

**UNIVERSITATEA DE STUDII EUROPENE DIN MOLDOVA
FACULTATEA DE ȘTIINTE ECONOMICE**

**Evaluarea Activității Economico Financiare
Suport de curs**

Pentru studenții –masteranzi
Specializarea Economie și administrarea afacerilor
Administrarea financiar-bancară

Recomandat de titularul de curs
Lupu Constantin

Aprobat la Comisia de calitate a Facultății Științe economice

Chișinău 2017

Tema nr. 1

CONCEPTELE FUNDAMENTALE ALE EVALUĂRII SITUAȚIILE CARE IMPUN EVALUAREA ÎNȚREPRINDERII

1.1. Valoarea întreprinderii și evaluarea

În teoria și practica evaluării, întreprinderea este considerată un bun cu caracteristici specifice, care însă se tranzacționează ca orice bun comercial. Specificitatea întreprinderii constă în aceea că produce bunuri și/sau servicii, funcționează pe baza unui statut juridic și ocupă un loc privilegiat de concretizare a relațiilor economice și sociale.

Evaluarea privește întreprinderea ca obiect de schimb între un cumpărător dispus să cumpere și un vânzător dispus să vândă, eventual în cadrul unei piețe organizate (bursa de acțiuni), ambii parteneri ai tranzacției fiind animați numai de motivații economice. Prețul la care se va face o asemenea tranzacție nu poate depinde decât de capacitatea întreprinderii de a produce diverse bunuri și/sau servicii din a căror comercializare se va obține un profit.

Evaluarea poate viza o întreprindere aflată în oricare dintre perioadele ciclului ei de viață, de la stadiul de proiect și până la lichidare. În general însă, evaluarea intervine cu ocazia transferării dreptului de proprietate asupra unei întreprinderi aflate în funcțiune. Aceasta prezintă un patrimoniu rezultat de pe urma trecutului ei, dar justifică, în principiu, și un viitor, prin capacitatea ei de a genera profit.

Nu orice tranzacție de transfer de proprietate privește întreaga întreprindere, ci poate viza numai o parte a acesteia (o uzină, o fabrică, o secție, un atelier, anumite active). În această situație, evaluarea poate fi făcută numai dacă partea din întreprindere supusă evaluării poate fi identificată, individualizată și izolată de restul întreprinderii, ca o diviziune unitară și independentă de activitate.

Conceptul de evaluare este utilizat în înțelesul său de activitate profesionistă (cunoștințe și experiență), prin care se contribuie la determinarea valorii de schimb (comerciale sau economice) a întreprinderii, ținând cont de trăsăturile ei interne și de relațiile ei externe, examinate concomitent la data evaluării și în raport cu mediul economic și financiar în care funcționează.

Evaluarea nu trebuie considerată calea care duce la fixarea prețului, ci numai activitatea care contribuie la delimitarea domeniului de negociere între vânzător și cumpărător. Acest aspect va deveni evident dacă se pleacă de la diferența dintre valoare și preț.

Prețul unei întreprinderi este un fapt obiectiv, ce rezultă dintr-o tranzacție efectuată în momentul confruntării ofertei cu cererea. Prețul integrează ansamblul de considerații obiective și subiective avansate de vânzător și cumpărător în cursul negocierii. Prețul reflectă un schimb real, prin care valoarea se transformă în preț, ca rezultat al confruntării între o ofertă și o cerere reale.

Valoarea poate să existe fără schimb. Ea are la bază o apreciere fondată pe conceptele de utilitate și oportunitate, apreciere efectuată de investitori/evaluatori în raport cu alte bunuri disponibile. Evaluatorul poate interveni înaintea negocierii și, ca urmare, va fi interesat numai de valoare. Evaluatorul argumentează apriori (sau dinainte) condițiile unei posibile tranzacții, contribuția sa constând în a explica factorii unui compromis rațional între oferta și cererea care se referă la întreprinderea evaluată.

Prețul rezultat din tranzacția efectivă poate să difere de valoarea determinată prin evaluare, întrucât în cursul negocierilor pot fi luați în considerație și alți factori necuantificabili, cum ar fi: considerente strategice de concurență, climatul negocierilor și abilitățile protagoniștilor negocierii, dorința de a cumpăra și/sau de a vinde.

1.2. Categoriile de valoare asociate întreprinderii

Ca obiect al evaluării, întreprinderea poate fi privită atât din punct de vedere al patrimoniului său (valoare patrimonială), cât și din punct de vedere al capacității sale de a genera profituri într-o funcționare viitoare (valoare prin flux). Indiferent însă de substanța și reperul aprecierii valorii întreprinderii, aceasta poate fi tranzacționată pe o piață specifică, fiindu-i caracteristică și o valoare de piață.

Valoarea de piață

Într-o economie de piață liberă, întreprinderea are valoare și preț, ca oricare alt bun sau serviciu. Atunci când există o piață organizată a întreprinderilor (bursa de acțiuni), care va impune un preț

cumpărătorului și vânzătorului, fie direct, fie prin reglementările în vigoare, valoarea și prețul întreprinderii se apropie până la a se confunda.

Piața bursieră (a tranzacționării acțiunilor) afectează o cotă parte limitată din acțiunile reprezentative pentru valoarea întreprinderii. Tranzacția acțiunilor la bursă va afecta, potrivit legii cererii și ofertei, cursul acțiunilor. Frecvența mare a tranzacțiilor va reduce impactul acestora și va conduce la o stare de echilibru, prin numărul ridicat de oferte și cereri exprimate. Când valoarea și prețul se confruntă pe piața bursieră și se apropie până la a se confunda, nu mai este necesară intervenția evaluatorului, cotația acțiunilor la bursă fiind expresia valorii de piață a întreprinderii. Sunt însă și excepții, când evaluatorul trebuie să intervină, chiar pentru întreprinderile cotate la bursă, cum este cazul în care bursa nu își mai îndeplinește rolul, când volumul tranzacțiilor cu titluri de valoare (acțiunile întreprinderii) este insuficient sau când este cesionat pachetul de control (în această situație intervine o negociere specifică, cu influențe asupra echilibrului general al pieței și, implicit, asupra cursului acțiunilor la bursă). Pe scurt, valoarea de piață a întreprinderii este reflectată de prețul acțiunilor ei la bursă, preț care se formează prin așa-numitele cotații.

În general, piața bursieră îi permite evaluatorului să dispună de elemente de referință suficiente pentru a aprecia valoarea întreprinderii, fie în vederea unor opțiuni de gestiune a portofoliilor de investiții financiare, fie pentru a determina variabilele și parametrii folosiți în evaluare (ratele dobânzii, ratele de dividend, ratele de profit etc.). Asemenea date capătă o semnificație sau alta, în funcție de criteriile utilizate la evaluarea investițiilor preconizate.

Cu toate că, la nivel național, există o piață bursieră funcțională, pentru multe întreprinderi, bursa nu își îndeplinește rolul (aceste întreprinderi nu sunt cotate la bursă). În aceste condiții, cea mai mare parte a tranzacțiilor care vizează transferul controlului asupra proprietății (privatizarea, vânzarea de active, scindarea sau fuzionarea de întreprinderi) au la bază valorile stabilite prin evaluare, de către experți în evaluare.

