea rentabilității unei investiții, el reprezintă fluxul de lichidități ce urmează a fi generat de investiția respectivă.

Când se are în vedere întreprinderea în ansamblul ei, fluxul de disponibilități este cel care rezultă din totalitatea operațiunilor, respectiv modificarea trezoreriei nete pe durata exercițiului.

Practic, calculul fluxurilor de disponibilități utilizate în evaluare, are în vedere, profitul net, la care se adaugă alte disponibilități (amortismentele, provizioane și valoarea reziduală) și se scad nevoile de finanțare a activității, respectiv investițiile pentru menținerea potențialului tehnic și variația nevoii de fond de rulment. Rezultă că parametrii necesari calculului se referă la previzionarea veniturilor, cheltuielilor, dobânzilor, amortizărilor, investițiilor, structurii capitalului și a valorii reziduale.

#### 4.1. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități pentru acționari (CFNA)

##### 4.1.1. Relații de calcul

Estimarea valorii întreprinderii prin metoda actualizării fluxurilor de disponibilități pentru acționari (CFNA), se bazează pe următoarea relație de calcul.

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CFNA}{(1+a)^i} + \frac{Vr}{(1+a)^n}$$

$V_{DCF}$  = valoarea întreprinderii prin metoda DCF  
CFNA = cash – flow net la dispoziția acționarilor  
a = rata de actualizare (costul capitalului)  
 $V_r$  = valoarea reziduală  
i = anul de previziune  
n = intervalul de previziune (număr de ani)

##### 4.1.2. Determinarea fluxului de lichidități pentru acționari

Principalele etape necesare în determinarea fluxului viitor de lichidități sunt:

- (1) Reanalizarea concluziilor diagnosticului întreprinderii. În această etapă evaluatorul sintetizează întreg diagnosticul întreprinderii evaluate, realizând și teste de coerență. Scopul este acela de a fundamenta etapele următoare necesare estimării valorii firmei.
- (2) Stabilirea parametrilor cheie de evoluție a întreprinderii (în contextul economic în care operează). Ținând seama de concluziile diagnosticului se vor preciza variabilele cheie care vor influența activitatea viitoare și limitele generale ale dinamicii firmei.
- (3) Alegerea duratei de previziune  
Actualizarea presupune o perioadă explicită de previziune și o valoare reziduală (perioada non-explicită). Alegerea perioadei explicite se bazează pe elemente cum ar fi:
  - Uzanțele privind durata de previziune explicită (3 – 7 ani);
  - Intervalul de timp în care firma va ajunge la stabilitate sau la o dinamică stabilă;
  - ciclul de viață al produselor/serviciilor societății;
  - ciclul normal de investiție;
  - cantitatea și calitatea informațiilor de care dispune echipa de evaluare pentru a face previziunile;
  - durata de amortizare a imobilizărilor;
  - durata de recuperare așteptată pentru investiția făcută de cumpărător;
  - perioade de previziune practicate la evaluări similare.

(4) Stabilirea ipotezelor de previziune. Scenariile/stadiile de evoluție a întreprinderii

În această etapă evaluatorul stabilește ipotezele generale și ipotezele specifice în care realizează previziunea.

Ca ipoteze generale, se rețin ipoteze la nivel macroeconomic și respectiv la nivelul ramurii în care operează întreprinderea, precizarea valorilor în care se realizează proiecțiile (valori constante sau valori nominale) etc.

În cadrul acestei etape evaluatorul stabilește principalele ipoteze specifice, reținute în estimarea activității viitoare a firmei, având în vedere:

- Activitatea operațională, respectiv dinamica volumului de activitate, evoluția costurilor și a rezultatelor pe durata de previziune ;
- Estimarea necesarului de fond de rulment pe baza unor ipoteze privind viteza de rotație a activelor și pasivelor curente;
- Activitatea investițională, reținându-se parametrii esențiali ai politicii de investiții a întreprinderii în perioada următoare;
- Activitatea de finanțare (pentru estimarea valorii capitalului acționarilor);

De asemenea, evaluatorul va considera scenariile sau stadiile de evoluție a firmei,

pornind de la variabilele cheie de care depinde activitatea prognozată. Estimarea poate reține fie utilizarea mai multor scenarii în dinamica activității întreprinderii, fie considerarea mai multor stadii în cadrul unui singur scenariu construit.

Din punct de vedere tehnic în această etapă sunt utilizate instrumente și tehnici specifice, fiind realizate:

- proiecții ale contului de rezultate;
- proiecții ale situației patrimonialului;
- proiecții ale principalilor indicatori economico-financiari;
- proiecții ale fluxului de lichidități.

(5) Estimarea valorii reziduale

(6) Estimarea valorii nete de realizare a activelor redundante (în afara exploatarei)

**Activele redundante** sunt acele active deținute de întreprindere, dar care sunt în surplus față de necesarul actual și de perspectiva al activității operaționale sau care nu sunt necesare pentru activitatea întreprinderii.

Cel mai adesea în evaluarea unei întreprinderi se întâlnesc ca active în surplus sau nenesare: licențe neutilizate, terenuri libere, clădiri neutilizate sau aflate în exploatarea unei alte firme/persoane, case de vacanță, echipamente și utilaje în surplus față de utilizarea actuală și previzibilă a capacității, automobile de lux, disponibilități în exces etc.

În toate situațiile, acestea se evaluează separat la valoarea netă de realizare pe piață, iar aceasta se include în valoarea rezultată din actualizarea fluxurilor operaționale.

#### 4.1.3. Valoarea reziduala

**Valoarea reziduala** este valoarea estimata a proprietății/întreprinderii evaluate la sfârșitul perioadei explicite de previziune.

În determinarea valorii reziduale evaluatorul trebuie să analizeze dacă estimează valoarea unei întreprinderi care are o durată de viață finită sau, dimpotrivă, durată de viață estimată este nelimitată. De exemplu, o durată finită apare în cazul societăților comerciale care au prevăzută o durată limitată precizată în actele constitutive, sau cazurile în care întreprinderea epuizează resursele pe care le prelucrează într-un anumit interval de timp. În toate aceste situații valoarea reziduală în care investiția este estimată a avea o durată de viață finită, pentru estimarea valorii reziduale se va reține valoarea de lichidare a întreprinderii.

În situația în care se estimează o durată de viață nedeterminată a investiției (întreprinderii) evaluatorul va estima valoarea reziduală prin capitalizarea venitului disponibil (profit net, cash-flow etc.). Aceasta reprezintă abordarea cea mai uzuală în estimarea valorii reziduale a întreprinderilor care nu au o durată de viață limitată.

Funcție de estimările privind evoluția întreprinderii după perioada explicită de previziune (evoluție constantă sau creștere/descreștere), evaluatorul va aplica una din relațiile următoare de calcul.

$$V_r = \frac{CF_n \text{ sau } PN_n}{c}$$

ori

$$V_r = \frac{CF_n \text{ sau } PN_n}{a - g}$$

În care:

CF<sub>n</sub> = fluxul de lichidități din ultimul an de previziune explicită

PN<sub>n</sub> = profitul net din ultimul an de previziune explicită

c = rata de capitalizare

a = rata de actualizare

g = rata de creștere/reducere constantă a fluxului de venit considerat

Fiind vorba de o “valoare în viitor”, valoarea reziduală este inclusă în estimarea valorii întreprinderii evaluate folosind tehnica actualizării, prezentată în cadrul punctului 2.2. din acest capitol.

## 4.2. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități pentru capitalul investit (CFNI)

### 4.2.1. Relații de calcul

Estimarea valorii întreprinderii în cadrul acestei metode este similară cu cea prezentată la punctul 4.1.1., diferența esențială reprezentând-o fluxul de lichidități considerat.

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CFNI}{(1+a)^i} + \frac{Vr}{(1+a)^n}$$

$V_{DCF}$  = valoarea întreprinderii prin metoda DCF  
 $CFNI$  = cash – flow net la dispoziția capitalului investit  
 $a$  = rata de actualizare (costul capitalului)  
 $Vr$  = valoarea reziduală  
 $i$  = anul de previziune  
 $n$  = intervalul de previziune (număr de ani)

### 4.2.2. Determinarea fluxului de lichidități pentru capitalul investit

Din punct de vedere metodologic etapele precizate în cadrul punctului 4.1.2. sunt valabile și în cadrul estimării cash-flow ului net la dispoziția întreprinderii (capitalului investit). Ținând seama de diferențierile considerate la estimarea fluxului de disponibil în cele două variante, ne vom ghida pe baza tabelului următor.

### Principalele diferențieri între CFNA și CFNI

Tabelul 3.3.

Specificație	CFNA	CFNI
1. Fluxul de disponibil avut în vedere	La dispoziția proprietarilor	La dispoziția furnizorilor de capital
2. Valoarea estimată prin aplicarea formulei de calcul	Valoarea capitalului propriu	Valoarea capitalului propriu plus valoarea creditelor
3. Rambursarea creditelor în estimarea fluxului de lichidități	DA	NU
4. Cheltuiala cu dobânda în estimarea fluxului de lichidități	DA	NU
5. Rata de actualizare	Costul capitalului propriu	Costul mediu ponderat al capitalului



Rezulta așadar ca în cazul estimării fluxului de lichidități pentru capitalul investit cash-flow ul din finanțare și costul creditelor nu influențează dimensiunea fluxului de disponibil considerat la dispoziția capitalului investit.

De asemenea, rata de actualizare corespunzătoare CFNA este reprezentata de costul capitalului propriu iar cea adecvata CFNI este determinata pe baza costului mediu ponderat al capitalului.

#### 4.2.3. Valoarea reziduala

Relațiile de calcul pentru estimarea valorii reziduale sunt similare cu cele de la punctul 4.1.3.

$$Vr = \frac{CF_n \text{ sau } PN_n}{c}$$

ori

$$Vr = \frac{CF_n \text{ sau } PN_n}{a - g}$$

Ceea ce diferențiază valoarea reziduala estimata nu este formula de calcul cat tipul de venit considerat. In metoda CFNI fluxul de lichidități sau profitul net considerat este la dispoziția furnizorilor de capital (înainte de dobânzi).

#### 4.3. Avantajele si limitele metodei DCF

Avantaje:

- din punct de vedere teoretic este cea mai corecta, bazându-se pe transformarea fluxurilor viitoare de lichidități în valoarea prezentă a proprietății care generează acele fluxuri;
- utilizată pe scara larga pe piețele financiare pentru a estima prețul unei acțiuni și pe aceasta bază a orienta deciziile de investire/dezinvestire;
- metoda capătă o tot mai mare înțelegere și acceptare din partea justiției și a fiscoi.

Dezavantaje:

- este dificil de explicat unui auditoriu fără cunoștințe financiare de bază;
- este o metodă laborioasa, ce necesită realizarea unor proiecții economico-financiare, fapt care poate naște controverse;
- necesita estimarea costului capitalului, de asemenea un subiect ce poate deveni controversat;

#### 4.4. Diferențieri între rata de actualizare și rata de capitalizare

În plus, uneori este dificil de realizat diferența între rata de actualizare (utilizată în metoda DCF) și rata de capitalizare – element cheie în abordarea pe care o discutăm. Principalele elemente de diferențiere au în vedere:

- Rata de capitalizare este utilizată pentru a converti un flux constant și reproductibil în valoarea prezentă a proprietății în vreme ce rata de actualizare este utilizată pentru a converti fluxuri viitoare diferite ca mărime și evoluție în valoarea prezentă a proprietății care generează acele fluxuri;
- Rata de capitalizare preia toate modificările viitoare ale venitului considerat pentru estimarea valorii;
- Modificările în veniturile viitoare sunt preluate în capitalizare prin deducerea din rata de actualizare a ratei de creștere anuale a venitului prin intermediul relației Gordon – Shapiro, și deci:

*Rata de capitalizare (c) = rata de actualizare (a) – rata de creștere (g), sau*  
$$c = a - g$$

- În tehnica bazată pe actualizare orice creștere a venitului este previzionată pentru fiecare an de previziune fiind preluată în estimarea valorii la numărător. Prin capitalizare, modificările viitoare ale venitului sunt estimate ca o medie anuală (rata de creștere) și preluate în estimarea valorii la numitor (rata de creștere se deduce din rata de actualizare).
- Dacă este estimată o creștere importantă pe termen scurt sau mediu a beneficiului economic al întreprinderii, după care va fi probabilă o perioadă stabilă sau o dinamică lentă, din punct de vedere tehnic va fi preferată o metodă bazată pe actualizare. Evaluatorul cunoaște că o rată de creștere rapidă va fi preluată de indicatorii de piață (de exemplu PER - multiplicatorul Preț pe acțiune/Profit net pe acțiune), dar un PER ridicat are incorporată o rată de creștere ce include și o componentă speculativă.

#### REZUMATUL CAPITOLULUI

Scopul acestui capitol îl reprezintă înțelegerea logicii abordării pe baza de venit și a metodelor înscrise în această abordare. Parcurgerea acestui capitol trebuie să ne ofere capacitatea de a alege și aplica în mod corect metodele prezentate în scopul estimării valorii întreprinderii.

În sinteza am reținut că abordarea pe baza de venit estimează valoarea unei întreprinderi prin convertirea fluxurilor viitoare de venit în valoarea prezentă a întreprinderii ce poate genera acele fluxuri.

Din punct de vedere tehnic sunt aplicabile două soluții de convertire a fluxurilor viitoare de venit în valoarea prezentă:

- capitalizarea
- actualizarea.

Aplicarea metodelor de evaluare înscrise în abordarea pe baza de venit presupune înțelegerea problematicii costului capitalului. Costul capitalului reprezintă rata de rentabilitate pe care o solicită piața pentru a atrage surse de finanțare pentru o anumită investiție.

Din punct de vedere tehnic este nevoie de cunoașterea exactă a elementelor de baza referitoare la “valoarea în timp a banilor”:

- valoarea viitoare;
- valoarea prezentă (actuală);
- valoarea actuală a unui șir de anuități;
- anuitățile perpetue;
- costul nominal și costul real al capitalului;
- costul nominal și costul efectiv al capitalului.

Noțiunile fundamentale circumscrise problematicii costului capitalului sunt: actualizarea, rata de actualizare, rata de capitalizare, coeficientul multiplicator, rata rentabilității fără risc, rata rentabilității capitalului investit de proprietari, costul mediu ponderat al capitalului.

Estimarea costului capitalului reține:

- Determinarea costului capitalului propriu;
- Determinarea costului capitalului împrumutat;
- Determinarea costului mediu ponderat al capitalului

Estimarea valorii întreprinderii în abordarea pe baza de venit reține două metode de baza:

- Metoda capitalizării profitului, care presupune raportarea unui profit net reproductibil la o rată de capitalizare;
- Metoda actualizării fluxurilor de disponibil (sub cele două CFNA, respectiv CFNI), care se bazează pe estimarea fluxului de lichidități (la dispoziția acționarilor sau a furnizorilor de capital) pentru o perioadă explicită de previziune, estimarea valorii reziduale și actualizarea acestor două componente (fluxuri și valoare reziduală).

Există câteva diferențieri majore referitor la cele două tipuri de cash-flow (CFNA și CFNI), respectiv la aplicarea metodei bazate pe actualizarea fluxului de lichidități: cash-flow ul din finanțare, considerarea costului creditelor, determinarea ratei de actualizare și a valorii reziduale.

## **CUVINTE CHEIE**

Abordare pe baza de venit, Active redundante, Actualizare, Capitalizare, Cash-flow, Cash-flow la dispoziția acționarilor (CFNA), Cash-flow la dispoziția capitalului investit (CFNI), Costul capitalului, Factor de actualizare, Rata de actualizare, Rata rentabilității fără risc, Rata de creștere, Valoare reziduală.

## **BIBLIOGRAFIE SUPLIMENTARA**

7. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., "Evaluarea întreprinderii", Editura Tribuna Economica, Bucuresti, 2001;
8. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., STAN S., "Ghid practic de evaluare a întreprinderii", Editura Tribuna Economica, Bucuresti, 2001;
9. STAN S., "Evaluarea întreprinderilor necotate", Ed.Tribuna Economica, Bucuresti, 2000;
10. STAN S., "Coerente si corelatii in evaluarea întreprinderii", IROVAL, 2001;
11. <http://www.ibbotson.com/products/catalog/pb006.asp>

## **ÎNTREBĂRI RECAPITULATIVE**

1. Care este principiul care stă la baza abordării pe bază de venit a valorii întreprinderii?
2. În ce constau corecțiile ce trebuie efectuate pentru stabilirea profitului net anual reproductibil?
3. Cum se stabilește valoarea întreprinderii prin metoda capitalizării profitului net?
4. Cum se calculează cash-flow-ul net disponibil pentru acționari/firmă?
5. Ce reprezintă valoarea reziduală?
6. Care este relația de calcul a valorii întreprinderii prin metoda actualizării fluxurilor de lichidități?
7. Care sunt avantajele metodei DCF?
8. Ce sunt activele redundante și la ce valoare sunt luate în calculul valorii întreprinderii?
9. Ce este rata de actualizare/capitalizare?
10. În ce constă metoda built-up (de construire în trepte) de calcul a ratei de actualizare?
11. Cum se calculează rata de actualizare în cazul evaluării unei firme cotate?