Valoarea rezultată din procesul de evaluare, numită și valoare obiectivă, se constituie ca punct de pornire al negocierii unei tranzacții. Protagonistii negocierilor, de regulă, supraapreciază unele elemente care dau valoarea întreprinderii, în timp ce le subapreciază pe altele. Pentru a înțelege principalele elemente care dau valoarea întreprinderii este bine să se pornească de la conceptul de valoare economică sau comercială, în forma consacrată de teoria și practica economică a țărilor cu economie de piață liberă, concept aplicabil și întreprinderii, ca bun de o formă specială destinat schimbului. Valoarea, în sens economic sau comercial, este valoarea prezentă (actualizată) a tuturor profiturilor viitoare care se vor obține prin deținerea unei anumite proprietăți (activ fix, titlu de valoare, pământ, întreprindere etc.). Din păcate, această definiție excelentă este dificil de aplicat în practică deoarece rar se pot determina profiturile, cu mult în avans și pe perioade viitoare îndepărtate. Totodată, intervine și arbitrarul introdus de alegerea unei anumite rate de actualizare. Ca urmare, este nevoie să se recurgă la alți indicatori ai valorii, parte dintre aceștia fiind derivații ale definiției anterioare.

Cel mai frecvent indicator al valorii întâlnit în practică este valoarea de piață. Valoarea de piață, în înțelesul ei general și nu în cel specific, de valoare de piață a întreprinderii, este ceea ce va fi plătit de un cumpărător care vrea să cumpere unui vânzător care vrea să vândă, pentru o proprietate (în sensul ei general), tranzacție în care fiecare are avantaje egale și nimic nu constrânge părțile să cumpere sau să vândă. Cumpărătorul este dispus să plătească prețul pieței deoarece este convins că acesta aproximează valoarea prezentă a ceea ce el va obține prin deținerea proprietății (pentru o anumită rată a revenirii la capital sau a profitului considerată), în timp ce vânzătorul consideră că profiturile viitoare pe care le-ar fi obținut nevândând proprietatea sunt suficient de apropiate de prețul pieței.

Schematizarea tacticii negocierii tranzacției de vânzare-cumpărare a unei întreprinderi arată că dacă una din părți caută să evalueze viitorul întreprinderii, cealaltă va pune în evidență slăbiciunile ei din trecut. Într-o asemenea viziune, valoarea de piață a întreprinderii (prețul la care va fi tranzacționată) rezultă dintr-o ponderare între valoarea patrimonială și valoarea prin care sunt reflectate profiturile viitoare sperate.

Valoarea patrimonială

Valoarea patrimonială sau de inventar este valoarea rezultată din ansamblul deciziilor, acțiunilor și rezultatelor anterioare ale întreprinderii, reflectate prin elementele contabilizate ale acesteia. În momentul tranzacției, întreprinderea posedă un patrimoniu care se reflectă, mai mult sau mai puțin exact, în documentele ei financiar-contabile și, în primul rând, în bilanțul ei contabil.

Bilanțul cuprinde posturile contabile într-o formă care să permită o găsim ușoară a diferențelor față de valorile lor economice (ținând cont de regulile evaluării economice și de regulile de înregistrare contabilă).

Patrimoniul reprezintă ansamblul activelor pe care întreprinderea le-a achiziționat în cursul activității ei anterioare și care subzistă la data evaluării, nefăcându-se abstracție de datoriile existente la acea dată. Valoarea patrimonială se stabilește pornind de la operațiile de inventariere a activelor și pasivelor întreprinderii. Inventarierea va consta din identificare, numărare, cântărire, măsurare etc. și va fi urmată de evaluarea tuturor elementelor patrimoniale inventariate. Aceste operațiuni se fac atât pentru a confirma valorile contabile cât și pentru a reevalua unele active, mai ales cele de natura imobilizărilor, care figurează în conturi la valorile lor istorice. Totodată, pentru a stabili toate elementele unei tranzacții globale, vor fi inventariate și reevaluate și bunurile în afara exploatării.

Practica evaluării întreprinderii prin valoarea patrimonială se utilizează atunci când fondul comercial sau valoarea de good-will se vinde separat.

Valoarea patrimoniului mai poate fi stabilită și pe baza valorilor de disponibilizare (în cazul lichidării întreprinderii). Într-o asemenea situație, evaluarea prin valori de disponibilizare este singura utilizabilă la vânzarea de active și pentru compensarea datoriilor față de creditori. În asemenea cazuri, valoarea patrimoniului este corectată în minus pentru că întreprinderea dispăre ca sistem de producție și ca structură, iar bunurile sale sunt disponibilizate, dispersate și lăsate la voia licitatorilor. Prin aceasta, valoarea care a rezultat din eforturile anterioare de a crea un sistem de producție, dispăre.

Valoarea patrimonială rămâne o componentă a valorii globale a întreprinderii în cazul în care aceasta își va continua activitatea. În acest caz, valoarea patrimonială se numește valoare de activ net. Conceptul de valoare de activ net se referă la o situație netă statică a unei întreprinderi, la un moment dat, și face abstracție atât de trecut, cât și de viitor, adică atât de condițiile în care s-a constituit patrimoniul pe parcursul activității desfășurate, cât și de profiturile și riscurile de pierderi care ar putea să apară în viitor.

Valoarea financiară prin flux

Cumpărătorul, potrivit conceptului de valoare economică sau comercială, achiziționează întreprinderea în speranța că va obține profituri distribuite în viitor, pe termen mediu sau lung, și eventual un câștig, sub forma unei valori realizabile prin revânzarea întreprinderii la o dată viitoare.

Conceptul de valoare economică este de natură să lămurească relația între componentele principale ale valorii unei întreprinderi și prețul plătit de cumpărător. Dacă prețul plătit de cumpărător este exact egal cu valoarea activului net, înseamnă că el, cumpărătorul, speră să obțină un flux de câștiguri viitoare (profituri și revânzarea proprietății după un anumit număr de ani) actualizate cu o rată egală cu a unui plasament alternativ pe care l-ar putea prefera cumpărării întreprinderii, plasament egal ca valoare cu prețul plătit pentru întreprindere. Dacă pentru cumpărarea întreprinderii, cumpărătorul este dispus să plătească un preț mai mare decât activul net al acesteia, înseamnă că, de fapt, el speră că fluxurile de numerar actualizate ale câștigurilor viitoare vor fi mai mari decât cele ale unui plasament egal cu valoarea activului net. Dacă pentru cumpărare, cumpărătorul nu este dispus să plătească nici măcar valoarea activului net, înseamnă că el nu speră la fluxuri actualizate de câștiguri la nivelul celor pe care le-ar asigura un plasament alternativ imediat preferabil.

Din asemenea raționamente ale investitorilor s-a născut conceptul de valoare financiară prin flux.

Valoarea financiară constituie elementul de referință pentru gestiunea portofoliilor de titluri de valoare cotate la bursă (acțiuni și obligațiuni). Pentru investitorii financiari și profesioniștii acestui domeniu, actul de cumpărare sau de vânzare a unui titlu de valoare, act bazat pe o analiză financiară a întreprinderii, implică un raționament asupra randamentului acesteia (dividende oferite) și asupra cursului de revânzare. În acest scop, se recurge la o ordonare sau la un arbitraj în raport cu alte titluri disponibile, titluri care pot fi acțiuni ale altei întreprinderi sau plasamente pur financiare (obligațiuni cu diferite nivele de risc, depozite cu dobândă etc.).

Valoarea financiară rezultă dintr-o viziune globală externă asupra întreprinderii și din tranzacțiile cu titluri de valoare, tranzacții care au loc fără intenția de a modifica gestiunea întreprinderii și de a prelua controlul asupra acesteia. Analizele desfășurate pentru determinarea valorii financiare sunt efectuate, în general, pe baza documentelor publicate de întreprindere în mod obligatoriu (bilanț contabil), care se dovedesc insuficiente însă pentru a cunoaște evoluția întreprinderii și perspectivele ei.

În situațiile cele mai obișnuite care impun o evaluare (titluri de valoare necotate la bursă, cesiunea pachetului de control, preluarea de către un nou grup de acționari), valoarea financiară prezintă anumite limite și devine inacceptabilă pentru a negocia o tranzacție. Cauza constă, pe de o parte, în tratarea întreprinderii doar din punctul de vedere al plasamentului financiar și, pe de altă parte, într-o

apreciere făcută pe baza unor informații analitice adesea insuficiente. De aceea, în situațiile menționate trebuie utilizată o altă noțiune, așa-numita valoare economică prin flux.

Valoarea economică prin flux

Valoarea economică prin flux este tot o valoare prin fluxuri viitoare de câștiguri, dar acestea sunt evaluate prin analiza posibilităților viitoare de dezvoltare a întreprinderii, adică profitabilitatea și perspectivele întreprinderii au la bază cunoașterea structurii acesteia și a principalelor ei caracteristici. Pentru stabilirea valorii economice, evaluatorul procedează la un diagnostic general al întreprinderii, ocazie cu care se stabilesc plusurile și minusurile de valoare față de valorile contabile ale patrimoniului și se apreciază factorii de risc și factorii de succes de care se va ține cont în evaluarea rezultatelor prognozate și în capitalizarea acestora.

În acest caz, întreprinderea este considerată un proiect economic, valoarea ei economică constituind o confirmare asupra gradului de stăpânire a activității desfășurate și a fiabilității opțiunilor strategice de dezvoltare, reflectate prin rezultatele financiare prognozate.

În esență, valoarea economică reflectă o înțelegere mai completă a acțiunilor și structurilor întreprinderii, de data aceasta nu de pe poziția unui investitor financiar extern, ci de pe poziția unui nou proprietar (cumpărătorul devenit proprietar) sau a unui nou acționar, aflat în situația de a se ocupa de viitorul întreprinderii. În măsura în care valoarea economică a întreprinderii înglobează, în mod necesar, celelalte concepte de valoare, ea se constituie ca obiect de studiu al problematicilor care vizează evaluarea întreprinderii.

Rolul evaluatorului în determinarea unei valori corespunzătoare a întreprinderii constă tocmai în a argumenta o evaluare combinată, intermediară celor două viziuni extreme: viziunea evaluării patrimoniale (rezultată din elementele contabilizate) și viziunea evaluării activității viitoare (exprimată ca valoare prin flux). Concepția dublă a valorii întreprinderii, de patrimoniu și de randament, stă la baza modelelor de evaluare care vor fi dezvoltate în capitolele viitoare.

1.3. Structura valorii întreprinderii

Structura valorii întreprinderii poate fi înțeleasă doar dacă se pornește de la concepția duală, potrivit căreia, pe de o parte, întreprinderea constă într-un patrimoniu care poate fi privit ca o "sumă" de bunuri, mijloace, drepturi și obligații, iar, pe de altă parte, reprezintă un sistem funcțional, capabil să genereze anumite rezultate economice.

Valoarea elementelor corporale

Ca rezultat al întregii sale activități anterioare, la un moment dat, întreprinderea ajunge să dețină în proprietate un ansamblu de bunuri de natură corporală sau tangibilă (terenuri, clădiri, construcții, mașini, utilaje, echipamente, instalații, dispozitive, aparate, mobilier, unelte, scule, materii prime, materiale, produse finite, semifabricate). De fapt, toate bunurile corporale, proprietate a întreprinderii, sunt cuprinse în inventarul acesteia. Fiecărui dintre aceste bunuri, în funcție de situația sa concretă (necesar exploatării sau în afara exploatării), îi poate fi atașată o anumită valoare (de utilitate sau de piață). Aceste valori parțiale pot fi agregate, obținându-se astfel o imagine a valorii elementelor corporale necesare exploatării și a celor în afara exploatării. Elementele de natură corporală constituie esența valorii patrimoniale a întreprinderii.

Valoarea elementelor necorporale

Așa cum s-a subliniat anterior, valoarea finală sau prețul întreprinderii diferă de valoarea bunurilor corporale, așa cum subzistă acestea în inventar. Aceasta înseamnă că valorii patrimoniale trebuie să îi fie asociată și o apreciere a elementelor necorporale (intangibile). Într-o primă accepțiune, valoarea elementelor necorporale a fost sintetizată în noțiunea de fond comercial, iar mai recent, într-o noțiune mai cuprinzătoare, și anume valoarea de good-will.

În accepțiunea lui inițială, termenul de fond comercial era legat de comerțul cu amănuntul și se referea la două genuri de elemente necorporale: bunul nume (marca, renumele, notorietatea) și clientela (vadul comercial), adică speranța de continuitate a activității.

În comerțul cu amănuntul, practica și regulile fiscale nu impun constrângeri și reglementări contabile care să permită izolarea contribuției elementelor necorporale la rezultatele întreprinderii. Din acest motiv se recurge la o valorizare globală a elementelor necorporale, bazată, în general, pe cifra de afaceri.

În țările cu experiență îndelungată în practicarea economiei de piață au avut loc numeroase tranzacții în care s-a procedat la cotații ale fondului comercial. Dezvoltarea unor piețe ale fondului comercial, cu un sistem de cotații bazat pe cifra de afaceri și diferențiat pe sectoare de activitate, permite evaluarea separată a fondului comercial. Cu alte cuvinte, fondul comercial este legat în mod direct, în accepțiunea prezentată, de clientelă, clientelă care poate fi, la rândul ei, apreciată, mai ales, pe baza cifrei de afaceri.

În evaluare, noțiunea de fond comercial a fost înlocuită cu noțiunea de valoare de good-will, noțiune cu un conținut îmbogățit și, prin aceasta, generalizabilă la întreprinderi importante, din orice sector de activitate economică.

În această noțiune nouă se consideră ca elemente necorporale, pe lângă notorietate și clientelă, brevetele de invenții, fondul de know-how, calitatea organizării, a managementului, a resurselor umane, a rețelelor de distribuție ș.a. Acest ansamblu variat de factori își aduce contribuția la rezultatele întreprinderii, dar inventarierea și valorizarea lor individuală este dificilă. Contribuția lor la profit este, de asemenea, greu de estimat, prin aceasta evaluarea întreprinderii adăugându-și o dimensiune calitativă și crescând în dificultate. Aproape întotdeauna elementele necorporale trebuie evaluate indirect și în mod global. Sunt și excepții, când unele elemente necorporale pot fi evaluate individual. Este cazul, de exemplu, al brevetelor de invenție.

Valoarea elementelor necorporale poate fi definită, în ultimă instanță, ca diferență între valoarea activului net și valoarea financiară sau economică prin flux a întreprinderii. De asemenea, valoarea elementelor necorporale mai poate fi definită și ca o capitalizare a unei cote-părți din profit. Această cotă este desemnată prin expresia de rată de good-will sau rată de supraprofit.

1.4. Relația fundamentală a valorii întreprinderii

Cele expuse anterior se pot rezuma sub forma relației fundamentale a valorii întreprinderii, scrisă într-o formă generală și o formă specifică. Toate lucrările de evaluare și modelele de stabilire a valorii întreprinderii gravitează în jurul acestei relații fundamentale. Forma generală a relației valorii întreprinderii este

$$[\text{valoarea întreprinderii}] = [\text{valoarea elementelor corporale}] + \\ + [\text{valoarea elementelor necorporale}]$$

Relația reflectă natura complexă a întreprinderii, în calitatea ei de bun economic. În această calitate, întreprinderea este un patrimoniu pe care îl putem percepe în mod tangibil (elemente corporale), dar în același timp este și un ansamblu, un sistem constituit într-o anumită perioadă de timp, motiv pentru care valoarea acestuia poate include și elemente necorporale (intangibile), indispensabile funcționării întreprinderii și desemnate prin valoarea fondului comercial sau valoarea de good-will.