## **CAP. IV. ABORDAREA PE BAZĂ DE ACTIVE ÎN EVALUAREA ÎNTREPRINDERII**

### **CUPRINS**

1. Logica abordării bazate pe active
2. Metoda activului net corectat
  - 2.1. Relația de calcul a activului net corectat
  - 2.2. Evaluarea elementelor patrimoniale de activ
    - 2.2.1. Evaluarea activelor necorporale
      - 2.2.1.1. Clasificarea activelor necorporale
      - 2.2.1.2. Metode de evaluare a activelor necorporale
      - 2.2.1.3. Considerații privind evaluarea unor active necorporale specifice
    - 2.2.2. Evaluarea imobilizărilor corporale
      - 2.2.2.1. Evaluarea terenurilor
      - 2.2.2.2. Evaluarea construcțiilor și echipamentelor tehnice
      - 2.2.2.3. Evaluarea imobilizărilor corporale în curs de execuție
    - 2.2.3. Evaluarea imobilizărilor financiare
      - 2.2.3.1. Evaluarea titlurilor de participare
      - 2.2.3.2. Evaluarea obligațiunilor
      - 2.2.3.3. Evaluarea împrumuturilor acordate pe termen lung
      - 2.2.3.4. Evaluarea depozitelor și garanțiilor pe termen lung
    - 2.2.4. Evaluarea activelor circulante
      - 2.2.4.1. Evaluarea stocurilor
      - 2.2.4.2. Evaluarea creanțelor
      - 2.2.4.3. Evaluarea disponibilităților
    - 2.2.5. Evaluarea altor active
  - 2.3. Evaluarea unor elemente de natura datoriilor
3. Activul net de lichidare

### **MOD DE LUCRU**

- Studiați cu atenție conținutul capitolului, al notelor de curs și al explicațiilor primite la curs;
- Identificați în text conceptele din rezumat și cuvintele-cheie;
- Completați informațiile cu datele din bibliografia suplimentară;
- Rezolvați studiile de caz și exercițiile;
- Răspundeți la întrebările recapitulative sub forma unor expuneri verbale sau în scris;
  - Realizați testele de autoevaluare, fără a apela la răspunsuri. Evaluați răspunsurile și reluați documentarea pe baza manualului și a bibliografiei suplimentare.

## TEXTUL CAPITOLULUI

### 1. Logica abordării bazate pe active

Abordarea pe bază de active, potrivit Standardului de evaluare SEV 5, elaborat de ANEVAR, presupune estimarea valorii unei firme utilizând metode bazate pe valoarea de piață a activelor individuale ale întreprinderii din care se scad datoriile totale ale acesteia.

Așa cum am precizat în paginile anterioare, abordarea bazată pe active este fundamentată pe principiul substituției potrivit căruia un activ nu valorează mai mult decât costul de înlocuire al tuturor părților sale componente.

Logica abordării este simplă: un cumpărător nu va plăti pentru o proprietate (afacere) mai mult decât l-ar costa să creeze o entitate cu o utilitate echivalentă.

Ajustările aplicate activelor și datoriilor întreprinderii se bazează pe una din următoarele două premise ale valorii:

- *continuitatea exploataării*, care va implica, în cadrul metodei activului net corectat (ANC), evaluarea tuturor activelor și datoriilor la valoarea de piață sau o altă valoare curentă adecvată;

- *lichidarea*, care va implica, în cadrul metodei activului net de lichidare (ANL), evaluarea tuturor activelor și datoriilor la valoarea netă de realizare pe piață.

În cadrul acestei abordări bilanțul contabil, bazat îndeosebi pe valori ce exprimă costuri este înlocuit cu bilanțul ce reflectă toate activele, corporale și necorporale și toate datoriile, la valoarea lor de piață sau la o valoare curentă adecvată în cazul metodei activului net corectat (ANC) sau la valoarea netă de realizare pe piață în cazul metodei activului net de lichidare (ANL).

Evident, rezultatul metodei încadrate în această abordare nu trebuie să fie singurul rezultat atunci când evaluăm întreprinderi operaționale și care vor funcționa pe o perioadă previzibilă în viitor.

Dacă întreprinderea evaluată deține proprietăți și încasează venituri din aceste proprietăți, pentru fiecare din aceste active trebuie determinată valoarea lor de piață.

Dacă trebuie evaluate acțiunile, fie cotate sau necotate, ale unei întreprinderi deținătoare, pot fi relevante lichiditatea acțiunilor și mărimea participației, și deci se pot obține valori diferite de cursul acțiunii la bursă.

În cadrul abordării pe bază de active se disting două metode de bază: activul net corectat și activul net de lichidare.

### 2. Metoda activului net corectat (ANC)

Aplicarea în contabilitate a principiului prudenței, care presupune înregistrarea diferențelor în plus între valoarea de inventar și valoarea de intrare pentru elementele de activ și a diferențelor în minus pentru elementele de pasiv, face ca unele elemente patrimoniale să fie subevaluate sau supraevaluate în bilanțul contabil din momentul efectuării evaluării economice a întreprinderii.

În operațiunea de evaluare economică a firmei, trebuie să se aducă unele corecții elementelor patrimoniale cuprinse în bilanțul contabil (stabilit pe baza ultimei balanțe de verificare întocmite). Aceste corecții trebuie făcute în funcție de valoarea la momentul evaluării firmei a fiecărui element patrimonial și de gradul de valorificare a acestora.

### 2.1. Relația de calcul a activului net corectat

Relația de calcul a activului net corectat:

$$ANC = (At + \Delta A) - (Dt + \Delta D)$$

unde:

At = total activ din bilanțul contabil;

$\Delta A$  = suma corecțiilor elementelor patrimoniale de activ;

Dt = datorii totale din bilanțul contabil;

$\Delta D$  = suma corelațiilor elementelor de pasiv de natura datoriilor.

### 2.2. Evaluarea elementelor patrimoniale de active

Pentru evaluarea elementelor patrimoniale de activ pot fi folosite metode care se încadrează în cele trei abordări clasice: prin comparația de piață, pe bază de venit și pe bază de costuri.

#### 2.2.1. Evaluarea activelor necorporale

Evaluarea activelor necorporale presupune înțelegerea unor aspecte particulare de evaluare, determinate în primul rând de caracteristicile particulare pe care le au acestea.

Evaluarea activelor necorporale este de competența evaluatorului de întreprindere datorită faptului că în marea majoritate a cazurilor valoarea acestora este legată de o întreprindere care utilizează aceste active.

##### 2.2.1.1. Clasificarea activelor necorporale

Ansamblul activelor care pot fi descrise drept goodwill și active necorporale distincte pot fi clasificate în 3 grupe de bază după criteriul mixt identificabilitate-detinător<sup>1</sup>, și anume:

- **Active necorporale neidentificabile ce aparțin întreprinderii**

Această grupă include, în general, active intangibile cu o durată de viață nedeterminabilă (ele neputând fi amortizate), care se evaluează, de regulă, ca sistem. Aceasta nu înseamnă că activele neidentificabile ale afacerii nu depind de efortul întreprinderii (ele includ ideea de investiție), dar nu există o modalitate logică de determinare a reducerii de valoare (una din cerințele construirii programului de amortizare).

Principalele active din această grupă sunt:

- sistemul (ansamblul) proprietate imobiliară + utilaje + echipamente (manifestat prin existența uneia sau mai multor unități productive);
- disponibilitatea personalului calificat;

<sup>1</sup> S. Stan, I. Anghel, Evaluarea activelor necorporale, Editura IROVAL, Bucuresti, 1998.

- sisteme, metode, modalități de control care au fost dezvoltate ca părți ale unei operații;
- existența clientelei;
- acoperirea pierderilor inițiale (în general se au în vedere cheltuielile normale făcute până la obținerea de profit);
- cheltuielile (investițiile) în promovare, reclamă;
- avantajul amplasamentului, care se reflectă în însăși valoarea de piață a proprietății (sau proprietăților) imobiliare;
- reputația locală, națională, internațională care poate fi judecată și analizată pe baza (re)cunoașterii de către public sau clienți, dependența acestora de firmă (calitatea serviciilor și produselor), prețul serviciilor și produselor, standingul de creditare (bănci, instituții financiare, clienți etc.).

- **Active necorporale neidentificabile ce aparțin persoanelor din întreprindere**

Activele din această grupă sunt elemente unice în asociere cu persoanele din cadrul afacerii. În cele mai multe cazuri ele se consideră a avea o durată de viață nedeterminabilă.

Cele mai importante active din această grupă sunt:

- reputația personală a angajaților sau a proprietarilor afacerii pentru publicul general, clienți, alți angajați, alți proprietari sau instituții de creditare;
- îndemânarea, abilitatea specifică a angajaților, inclusiv cunoștințele tehnice, abilitatea vânzătorilor, abilitatea financiară;
- abilitatea generală a angajaților, managerilor și acționarilor în domenii cum ar fi relațiile cu clienții, relațiile cu angajații, spirit managerial, abilitățile pentru administrație.

- **Active necorporale identificabile ce aparțin întreprinderii**

În această grupă se includ activele intangibile care pot fi evaluate individual și care, de regulă, au o durată de viață determinabilă. Din această grupă fac parte: marca; numele produsului; metode și procese secrete; biblioteca tehnică; copyright-ul; contractele (cu salariați, contracte de cumpărare, de vânzări, de finanțare, de publicitate etc.); informații, liste (cu furnizorii, clienții etc.); formule secrete; licențe; brevete; franșiza; drepturi asupra unor terenuri petroliere, zone piscicole etc.

Activele din cele trei grupe pot fi prezente într-o afacere, dar aceasta nu înseamnă că în orice situație determină o valoare nematerială a afacerii.

Un alt criteriu de clasificare a activelor intangibile este acela al cauzei care le determină, stabilindu-se astfel patru grupe, și anume:

- **Drepturile și/sau avantajele determinate de contracte**

Orice societate comercială deține drepturi prin contractele încheiate cu alte firme, persoane sau organizații publice. La nivelul minim, o firmă are dreptul de a desfășura activitățile precizate în statut prin înregistrarea legală a firmei. Drepturile și/sau avantajele există în baza contractelor, ele stabilind natura drepturilor/avantajelor dobândite, durata acordului/avantajului etc.

- **Relațiile**

Pentru a exista, orice întreprindere are stabilite relații cu alte firme, agenții, persoane. Ele nu au la bază contracte și, de regulă, sunt în același timp efemere și foarte importante pentru mersul afacerii.

Cele mai importante relații pentru valoarea unei afaceri vizează:



- *relațiile cu clienții*. Pentru caracterizarea acestora și înțelegerea mecanismului prin care ele crează valoare nematerială pentru întreprindere vom preciza că sunt două componente care le definesc. Este vorba de inerție (explicată de realitatea că orice întreprindere are clienți dar nu orice întreprindere are relații cu clienții) și de informațiile disponibile despre clienți (un punct sensibil mai ales pentru întreprinderile în care competiția este accentuată iar migrarea clienților către un alt ofertant este facilă);

- *relațiile cu forța de muncă, ansamblul potențialului uman*. Una dintre primele și cea mai importantă relație a unei organizații este cea cu angajații. Acest sistem major în cadrul întreprinderii poate fi analizat din perspectiva valorii nemateriale potențial implicate prin costurile de recrutare, pregătire, calificare etc., în fond de costurile creării și realizării stării de funcționare a sistemului întreprindere - angajați. Cu cât munca este mai specializată iar valoarea adăugată de întreprindere este mai ridicată, cu atât costul ansamblului este mai ridicat și, în mod premisal, valoarea întreprinderii este mai mare;

- *relațiile cu distribuitorii etc.*

#### • **Proprietatea intelectuală**

Termenul de proprietate intelectuală se referă în mod uzual la brevete, mărci comerciale, know-how etc. Acestea reprezintă o categorie specială de active necorporale pentru că ele sunt unice iar proprietarul lor este protejat de lege pentru exploatarea neautorizată, contrafacere etc.

Principalele avantaje determinate de deținerea lor sunt determinate de:

- reducerea costurilor materiale;
- sporirea productivității muncii (de exemplu prin creșterea vitezei de manufacturare);
- diminuarea costurilor de transport, manipulare, depozitare;
- eliminarea sau reducerea rebuturilor, pierderilor;
- creșterea gradului de reciclabilitate postutilizare;
- reducerea consumurilor de combustibil, energie;
- eliminarea sau reducerea riscurilor de mediu și a impactului negativ asupra naturii;
- realizarea unui avantaj competitiv;
- crearea și menținerea unei bune imagini pe piață etc.

#### • **Goodwill-ul și valoarea de exploatare continuă**

Economiștii, juriștii, oamenii de afaceri au încercat să definească acest activ considerat "cel mai intangibil dintre intangibile"<sup>2</sup>.

Cel mai adesea noțiunea de goodwill este asociată cu:

- supraprofitul. Este cea mai întâlnită accepțiune pentru definirea goodwill-ului, sensul fiind că întreprinderea care beneficiază de goodwill generează un profit superior mediei;
- o valoare reziduală. Această accepțiune este o prelungire a ideii de supraprofit, considerând goodwill-ul ca diferența între valoarea afacerii și valoarea netă a tuturor activelor identificabile (tangibile și intangibile);
- clientela. Existența goodwill-ului nu poate fi discutată în afara recunoașterii sale de către piață. Nu poate exista goodwill fără clientela, definită ca înclinație a cumpărătorilor de a fi fideli produselor/serviciilor unei anumite firme și de a recomanda și altora această firmă. Existența goodwill-

<sup>2</sup>G.Smith & R.Parr, "Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets", Library of Congress, 1994, p. 94.

ului rezultă din servicii superioare calitativ, programe publicitate, relații personale, etc., care determină un profit superior mediei.

Pentru majoritatea scopurilor, goodwill-ul poate fi definit ca: elemente ale unei afaceri sau persoane care-i determină pe clienți să utilizeze produsele/serviciile oferite de această afacere sau persoană și care, în general, permit firmei să genereze un profit superior (supraprofit) față de profitul așteptat în mod rezonabil pentru toate activele afacerii, inclusiv beneficiul pentru toate acele active intangibile care pot fi identificate și evaluate separat.

Valoarea de exploatare continuă poate fi definită ca un element adițional de valoare ce este atașat unei afaceri ca rezultat al existenței elementelor ce permit continuarea activității într-un orizont de timp previzibil.

Exploatarea continuă este un termen complex, care generează o serie de dificultăți, îndeosebi pentru practicieni.

### 2.2.1.2. Metode de evaluare a activelor necorporale

Metodele de evaluare a activelor necorporale se bazează pe aceleași trei abordări prezentate în cadrul lucrării:

- metode înscrise în abordarea pe bază de venit, respectiv metode care analizează avantajul deținerii acestor active din prisma efectului favorabil pentru întreprindere (profit);

- metode înscrise în abordarea bazată pe costuri;

- metode înscrise în abordarea prin comparația de piață, respectiv pe tranzacții trecute încheiate în condiții și pentru active similare.

Alegerea metodei pentru un anumit caz, într-o situație specifică, depinde întotdeauna de circumstanțe. În cele mai multe cazuri este necesară utilizarea mai multor metode de evaluare datorită necesității autoverificării rezultatelor obținute. De asemenea, nu trebuie exclusă posibilitatea ca evaluatorul să dezvolte tehnici și metode proprii, specifice pentru un anumit caz, utilizând elemente ale mai multor metode.

Referitor la metodele recomandate, în literatura de specialitate există o ordonare a metodelor în funcție de relevanța valorilor rezultate pentru active nemateriale specifice<sup>3</sup> așa cum se prezintă în tabelul numărul 4.1.

#### Relevanța abordărilor în evaluarea activelor necorporale

Tabelul nr. 4.1.

	<b>Relevanța metodei/ Activ intangibil</b>	<b>Bună</b>	<b>Satisfăcătoare</b>	<b>Slabă</b>
1.	Proprietăți tehnologice, brevete	Profit	Piață	Cost
2.	Marca, nume produs	Profit	Piață	Cost
3.	Copyright	Profit	Piață	Cost
4.	Ansamblul forței de muncă	Cost	Profit	Piață
5.	Sistemul informațional al managementului	Cost	Piață	Profit
6.	Programe soft	Profit	Piață	Cost
7.	Rețele de distribuție	Cost	Profit	Piață
8.	Drepturi de franșiză	Profit	Piață	Cost
9.	Practicile și procedurile firmei	Cost	Profit	Piață

<sup>3</sup> G.Smith & R.Parr, op.cit., pg.298

• **Metode de evaluare bazate pe venit**

**Metoda avantajului de profit.** Această metodă de evaluare a activelor nemateriale identificabile este aplicabilă în cazul în care este posibilă estimarea cu o acuratețe rezonabilă a avantajului deținerii și utilizării activelor intangibile, avantaj exprimat în cele din urmă sintetic prin profitul net.

Metoda contribuției la variația profitului. Metoda anterioară se bazează pe profituri aduse direct de activele intangibile. Sunt însă situații în care nu se poate determina avantajul prețului unitar pentru că nu există informații disponibile și nu se pot face estimări cu o precizie rezonabilă privind acest avantaj. În practică se pot întâlni cazuri în care activele intangibile determină un profit pentru întreaga entitate (întreprindere) care îl deține (acestea nu se pot atașa direct unui anumit activ nematerial ca în cazul anterior), el fiind unic și identificabil.

Într-o asemenea situație, problema esențială o constituie punctul de plecare în dezvoltarea tehnicii de evaluare. Pe baza unui studiu evaluatorul poate, de exemplu, să aibă disponibilă informația că un produs cu marca "Y" are un volum ridicat al vânzărilor superior față de produsele mărcilor "X" și "Z" operante pe aceeași piață. În acest caz se pornește de la contribuția de profit rezultată din vânzările realizate în plus.

Aceste prime două metode prezentate generează adesea probleme pentru evaluator în susținerea valorilor rezultate deoarece prezumțiile subiective sunt destul de frecvente și dificil de susținut. Rezultatul trebuie întotdeauna să fie realist, credibil și să poată fi susținut.

Metoda economiei de redevență. Aceasta este o metodă aplicabilă în primul rând pentru evaluarea brevetelor și licențelor.

Proprietarul unui drept de proprietate intelectuală poate permite și altora să folosească acest activ contra unei redevențe, care cel mai adesea este un procent aplicat la volumul vânzărilor generate de folosirea proprietății intelectuale. Astfel de drepturi, în mod normal, se înscriu între 3-7% din vânzări, cel mai întâlnit nivel fiind de 5% din vânzări. Acest procent variază în primul rând în funcție de volumul fluxurilor generate de utilizarea activului.

Metoda economiei de costuri. *Determinarea rezonabilă a contribuției la profit sau avantajul prețului se poate dovedi dificilă în anumite cazuri sau nu se poate aplica în practică. Pe de altă parte, se pot întâlni situații în care activele intangibile sunt "responsabile" pentru o economie de costuri măsurabilă. Prin crearea acestui avantaj, elementele intangibile aduc o contribuție directă la realizarea unui profit suplimentar. Acest avantaj de cost poate fi creat de:*

- un contract care aduce avantaje la cumpărarea de materii prime (de exemplu contracte pentru furnizarea de țigări);
- un proces sau metodă care economisește munca sau reduce costurile materiale;
- un contract de muncă cu angajați valoroși și cu experiență.

• **Metode de evaluare bazate pe costuri**

În practică putem fi puși în situația de a evalua active necorporale care nu au fost încă dezvoltate și recunoscute de piață, pentru care nu există suficiente informații care să ne permită estimarea cu o probabilitate rezonabilă a fluxurilor pe care le-ar genera deținerea lor. O invenție nouă, un proiect de

cercetare-dezvoltare, practicile și procedurile unei firme, ansamblul forței de muncă etc. pot fi incluse în această categorie. În asemenea cazuri evaluatorul adoptă, în general, metode din grupa celor bazate pe costuri pentru că ele au cea mai mare relevanță și credibilitate în cazurile particulare amintite.

Metoda costului creării. Deși costul creării unui activ intangibil este rareori apropiat de valoarea sa, sunt situații în care metoda costului creării se poate aplica totuși, evaluatorul dezvoltând o tehnică de evaluare bazată pe costul creării unui activ necorporal similar (brevet, proces secret etc.). Aplicabilitatea metodei este limitată și impusă de lipsa unor informații care să estimeze efectele deținerii și utilizării unor astfel de active. Metoda este foarte utilă îndeosebi ca mijloc de verificare și testare a concluziilor rezultate din aplicarea altor metode.

Aplicarea metodei trebuie să se facă cu precauție pornind de la ideea că, în multe cazuri, costul nu reprezintă un indicator semnificativ pentru valoare, îndeosebi pentru activele necorporale. În mod evident, dacă efectul elementelor nemateriale în fluxurile afacerii (în profit de exemplu) sunt mai mici decât costul creării, aceasta nu înseamnă un avantaj.

- **Metode de evaluare bazate pe comparația de piață**

Metoda costului de cumpărare. În mod ocazional, un activ intangibil poate fi cumpărat de pe piață la un preț considerat echivalentul valorii sale. Încercarea de a testa prețul de cumpărare nu este o aberație. Sunt recomandate metode de testare ca economia de costuri, costul creării, avantajul profitului. La rândul său costul de cumpărare poate fi util ca un test pentru valoarea licențelor și franșizelor. O serie de active necorporale se vând și se cumpără de pe piață, dar informațiile obținute de pe această piață trebuie să vizeze fiecare tip de activ intangibil.

Metoda asimilării. Este o metodă în care evaluatorul ține seama, pe baza informațiilor certe, de tranzacții încheiate în condiții apropiate de cazul specific pe care-l analizează, luând în calcul corecții (pozitive sau negative, bazate pe propria sa experiență) față de condițiile în care s-au încheiat tranzacțiile considerate ca bază de comparație.

### **2.2.1.3. Considerații privind evaluarea unor active necorporale specifice**

În paginile anterioare au fost descrise câteva metode standard pentru evaluarea activelor necorporale distincte. S-a precizat faptul că, pentru evaluarea unui asemenea activ, se pot folosi mai multe metode, evaluatorul corelând rezultatele aplicării a două sau mai multe metode pentru a verifica rezultatul obținut. În continuare vom adapta metodele descrise anterior la tipuri specifice de active necorporale.

- **Marca și numele comercial**

Acestea reprezintă active ce pot avea valori imense. Unele au devenit deja termeni consacrați pentru definirea produsului (de exemplu Frigidaire, Xerox etc.). Deținerea unui asemenea activ determină un avantaj de marjă de profit sau un volum ridicat de vânzări, fiind posibilă utilizarea metodei avantajului de profit.

O problemă esențială în evaluarea numelui și mărcii comerciale este realizarea capitalizării. Dacă durata de viață economică nu poate fi stabilită cu o certitudine rezonabilă, evaluatorul are de ales între două posibilități:

- selectarea arbitrară a unei durate de viață;
- capitalizarea activului pe o durată nedeterminată.

Aceasta este o alegere dificilă și demonstrează de ce aceste active sunt cel mai adesea grupate în cadrul goodwill-ului sub forma unui ansamblu de active intangibile.

Metoda economiei de redevență poate fi utilizată pornind de la ipoteza că numele sau marca pot fi acordate sub formă de licență unei terțe persoane, caz în care veniturile nete din redevență sunt capitalizate și transformate în valoarea activului.

Metoda bazată pe costul creării poate fi utilă dacă se dovedește că activul are o valoare viitoare, dar este dificil de stabilit care este piața sau avantajul de profit. Costul dezvoltării unei mărci poate fi substanțial. Adesea sunt necesare costuri mari cu munca, studiile de piață, testele de utilitate, promovarea, reclama etc.

#### • **Know - how – ul**

Reprezintă ansamblul de cunoștințe tehnice nebrevetabile sau brevetabile dar nebrevetate încă, necesare fabricării, funcționării sau comercializării unor produse sau elaborării și funcționării unor tehnologii și procedee. Principalele elemente de proprietate intelectuală ce formează, separat sau în ansamblul lor, conținutul know-how - ului sunt:

- abilitatea tehnică;
- experiența;
- cunoștințele tehnice.

Aceste elemente ale proprietății intelectuale au de regulă și un suport material: mostre, planuri, schițe, instrucțiuni, diverse documentații. Valoarea know-how-ului poate fi determinată doar în condițiile îndeplinirii cumulative a următoarelor cerințe:

- *transmisibilitatea* elementelor care îl alcătuiesc (abilități, experiență, cunoștințe). Referitor la această cerință trebuie făcută precizarea că în cazul în care elementele ce formează acest activ nematerial depind de o persoană, evaluatorul trebuie să analizeze cu atenție situația specifică pentru a cuantifica riscurile de netransmisibilitate a activului;

- *caracterul secret al cunoștințelor*, abilităților etc și gradul de noutate al acestora.

Considerăm că metodele cele mai relevante pentru evaluarea know-how-ului sunt cele bazate pe profit, iar pentru verificarea rezultatelor obținute metodele bazate pe costuri în măsura în care, în majoritatea cazurilor, nu sunt disponibile informații pentru a utiliza metode bazate pe piață.

#### • **Copyright-ul**

Metodele de evaluare și apreciere a copyright-ului sunt similare cu acelea pentru nume și marcă, cu excepții relativ minore. Diferența principală rezultă din durata de viață a activului, care în acest caz este determinată. O altă diferență vine din faptul că metoda economiei de redevență are o aplicabilitate limitată. În plus, în acest caz, evaluatorul poate aplica metode bazate pe comparație deoarece sunt destul de frecvente tranzacții cu acest tip de activ necorporal.

### • Contractele

O gamă diversă de contracte poate fi apreciată și evaluată separat sub forma unor elemente necorporale distincte. Ca o regulă generală este recomandabil să fie evaluate separat și nu prin stabilirea unei valori pentru un grup de contracte, chiar dacă acestea privesc același domeniu (de exemplu contractele de publicitate).

Evaluarea contractelor se poate face prin metoda avantajului de profit sau prin metodele bazate pe contribuția la variația profitului.

Recomandarea ca evaluarea contractelor să se facă individual are la bază și necesitatea determinării unor rate de risc specifice, atașabile fiecărui contract.

### • Evaluarea contractului de leasing

Leasingul reprezintă o operațiune similară în linii generale cu împrumutul de mijloace fixe, prin care chiriașul obține avantaje legate de posesiunea bunurilor închiriate, în timp ce finanțarea este realizată de societatea de leasing.

Participanții care intervin în această operațiune sunt:

- A, proprietarul sau producătorul;
- B, garantul (finanțatorul);
- C, chiriașul.

Aprecierea valorii unui contract de leasing sau de închiriere trebuie privită prin prisma a două elemente:

- ✓ capitalizarea economiei de costuri (chirie);
- ✓ supravaloarea determinată de raritate; de exemplu, în cazul unui leasing imobiliar, elementele care pot justifica supravaloarea pot fi:
  - posibilitatea de a subînchiria;
  - posibilitatea de a extinde activitatea prin închirierea altor imobile aflate în vecinătate;
  - posibilitatea închirierii de apartamente sau camere în clădirea imobilului;
  - amplasamentul deosebit al proprietății.

**Aplicație.** Se presupune că este necesară evaluarea contractului de leasing pentru o proprietate comercială situată într-o zonă foarte bună, în care se poate practica cu succes comerțul cu amănuntul (amplasamentul beneficiază de clientela de trecere). Perioadele de închiriere sunt de 3, 6 și 9 ani. Pentru primii trei ani se prevede o chirie de 26.400 u.m. anual în vreme ce pentru localuri similare se plătește o chirie de 33.000 u.m. anual. Economia de chirie în această perioadă se prezintă în tabelul nr. 4.2., de unde rezultă că valoarea contractului este de 14.583 u.m.

### Estimarea valorii contractului

Tabelul nr. 4.2.

Specificație	Anul 1	Anul 2	Anul 3
1.Chiria rezultată din contract	26.400	26.400	26.400
2.Chiria practică pe piață	33.000	33.000	33.000
3.Economia de chirie	6.600	6.600	6.600
4.Factor de actualizare (a = 17%)	0,8547	0,7305	0.624
5.Economia actualizată (3 x 4)	5.641	4.821	4.121
<b>Total economie actualizată</b>	<b>14.583 u.m.</b>		

- *Brevetele*

Cea mai întâlnită metodă pentru evaluarea brevetelor este metoda economiei de redevență, care a fost descrisă anterior. Această metodă presupune că brevetul este deținut de o terță parte care plătește proprietarului o redevență pentru privilegiul de a-l utiliza. O altă apreciere a valorii brevetului poate avea la bază metoda contribuției la profit. Aceasta se poate face atunci când poate fi calculat un profit net pe baza contribuției directe a utilizării acestui activ nematerial.

În determinarea duratei de viață a unui brevet este recomandabil să se ia în considerare durata legală de viață și care nu coincide întotdeauna cu durata de viață economică.

- **Evaluarea pierderii de goodwill**

În practica juridică recunoșterea integrală și compensarea pierderii de goodwill este o problemă complexă. De exemplu, în practica țărilor dezvoltate pentru compensarea goodwill-ului pierdut proprietarul afacerii va fi despăgubit doar în anumite condiții. Între aceste condiții, în primul rând trebuie dovedită cauza pierderii iar în al doilea rând trebuie dovedit faptul că pierderea nu putea fi în mod rezonabil prevenită prin reamplasarea afacerii sau prin luarea măsurilor pe care o persoană prudentă le-ar fi luat pentru prezervarea goodwill-ului.

Pentru înțelegerea modului de evaluare a pierderii de goodwill prezentăm în sinteză punctul de vedere al evaluatorilor:

*Existența goodwill-ului se manifestă prin:*

- profituri istorice suplimentare (supraprofit) sau printr-o probabilitate rezonabilă de realizare a unui supraprofit în perioada imediat următoare;
- pe baza informațiilor de piață se observă în mod clar că pentru afaceri similare se plătește o primă reprezentând goodwill-ul;
- în circumstanțe speciale, când evaluatorul consideră, pe baza analizei informațiilor disponibile și a propriei experiențe, că afacerea deține goodwill.

***Pierderea de goodwill are loc:***

- dacă o afacere poate fi reamplasată, pierderea potențială de goodwill va fi măsurată prin diferența între valoarea acestuia înainte și după reamplasare;
- ca regulă generală, pierderea nu va putea depăși cel mai scăzut cost de reintegrare a goodwill-ului pierdut sau valoarea totală a goodwill-ului înainte de reamplasare;
- dacă afacerea nu poate fi reamplasată în cadrul aceleiași piețe, întregul goodwill al afacerii va fi considerat pierdut;
- dacă goodwill-ul pierdut nu poate fi reconstituit într-o perioadă rezonabilă de timp, întreaga sumă a pierderii va fi considerată irecuperabilă.

Metodele de evaluare a pierderii de goodwill se bazează pe conceptele, metodele și tehnicile prezentate în paginile anterioare.

- **Metoda capitalizării supraprofitului pierdut**

Avantajul acestei metode, atunci când pierderea de goodwill poate fi susținută, este că oferă o explicație logică, care poate da câștig de cauză în fața instanței sau a terților.

**Aplicație.** Presupunem că se vinde un mic magazin, iar după vânzare fostul proprietar face declarații jignitoare la adresa noului proprietar. Ca rezultat este anticipată o pierdere de clientelă în următorii doi ani, care va

antrena o reducere a profiturilor; pierderea de clientelă este susținută de reducerea semnificativă a vânzărilor după declarațiile fostului proprietar al afacerii. Activele necorporale distincte (individualizabile) cu o valoare de 10.000 u.m. nu au efect important asupra clientelei și ele nu vor fi incluse ca parte a goodwill-ului (vezi tabelul nr. 4.3.).

### Estimarea supraprofitului pierdut

Tabelul nr. 4.3.

Specificație	Înainte de achiziție	După achiziție	
		Anul 1	Anul 2
1. Rezultat înainte de amortizări	60.000	37.000	45.000
2. Amortizarea economică	- 16.250	- 16.250	- 16.250
- mobilier (10.000, 8 ani)	1.250	1.250	1.250
- mașini (20.000, 5 ani)	4.000	4.000	4.000
- alte mijloace fixe (50.000, 5 ani)	11.000	11.000	11.000
- intangibile amortizabile (10 ani)	1.000		
3. Profitul afacerii (1-2)	43.750	20.750	28.750
4. Profitul normal al investiției	23.100	20.100	20.100
- creșterea necesarului de fond de rulment (100.000 în primul an, 75.000 în următorii, 0,12)	12.000	9.000	9.000
- active fixe (80.000 x 0,12)	9.600	9.600	9.600
- active necorporale distincte (10.000 x 0,15)	1.500	1.500	1.500
5. Supraprofit (3-4)	<b>20.650</b>	<b>650</b>	<b>8.650</b>

Notă: Necesarul de fond de rulment este de 100 mil. lei, iar în următorii doi ani scade la 75 mil. lei.

Determinarea pierderii de goodwill:

1) pierderea actuala din primul an	<u>20.000 u.m.</u>
a) pierderea din al doilea an	12.000
b) factor de actualizare 15%	0,869
2) pierderea actuală din anul 2 (a x b)	<u>10.428 u.m.</u>

**Pierderea de goodwill (1+2) 30.428 u.m.**

#### • Metoda costului de reconstituire a goodwill-ului pierdut

Dacă metoda prezentată anterior nu poate fi aplicată sau dacă se impune verificarea rezultatelor obținute, evaluatorul poate estima costul reconstituirii goodwill-ului pierdut. Dacă acest cost este realist și nu implică o valoare mai mare decât goodwill-ul inițial rezultatul aplicării metodei este credibil și util.

Există însă și o restricție majoră în aplicarea metodei datorită cazurilor frecvente în care goodwill-ul pierdut nu poate fi reconstituit într-o perioadă de timp rezonabilă, costul estimat devenind foarte speculativ; într-o asemenea situație este recomandabil să considerăm că goodwill-ul a fost pierdut definitiv. Metoda are un grad de relevanță ridicat, îndeosebi în situațiile în care



nu s-a pierdut întreaga clientelă (și deci întreaga sursă de realizare a profitului).

## **2.2.2. Evaluarea imobilizărilor corporale**

Evaluarea imobilizărilor corporale presupune, pe de o parte, cunoașterea situației acestor active din punct de vedere al contribuției la fluxurile de venit generate de întreprindere, iar pe de altă parte aprecierea valorii prin metode adecvate, în funcție de poziția evaluatorului, încadrarea activelor respective ca fiind în exploatare sau în afara exploatării etc. În cadrul echipei de evaluare, de regulă, evaluarea acestor active se realizează de către persoane care au calificare și competență în evaluarea proprietăților imobiliare.