Ecuția particulară a valorii întreprinderii presupune, pe de o parte, o explicitare a celor doi termeni, prin valoarea patrimonială pentru elementele corporale și valoarea prin flux pentru elementele necorporale, iar pe de altă parte, o partajare între cele două componente de valoare.

A doua formă a ecuației valorii este strict echivalentă cu prima, dar abordează valoarea în funcție de metoda de calcul, adică valoarea întreprinderii se obține prin determinarea situației prezente, sub forma valorii patrimoniului, dar ținând cont și de rezultatele viitoare, estimate pe baza unor raționamente și proiecții asupra funcționării întreprinderii. Ecuția particulară a valorii întreprinderii are forma

$$[\text{valoarea întreprinderii}] = (k)[\text{valoarea patrimonială}] + \\ + (1-k)[\text{valoarea prin flux}]$$

Factorul k asigură ponderarea necesară partajării între valoarea prezentă și valoarea viitoare. În funcție de metodele de evaluare utilizate, într-o formă sau alta, direct sau indirect, această ponderare reflectă raționamentele și arbitrajul realizat de evaluator. Valoarea lui k va oscila între 0 și 1, situații în care se ajunge la cazurile extreme: exprimarea valorii întreprinderii numai ca o valoare prin flux ($k = 0$) sau numai ca o valoare patrimonială ($k = 1$). Prin mărimea atribuită lui k , se realizează, de fapt, împărțirea sau partajarea valorii fondului comercial sau a valorii de good-will între cumpărătorul și vânzătorul întreprinderii.

1.5. Conceptele fundamentale de valoare utilizate în evaluări

Multitudinea de situații în care poate interveni evaluarea întreprinderii presupune, din partea evaluatorului, cunoașterea conținutului și capacitatea de utilizare a mai multor concepte fundamentale de valoare. În asemenea circumstanțe, conceptele de valoare folosite în evaluări vor fi dezvoltate cu luarea în considerație a următoarelor trei aspecte fundamentale. În primul rând, în funcție de obiectul evaluării, unele concepte de valoare sunt aplicabile diferit sau chiar inaplicabile. În al doilea rând, fiecare concept de valoare presupune o metodă practică de cuantificare a valorii și anumite cerințe de aplicare. În al treilea rând, în literatura de specialitate există un număr impresionant de mare de concepte de valoare cu care operează evaluatorii, contabilii, managerii și alți specialiști.

Valoarea economică (comercială)

Conceptul de valoare economică este legat de capacitatea unui activ sau a unui drept de a asigura deținătorului său o sursă de fluxuri de numerar, după plata impozitelor. Aceste fluxuri de numerar pot îmbrăca forma unor câștiguri sau plăți contractuale sau a unei lichidări parțiale sau totale, la un anumit moment viitor.

Valoarea economică este un concept comercial. Valoarea economică a oricărui bun este definită drept suma de bani pe care un cumpărător este dispus să o plătească acum în schimbul fluxurilor viitoare de numerar pe care posesia bunului le va aduce. Valoarea economică este, de asemenea, un concept orientat spre viitor. Această orientare este determinată prin considerarea în evaluare a fluxurilor potențiale viitoare de numerar, inclusiv a celor realizabile prin disponibilizarea bunului însuși.

Valoarea economică fundamentează alte câteva concepte comune de valoare, dat fiind că este bazată pe o tranzacție care este destul de naturală pentru procesul investirii fondurilor.

Calculul valorii economice nu este lipsit însă de dificultăți practice. Astfel, pentru determinarea echivalentei unei sume cheltuite sau încasate la momente de timp diferite trebuie să se aleagă o rată de actualizare reprezentativă, care se va aplica fluxurilor de numerar pozitive și negative. De asemenea, este necesară o evaluare a riscului, atât în ceea ce privește repartitia în timp și mărimea fluxurilor de numerar, cât și în ceea ce privește stabilirea ratei normale de revenire. Cu alte cuvinte, valoarea economică nu este o valoare absolută, ci un criteriu bazat pe evaluarea riscului relativ al așteptărilor viitoare. În fapt, valoarea economică este strâns legată de preferințele individuale privind riscul.

Valoarea de piață

Valoarea de piață este valoarea atribuită unui activ atunci când acesta este comercializat pe o piață organizată sau între parteneri privați, într-o tranzacție lipsită de constrângeri (schimbul titlurilor de valoare și al mărfurilor la bursele de valori și de mărfuri sunt exemple de tranzacții care au loc pe piețe organizate). De asemenea, nu există nimic absolut în valoarea de piață. În schimb, aceasta reprezintă consensul momentan pentru două sau mai multe părți (parteneri). Într-un anumit sens, părțile unei tranzacții pun de acord evaluările lor individuale privind valoarea economică a activului în suficientă măsură pentru a ajunge la consens. Valoarea de piață poate fi, prin urmare, în orice moment, subiect al preferințelor sau chiar capriciilor indivizilor implicați, climatului psihologic prevalent (comun) pe o piață organizată, schimbărilor economice, dezvoltărilor ramurii, condițiilor politice. De asemenea, volumele curente ale tranzacțiilor cu active sau titluri de valoare influențează valoarea acordată acestora de cumpărători și vânzători.

În ciuda variabilității potențiale, valoare de piață este, în general, privită ca un criteriu rezonabil de utilizat pentru a estima valoarea din bilanț a activelor sau obligațiilor. Este, de asemenea, utilizată în analiza investițiilor de capital, sub forma valorilor viitoare realizabile la încheierea duratei de viață economică a proiectului.

Și în cazul valorii de piață, ca și în cazul valorii economice, există probleme practice asociate determinării ei. Valoarea "adevărată" de piață de găsește numai prin angajarea reală într-o tranzacție. Ca urmare, exceptând cazul în care activul este realmente comercializat, orice valoare de piață atribuită este pur și simplu o estimare. Chiar și în cazul în care există cotații de piață la dispoziție, anumite raționamente trebuie făcute. De exemplu, pentru popularele pachete de acțiuni comercializate la marile burse, care au o extinsă cotație a prețurilor de piață, există totuși frecvente fluctuații de preț, chiar și în limitele tranzacțiilor zilei. În consecință, valoarea de piață, bazată pe mai multe tranzacții similare, poate fi fixată numai într-un anumit domeniu care, în schimb, este legat de condițiile comerciale ale zilei, săptămânii sau lunii. Pentru activele care nu sunt comercializate frecvent, estimarea unei valori realiste a tranzacției poate deveni chiar mai dificilă.

Valoarea din evidență

Valoarea din evidență a unui activ sau obligații este valoarea înregistrată în documentele contabile, în conformitate cu principiile general acceptate ale contabilității oficiale.

Deoarece valoarea din evidență este ținută în mod consistent pentru scopuri contabile, aceasta este o valoare istorică, care la un moment dat poate că a reprezentat, pentru întreprindere, valoarea economică a activelor considerate, dar trecerea timpului și schimbările condițiilor economice au deteriorat progresiv această concordanță.

Asupra valorilor din evidență se va reveni într-un capitol viitor, atunci când se va aborda problema evaluării patrimoniului în contabilitate.

Valoarea de salvare (de disponibilizare)

Valoarea de salvare este caracteristică activelor folosite, cu o anumită uzură, pentru care există piețe secundare ("de mâna a doua"). Pe asemenea piețe sunt vândute, în general, fie activele care au ajuns în afara exploatării ca urmare a unor reorientări ale activității întreprinderii, fie activele încă neuzate complet și care urmează să fie înlocuite cu altele mai performante.