### **2.2.2.1. Evaluarea terenurilor**

Pentru estimarea valorii unui asemenea activ sunt recunoscute șase metode<sup>4</sup>:

- **Metoda comparației directe**

Aceasta este cea mai utilizată și preferată metodă atunci când sunt disponibile informații privind tranzacții comparabile. Așa cum este fundamentată logica abordării prin comparație (prezentată și în cadrul capitolului anterior) este nevoie ca, în estimarea valorii unui teren, evaluatorul să aibă date privind vânzările și închirierile actuale, precum și oferte, baze de date etc.

Pe baza acestora el va obține informații utile în analiza, compararea și ajustarea vânzărilor similare în scopul estimării valorii unui anumit teren din patrimoniul societății comerciale. Elemente frecvente reținute, în comparație, sunt: localizarea, caracteristicile fizice ale amplasamentului, condițiile de finanțare, condițiile de vânzare, condițiile de piață etc.

Metoda comparației directe este uzuală, îndeosebi în cazul terenurilor libere (neacoperite cu construcții).

- **Metoda proporției**

Cunoscută și ca “metoda alocării” aceasta se bazează pe ideea că există un anumit raport între valoarea terenului și valoarea proprietății (teren plus clădire). Pornind de la aceasta, un evaluator care cunoaște valoarea construcției va putea estima valoarea terenului pornind de la raportul tipic considerat că există între cele două componente fizice (teren și clădire) ale proprietății. Desigur, acest mod de judecare a valorii terenului este mai relevant în cazul construcțiilor relativ noi.

Pe măsura trecerii timpului ponderea valorii terenului în valoarea întregii proprietăți crește, iar evaluatorul ar putea fi pus în dificultate pentru estimarea rezonabilă a unui raport valoare teren/valoare proprietate. Această metodă este recomandată atunci când sunt insuficiente date privind tranzacții comparabile.

---

<sup>4</sup> Appraisal Institute, “Evaluarea proprietăților imobiliare”, ediția română apărută sub egida ANEVAR, București, 2001, p. 292

- **Metoda extracției**

Este considerată o variantă a metodei anterioare deoarece ea se bazează pe “extragerea” valorii terenului pornind de la prețul de vânzare al unei proprietăți din care se deduce costul de reconstrucție net al clădirii. O importanță ridicată revine în acest caz estimării corecte a valorii clădirii, îndeosebi a deprecierii acestora.

- **Metoda parcelării**

Reprezintă o metodă relativ simplă, utilizabilă atunci când “cea mai bună utilizare” (CMBU)<sup>5</sup> o reprezintă parcelarea și când informațiile de piață permit evaluatorului să aibă date privind vânzarea unor loturi parcelate.

- **Metoda valorii reziduale**

Este o metodă utilizabilă atunci când informațiile de piață sunt insuficiente și neconcludente. Pentru a fi aplicată ea necesită îndeplinirea câtorva premise: evaluatorul să cunoască sau să estimeze suficient de precis valoarea construcției, să poată estima sau să cunoască rezultatul operațional al întregii proprietăți și să poată determina de pe piață rate de capitalizare distincte pentru teren și pentru construcție.

Stabilirea valorii terenului prin aplicarea metodei valorii reziduale presupune următoarele etape:

- a) estimarea rezultatului operațional net generat de întreaga proprietate (construcție + teren);
- b) calcularea profitului net aferent construcției pe baza relației:  
valoarea construcției noi x rata rentabilității activelor
- c) determinarea profitului net aferent terenului ( $a - b$ );
- d) calcularea valorii terenului prin capitalizarea profitului net aferent terenului la o rată uzuală pe piață.

- **Metoda capitalizării rentei (chiriei) de bază**

Reprezintă o metodă similară din punct de vedere tehnic cu metoda capitalizării profitului în evaluarea întreprinderii. Se bazează pe capitalizarea la o rată adecvată a rentei de bază (câștigul din cedarea dreptului de folosință a terenului).

### 2.2.2.2. Evaluarea construcțiilor și echipamentelor tehnologice

Evaluatorul poate estima valoarea întregii proprietăți (teren și clădire) sau poate realiza un demers analitic în care evaluează separat fiecare componentă a proprietății. În evaluarea construcțiilor și echipamentelor industriale evaluatorul se va baza pe cele trei abordări ale valorii: abordarea pe bază de costuri, abordarea pe bază de venit și abordarea prin comparație.

**Abordarea pe bază de costuri** reține în esență:

- a) *Procedura costului de înlocuire net (CIN)*. Costul de înlocuire net (CIN) reprezintă o procedură de evaluare folosită în stabilirea valorii pentru utilizarea existentă în cazul proprietăților specializate care se vând rar. Nu este considerată o metodă derivată din piață, ci mai degrabă un substitut

---

<sup>5</sup> CMBU este un termen fundamental în evaluarea proprietăților imobiliare. Definiția acestei sintagme este următoarea: “utilizarea probabilă rațională și utilizarea legală a unui teren liber sau a unei proprietăți construite, care este fizic posibilă, fundamentată adecvat, realizabilă financiar și care determină o valoare maximă” (Appraisal Institute, “Evaluarea proprietăților imobiliare” op.cit. p. 265)

(înlocuitor) al valorii de piață. În cadrul acestui demers, evaluatorul urmărește să determine costul unei replici a utilității mijlocului fix.

b) *Procedura costului de reconstrucție net.* Această procedură urmărește să determine costul curent al unui element identic nou, respectiv costul unei replici a construcției.

În majoritatea cazurilor, este preferată procedura bazată pe costul de înlocuire net.

Procedurile bazate pe costuri se bazează într-o măsură importantă pe estimarea de către evaluator a deprecierei.

*Deprecierea* “reprezintă o pierdere din valoarea proprietății din orice cauză. Ea poate să fie, de asemenea, definită ca o diferență între valoarea de piață și costul de înlocuire sau de reconstrucție”<sup>6</sup>. Are o mare importanță în estimarea deprecierei *durata de viață economică*, respectiv perioada de timp în care îmbunătățirile aduse proprietății contribuie la menținerea sau creșterea valorii acesteia.

Pentru evaluare se rețin ca principale tipuri de depreciere:

- deprecierea fizică, respectiv pierderea de valoare ca urmare a utilizării și trecerii timpului;

- deprecierea funcțională, respectiv o pierdere de valoare rezultată din deficiențele de proiectare. Aceasta poate fi cauzată, prin trecerea timpului, ca urmare a schimbării standardelor de construcții, învechirea materialelor folosite etc. sau din supradimensionarea construcției ori a dotărilor;

- deprecierea din cauze externe, respectiv o utilitate diminuată a clădirii ca urmare a influențelor negative ce provin din exteriorul clădirii (vecinătatea).

Deprecierea fizică și cea funcțională pot fi recuperabile sau nerecuperabile, funcție de criteriile de ordin tehnic, dar mai ales de ordin financiar (costul corectării unei anume stări tehnice sau funcționale este mai mare decât creșterea de valoare a proprietății). Pentru evaluare prezintă importanță estimarea componentei recuperabile și a celei nerecuperabile în cadrul deprecierei cumulate.

*Abordarea pe baza venitului* este similară în esență cu tehnica dezvoltată în cadrul capitolului 3, fiind recunoscută și în evaluarea clădirilor și echipamentelor tehnologice metoda capitalizării venitului (de regulă este vorba de capitalizarea chiriei) și metoda bazată pe actualizarea fluxului de disponibil.

*Abordarea prin comparație* în evaluarea clădirilor și echipamentelor tehnologice solicită evaluatorului să urmărească proprietăți comparabile și care s-au tranzacționat pe cât posibil la o dată apropiată cu data evaluării. Printre factorii importanți reținuți pentru eventualele ajustări se au în vedere: data tranzacției, rata de ocupare a terenului, localizarea, vârsta proprietății, topografia terenului, condiții de finanțare etc.

În continuare este prezentat un exemplu didactic, bazat pe metoda comparației (perechi de date).

---

<sup>6</sup> Appraisal Institute, “Evaluarea proprietăților imobiliare”, op.cit., p. 333

### Aplicație <sup>7</sup>

Se va evalua o construcție rezidențială, cu o suprafață desfășurată de 200 mp prin metoda comparației (perechi de date), pornind de la informațiile privind șase proprietăți similare (vezi tabelul 4.4.).

### Informații privind proprietăți comparabile

Tabelul nr. 4.4.

Specificație	Proprietate evaluată	Proprietăți comparabile					
		1	2	3	4	5	6
1 Preț (u.m.)	?	75000	74000	70000	80000	82000	79000
2 Data tranzacției	Curentă	Curentă	un an în urmă	Curentă	un an în urmă	Curentă	Curentă
3 Dimensiunea	200 mp	200	200	150	200	200	150
4 Localizarea	Similară	Similară	Similară	Similară	Superioară	Similară	Superioară
5 Subsol	Da	Nu	Nu	Nu	Nu	Da	Da
6 Vechimea	5 ani	5 ani	5 ani	5 ani	<b>5 ani</b>	nou	5 ani

Pornind de la analiza pe perechi de date se vor stabili ajustările adecvate pentru fiecare dintre variabilele care diferențiază proprietatea evaluată de cele șase proprietăți similare folosite în comparație.

a) *Condițiile pieței.* Proprietățile comparabile 2 și 5 au fost tranzacționate pe piață în urmă cu un an. Pentru a cuantifica ajustarea aferentă acestei variabile reținem comparația între proprietatea 1 și 2, care sunt diferite exclusiv prin “data tranzacției”.

A. Proprietatea	Data tranzacției	Preț de vânzare
1. Propr.1	curentă	75000
2. Propr.2	un an în urma	74000
<b>Ajustare A (1 – 2)</b>		<b>1000</b>

b) *Dimensiunea.* Proprietățile comparabile 3 și 6 au o dimensiune de 150 mp față de 200 mp proprietatea evaluată și celelalte proprietăți comparabile. Pentru a cuantifica ajustarea aferentă acestei variabile reținem comparația între proprietatea 1 și 3, care sunt diferite exclusiv prin variabila “dimensiune”.

B. Proprietatea	Dimensiunea	Preț de vânzare
1. Propr.1	200 mp	75000
2. Propr.3	150 mp	70000
<b>Ajustare B (1 – 3)</b>		<b>5000</b>

<sup>7</sup> A. Ișfănescu, V. Robu, I. Anghel, S. Stan, Ghid practic de evaluare a întreprinderii, Editura Tribuna Economică, București, 2001, p. 176

c) *Localizarea*. Proprietățile comparabile 1 și 4 diferă prin doi parametri: data tranzacției (pentru care am estimat ajustarea necesară) și localizarea. Pentru a cuantifica ajustarea aferentă acestora din urmă reținem comparația între proprietatea 1 și 4 (ajustată).

<b>C. Proprietatea</b>	<b>Localizarea</b>	<b>Preț de vânzare</b>
1. Propr.4	Superioară	80000
2. Ajustare A		1000
3. Propr.4 ajustată		81000
4. Propr.1	Similară	75000
<b>Ajustare C (3 – 4)</b>		<b>6000</b>

d) *Subsol amenajat*. Proprietățile comparabile 6 și 1 diferă prin trei parametri: dimensiunea, localizarea și existența subsolului amenajat. Pentru a cuantifica ajustarea aferentă subsolului reținem comparația dintre proprietatea 1 și 6 (ajustată).

<b>D. Proprietatea</b>	<b>Subsol</b>	<b>Preț de vânzare</b>
1. Propr.6	cu subsol	79000
2. ajustare B		5000
3. ajustare C		-6000
4. Propr.6	ajustată	78000
5. Propr.1	fără subsol	75000
<b>Ajustare D (4 – 5)</b>		<b>3000</b>

e) *Vechimea (vârsta) proprietății*. Proprietățile comparabile 5 și 1 diferă prin doi parametri: vechimea (vârsta) și existența subsolului amenajat. Pentru a cuantifica ajustarea aferentă vârstei reținem comparația între proprietatea 1 și 5 (ajustată).

<b>E. Proprietatea</b>	<b>Vechime</b>	<b>Preț de vânzare</b>
1. Propr.5	Nouă	82000
2. Ajustare D		-3000
3. Propr.5 ajustată		79000
4. Propr.1	5 ani vechime	75000
<b>Ajustare E (3 – 4)</b>		<b>4000</b>

În sinteză, rezultă următoarea situație a corecțiilor stabilite (vezi tabelul 4.5.), corecții care vor orienta estimarea valorii clădirii evaluate la circa 78.000 u.m.

#### Sinteza corecțiilor

Tabelul 4.5.

<b>Proprietăți comparabile ajustate</b>						
<b>Specificație</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
1 Preț	75000	74000	70000	80000	82000	79000
2 Condițiile pieței	0	1000	0	1000	0	0
3 Dimensiunea	0	0	5000	0	0	5000
4 Localizarea	0	0	0	-6000	0	-6000

5	Vechimea	0	0	0	0	-4000	0
6	Subsol	3000	3000	3000	3000	0	0
	<b>Preț corectat</b>	<b>78000</b>	<b>78000</b>	<b>78000</b>	<b>78000</b>	<b>78000</b>	<b>78000</b>

### Aplicație <sup>8</sup>

Se va evalua un război de țesut prin metoda costului de înlocuire net (CIN), reținând informațiile prezentate în continuare.

1. Denumire:	Război de țesut ATPR 120 (URSS), 300 bătați/min.;
2. Număr de inventar:	43352;
3. Anul punerii în funcțiune (PIF):	1988;
4. Situația utilajului:	stare de funcționare;
5. Valoarea contabilă:	
✓ de intrare:	5.813.265 lei;
✓ rămasă neamortizată:	4.776.669 lei;
6. Durata normală de funcționare:	11 ani;
7. Cost de înlocuire brut:	180 mil.lei model de referință 400 bătați pe minut din care se scade 25% pentru diferența de la principala caracteristică; rezultă 135 mil.lei valoare de nou;
8. Depreciere fizică:	75%
9. Cost de înlocuire net:	33.750.000 lei
10. Valoarea estimată:	33.750.000 lei

#### 2.2.2.3. Evaluarea imobilizărilor corporale în curs de execuție

Imobilizările corporale în curs de execuție reprezintă investiții neterminate executate în regie proprie sau antrepriză.

Evaluarea imobilizărilor corporale în curs se va face diferit, după cum există sau nu posibilități de finalizare.

În cazul imobilizărilor în curs pentru care există posibilități de finalizare, evaluarea se face la valoarea curentă de piață a imobilizărilor corporale finalizate minus cheltuielile estimate totale pentru finalizarea lucrărilor (la nivelul costurilor curente).

Pentru imobilizările în curs pentru care nu există posibilități de finalizare evaluarea se face la valoarea reziduală, respectiv valoarea materialelor care pot fi obținute prin dezmembrarea imobilizării minus cheltuielile de casare și de vânzare ale materialelor recuperabile. Valoarea reziduală poate fi și negativă.

#### 2.2.3. Evaluarea imobilizărilor financiare

Imobilizările financiare sau investițiile financiare pe o perioadă mai mare de un an sunt active deținute de o întreprindere în vederea creșterii patrimoniului său prin obținerea unor venituri de natura dividendelor,

<sup>8</sup> A. Ișfănescu, V. Robu, I. Anghel, S. Stan, Ghid practic de evaluare a întreprinderii”, Editura Tribuna Economică, București, 2001, p. 183

dobânzilor, redevențelor etc., prin creșterea valorii capitalizate sau prin obținerea unor profituri de genul celor rezultate din vânzarea acestor investiții.

Imobilizările financiare cuprind titlurile de participare, obligațiuni deținute, împrumuturi acordate pe termen lung etc.

La intrarea în patrimoniu imobilizările financiare sunt evaluate la valoarea justă din momentul cumpărării lor, respectiv costul de achiziție al titlurilor de participare, al obligațiunilor etc.

### 2.2.3.1. Evaluarea titlurilor de participare

Evaluarea acțiunilor deținute la alte societăți se face diferit, după cum sunt cotate sau nu la bursă.

#### A. Evaluarea titlurilor de participare cotate la bursă

Evaluarea titlurilor de participare cotate la bursă se face, de regulă, în funcție de profitul net pe acțiune (PNA) și coeficientul PER (Price Earning Ratio):

$$V = PNA \times PER$$

Profitul net pe acțiune reflectă îmbogățirea teoretică a unui acționar pe perioada unui an, circumscrisă la o acțiune. În practica bursieră, se ia în calcul o estimare a profitului net pe acțiune pe termen scurt și mediu.

Multiplul PER se determină pe baza relației:

$$PER = \frac{\text{cursul bursier al acțiunii}}{\text{profitul net pe acțiune}}$$

Mărimea coeficientului PER depinde, mai ales, de calitatea previziunilor.

Un PER superior mediei semnifică cert o rată a rentabilității financiare mai scăzută imediat, dar el indică, de asemenea, că dacă cumpărătorul este dispus să plătească mai mult pentru o unitate monetară de profit net în prezent, este pentru că el prevede o evoluție favorabilă a rezultatelor întreprinderii în viitor.

Rezultă că valoarea bursieră a titlurilor este o valoare de randament care ține cont de capitalizarea fluxurilor de venituri viitoare așteptate de la aceste titluri.

În cazul participației minoritare, fără putere de decizie în activitatea firmei emitente a acțiunilor, valoarea titlurilor de participare se determină pe baza relației:

$$VB = Na \times ca$$

în care:

Na = numărul de acțiuni deținute;

ca = cursul unei acțiuni după ultima cotație.

Valoarea titlurilor de participare dintr-un pachet majoritar se stabilește în funcție de valoarea firmei emitente (stabilită prin una din abordările clasice) și cota de participare la capitalul social. De regulă valoarea unei acțiuni dintr-un pachet majoritar este mai mare decât valoarea unei acțiuni dintr-un pachet minoritar.