Pentru vânzător, cea mai mare utilitate a unor asemenea active este aceea că pot fi vândute. Ca urmare, în tranzacțiile desfășurate pe piețele secundare, vânzătorul nu este supus nici unei constrângeri, el ghidându-se doar după dorința de a realiza o "bună afacere". Astfel, în funcție de anumite circumstanțe particulare (incapacitatea cumpărătorului de a achiziționa active noi, lipsa activelor noi pe piață, uzura reală a activului, localizarea geografică a acestuia), valoarea de salvare poate fi mai mare, mai mică sau egală cu valoarea contabilă netă a activului care face obiectul tranzacției.

În esență, valoarea de salvare este o valoare de piață, stabilită însă în raport cu condițiile pieței activelor uzate, și la estimarea sumei căreia trebuie ținut seama și de eventualele cheltuieli de disponibilizare, impozite și taxe pe care le suportă vânzătorul.

Valoarea de casare (ca deșeu)

Existența unei asemenea valori presupune că vânzarea pe o piață secundară, dacă este posibilă, nu reprezintă o "bună afacere", cea mai bună utilizare a activului uzat constituind-o valorificarea sa sub formă de materiale și piese.

În cazul activelor speciale, care nu au piață secundară (construcții și instalații complexe cu destinație precisă), se poate ajunge la situația ca valoarea materialelor recuperate să fie mai mică decât cheltuielile pe care dezmembrarea activului le presupune. Chiar dacă o asemenea acțiune nu este profitabilă, anumite reglementări (referitoare îndeosebi la protecția mediului) îi pot impune proprietarului activului special să o desfășoare.

Valoarea de lichidare

Valoarea de lichidare este legată de condiții speciale, când o întreprindere trebuie să lichideze o parte sau totalitatea activelor și drepturilor ei. Aceasta este însă o situație anormală, în care presiunea timpului și chiar cazuri de forță majoră, distorsionează estimațiile de valoare făcute de vânzători și cumpărători.

În fața unui faliment iminent sau a unor presiuni puternice ale creditorilor, managementul și proprietarii întreprinderii vor constata că valorile de lichidare ale activelor sunt, în general, substanțial mai mici decât valorile potențiale de piață, iar situația economică a întreprinderii este afectată negativ de cunoașterea dezavantajului sub care partea care vinde trebuie să acționeze în tranzacție.

Ca urmare, valoarea de lichidare este realmente aplicabilă în evaluări numai atunci când se intenționează scopuri limită.

Valoarea de reproducere

Valoarea de reproducere este suma necesară pentru a înlocui un activ fix cu un altul, în formă identică. Cu alte cuvinte, este costul înlocuirii identice a unei mașini, instalații sau a altor active fixe.

Determinarea unei valori de reproducere nu este altceva decât o estimație care se bazează, în mare parte, pe raționamente ingineresti. Estimația ridică însă câteva probleme de ordin practic. Cea mai importantă este aceea de a stabili dacă activul fix în cauză poate sau ar putea, în fapt, să fie reprodus exact cum a fost construit originalul. Rezolvarea problemei nu este lipsită de dificultăți deoarece multe active fixe sunt subiect al unei demodări tehnologice datorate trecerii timpului, la care de adaugă uzura fizică suportată. În plus, există și problema estimării costurilor aplicabile în condițiile curente pentru

reproducerea în sine a activului considerat. Atunci când nu se urmărește reproducerea exactă a activului evaluat, valoarea de reproducere capătă semnificația unei valori a înlocuitorului în stare nouă.

Valoarea înlocuitorului în stare nouă

Valoarea înlocuitorului în stare nouă desemnează totalitatea cheltuielilor ce ar trebui efectuate în vederea înlocuirii unui activ fix existent cu un altul în stare nouă, cu aceeași utilitate. Valoarea înlocuitorului în stare nouă este, în fond, unul dintre etaloanele utilizabile la măsurarea valorii unei activități economice în desfășurare.

Spre deosebire de valoarea de reproducere, estimarea valorii înlocuitorului în stare nouă nu este afectată de efectele progresului tehnic. Pentru evaluator, importantă nu este înlocuirea activului fix evaluat cu un altul identic în stare nouă, ci identificarea unui activ nou, cu aceeași utilitate ca și activul vechi, și estimarea tuturor cheltuielilor pe care înlocuirea le presupune.

Valoarea colaterală (de garanție sau de amanetare)

Valoarea colaterală este valoarea atribuită unui activ utilizat ca garanție pentru un împrumut sau alt tip de credit. Valoarea colaterală este, în general, considerată drept suma maximă a creditului care poate fi acordată pentru un activ depus drept gaj. De pe poziția lui, creditorul, de regulă, fixează o valoare colaterală mai scăzută decât valoarea de piață a activului. Acest lucru se face pentru a se asigura o marjă de siguranță în caz de eșec în restituirea creditului, iar riscul individual al performanței creditorului considerat va determina mărirea corectării în jos, adesea arbitrară.

Atunci când nu se poate estima cu ușurință o valoare de piață, valoarea colaterală este stabilită, pur și simplu, pe bază de raționament, creditorul fiind în poziția să admită o asemenea marjă de siguranță cât s-ar cere în circumstanțe particulare.

Valoarea atribuită (de impunere)

Această valoare se stabilește prin dispoziții legale, ca bază pentru calculul impozitelor și taxelor pe proprietate. Regulile care guvernează atribuirea acestei valori variază larg și pot sau nu să ia în considerație valoare de piață.

Utilizarea valorilor atribuite se limitează doar la stabilirea impozitelor și taxelor pe proprietate și, ca urmare, aceste valori sunt în mică măsură corelate cu alte concepte de valoare.

Valoarea de înlocuire

Valoarea de înlocuire reprezintă suma necunoscută rămasă investită într-un activ, sumă la care dacă se aplică deprecierea și costul oportunității capitalului, activul existent ar concura încă cu cel mai eficient activ nou care l-ar putea înlocui din punct de vedere funcțional.

Valoarea de înlocuire poate fi stabilită doar printr-un studiu de înlocuire, bazat pe elementele de teoria înlocuirii. Estimarea valorii de înlocuire ridică însă câteva dificultăți, nu numai de ordin practic, ci chiar și conceptual. Față de evaluator se manifestă nu numai cerința de a cunoaște, ca sens și mod de calcul, două concepte economice fundamentale de cost, deprecierea și costul oportunității, ci se presupune și capacitatea acestuia de a identifica cel mai eficient activ nou care l-ar putea înlocui pe cel existent. O dată depășite aceste dificultăți, valoarea de înlocuire se determină ca soluție a ecuației obținute prin egalarea costurilor economice complete ale celor două active, activul vechi și cel mai eficient activ nou care l-ar putea înlocui din punct de vedere funcțional.

1.6. Situațiile care impun evaluarea întreprinderii

Încă de la începutul anilor '90, în România au fost inițiate două mari acțiuni de evaluare, în viziunea nouă, proprie economiei de piață, și anume:

- acțiunea de evaluare a agenților economici;
- acțiunea de elaborare a studiilor de fezabilitate pentru proiectele de restructurare, modernizare și re tehnologizare a întreprinderilor.

Situațiile cele mai presante, care au impus inițierea primelor lucrări de evaluare, au fost vânzările de active, privatizarea societăților comerciale cu capital de stat și stabilirea capitalului social al societăților mixte. De asemenea, pentru orice studiu de fezabilitate, într-o primă etapă, a fost necesară o evaluare de patrimoniu.