#### B. Evaluarea titlurilor de participare necotate

În cazul întreprinderilor necotate la bursă, evaluarea se poate efectua în mai multe moduri, și anume:

a) la cursul titlului – numai în cazul în care acesta a făcut obiectul unor tranzacții frecvente recente și pentru un număr important de fiecare dată;

b) în cazul societăților care nu fac obiectul unor cotații. În acest caz se pot avea următoarele tipuri de evaluări.

• **Evaluarea acțiunii prin actualizarea dividendelor.** Fundamentul acestei metode este următorul: valoarea de piață a unei acțiuni trebuie să fie egală cu valoarea actuală a fluxurilor viitoare de lichidități degajate.

Relația de stabilire a valorii unei acțiuni este:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + C_{cp})^t} + \frac{V_t}{(1 + C_{cp})^n}$$

în care:

$D_t$  = dividendul pe o acțiune în anul “t”;

$C_{cp}$  = costul capitalului propriu;

$V_t$  = prețul de vânzare al unei acțiuni în anul “n”.

În cazul în care dividendele pe acțiuni sunt constante, iar perioada de deținere este nelimitată, atunci valoarea unei acțiuni se stabilește astfel:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + C_{cp})^t} = \frac{D_t}{C_{cp}}$$

În situația în care dividendele cresc anual cu o rată constantă pe o perioadă nelimitată, se folosește modelul GORDON – SHAPIRO:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + C_{cp})^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1(1 + g)^{t-1}}{(1 + C_{cp})^t} = \frac{D_1}{C_{cp} - g}; \quad C_{cp} > g$$

în care g reprezintă rata anuală de creștere a dividendelor.

Acest model prezintă riscul de a supraevalua valoarea acțiunilor unei întreprinderi aflată în fază de creștere prin extrapolarea la infinit în funcție de o creștere ridicată.

Din relația valorii acțiunii conform modelului GORDON-SHAPIRO putem deduce relația costului capitalului propriu astfel:

$$C_{cp} = \frac{D_1}{V} + g$$

Această relație semnifică faptul că investitorul, cumpărând o acțiune, cumpără randamentul actual ( $D_1/V$ ) plus o rată de creștere viitoare sperată a dividendelor (g).

Având în vedere limitele precedentelor două modele, se propune modelul în care dividendele cresc cu o rată diferențiată pe mai multe orizonturi de timp.

De regulă, orizontul de timp este împărțit în trei perioade, caracterizate prin rate de creștere diferite.

În acest caz, valoarea unei acțiuni se stabilește astfel:

$$V = \sum_{t=1}^{n_1+1} \frac{D_1(1 + g_1)^t}{(1 + C_{cp})^t} + \sum_{t=n_1+2}^{n_1+n_2+1} \frac{D_1(1 + g_1)^{n_1} (1 + g_2)^{t-n_1-1}}{(1 + C_{cp})^t} + \sum_{t=n_1+n_2+2}^{\infty} \frac{D_1(1 + g_1)^{n_1} (1 + g_2)^{n_1+n_2} (1 + g_3)^{t-n_1-n_2-1}}{(1 + C_{cp})^t} =$$



$$= \sum_{t=1}^{n_1+1} \frac{D_1(1+g_1)^{t-1}}{(1+C_{cp})^t} + \sum_{t=n_1+2}^{n_1+n_2+1} \frac{D_1(1+g_1)^{n_1}(1+g_2)^{t-n_1-1}}{(1+C_{cp})^t} + \frac{D_1(1+g_1)^{n_1}(1+g_2)^{n_2}}{(1+C_{cp})^{n_1+n_2+2}} \times \frac{1+g_3}{C_{cp}-g_3}$$

în care:

$D_1$  = dividendele pe acțiuni în primul an al perioadei de previziune;  
 $g_1$  = rata anuală de creștere a dividendelor în perioada  $n_1$ ;  
 $g_2$  = rata anuală de creștere a dividendelor în perioada  $n_2$ ;  
 $g_3$  = rata de creștere a dividendelor după perioada explicită de previziune

(pentru o perioadă nelimitată).

• **Evaluarea acțiunii prin comparație pe baza coeficientului PER al firmelor cotate.** Valoarea unei acțiuni se stabilește prin comparație, în funcție de profitul net pe acțiune al firmei necotate și un coeficient de capitalizare PER pentru întreprinderile cotate la bursă, recalculat (PER’):

$$V = PNA \times PER'$$

Recalcularea coeficientului PER se face în funcție de parametrii care diferențiază cele două firme, cum ar fi: lipsa de lichiditate a acțiunilor necotate, dependența față de furnizori și clienți, calitatea activelor etc.

Determinarea valorii unei acțiuni prin comparație presupune ca gradul de asemănare să fie cât mai mare posibil, și anume: aceeași activitate, aceeași zonă geografică, același risc, aceeași rentabilitate etc.

Exemplu pentru firma X necotată la bursă. În tabelul nr. 5.1. este prezentată modalitatea de exprimare a valorii acțiunilor firmei X.

Dacă firma X ar fi fost cotată la bursă, iar coeficientul de capitalizare PER ar fi fost identic cu cel al firmei comparabile cotate, atunci valoarea unei acțiuni ar fi fost de 150.000 lei (15.000 lei x 10), respectiv identică cu valoarea contabilă.

Coeficienții de corecție menționați sunt luați în calcul de evaluatori pe baza experienței proprii sau a unor lucrări de evaluare similare.

### 2.2.3.2. Evaluarea obligațiilor

Obligațiunea este valoarea mobilă negociabilă, care conferă deținătorului calitatea de creditor. El are dreptul de a încasa de la emitent dobânzile aferente sumei date cu împrumut.

Obligațiunile deținute ca imobilizări financiare pot fi cu rata dobânzii fixă sau variabilă.

Valoarea unei obligațiuni exprimată în procente față de valoarea nominală se stabilește astfel (rambursarea valorii nominale făcându-se la sfârșitul perioadei de acordare a împrumutului):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{rf}{(1+rd)^t} + \frac{100\%}{(1+rd)^n}$$

în care:

$rf$  = rata dobânzii pentru obligațiunea cumpărată;

$rd$  = rata dobânzii pieței pentru împrumuturile de referință.

Rezultă că valoarea unei obligațiuni cu rată fixă a dobânzii este variabilă, ea modificându-se în funcție de rata dobânzii pieței. Dacă  $rd > rf$  valoarea obligațiunii scade, și invers, dacă  $rd < rf$  valoarea titlului crește.

### Estimarea valorii acțiunilor X și determinarea diferenței față de valoarea contabilă

Tabelul nr. 4.6.

Nr.crt.	Specificație	Valori
1.	Profitul net anual estimat	1.500 mil. lei
2.	Numărul total de acțiuni emise	100.000
3.	Profitul net anual pe acțiune	15.000 lei
4.	PER pentru firma comparabilă cotate la bursă	10
5.	Necotarea la bursă	- 3
6.	Dependent de furnizori	+ 1
	$V = \sum_{t=1}^6 \frac{4.000(1+0,1)^{t-1}}{(1+0,2)^{12}} + \sum_{t=7}^{11} \frac{4.000(1+0,1)^5(1+0,05)^{t-6}}{(1+0,2)^t} +$ $+ \frac{4.000(1+0,1)^5(1+0,05)^5}{(1+0,2)^{12}} \times \frac{1+0,03}{0,2-0,03} = 29.213 \text{ lei}$	
7.	Dependența de clienți	- 0,5
8.	Calitatea activelor	+ 0,2
9.	PER recalculat (9 = 4 + 5 + 6 + 7 + 8)	7,7
10.	Valoarea unei acțiuni (10 = 3 x 9)	115.500 lei
11.	Numărul de acțiuni deținute	55.000
12.	Valoarea acțiunilor deținute (12 = 10 x 110)	6.352,5 mil. lei
13.	Valoarea contabilă a acțiunilor deținute (55.000 acțiuni x 150.000 lei/acțiune)	8.250 mil. lei
14.	Diferența de valoare (12 – 13)	- 1.897,5 mil. lei

În cazul obligațiunilor cu rata dobânzii variabilă, cuponul nu mai este fix, ci indexat cu o rată observabilă pe piață. La fiecare scadență valoarea cuponului se stabilește în funcție de o rată a dobânzii pe termen scurt constatată pe piața creditului (de exemplu, în Uniunea Europeană pe baza Euro- pentru 6 luni).

Dacă rata dobânzii ( $rd$ ) este aceeași cu rata de calcul a cuponului ( $rf$ ), atunci valoarea actuală a unei obligațiuni este egală cu valoarea nominală, relația de calcul fiind:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{rf_t}{(1+rd_1)(1+rd_2)\dots(1+rd_t)} + \frac{100\%}{(1+rd_1)(1+rd_2)\dots(1+rd_n)}$$

în care:

$rf_t$  = rata dobânzii obligațiunii în anul "t";

$rd_1, rd_2, \dots, rd_n$  = ratele de dobândă pe piața creditului în cei "n" ani ai perioadei de emisiune.

O variantă a obligațiunilor cu rata variabilă o constituie obligațiunile cu rată indexată la inflație. În acest caz, cuponul plătit în fiecare an este calculat în funcție de indicele general al creșterii prețurilor din momentul

lansării împrumutului. În acest mod investitorul în obligațiuni este protejat în totalitate față de inflație.

#### **Aplicație**

Societatea comercială “BETA” S.A. a cumpărat 100 de obligațiuni emise de societatea “OMEGA” S.A. în următoarele condiții:

- valoarea nominală a unei obligațiuni 1.000 USD;
- prețul de emisiune 995,13 USD, respectiv 99,51% din valoarea nominală;
- durata: 5 ani;
- rata anuală a dobânzii: 5,75%;
- rambursarea: la sfârșitul perioadei de 5 ani;
- rata dobânzii pentru titlurile de stat emise pentru 5 ani la data evaluării firmei “BETA” S.A. este de 6,37%.

În acest exemplu, procentul valorii estimate a obligațiunii Omega față de valoarea nominală se determină astfel:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{5,75\%}{(1 + 6,37\%)^t} + \frac{100\%}{(1 + 6,37\%)^5}$$

Rezultă că o obligațiune are o valoare actuală de 974,1 USD (1.000 x 97,41%).

Față de prețul de emisiune, se constată o diminuare a valorii cu 2,103%, respectiv cu 21,03 USD pe o obligațiune.

Pierderea totală de valoare înregistrată de societatea “BETA” S.A. pentru obligațiunile deținute la societatea “OMEGA” S.A. este de 2.103 USD (100 x 21,03 USD), sumă cu care se va corecta în minus activul total din bilanțul contabil pentru a stabili activul net corectat.

În ipoteza în care rata dobânzii pieței pentru împrumuturile de referință este de 5,5%, atunci valoarea unei obligațiuni în procente față de valoarea nominală este de:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{5,75\%}{(1 + 5,5\%)^t} + \frac{100\%}{(1 + 5,5\%)^5} = 101,07\%$$

Valoarea actuală a unei obligațiuni este de 101,07 USD, rezultând o creștere de valoare față de prețul de emisiune de 15,04 USD. Pentru pachetul de obligațiuni deținute la “OMEGA” S.A. rezultă, în această variantă, o creștere a valorii cu 1.504 USD.

### **2.2.3.3. Evaluarea împrumuturilor acordate pe termen lung**

Împrumuturile acordate pe termen lung altor firme, inclusiv filialelor, se pot evalua în funcție de valoarea rămasă de rambursat și o rată de actualizare stabilită ca diferență dintre rata dobânzii pe piața creditului și rata percepută.

Exemplu. Întreprinderea “KNP” a acordat un împrumut de 1.000 mil. lei firmei “ADM” pentru 2 ani, cu o dobândă de 40%. Rata dobânzii pentru credite comparabile este de 50% ( $rd_1 = 50\%$ ;  $rd_0 = 40\%$ ).

Valoarea actuală a sumei de rambursat se calculează astfel:

$$V = \frac{\text{Sold împrumut}}{1 + (rd_1 - rd_0)} = \frac{1.000}{1 + (50\% - 40\%)} = \frac{1.000}{1,1} = 909 \text{ mil. lei}$$

Rezultă o diferență negativă de 91 mil. lei determinată de diferența de 10% dintre dobânda cerută de firmă și dobânda pe care ar trebui să o plătească în cazul în care ar apela la credite de același fel de pe piața de capital.

#### **2.2.3.4. Evaluarea depozitelor și garanțiilor pe termen lung**

Durata depozitelor și garanțiilor este în funcție de scadența contractului de care sunt legate. Depozitele și garanțiile pot fi pe termen lung, mediu sau scurt.

În categoria depozitelor și garanțiilor pe termen lung se includ cele constituite la societățile de electricitate, apă, telefonie etc.

De regulă, depozitele și garanțiile nu sunt purtătoare de dobândă pentru depunător, iar la depozitar nu sunt supuse reevaluării.

În cazul evaluării economice a firmei depozitele și garanțiile pe termen mai mare de un an se iau în calcul la costul istoric, respectiv valoarea înregistrată în contabilitate la momentul operațiunii.

#### **2.2.4. Evaluarea activelor circulante**

##### **2.2.4.1. Evaluarea stocurilor**

Stocurile de materii prime și materiale se inventariază faptic și se evaluează, de regulă, la prețul zilei.

Cu ocazia inventarierii faptice se stabilesc cantitățile, și respectiv valorile materiilor prime și ale materialelor care nu pot fi utilizate potrivit destinației inițiale, urmărind a fi valorificate ca atare.

Produsele finite și mărfurile care fac obiectul unor contracte sau comenzi ferme se evaluează la prețul prevăzut în aceste documente.

Producția neterminată se evaluează pe baza prețurilor produselor finite, corectate cu gradul de finisare tehnică, stabilit cu ocazia inventarierii producției în curs. Întrucât operațiunea este complexă și necesită timp, practic se procedează la corectarea soldului producției în curs de execuție din bilanț cu cheltuielile aferente comenzilor sistate, care urmează a fi valorificate separat. Celelalte elemente, se iau în calcul cu valoarea din bilanț, corectată cu sumele ce reprezintă contravaloarea bunurilor degradate.

##### **2.2.4.2. Evaluarea creanțelor**

Creanțele reprezintă drepturi bănești potențiale, realizabile la termene diferite. În tranzacțiile de vânzare-cumpărare, interesul părților este diferit. Astfel, vânzătorul vrea să-și recupereze prin preț valoarea totală a creanțelor. Pentru cumpărător, o sumă care se va încasa peste un anumit termen nu mai are aceeași valoare. De aceea, în etapa diagnostic, în special dacă au o pondere însemnată, trebuie să se facă o analiză detaliată a creanțelor din punct de vedere al gradului de vechime, a posibilităților de încasare și a termenului de realizare, efectuându-se corecțiile necesare asupra soldului conturilor respective. Astfel:

- creanțele certe se iau în calcul la valoarea contabilă;
- creanțele exprimate într-o altă monedă decât cea națională se actualizează în funcție de evoluția cursului de schimb;

- creanțele pentru care se apreciază că încasarea va avea loc cu o întârziere de peste o lună se corectează în funcție de costul imobilizării capitalului pe perioada amânării încasării (dobânda bancară).

De exemplu:

1. Procentul de dobândă 36%;
2. Valoarea creanțelor 500 mil. lei;
3. Vechimea creanțelor 3 luni;
4. Corecție 9%;
5. Creanțe corectate 45,5 mil. lei;

- creanțele care se apreciază că nu mai pot fi încasate se scad din patrimoniu cu valoarea contabilă. În acest caz trebuie să se argumenteze și să se justifice imposibilitatea încasării.

#### **2.2.4.3. Evaluarea disponibilităților**

Disponibilitățile în moneda națională se iau în calcul la valoarea nominală, deci nu se actualizează.

Disponibilitățile în valută se iau în calcul la cursul oficial de schimb din data evaluării.

#### **2.2.5. Evaluarea altor active**

În activul bilanțului mai sunt înscrise unele poziții, cum ar fi:

- cheltuielile înregistrate în avans (ct. 471), care urmează a se suporta eșalonat pe cheltuieli, pe baza unui scadențar, în perioadele viitoare de activitate. Pentru cumpărător, acestea sunt elemente care influențează profitul așteptat. În consecință, acestea nu se iau în calcul, respectiv se scad din activ:

- decontări din operațiunea în curs de clarificare (ct. 473). În operațiunea de evaluare, se precizează natura operațiilor respective, perspectivele de calificare și modalitățile de soluționare. În funcție de situația de fapt, se decide dacă se iau sau nu în calcul și la ce valoare;

- diferențe de conversie activ (ct. 476), care reprezintă diferența nefavorabilă de curs valutar de intrare a creanțelor și datoriilor exprimate în devize și valoarea acestora la cursul zilei. Reprezentând, în principiu, o pierdere pentru societatea comercială, se scad din activul bilanțului în condițiile în care se apreciază că deprecierea cursului de schimb al monedei naționale continuă.