Apariția inflației, în condițiile întârzierii derulării procesului de privatizare și restructurare a sectorului economic de stat, a impus așa-numitele reevaluări de patrimoniu ale întreprinderilor. Fiecare reevaluare a avut la bază norme metodologice specifice, emise de către Guvernul României.

Cunoașterea reglementărilor în vigoare care privesc direct sau indirect evaluarea întreprinderilor și a activelor, precum și a conținutului standardelor de evaluare, reprezintă cerințe pe care trebuie să le respecte orice expert care se angajează într-o misiune reală de evaluare.

În România, la fel ca și în țările dezvoltate, evaluarea a devenit o activitate profesionistă distinctă, impusă de următoarele situații:

- schimbarea structurii capitalului: transmiterea proprietății asupra capitalului (donații, partaje, drept de succesiune, impunerea unei hotărâri judecătorești), echilibrarea moștenirilor, răscumpărarea părților unui acționar (restructurarea titlurilor de proprietate), acționariat al salariaților (pachete opționale de acțiuni);

- dezvoltări în afară (expansiuni): cumpărarea pachetului majoritar, intrarea de noi parteneri (joint-venture), schimbul de participații (fuziunile), conversia datoriilor sociale în titluri de capital;

- dezangajări: vânzarea întreprinderii, vânzarea unei unități de afaceri, vânzarea de active, deangajarea unui acționar, scindări, organizarea unor activități ca afaceri de sine stătătoare;

- gestiune curentă: rentabilitatea reală a capitalului investit, contracararea acțiunilor de cumpărare a pachetului majoritar, evoluția patrimoniului acumulat, intrarea la bursă (piață secundară), ingineria fondurilor proprii, referință obiectivă.

Tema nr. 2

METODOLOGIA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII

2.1. Logica determinării valorii întreprinderii

Determinarea valorii întreprinderii presupune:

-culegerea și prelucrarea unui ansamblu de informații variate și adesea complexe, cu scopul de a înțelege cât mai bine situația întreprinderii și de a o plasa corespunzător în cadrul ei social, economic și juridic. Asemenea date sunt culese atât din evidențele interne, cât și din surse externe de referință pentru întreprindere, ramură și mediul ei general de activitate;

-analiza-diagnostic a întreprinderii, pe baza informațiilor culese și a cunoașterii directe, cu scopul de a evidenția punctele forte și punctele slabe ale acesteia, dar și cu scopul de a contura perspectivele (oportunitățile) și pericolele cu care s-ar putea confrunta întreprinderea în viitor. Diagnosticul se finalizează prin aprecieri în termeni monetari, cu scopul de a califica activitatea și rezultatele din trecut și pentru a contura cele previzibile pentru viitor. În acest sens, rezultatele din trecut se analizează în scopul corectării unor situații nenormale, iar rezultatele prognozate se analizează pentru a fi confirmate în raport cu situația din trecut și din prezent a întreprinderii și pentru realism și realizabilitate. De asemenea, diagnosticul are scopul de a confirma situația patrimoniului corporal și necorporal și, în caz de nevoie, de a-l corecta cu plusurile sau minusurile de valoare constatate;

-alegerea unor indicatori economici sau financiari de caracterizare a valorii întreprinderii în ramura sau sectorul său de activitate. Indicatorii economici și financiari, ca și datele și variabilele de referință, se adoptă în ideea folosirii mai multor modele de evaluare;

-utilizarea metodelor (formulelor sau modelelor) de evaluare, cu indicatorii și datele financiare de referință sistematizate anterior, cu scopul de a reflecta puncte de vedere sau teorii diferite cu privire la valoarea întreprinderii;

-analiza rezultatelor evaluării, sub aspectul coerenței metodelor aplicate și a parametrilor acestora, în scopul formulării unei opinii asupra valorii finale a întreprinderii, și menționarea unor eventuale rezerve ale evaluatorului, în caz că se consideră necesar.

Logica descrisă mai sus se poate concretiza într-o succesiune de etape sau faze ale evaluării întreprinderii, care vor fi prezentate în continuare, atât schematic, cât și printr-o succintă descriere.

2.2. Procesul evaluării întreprinderii – prezentare generală

Din punct de vedere metodologic, evaluarea întreprinderii se constituie într-un proces cu etape distincte, a căror parcurgere îl conduce pe evaluator de la înțelegerea situației și specificului întreprinderii până la determinarea unei game de valori pentru aceasta.

În schema care urmează este realizată o sinteză a etapelor procesului de evaluare a întreprinderii, completată cu precizări privind problemele de rezolvat sau preocupările evaluatorului în fiecare etapă și cu mențiuni referitoare la activitățile sau lucrările de executat.

Procesul evaluării întreprinderii

<i>Etape</i>	<i>Preocupări și probleme de rezolvat</i>	<i>Lucrări de executat</i>
<i>Definirea acțiunii de evaluare</i>	<i>Stabilirea domeniilor ce se vor analiza</i> Precizarea obligațiilor părților (documente și informații de furnizat, forma finală a lucrărilor de evaluare, durată, onorarii)	<i>Cadrul evaluării</i> Planificarea lucrărilor de evaluare
<i>Cunoașterea întreprinderii</i> Lucrări preliminare de informare Primele contacte cu întreprinderea	<i>Înțelegerea specificului întreprinderii și a zonelor de risc</i>	<i>Pregătirea documentelor</i> Culegerea datelor din surse interne și externe
<i>Diagnosticul general</i> Diagnosticul strategic Diagnosticul comercial Diagnosticul operațional Diagnosticul resurselor umane Diagnosticul managementului Diagnosticul juridic Diagnosticul patrimonial	<i>Program de diagnostic</i>	<i>Identificarea punctelor forte și a punctelor slabe ale întreprinderii</i> Puncte forte (confirmarea valorilor și evaluarea plusurilor de valoare) Puncte slabe (evaluarea riscurilor și a elementelor minorante)
<i>Diagnosticul contabil și financiar</i> Corecții ale valorii patrimoniului Corecții ale gestiunii curente Analiză financiară Rezultate de referință din trecut	<i>Program de audit</i>	<i>Exprimare în termeni monetari</i>
<i>Examinarea previziunilor</i> Analiza perspectivelor întreprinderii Rezultate de referință previzionate	<i>Metode de prognoză</i>	<i>Strategia întreprinderii</i>
<i>Alegerea metodelor de evaluare</i>	<i>Metode de evaluare, parametri și variabile</i>	<i>Justificarea metodologiei</i>
<i>Determinarea valorii globale a întreprinderii</i> Valoarea patrimonială Valoarea prin flux	<i>Program de evaluare</i>	<i>Sinteza variabilelor și parametrilor necesari evaluării</i> Aplicarea metodelor de evaluare Analiza diferențelor
<i>Aprecierea coerenței metodelor de evaluare</i>	<i>Argumentare și arbitraj</i>	<i>Coerență</i>
<i>Finalizarea evaluării</i>	<i>Raport de evaluare și dosare anexe</i>	<i>Concluziile, opiniile și rezervele evaluatorului</i>

2.3. Etapele procesului evaluării întreprinderii

În cele ce urmează, etapele procesului evaluării întreprinderii vor fi prezentate în ordinea în care au fost evidențiate în schema anterioară.

Definirea acțiunii de evaluare

O definire a acțiunii de evaluare este necesară pentru că orice evaluare de întreprindere este un caz particular, cel puțin din următoarele motive:

- unicitatea întreprinderii de evaluat;
- unicitatea momentului evaluării;
- unicitatea motivului care impune evaluarea.

Aceasta înseamnă că, atunci când se definește acțiunea, se are în vedere că întreprinderea de evaluat este o entitate unică, că la momentul evaluării ea se află într-o anumită situație, diferită, în principiu, și de trecut și de viitor, iar evaluarea este determinată de un scop anume al proprietarilor și/sau managerilor. Faptul că evaluarea este "datată" arată că întreprinderea este într-o situație particulară, iar mediul extern și, în primul rând, piața întreprinderilor prezintă o anumită situație.

În fiecare situație, definirea acțiunii presupune o precizare a anvergurii investigațiilor, care va depinde de timpul disponibil pentru lucrările de evaluare. În principal, este vorba de precizări referitoare la genul evaluării (cu sau fără inventariere, cu sau fără expertizarea situației financiar-contabile, cu sau fără analiza consistenței previziunilor). Natura și amploarea lucrărilor de efectuat și anvergura acestora vor impune o definiție precisă a acțiunii de evaluare, printr-o scrisoare de misiune, care conține obiectivele stabilite de client (necesar a fi urmărite de evaluator) și delimitează cadrul analizei, pentru a permite planificarea corespunzătoare a lucrărilor.

În principiu, prima etapă a procesului evaluării întreprinderii presupune stabilirea obiectivelor evaluării și încadrarea acțiunii de analiză-diagnostic-evaluare în operațiunea de transmitere a controlului asupra proprietății.

În cazul cel mai general, acțiunea de analiză-diagnostic-evaluare are ca obiective:

- identificarea punctelor forte și a punctelor slabe ale întreprinderii;
- aprecierea fezabilității transmiterii controlului asupra întreprinderii;
- evidențierea datelor calitative necesare pentru ponderarea unei game de valori;
- determinarea unei game de valori pentru întreprindere.

În ceea ce privește încadrarea acțiunii de analiză-diagnostic-evaluare în operațiunea de transmitere a controlului asupra proprietății, trebuie precizat că într-o economie de piață, o asemenea acțiune este destinată unui vânzător și unui cumpărător potențial, cu scopul de a le furniza o gamă de valori de referință pe baza cărora să poată angaja negocierea.

Cunoașterea generală a întreprinderii

Pregătirea acțiunii de evaluare presupune următoarele demersuri din partea evaluatorului:

- luarea unui prim contact cu întreprinderea;
- examinarea competențelor disponibile și necesare, în raport cu tipul și situația particulară a întreprinderii de evaluat;
- contactarea experților contabili, tehnici și de alte formații;
- constituirea fondului de documente și date necesare evaluării;
- elaborarea unui plan al acțiunii de evaluare.

Prin aceste demersuri, se va asigura o cunoaștere satisfăcătoare a cadrului organizatoric și specificului întreprinderii, suficientă pentru a putea defini mediul și obiectul de studiu și pentru a putea pregăti lucrările propriu-zise de evaluare.

Durata și amploarea fazei de cunoaștere generală a întreprinderii depind foarte mult de calitățile și experiența evaluatorului, precum și de domeniul analizat și complexitatea problemei abordate. Trebuie avut în vedere că la încheierea fazei de cunoaștere generală, evaluatorul trebuie să fie în măsură să formuleze un prediagnostic, să identifice cele mai importante aspecte ale activității întreprinderii, precum și domeniile susceptibile de a ridica probleme de analiză și diagnostic. De asemenea, cunoașterea generală a întreprinderii trebuie să furnizeze și elementele necesare elaborării unui plan al acțiunii de evaluare.

Primele cunoștințe privind întreprinderea

Cunoașterea unor aspecte externe și primele contacte cu managementul întreprinderii trebuie să-i permită expertului evaluator următoarele:

- definirea unui mod de abordare a acțiunii de analiză-diagnostic-evaluare;
- cunoașterea și înțelegerea particularităților și riscurilor întreprinderii și sectorului ei de activitate;
- estimarea unui buget al acțiunii de analiză-diagnostic-evaluare.

Pentru început, expertul evaluator trebuie să se "întrețină" cu managementul întreprinderii, să viziteze subunitățile acesteia și să efectueze o documentare internă și externă.

Documentarea externă se poate realiza pe baza datelor care pot fi obținute de la organismele specializate care primesc date statistice, bilanțuri și alte documente oficiale ale întreprinderii, ca și pe baza datelor furnizate de organizațiile sindicale, camerele de comerț și industrie, agențiile guvernamentale și alte organisme care gestionează bănci de date.

Aflat deja în posesia unor informații generale despre întreprindere, evaluatorul ia un prim contact cu managementul acesteia, discutând cu principalii conducători implicați în acțiunea inițiată. Cu această ocazie, vor fi desemnate persoanele de contact din cadrul întreprinderii și vor fi stabilite responsabilitățile cu privire la furnizarea datelor necesare evaluării. Dacă se impune prezența unor persoane din întreprindere în cadrul echipei de evaluatori, se va stabili identitatea acestora și lucrările care le vor fi încredințate și se va conveni cu managementul întreprinderii asupra accesului la datele și informațiile cu caracter de secret de serviciu. De asemenea, evaluatorul va vizita clădiri, hale, instalații, lucrări speciale și alte amenajări care fac parte din patrimoniul întreprinderii. În orice situație, vizita este utilă deoarece permite estimarea importanței elementelor patrimoniale corporale, înțelegerea particularităților activității și cunoașterea organizării întreprinderii, atât sub aspect uman, cât și sub aspect tehnic, economic și financiar.

Examinarea competențelor disponibile și necesare

Expertul responsabil de evaluare trebuie să se asigure că posedă o formație și o experiență suficiente pentru acțiunea la care se angajează. Datorită specificului domeniilor de activitate și volumului mare de muncă pe care o asemenea acțiune îl presupune, în cele mai multe evaluări de întreprinderi se impune constituirea unui colectiv de specialiști cu formații diverse (ingineri, experți contabili, specialiști în marketing, specialiști în strategie, juriști, specialiști în finanțe, etc.).

Contactarea experților

Pentru a se asigura de succesul acțiunii inițiate, evaluatorul trebuie să își asigure colaborarea specialiștilor de diferite formații care vor rezolva problemele specifice pe care le implică o evaluare de întreprindere. De asemenea, evaluatorul care a acceptat o misiune de analiză-diagnostic-evaluare trebuie să ia legătura cu experții din diferitele organisme interesate de acțiunile de evaluare a întreprinderilor (birouri județene ale diferitelor agenții ale statului cu responsabilități în domeniu, birouri de expertiză contabilă, direcția județeană a finanțelor publice, instituții de credit), cu scopul de a-i informa despre acțiunea de evaluare a unei anumite întreprinderi.

Constituirea fondului de date necesare evaluării

În cursul examinării preliminare și cu ocazia primelor contacte și a vizitelor în întreprindere, evaluatorul trebuie să colecteze documentele necesare investigațiilor de analiză-diagnostic-evaluare. În documentele care constituie baza de lucru a evaluatorului trebuie să se regăsească, mai ales, următoarele:

- informații juridice (identitate, sediu, caracteristici statutare, localizări, subunități, istoric al patrimoniului);
- informații tehnice (utilaje, mașini, instalații, echipamente, clădiri, construcții speciale);
- informații economice și comerciale (grupe de produse, reglementări cu privire la produse și piață, poziție pe piață, clienți, politici de preț, rețele de distribuție, acțiuni de reclamă, marketing);
- informații privind funcționarea (structura și evoluția producției, evoluția cifrei de afaceri, evoluția investițiilor, activități de cercetare-dezvoltare, capacități de producție, personal);
- informații privind structura activităților (pe grupe de produse, pe genuri de activități, pe zone geografice);
- informații privind perspectivele tehnice, economice și comerciale, cu prevederea activității de investiții, a finanțării și profitabilității pe termen lung;
- informații privind managementul (organigrame, componența echipei manageriale, sisteme de gestiune, sisteme de organizare);
- informații contabile (bilanțuri contabile, opțiuni contabile, contabilitatea analitică de gestiune);
- informații financiare (situația trezoreriei, surse de finanțare, finanțarea pe termen scurt, mediu și lung, contracte de împrumut, subvenții);
- informații privind angajamentele, acordurile și înțelegerile speciale;
- informații privind comunicările făcute terților (raport de gestiune, darea de seamă statistică).