#### **2.3. Evaluarea elementelor de natura datoriilor**

În general, la elementele de pasiv nu se fac corecții, întrucât obiectul operațiilor de vânzare-cumpărare îl constituie bunurile materiale evidențiate în pasivul bilanțului. Totuși, sunt unele elemente care trebuie să fie analizate sau corectate, prin stabilirea activului net corectat (ANC), ca una dintre metodele patrimoniale de evaluare. Acestea se referă la:

- obligațiile contractate într-o altă monedă, care se actualizează în funcție de cursul de schimb la data evaluării. În legătură cu obligațiile, în cadrul evaluării este important să fie identificate eventualele obligații

potențiale, neînregistrate în contabilitate (în cadrul diagnosticului juridic), cum ar fi:

- litigii de natură fiscală;
- amenzi și penalizări posibil de plătit pentru acțiunile în curs;
- plata unor drepturi salariale sau de altă natură față de personalul propriu

ca urmare a nerespectării contractului colectiv;

- împrumuturile pe termen mediu și lung care intră în componența capitalului permanent, acestea se corectează cu diferența dintre dobânda zilei și cea cu care a fost contractat împrumutul, dacă există clauza unei dobânzi fluctuante. Dacă nu există o asemenea clauză, aceste împrumuturi se iau în calcul cu valoarea din bilanț;

- majorarea obligațiilor cu provizioanele pentru risc și cheltuieli (cont. 151), în cazul că acestea au o valoare stabilită pentru un scop anume. De exemplu, în momentul efectuării evaluării, societatea comercială este într-un litigiu privind drepturile salariale în care instanța s-a pronunțat în favoarea creditorilor, fără ca sentința să fie definitivă, dar cu puține șanse de a câștiga în final.

Același tratament îl au aceste provizioane dacă echipa de evaluare apreciază că există o mare probabilitate de utilizare reală a lor (existența unor datorii în devize care devin scadente, iar cursul monedei naționale are tendință de scădere).

De asemenea, dacă cheltuiala pentru care a fost constituit provizionul a fost precizată înainte de a se încheia exercițiul financiar, cu echivalentul acesteia se majorează obligațiile prin diminuarea provizionului. Același regim îl au și provizioanele pentru riscuri, dacă acestea au fost identificate și sunt inevitabile pentru activitatea societății comerciale.

Efectuarea acestor operațiuni se justifică prin faptul că provizioanele, în general, “au caracterul unor datorii probabile, ocupând o poziție intermediară între rezervele și obligațiile întreprinderii”. Dată fiind natura acestor provizioane (de datorii probabile sau venituri, respectiv rezerve), echipa de evaluare trebuie să le acorde o atenție deosebită, pentru delimitarea corectă a obligațiilor care se vor lua în calculul activului net.

Un alt element care trebuie avut în vedere îl reprezintă deducerea economiei de impozit latent, aferentă cheltuielilor înregistrate în avans și provizioanele reglementate. Este cunoscut faptul că prin provizioanele reglementate se asigură o anumită reglare în timp a raporturilor cu fiscalitatea, prin sustragerea temporară sau definitivă de la plata unei părți a impozitului pe profit. Acestea sunt incluse în așa-numita grupă a “impozitelor amânate” și se utilizează prin dispoziții legale speciale.

### **3. Activul net de lichidare (ANL)**

Acesta reprezintă un caz particular de evaluare, pentru societățile comerciale care își încetează activitatea.

Operațiunea de lichidare poate fi concepută în două situații:

a) întreprinderea este în dificultate și în conformitate cu procedura legală își încetează activitatea. În acest scop se determină activul net de

lichidare (ANL) ca diferență dintre valoarea evaluată a tuturor activelor și datoriile (inclusiv costurile lichidării);

b) întreprinderea este în dificultate temporară, dar este redresabilă. Într-o asemenea situație, se lichidează ca firmă, dar va continua să funcționeze, prin fuziune cu altă firmă sau cu alți proprietari.

În acest din urmă caz, valoarea întreprinderii se determină prin actualizarea diferenței dintre valoarea la termen ( $V_t$ ) și capitalul investit de cumpărător pentru redresarea societății comerciale ( $K_{inv}$ ):

$$V = \frac{V_t}{(1+a)^n} - K_{inv}$$

în care:

$V_t$  = valoarea la termen, stabilită printr-o metodă de evaluare;

$a$  = rata de actualizare;

$n$  = numărul de ani dintre data evaluării și cea a reluării activității;

$K_{inv}$  = capitalul investit de cumpărător pentru redresarea unității.

Considerând că valoarea unei întreprinderi redresabile după doi ani este de 4 mil. u.m. în condițiile unui capital ce trebuie investit pentru redresarea societății  $K_{inv}$  de 1.000.000 u.m., iar rata de actualizare  $a$  este de 20%, rezultă o valoare estimată a întreprinderii redresabile de circa 1,8 mil. u.m.

$$V = \frac{4.000.000}{(1+0,20)^2} - 1.000.000 = 1.777.778 \text{ mii lei}$$

Potențiali cumpărători ai unor întreprinderi aflate în dificultate financiară pot fi:

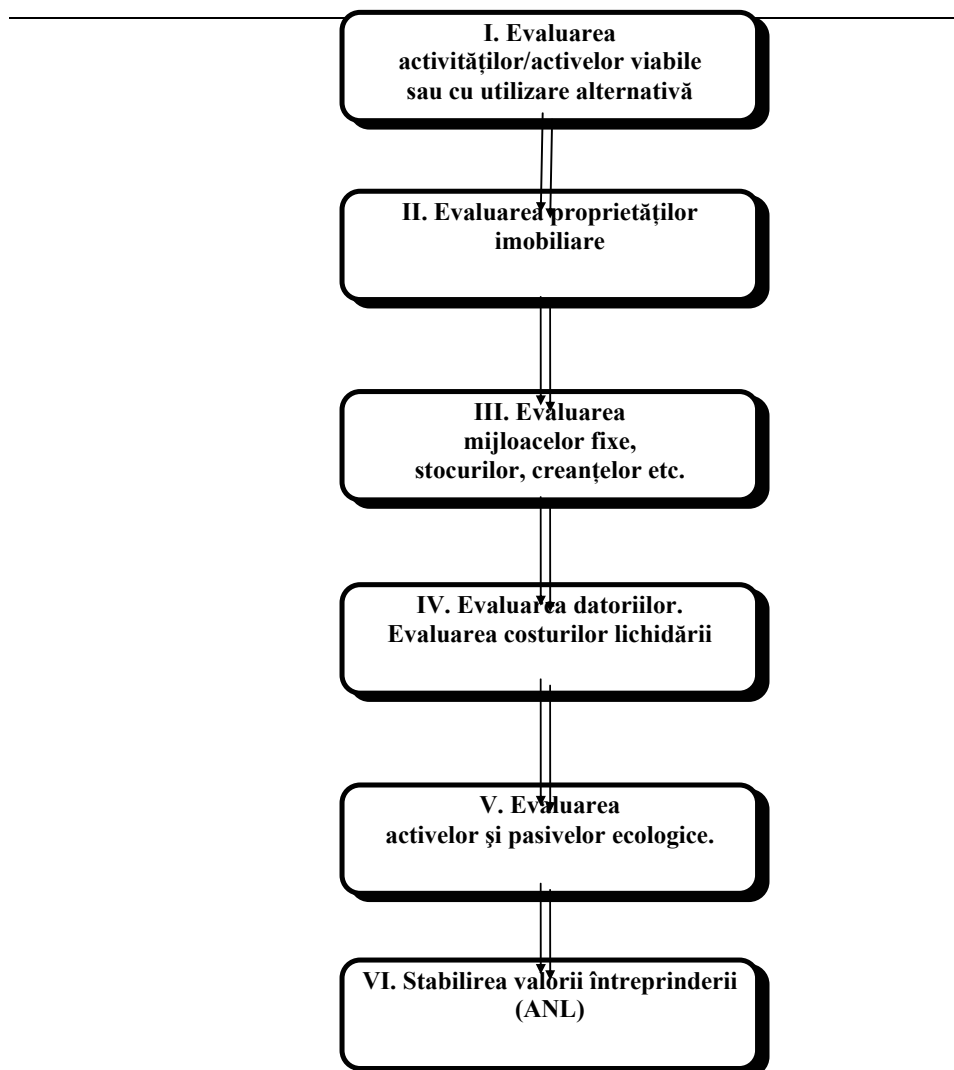
- firmele concurente, care dispun de resurse financiare și doresc să-și întărească poziția pe piață;

- investitori care urmăresc creșterea gradului de integrare pe verticală în vederea obținerii unor profituri suplimentare;

- investitori care cumpără firma respectivă, urmând să-i schimbe profilul de activitate în conformitate cu interesele proprii.

Determinarea valorii de lichidare a unei firme presupune parcurgerea unor etape specifice, ce sunt prezentate în schema următoare:

Schema 4.1. Etapele determinării valorii de lichidare a întreprinderii



Estimarea valorii de lichidare presupune capacitatea evaluatorului nu doar de a estima corect valoarea activelor și datoriilor, dar și de a separa eventualele active viabile din patrimoniul firmei în lichidare.

### **REZUMATUL CAPITOLULUI**

Abordarea pe baza de active presupune stabilirea valorii unei întreprinderi utilizând metode bazate pe valoarea de piață a activelor individuale sau o altă valoare adecvată din care se scad datoriile totale ale acesteia.

Activele și datoriile întreprinderii se impun a fi ajustate diferit în funcție de cele două premise ale valorii: continuitatea exploatării și lichidarea.

În condițiile continuității exploatării se folosește metoda activului net corectat (ANC), iar în condițiile încetării activității metoda activului net de lichidare (ANL).



Activul net corectat se determină ca diferență între activele totale și datoriile totale evaluate la valoarea lor de piață sau la o valoare curentă adecvată.

Pentru evaluarea elementelor patrimoniale de activ, prin metoda ANC, pot fi folosite modalități care se încadrează în cele trei abordări clasice: prin comparația de piață, pe baza de venit și pe bază de costuri. Ca metode de evaluare bazate pe venit se pot menționa: metoda avantajului de profit, metoda contribuției la variația profitului, metoda economiei de redevență, metoda economiei de costuri. În categoria modalităților bazate pe costuri se include: costul de înlocuire net și costul de reconstrucție net (metoda costului creării). Ca metode de evaluare bazate pe comparația de piață se pot menționa: metoda costului de cumpărare și metoda asimilării.

Activul net de lichidare, în cazul încetării activității, se stabilește ca diferență între valoarea de lichidare a tuturor activelor și datoriilor totale, inclusiv costurile lichidării.

În cazul în care întreprinderea este în dificultate, dar este realizabilă, putând să funcționeze ca resurse a preluării de alți investitori, valoarea firmei se obține ca diferență între valoarea la termen actualizată și capitalul investit de cumpărător pentru redresarea societății comerciale.

## **CUVINTE CHEIE**

Abordarea pe bază de active; activul net corectat; active necorporale; goodwill; pierderea de goodwill; metode de evaluare a activelor necorporale; evaluarea oligafiunilor; evaluarea titlurilor de participare; evaluarea imobilizărilor corporale; evaluarea terenurilor; evaluarea construcțiilor și echipamentelor tehnologice; evaluarea contractelor de leasing; evaluarea imobilizărilor financiare; evaluarea imobilizărilor în curs de execuție; evaluarea activelor circulante; evaluarea stocurilor; evaluarea creanțelor; evaluarea disponibilităților; evaluarea unor elemente de pasiv; activul net de lichidare.

## **BIBLIOGRAFIE SUPLIMENTARĂ**

- Ișfănescu A., Robu V., Anghel I., *Evaluarea întreprinderii*, Ed. Tribuna Economică, București, 2001;
- Ișfănescu A., Robu V., Anghel I., Stan S., *Ghid practic de evaluare a întreprinderii*, Ed. Tribuna Economică, București, 2001;
- Stan S., Anghel I., *Evaluarea activelor necorporale*, Ed. IROVAL, București, 1999.

## **ÎNTREBĂRI RECAPITULATIVE**

1. Care este principiul de bază care se aplică în abordarea pe bază de active?
2. Care este relația de calcul a ANC?

3. Care sunt abordările valorii în evaluarea activelor necorporale?
4. În ce constă metoda actualizării economiei de costuri?
5. Care este cea mai utilizată metodă de evaluare a brevetelor?
6. În ce constă metoda alocării (proporției) în evaluarea terenurilor?
7. Care sunt elementele avute în vedere în evaluarea unei proprietăți/activ prin metoda comparației de piață?
8. Cum se calculează costul de înlocuire net pentru un mijloc fix?
9. Cum se evaluează un activ închiriat terților?
10. Ce tipuri de deprecieri a mijloacelor fixe sunt avute în vedere pentru evaluarea acestora?
11. Cum se evaluează titlurile de participație deținute la întreprinderi cotate?
12. Cum se evaluează creanțele a căror probabilitate este incertă și ale căror termene de decontare au fost depășite?
13. Cum sunt evaluate disponibilitățile în valută?
14. Care este valoarea considerată pentru stocurile de producție neterminată, atunci când se aplică metoda ANC?
15. Care sunt dezavantajele metodei ANC?
16. În ce condiții se va aplica metoda ANL în evaluarea unei proprietăți?

## CAP.V. ABORDAREA PRIN COMPARATIE IN EVALUAREA ÎNTEPRINDERII

### CUPRINS

1. Logica abordarii prin comparatia de piata
2. Metoda comparatiei cu tranzactii de pachete minoritare
3. Metoda comparatiei cu vanzari de pachete majoritare la firme necotate
4. Metoda comparatiei cu tranzactii anterioare la nivelul intreprinderii evaluate
5. Avantajele si limitele abordarii prin comparatie

### MOD DE LUCRU

- Parcurgeti cu atentie continutul capitolului, al tabelelor, schemelor si formulelor prezentate;
- Localizati in text conceptele si cuvintele cheie;
- Completati informatiile cu date oferite de materialele bibliografice precizate;
- Raspundeti la intrebarile recapitulative sub forma unor expuneri verbale sau in scris;
- Realizati testele de autoevaluare, fara a apela la raspunsuri. Evaluati raspunsurile si reluati documentarea pe baza manualului si a bibliografiei suplimentare

### TEXTUL CAPITOLULUI

#### 1. Logica abordarii prin comparatia de piata

Abordarea prin comparatie se bazeaza pe un proces logic in care valoarea de piata se obtine prin analiza tranzactiilor cu intreprinderi similare si relevante, compararea acestor intreprinderi cu firma evaluata si, in final, estimarea valorii companiei evaluate prin utilizarea unor chei de conversie (multiplicatori).

Abordarea prin comparatia de piata se bazeaza fundamental pe principiul substitutiei. Acest principiu nu cere ca intreprinderea baza de comparatie sa fie identica ci similara si relevanta:

- *Similar* se refera la natura intreprinderii si cuprinde atat elemente cantitative cat si elemente calitative;
- *Relevant* este un atribut care se refera la dorintele si asteptarile cumparatorului potential si se refera la gradul de risc preluat prin investitia in firma respectiva, lichiditatea investitiei, performantele probabile ale intreprinderii etc.

In aceasta abordare evaluatorul compara subiectul evaluat cu alte intreprinderi similare, cu participatii si actiuni care au fost vandute pe piata. Preturile de tranzactionare sunt analizate prin utilizarea unor unități (elemente) de comparatie adecvate si in multe situatii sunt ajustate corespunzător deosebirilor dintre elementele de comparatie firme comparabile *versus* firma evaluata.

Valoarea rezulta din comparatia cu tranzactii de actiuni la firme similare si relevante

**Elementele de comparatie** reprezinta acele caracteristici ale afacerii/ actiunii evaluate care stau la baza diferentelor de pret de tranzactionare.

Dintre elementele importante in evaluare retinem următoarele:

- *dimensiunea firmei*;
- *data tranzactiilor* – trebuie să fie pe cât posibil recente (aproape de data efectivă a evaluării);
- *motivatia părților* (conditiile de vânzare);
- *pretul* – trebuie exprimat în conditii cash sau echivalent;
- *cantitatea* – pretul variază cu cantitatea tranzactionată (dimensiunea pachetului de actiuni);
- *tipul tranzactiei*.

Rate de valoare/  
evaluare

In mod formal elementele de comparatie se reduc la “rate de valoare/ evaluare” care, de regula, reprezinta rapoarte intre preturile de tranzactionare si indicatori financiari ca: profitul, cifra de afaceri, activul net contabil, cash-flow ul etc. Aceste rate de evaluare trebuie sa fie consistente si comparabile, cerintele explicite referitoare la acestea fiind următoarele:

- ratele de evaluare trebuie sa furnizeze informatii pertinente si de substanta pentru valoarea firmei;
- modul de calcul al ratelor sa fie exact si uniform;
- atunci cand se retin rate medii, perioadele de timp pentru care se calculeaza media trebuie sa fie adecvate ratei si tipului de intreprindere;
- informatiile de pret trebuie sa fie valabile la data evaluarii;
- atunci cand este necesar se vor realiza corectii si ajustari pentru asigurarea comparabilitatii;
- daca se utilizeaza informatii referitoare la tranzactii anterioare cu subiectul proprietatii de evaluat (actiuni ale firmei evaluate) in mod normal sunt necesare corectii datorate trecerii timpului si schimbarii atat in conditiilor mediului economic cat si in performantele si riscurile intreprinderii respective.

Abordarea prin comparatie este convingătoare numai atunci cand sunt disponibile suficiente informatii de piață. Credibilitatea acestei abordari este limitată în cazul modificărilor rapide ale conditiilor pietei sau în cazul intreprinderilor / actiunilor care se vând rar.

Surse de informatii

Sursele de informatii pe care se bazeaza aceasta abordare retin in mod fundamental:

- a) Pietele financiare de valori mobiliare unde sunt tranzactionate participatii pentru intreprinderi similare;
- b) Piata pe care sunt cumparate si vandute intreprinderi in ansamblu lor;
- c) Tranzactii anterioare cu actiuni ale firmei evaluate.

Metoda comparatiei este adecvată atunci când există o piață activă cu un număr suficient de tranzactii care, in cazul unor operatii private, ar putea fi eventual confirmate din surse independente.

Baza de comparatie

Esential pentru abordarea evaluarii prin comparatie o reprezinta asigurarea unei baza de comparatie corespunzatoare. Criterii in functie de care se retin intreprinderile pentru a asigura cerintele "similaritate" si "relevanta" precizate in standardele de evaluare sunt:

- *domeniul de activitate*: firmele comparabile trebuie sa actioneze in acelasi domeniu de activitate si sa se afle sub influenta acelorasi variabile economice (piata de aprovizionare, piata de desfacere etc.);
- *caracteristicile cantitative*: intreprinderile retinute ca baza de comparatie vor avea in principiu dimensiuni similare cu cele ale firmei evaluate (volumul activelor, cifra de afaceri, numarul de salariati etc.);
- *caracteristicile calitative*: intreprinderile comparabile trebuie sa aiba parametrii calitativi (tehnici, economico-financiari etc) apropiati de ai firmei subiect al evaluarii.

Datele generale necesare a fi obtinute sunt:

- denumirea firmei retinute ca baza de comparatie;
- ramura si subramura de activitate;
- structura actionariatului;
- dimensiunea firmei (volumul activelor, capitalurile proprii, cifra de afaceri, numarul de salariati etc.);
- informatii economico-financiare, inclusiv ratele financiare specifice metodei (Price Earning Ratio – PER, Pret/ Activ net, Pret/ Cifra de afaceri etc.);

## **2. Metoda comparatiei cu tranzactii de pachete minoritare (actiuni la firme cotate)**

Aceasta metoda are ca rationament faptul ca tranzactiile realizate pentru proprietati similare ofera o evidenta empirica asupra valorii intreprinderii evaluate. Principalul avantaj provine din faptul ca in mod evident rentabilitatea, riscul si rata de crestere a sectorului au un impact major asupra tuturor firmelor din ramura, iar participantii pe piata financiara tranzactioneaza pachete de actiuni avand cunoscute aceste caracteristici fundamentale ce directioneaza valoarea intreprinderilor.

Criterii de selectare

Principalele criterii retinute pentru a selecta firmele comparabile care au inregistrat tranzactii cu pachete minoritare sunt:

- domeniul de activitate;
- piata pe care opereaza, inclusiv zona geografica;
- produsele oferite pe piata;
- dimensiunea firmei;
- comparabilitatea performantelor financiare istorice.

Procedura de selectare

Pentru a aplica aceasta metoda este importanta intelegerea procedurii de selectare a firmelor baza de comparatie, aceasta implicand parcurgerea urmatorilor pasi:

- a) definirea criteriilor de selectare;
- b) definirea populatiei din care vom selecta intreprinderile;
- c) selectarea tuturor firmelor care indeplinesc criteriile definite;

- d) explicarea, atunci cand este cazul, a masurii de a elimina din analiza firme care indeplinesc criteriile stabilite;

Aplicarea metodologiei de evaluare se bazeaza pe cateva puncte importante:

a) *Conceptul de multiplicatori sau rate de valoare.*

Avand in vedere concomitent informatii furnizate de piata tranzactiilor (preturile de tranzactionare) si variabile financiare fundamentale ale intreprinderilor respective (profit net, cifra de afaceri etc.) putem intelege ca prin suprapunerea celor doua seturi de informatii obtinem indicatori utili si relevanti in evaluarea unei firme. Este logic ca exista o legatura intre valoarea afacerii si profitul net de exemplu. Daca vom analiza raportul pretul actiunii raportat la profitul pe actiune vom obtine un multiplicator care exprima cat platesc investitorii pe o actiune comparativ cu profitul anual adus de acea proprietate.

Multiplicatori uzuali

b) *Multiplicatorii utilizati in estimarea valorii capitalului actionarilor*

Cei mai uzuali multiplicatori utilizati in aceasta situatie sunt:

- Pretul actiunii/ Profitul net pe actiune (PER). Reprezinta cel mai intalnit si recunoscut multiplicator pentru estimarea valorii de piata a unei actiuni.
- Pretul actiunii/ Cash-Flow brut pe actiune. Ia in considerare la numitor, alaturi de profitul net si cheltuielile non-cash (de exemplu amortizarea).
- Pretul actiunii/ Profit brut pe actiune. Este utilizat atunci cand apar niveluri anormale ale ratei de impozitare.
- Pretul actiunii/ Cifra de afaceri pe actiune. Este utilizat pentru evaluarea unor firme care au o baza importanta de clienti (de regula domeniul serviciilor).
- Pretul actiunii/ Activul net contabil pe actiune. Este util doar in cazul in care activele au o valoare contabila relativ apropiata de valoarea de piata si atunci cand nu exista active necorporale cu impact semnificativ asupra valorii firmei.

c) *Multiplicatorii utilizati in estimarea valorii capitalului investit*

Acestia au in vedere restrictia discutata si anume ca numitorul relatiei trebuie sa aiba in vedere venitul disponibil pentru furnizorii de capital iar numaratorul trebuie sa includa valoarea de piata a capitalului investit (de exemplu multiplicatorul "Valoarea de piata a capitalului investit/ Profit inainte de impozit si dobanzi").

d) *Perioada de analiza a multiplicatorilor*

Aceasta trebuie sa fie desigur o perioada apropiata de data evaluarii, optiunile putand avea in vedere: media ultimilor 12 luni, ultimul an fiscal, medie ponderata a ultimilor 3-5 ani (justificat pentru ramurile cu o evolutie ciclica), estimarea pentru anul in curs etc.

e) *Ajustari asupra informatiilor financiare*

Ajustarile au in vedere asigurarea comparabilitatii firmelor selectate cu intreprinderea evaluata, evaluatorul retinand: eliminarea elementelor extraordinare (de exemplu efectul unor greve), ajustarea stocurilor atunci cand

baza de evaluare contabila este diferita, ajustarea imobiliarilor atunci cand politica de amortizare este diferita etc.

*f) Selectarea multiplicatorilor*

Reprezinta o etapa importanta in cadrul acestei metode. Selectarea multiplicatorilor are in vedere adecvarea si relevanta informatiilor dar si respectarea coerentelor de baza implicate (de exemplu in cazul evaluarii capitalului investit se va selecta multiplicatorul “Pretul actiunii/ Profit inainte de impozit si dobanzi pe actiune” si nu raportul “Pretul actiunii/ Profitul net pe actiune”)

*g) Selectarea nivelului multiplicatorului considerat*

Avand la dispozitie un sir de numere ce reprezinta nivelurile multiplicatorului ales pentru toate firmele comparabile selectate, un evaluator are de ales dintr-o multitudine de solutii: media aritmetica, mediana, nivelul maxim sau minim si chiar un nivel situat in afara intervalului de valori generat de multiplicatorii firmelor selectate. Optiunea va fi stabilita in urma analizei comparative a firmei evaluate cu cele din baza de comparatie, analiza ce trebuie sa permita aprecierea diferentelor de risc si de rata de crestere.

**3. Metoda comparatiei cu vanzari de firme necotate (piata de achizitii si fuziuni)**

Spre deosebire de metoda anterioara, in acest caz baza de comparatie o reprezinta tranzactiile cu intreprinderi in ansamblul lor sau tranzactii cu pachete majoritare. O atentie importanta trebuie acordata conditiilor de realizare a tranzactiilor cu firme comparabile deoarece in multe cazuri operatiile de achizitii si fuziuni au alaturi de ingredientul valoare de piata si ingredientul sinergie. De aceea, evaluatorul trebuie sa gandeasca faptul ca in multe asemenea cazuri pretul de tranzactionare reflecta mai degraba valoarea de investitie decat valoarea de piata.

In linii generale se mentin punctele analizate in cadrul metodei comparatiei cu tranzactii de pachete minoritare.

Exemplu:

Se evalueaza un cabinet medical (psihiatrie) care realizeaza o cifra de afaceri anuala de 1.000 mil.lei si detinem informatii privind preturile de tranzactionare a unor cabinete medicale similare. S-a selectat multiplicatorul “Pret / Cifra de afaceri” ca fiind cel mai relevant in aceasta speta.

**Raportul pret/ cifra de afaceri rezultat din tranzactiile cu cabinete medicale**

*Tabelul 5.1.*

<u>Specificatie</u>	<b>Pret/ Cifra de afaceri</b>		
	<b>Redus</b>	<b>Ridicat</b>	<b>Mediu</b>
<b>Specialitatea medicala</b>			
1. Medicina generala	55%	95%	75%
2. Medicina interna	70%	100%	85%
3. Chirurgie	80%	100%	90%
4. Pediatrie	55%	75%	65%
5. Obstretica/ Ginecologie	80%	100%	90%
6. Psihiatrie	65%	85%	75%

Tinand seama de situatia cabinetului evaluat vom opta pentru un nivel mediu al ratei de valoare "Pret/ Cifra de afaceri", respectiv un nivel de 75%, rezultand o valoare estimata a cabinetului medical de 750 mil.lei.

**Venituri anuale realizate de cabinetul 1.000 medical (mil.lei)**

---

Nivelurile ratei Pret / Cifra de afaceri 65% - 85%

Nivelul estimat pentru cabinetul evaluat 75%

**Valoarea de piata estimata 750**

---

**4. Metoda comparatiei cu tranzactii anterioare cu subiectul evaluarii**

Nu trebuie supralicitata aceasta metoda, chiar daca in principiu ea ofera cea mai buna imagine a valorii de piata, in masura in care baza de comparatie o reprezinta tranzactii cu actiuni ale insasi intreprinderii evaluate. Aceasta deoarece in multe situatii conditiile si termenii tranzactiei pot sa ne indeparteze semnificativ de la definitia valorii de piata sau a altui tip de valoare estimat.

In multe situatii metoda solicita evaluatorului capacitatea de a converti derogarile de la definitia valorii de piata (constatate in termenii tranzactiilor anterioare) in corectii valorice, iar acest demers nu este tocmai simplu.

**5. Avantajele si limitele abordarii prin comparatie**

**a. Metoda comparatiei cu tranzactii de pachete minoritare**

Avantaje:

- se bazeaza pe informatii privind tranzactii cu firme din aceeasi ramura;
- asigura posibilitatea de a realiza comparatii credibile cu alte firme datorita multitudinii de informatii publice privind companiile cotate;
- pretul actiunilor firmelor cotate si implicit multiplicatorii de piata sunt disponibili la orice data a evaluarii;
- multi investitori sunt familiari cu acest mod de estimare a valorii;
- este o metoda foarte relevanta atunci cand evaluam firme ce urmeaza sa intre pe piata financiara.

Limite:

- uneori este dificil sa gasesti firme similare si relevante;
- pe piata financiara nu coteaza firme din toate ramurile;
- exista riscul de a utiliza informatii privind tranzactii cu firme din alte ramuri (chiar daca formal o firma activeaza intr-o ramura data, ea poate opera in mai multe sectoare de activitate);



- dificultati in asigurarea comparabilitatii; in multe cazuri firmele cotate sunt mai mari decat intreprinderea evaluata si, in principiu, au un potential de crestere mai ridicat fata de firmele necotate;
- pentru firmele mici, factorii care creaza valoarea pot fi diferiti de cei ai firmelor cotate; la firmele mici sau mijlocii, in multe cazuri, apare o componenta de valoare netransferabila;
- ajustarile pentru caracteristicile firma evaluata *versus* firme cotate pot fi subiect de controverse;

#### b. Metoda comparatiei cu vanzari de firme necotate

##### Avantaje:

- daca evaluam un pachet de control sau intreprinderea in ansamblu, nu mai este necesara aplicarea primei de control;

##### Limite:

- in majoritatea cazurilor operatiile de achizitii si fuziuni includ o gandire strategica, bazata pe sinergia creata in urma achizitiei/fuziunii si nu pot fi un bun indiciu asupra valorii de piata;
- in cele mai multe cazuri in baza de comparatie se vor afla doar cateva tranzactii, avand date diferite de cea a evaluarii;
- exista relativ putine informatii disponibile despre firmele achizitionate sau care au intrat intr-o operatie de fuziune care sa ajute analiza comparabilitatii acestor firme cu intreprinderea evaluata;
- nu vor exista informatii detaliate despre derularea tranzactiei;

#### c. Metoda comparatiei cu tranzactii anterioare cu subiectul evaluarii

##### Avantaje:

- daca este vorba de o tranzactie recenta poate reprezenta cea mai buna evidentiere a valorii pentru ca tranzactia a avut in vedere chiar obiectul evaluarii;
- disponibilitatea unor informatii detaliate si credibile;
- instantele sunt foarte receptive la aceasta metoda.

##### Limite:

- este dificil de stabilit caracteristicile cerute de definitia valorii de piata ("tranzactie echilibrata", "vanzator hotarat – cumparator hotarat" etc.);
- in cazul unui ecart de timp semnificativ intre data tranzactiei si data evaluarii este dificil de realizat ajustarile necesare;
- este posibil ca in contractul ce a stat la baza tranzactiei sa existe clauze care genereaza derogari de la definitia valorii de piata si deci vor fi necesare ajustari semnificative;

## **REZUMATUL CAPITOLULUI**

Scopul acestui capitol îl reprezintă înțelegerea logicii abordării pe baza de venit și a metodelor înscrise în această abordare. Parcurgerea acestui capitol trebuie să ne ofere capacitatea de a alege și aplica în mod corect metodele prezentate în scopul estimării valorii întreprinderii.

## **CUVINTE CHEIE**

Abordare pe baza de venit, Active redundante, Actualizare, Capitalizare, Cash-Flow, Cash-Flow la dispoziția acționarilor (CFNA), Cash-Flow la dispoziția capitalului investit (CFNI), Costul capitalului, Factor de actualizare, Rata de actualizare, Rata rentabilității fără risc, Rata de creștere, Valoare reziduală.

## **BIBLIOGRAFIE SUPLIMENTARĂ**

1. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., “Evaluarea întreprinderii”, Editura Tribuna Economica, București, 2001;
2. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., STAN S., “Ghid practic de evaluare a întreprinderii”, Editura Tribuna Economica, București, 2001;
3. MANATE
4. STAN S., “Evaluarea întreprinderilor necotate”, Ed. Tribuna Economica, București, 2000;
5. STAN S., “Coerente și corelații în evaluarea întreprinderii”, IROVAL, 2001;
6. <http://www.rasdaq.ro>
7. <http://www.bvb.ro>

## **ÎNTREBĂRI RECAPITULATIVE**

1. Care sunt caracteristicile proprietății / activului care constituie baza de referință în abordarea prin comparația de piață ?
2. Care sunt elementele de comparație în această abordare?
3. Ce sunt ratele de valoare/evaluare?
4. Ce condiționează abordarea prin comparația de piață în evaluarea întreprinderii?
5. Ce criterii de selectare a întreprinderilor – bază de comparație sunt reținute în aplicarea metodei comparației cu tranzacții de pachete minoritare?
6. Care sunt cei mai utilizați multiplicatori în estimarea valorii capitalului acționarilor?
7. Care este multiplicatorul utilizat în estimarea valorii capitalului investit?

8. Care este baza de comparație atunci când se aplică metoda comparației cu vânzări de firme necotate?
9. Care este dezavantajul metodei comparației cu tranzacții anterioare cu subiectul evaluării?
10. Ce limite prezintă metoda comparației cu tranzacții de pachete minoritare (firme cotate)?
11. Care sunt limitele metodei comparației cu vânzări de firme necotate?

## **CAP.VI. PRIMA DE CONTROL ȘI DISCOUNTURILE APLICATE ÎN EVALUAREA ÎNTRINDERII**

### **CUPRINS**

1. Logica aplicării primei de control și a discounturilor în evaluarea întreprinderii
2. Pachet de control - pachet minoritar. Prima de control
3. Estimarea discountului pentru lipsa de control
4. Estimarea discountului pentru lipsa de lichiditate
5. Alte discounturi aplicate în evaluarea întreprinderii

### **MOD DE LUCRU**

- Parcurgeți cu atenție conținutul capitolului, al tabelelor, schemelor și formulelor prezentate;
- Localizați în text conceptele și cuvintele cheie;
- Completați informațiile cu date oferite de materialele bibliografice precizate;
- Răspundeți la întrebările recapitulative sub forma unor expuneri verbale sau în scris;
- Realizați testele de autoevaluare, fără a apela la răspunsuri. Evaluați răspunsurile și reluați documentarea pe baza manualului și a bibliografiei suplimentare

#### **1. Logica aplicării primei de control și a discounturilor în evaluarea întreprinderii**

Din prezentarea principiilor de evaluare a întreprinderii am reținut că în majoritatea cazurilor participația de control are o valoare unitară mai mare decât participația minoritară, atunci *când acestea sunt estimate separat*. Deci, în evaluarea întreprinderii, este posibil ca o firmă să valoreze 100 de unități monetare, dar 10% din acțiunile firmei să valoreze mai puțin de 10 unități monetare.

Diferitele metode de evaluare, bazate pe ipoteze specifice, vor genera diferite tipuri de valoare. Din prisma problematicii ajustărilor uzuale care se aplică asupra valorilor rezultate din aplicarea metodelor prezentate, reținem următoarele tipuri de valori ce pot fi estimate de un evaluator:

- a) Valoarea de control pentru un pachet lichid;
- b) Valoarea de control pentru un pachet non-lichid;
- c) Valoarea pentru un pachet minoritar lichid;
- d) Valoarea pentru un pachet minoritar non-lichid;

Rezultă în acest context importanța a doi termeni esențiali:

**Valoarea de control** reprezintă valoarea corespunzătoare a unui pachet de acțiuni care asigură toate drepturile de control asupra întreprinderii;

**Lichiditatea** reprezintă *ușurința de a transforma rapid un activ în bani, cu un cost minim și la un nivel apropiat de valoarea lui de piață.*

Valoarea de control a unei firme poate fi determinată în mod uzual pe baza următoarelor metode:

Metode care permit estimarea unui pachet de control

- Metoda activului net corectat;
- Metoda actualizării fluxurilor de lichidități (DCF);
- Metoda capitalizării profitului net;
- Metoda comparației cu vânzări de firme necotate.

Atunci când estimăm valoarea întreprinderii prin aceste metode vom obține o opinie asupra valorii acțiunii în cadrul unui pachet de control și deci, dacă urmărim estimarea unui pachet minoritar de acțiuni la această întreprindere, va trebui aplicat un discount pentru pachet minoritar.

Metode care permit estimarea unui pachet minoritar

Valoarea unui pachet minoritar se obține de regulă prin următoarele metode:

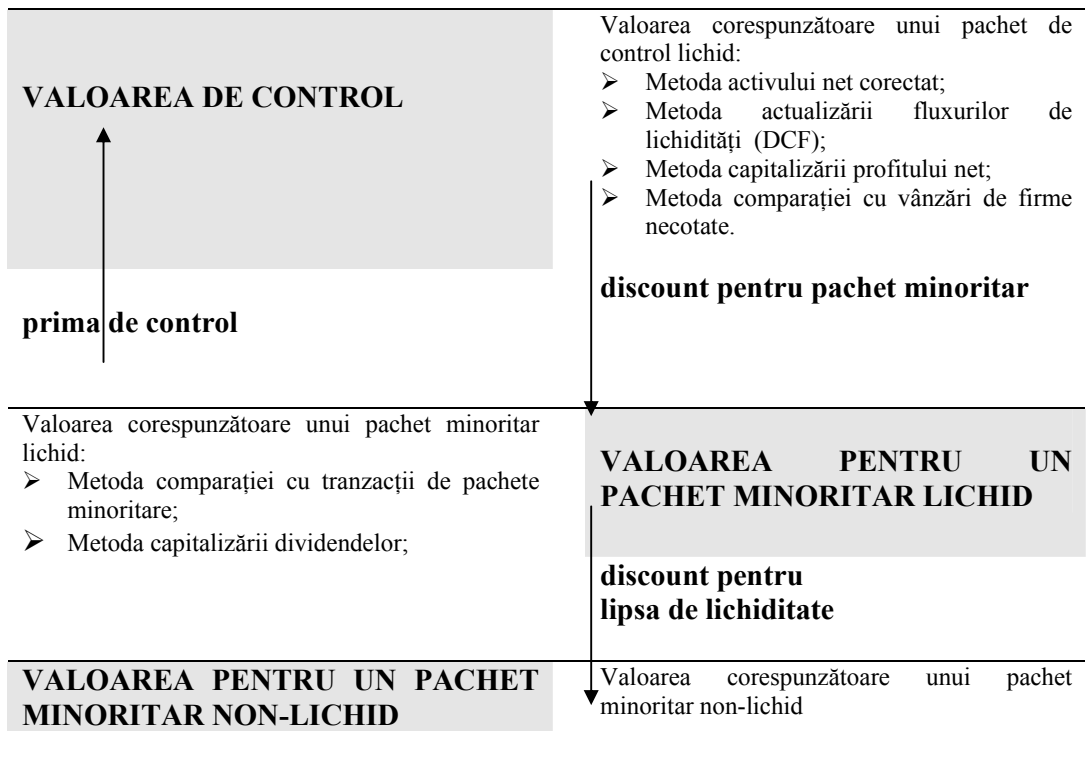
- Metoda comparației cu tranzacții de pachete minoritare;
- Metoda capitalizării dividendelor;

Dacă estimăm valoarea întreprinderii prin aceste metode vom obține o opinie asupra valorii acțiunii în cadrul unui pachet minoritar și deci, dacă urmărim estimarea valorii unui pachet majoritar de acțiuni la această întreprindere, va trebui aplicată o primă de control.

Toate metodele prezentate în cele două situații judecă în mod normal valoarea unei investiții lichide, exceptând cazurile în care, de exemplu, rata de actualizare utilizată în cadrul metodei actualizării fluxurilor de lichidități (DCF) include un risc suplimentar datorat acestei variabile.

Prin urmare, atunci când estimăm o întreprindere ce reprezintă pentru investitor un plasament care nu asigură cerința “lichiditate” vom aplica un discount care să reflecte acest risc suplimentar.

**Relația între discountul pentru pachet minoritar (lipsa de control),  
prima de control și discountul pentru lipsa de lichiditate**



Un evaluator se poate afla în situația:

- a) De a majora valoarea estimată printr-o anumită metodă prin aplicarea unei prime de control;
- b) De a reduce valoarea estimată printr-o anumită metodă prin aplicarea unui discount;

**2. Pachet de control - pachet minoritar. Prima de control.**

În principiu, ne așteptăm ca investitorul ce dorește un pachet de control într-o întreprindere să plătească un preț mai ridicat pe acțiune față de un investitor minoritar. Aceasta se întâmplă deoarece pachetul de control într-o întreprindere asigură o serie de prerogative:

- Numirea managementului;
- Stabilirea modului de control și de remunerare a managementului;
- Stabilirea sau aprobarea politicii și strategiei firmei;
- Realizarea de investiții;
- Vânzarea de active;
- Realizarea de operații de achiziții și fuziuni;
- Lichidarea, dizolvarea, recapitalizarea sau divizarea firmei;
- Vânzarea sau cumpărarea de acțiuni;

- Listarea firmei la bursă;
- Declararea și plata dividendelor;
- Schimbarea articolelor din statutul și contractul de societate.

Deținerea unei proprietăți minoritare într-o firmă nu este o problemă de alb și negru ci mai degrabă o chestiune de nuanță. În mod normal orice proprietate de 50% plus un vot dintr-o întreprindere este definită ca fiind pachet de control operational iar în unele cazuri poate însemna un control complet. Totuși, proprietățile minoritare într-o firmă pot asigura puterea de a bloca unele din prerogativele pachetului de control. Pe de altă parte, atunci când proprietatea unei firme este foarte dispersată este probabil ca un pachet relativ redus (20-30%) să asigure în fapt controlul operațiilor întreprinderii.

Factorii care afectează controlul asupra firmei

Între *factorii care afectează controlul unei întreprinderi* reținem:

- a) Distribuția proprietății asupra firmei;
- b) Situația majorității statutare, dimensiunea pachetului de blocaj a unor decizii importante;
- c) Articole din contractul și statutul firmei;

O analiză efectuată pe economia SUA a evidențiat că mărimea primei de control a fost cuprinsă între 27% și 45%, valoarea mediană a acestei prime, pentru 381 de tranzacții incluse în eșantion în anul 1996 fiind de 27,3%.

### 3. Estimarea discountului pentru lipsa de control

Standardul de evaluare a întreprinderii definește discountul pentru pachet minoritar (lipsa de control) ca fiind :

Discount pentru lipsa de control

*“o sumă sau procent din valoarea integrală a unei participatii în afacere, care reflectă lipsa unora sau a tuturor drepturilor de control”.*

Aplicarea unei asemenea ajustări asupra unei valori determinate printr-o anumită metodă de evaluare implică două probleme esențiale:

- baza de aplicare a discountului pentru lipsa de control este întotdeauna valoarea de control;
- mărimea discountului trebuie să aibă o justificare credibilă.

Estimarea unui pachet minoritar se bazează pe trei metode uzuale.

#### a) Metoda discountului procentual

Este o metodă ce presupune parcurgerea succesivă a patru pași:

- Estimarea valorii pentru 100% din capitalul întreprinderii;
- Calcularea valorii pachetului minoritar înainte de ajustare (prorata);
- Estimarea discountului pentru pachet minoritar;
- Estimarea valorii finale a pachetului minoritar.

Sursele de informatii privind prima de control/ discountul pentru pachet minoritar pot fi:

- Studii privind prima de control/ discountul pentru pachet minoritar. Diferenta intre pretul unei actiuni inainte si dupa o oferta de cumparare reprezinta modalitatea de a “capta” marimea unei asemenea variabile.
- Analiza de catre evaluator a tranzactiilor cu pachete majoritare versus pachete minoritare;

Important de retinut este faptul ca diferenta intre pretul de achizitie si pretul inainte de oferta publica de cumparare poate include o componenta de valoare datorata sinergiei si deci dimensiunea efectiva a discountului trebuie redusa cu aceasta componenta.

Exemplu:

- Valoarea estimata pentru 100% din capitalul intreprinderii este de 1.000.000 de unitati monetare, respectiv 100 u.m./ actiune;
- Valoarea unui pachet minoritar de 10% din capitalul intreprinderii va fi, inainte de ajustare de 10% x 1.000.000 u.m. = 100.000 u.m., de asemenea 100 u.m./ actiune;
- Presupunem ca pretul de piata al unei actiuni la o firma comparabila a fost de 800 u.m./ actiune. Oferta de cumparare a unui pachet majoritar la firma respectiva s-a realizat la pretul de 1.000 u.m./ actiune. Rezulta deci un discount pentru pachet minoritar de 20%:  $(1.000 - 800) / 1.000 = 20\%$ ;
- In aceste conditii valoarea pachetului minoritar de 10% la intreprinderea evaluata va fi de  $100.000 \text{ u.m.} \times (1 - 0,2) = 80.000 \text{ u.m.}$ , respectiv o valoare estimata de 80 u.m./ actiune

b) Metoda comparatiei cu tranzactii de pachete minoritare

Aceasta metoda a fost prezentata in cadrul abordarii prin comparatie. Ea determina obtinerea directa a unei estimari privind valoarea unui pachet minoritar prin intermediul ratelor de valoare (multiplicatorilor) si deci nu mai este necesara aplicarea unui discount pentru lipsa de control.

c) Metoda ajustarii dividendelor capitalizate

Este o metoda ce porneste de la capitalizarea dividendelor pe o perioada data de mentinere a proprietatii. Etapele presupuse de aplicarea acestei metode sunt:

- capitalizarea dividendelor pe o perioada estimata de mentinere a proprietatii;
- ajustarea cu eventuale beneficii suplimentare obtinute de proprietari;
- adaugarea valorii estimate de vanzare a pachetului de actiuni la sfarsitul perioadei de posesie.

#### **4. Estimarea discountul pentru lipsa de lichiditate**

Investitorii prefera desigur activele/proprietatile lichide si vor recunoaste un discount important pentru lipsa acestei caracteristici atunci cand compara de exemplu investitia in actiuni necotate fata de o investitie intr-o firma cotata. Actiunile cotate si obligatiunile detinute pot fi vandute in mod



normal pe pietele secundare in cateva secunde, cu un cost redus al tranzactiei si la un pret foarte apropiat cu cel al ultimei operatii cu acel activ pe piata.

Discount pentru lipsa de lichiditate

O suma sau procent din valoarea integrala a unei participatii in afacere, care reflecta limitele in transformarea rapida, cu un cost minim si la un nivel apropiat de valoarea de piata a acelei investitii .

Surse de informatii

Evaluatorii utilizeaza doua surse de informatii pentru a estima acest discount:

- Comparatii intre tranzactii cu actiuni la firme inchise si tranzactii cu actiuni la firme cotate pe piata financiara.
- Comparatii intre tranzactii cu actiuni la firme inainte de a fi listate si dupa ce au fost listate.

Factori de influenta

Intre factorii care influenteaza marimea discountului pentru lipsa de lichiditate retinem:

- Calitatea si lichiditatea activelor intreprinderii evaluate.
- Dividendele distribuite. Cu cat dividendele distribuite in perioada anterioara sunt mai importante cu atat mai scazut este discountul pentru lipsa de lichiditate
- Perspectivele listarii. Desigur ca in cazul unei firme care urmeaza sa fie listata nu vom considera un risc important de lichiditate a investitiei in acea companie;
- Accesul la informatii. Dificultatile de acces la informatii asupra situatiei si perspectivelor intreprinderii influenteaza direct proportional marimea discountului;
- Alti factori. Aspectele evidentiate de analiza financiara, tipul afacerii, istoricul acesteia pot reprezenta elemente luate in considerare dimensiunii discountului pentru lipsa de lichiditate.

Studiile care au analizat statistic vanzarile de firme necotate pe pietele dezvoltate au evidentiat ca marimea discountului pentru lipsa de lichiditate este invers proportional cu dimensiunea intreprinderilor. Discountul este cuprins in mod uzual intre 25% pentru firmele cu o cifra de afaceri peste 700 mil. USD si de 45% pentru firme mici.

## 5. Alte discounturi aplicate in evaluarea intreprinderii

Alte discounturi aplicabile in evaluarea intreprinderii sunt:

### a) Discountul pentru persoane cheie

In cazul in care intr-o intreprindere plecarea uneia sau mai multor persoane ar genera o pierdere pentru firma, evaluatorul va aplica o reducere corespunzatoare a valorii firmei.

### b) Discountul de blocaj

Conceptul de blocaj este judecat in acest context ca fiind acel pachet de actiuni a carui achizitionare de pe piata ar necesita un timp considerabil pentru a fi

achizitionat fara o modificare sensibila a pretului actiunii. Analiza volumului zilnic de tranzactii acceptat de piata fara o variatie semnificativa a pretului reprezinta cheia estimarii acestui tip de discount.

c) Discountul pentru lipsa de acces la informatii credibile

Lipsa de acces la informatii credibile si relevante pentru investitor (starea firmei, perspectivele acesteia etc.) determina o restrangere sensibila a capacitatii de a gestiona corespunzator investitia, fapt ce implica un discount suplimentar asupra valorii de baza.

d) Discountul pentru actiuni fara drept de vot

Atunci cand o firma a emis si actiuni fara drept de vot, estimarea valorii acestora face necesara considerarea unui discount suplimentar care sa cuantifice acest dezavantaj. De regula nu exista o diferenta semnificativa de valoare intre o actiune intr-un pachet foarte mic si actiunile fara drept de vot, iar modalitatea de estimare a acestui discount poate porni de la acest aspect.

## **REZUMATUL CAPITOLULUI**

Scopul acestui capitol il reprezinta intelegerea ajustarilor specifice aplicate in evaluarea intreprinderii in vederea rezolvarii unor spete practice. Parcurgerea acestui capitol ofera cunostintele minime pentru realizarea etapei de reconciliere in cadrul procesului de evaluare precum si solutionarea unor cazuri concrete de misiuni ale evaluatorului.

Necesitatea unor ajustari ale valorii de baza porneste de la cele patru tipuri de valori ce pot fi estimate din punct de vedere tehnic:

- Valoarea de control pentru un pachet lichid;
- Valoarea de control pentru un pachet non-lichid;
- Valoarea pentru un pachet minoritar lichid;
- Valoarea pentru un pachet minoritar non-lichid;

Sunt doi termeni esentiali care trebuiesc retinuti de catre evaluator: valoarea de control si lichiditatea.

Intelegerea corecta a acestor aspecte permite aplicarea corecta a ajustarilor specifice:

- Prima de control
- Discount pentru lipsa de control
- Discount pentru lipsa de lichiditate

Evaluatorul poate retine si alte tipuri de discounturi posibile: discount pentru persoane cheie, discount de blocaj, discount pentru lipsa de acces la informatii credibile, discount pentru actiuni fara drept de vot.

## **CUVINTE CHEIE**

Discount, Discount pentru lipsa de control, Discount pentru lipsa de lichiditate, Lichiditate, Prima de control, Pachet minoritar, Valoare de control.

## **BIBLIOGRAFIE SUPLIMENTARA**

8. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., “Evaluarea întreprinderii”, Editura Tribuna Economica, Bucuresti, 2001;
9. ISFANESCU A., ROBU V., ANGHEL I., STAN S., “Ghid practic de evaluare a întreprinderii”, Editura Tribuna Economica, Bucuresti, 2001;
10. STAN S., “Evaluarea întreprinderilor necotate”, Ed.Tribuna Economica, Bucuresti, 2000;
11. STAN S., “ Coerente si corelatii in evaluarea întreprinderii”, IROVAL, 2001;
12. <http://www.bvb.ro>
13. <http://www.rasd.ro>

## **ÎNTREBĂRI RECAPITULATIVE**

1. Care este principiul de evaluare a întreprinderii care stă la baza aplicării primei de control și a discounturilor în calculul valorii finale pentru o proprietate?
2. Ce reprezintă valoarea de control?
3. Care sunt metodele de evaluare ce permit determinarea valorii de control pentru o întreprindere?
4. Care este valoarea care reprezintă baza de aplicare a discountului pentru lipsa de control?
5. În ce constă estimarea valorii unui pachet minoritar prin metoda discountului procentual?
6. Ce reprezintă discountul pentru lipsa de lichiditate?
7. Ce factori influențează mărimea discountului pentru lipsa de lichiditate?
8. Ce alte discounturi pot fi aplicate în evaluarea întreprinderii?
9. Care sunt condițiile în care se aplică un discount pentru persoane cheie?