Informațiile necesare într-o evaluare de întreprindere pun în evidență elementele specifice caracteristice acestui proces, care îl individualizează în raport cu alte analize și evaluări financiare și contabile. Trebuie subliniat însă, că la nivel de întreprindere, cu excepția informațiilor de natură contabilă, nici o altă informație nu se prezintă într-o formă reglementată și normată. În aceste circumstanțe, esențială pentru succesul acțiunii de evaluare este precizarea de către evaluator, înainte de culegerea și analiza informațiilor, a naturii și gradului de detaliere a acestora.

Elaborarea unui plan al acțiunii

Obiectivele fundamentale ale elaborării unui plan al acțiunii de analiză-diagnostic-evaluare au în vedere sintetizarea informațiilor obținute și formalizarea deciziilor referitoare la orientarea și planificarea acțiunii.

Diagnosticul întreprinderii

În totalitatea lui, diagnosticul întreprinderii are următoarele obiective:

- identificarea punctelor forte și a punctelor slabe ale întreprinderii;
- identificarea oportunităților și a pericolelor ce decurg din activitatea de bază a întreprinderii;
- identificarea elementelor minorante;
- confirmarea existenței plusurilor de valoare la elementele corporale și necorporale;
- depistarea unor eventuale minusuri de valori.

Diagnosticarea situației și rezultatelor întreprinderii se realizează printr-un diagnostic general și un diagnostic specializat (contabil și financiar).

Diagnosticul general

Diagnosticul general constă din mai multe diagnostice parțiale (strategic, comercial, operațional, al resurselor umane, de management, juridic, patrimonial). Pe baza informațiilor culese și structurat pe domeniile precizate, evaluatorul procedează la o analiză critică, fiecare diagnostic parțial finalizându-se cu concluzii în care sunt evidențiate principalele aspecte pozitive și negative constatate și care sunt relevante din punct de vedere al evaluării întreprinderii. Trebuie observat însă că o acțiune de analiză-diagnostic în vederea evaluării întreprinderii este diferită de cea desfășurată atunci când se are în vedere inițierea unor acțiuni, ameliorarea gestiunii și rezultatelor sau formularea strategiei, adică este diferită de acțiunea de analiză-diagnostic-evaluare de management.

În această etapă, preocupările evaluatorului se rezumă la a realiza un diagnostic cu scop precis și limitat și la o desfășurare ordonată a activității. Evaluatorul nu urmărește decât să identifice punctele forte și punctele slabe ale întreprinderii pentru ca, mai târziu, să cuantifice influențele acestora asupra valorii întreprinderii. De fapt, întreaga activitate a evaluatorului este circumscrisă căutării răspunsurilor la două întrebări:

-examinarea datelor concrete referitoare la activitatea trecută a întreprinderii oferă oare siguranța că, în viitor, activitatea va continua la fel și în aceleași condiții?

-care sunt elementele susceptibile să modifice, în viitor, tendința evoluției activității și rezultatelor trecute ale întreprinderii?

Pe parcursul întregii desfășurări a acțiunii de analiză-diagnostic-evaluare, chiar dacă evaluatorul este nevoit să se bazeze pe lucrările altor specialiști, el trebuie să se asigure că rezultatele acestor lucrări îi vor permite să obțină un grad de fiabilitate suficient pentru ca extrapolările care pornesc de la situația existentă a întreprinderii să fie fondate.

Diagnosticul contabil și financiar

Diagnosticul general este completat de un diagnostic contabil și financiar. Pentru a-și îndeplini misiunea, evaluatorul folosește tehnica de examinare limitată. Dacă însă situațiile financiar-contabile nu sunt suficient de fiabile pentru a-i permite un diagnostic, evaluatorul trebuie să procedeze la investigații suplimentare. În acest scop, beneficiarului acțiunii de evaluare i se poate solicita acordul printr-o scrisoare de completare a definiției acțiunii.

În principal, diagnosticul contabil are în vedere fiabilizarea valorilor contabile reținute în vederea aplicării modelelor de evaluare. Uneori, diagnosticul contabil este însoțit de un control al conturilor și de analiza procedurilor contabile folosite de întreprindere. Diagnosticul contabil trebuie să fie completat de un diagnostic financiar, care va permite:

-aprecierea performanțelor întreprinderii în termeni monetari, care să încorporeze o transpunere financiară a elementelor minorante și majorante reținute pe parcursul derulării diagnosticului general;

-determinarea rezultatelor de referință din trecut corectate, rezultate necesare aplicării modelelor de evaluare prin flux sau combinate.

Lucrările de analiză în vederea diagnosticului financiar vor viza studiul evoluției activității, prin comparații între ultimii 3-5 ani și prin confruntarea cu rezultatele obținute de întreprinderi similare sau concurente.

Examinarea prevederilor pentru anii viitori

În mod obișnuit, o întreprindere care funcționează normal are un sistem de previziune articulat, cu documente și informații privind activitatea viitoare (pe termen scurt - anul următor, pe termen mediu - 3-5 ani, pe termen lung - peste 5 ani). Evaluatorul trebuie să analizeze și să aprecieze consistența previziunilor întreprinderii și încrederea pe care o poate avea în acestea. Pentru că în stabilirea valorii întreprinderii evaluatorul va utiliza rezultatele previzionate, el trebuie să se asigure că între realizările recente și curente și previziuni există concordanță. De asemenea, el va căuta să regăsească în rezultatele previzionate o reflectare a punctelor forte și a punctelor slabe ale întreprinderii, puse în evidență în etapele anterioare de analiză și diagnostic. Din această analiză a rezultatelor previzionate trebuie să se ajungă la indicatorii previzionați de referință, care pot reflecta unele corecții ale evaluatorului față de previziunile întreprinderii. Rezultatele previzionate de referință sunt, evident, cele cerute în modelele de evaluare pe care le va utiliza expertul.

Pentru rezultatele pe termen scurt previzionate (până la un an), analiza este, cel mai adesea, orientată spre compararea acestora cu rezultatele trecute, pentru confirmare prin realizări sau pentru justificarea unor diferențe importante, precum și pentru o confirmare a condițiilor și ipotezelor care au stat la baza determinării acestor rezultate. Previziunile conținute în bugetele (planurile, programele) anuale constituie obiect al analizei.

Pentru previziunile referitoare la rezultatele în perspectivă (pe termen mediu și lung) analiza va fi, în mare măsură, axată pe corelații și echilibre ce decurg din strategia întreprinderii (produse noi, sistarea activității unor subunități, diversificare, investiții pentru dezvoltări tehnologice ș.a.). O strategie a întreprinderii trebuie presupusă că există, iar evaluatorul o analizează pentru a se asigura de o reproductibilitate a rezultatelor curente sau de mutații bine justificate ale acestor rezultate.

Ideal ar fi ca expertul evaluator să poată studia viitorul întreprinderii la fel de amănunțit și de precis ca și trecutul acesteia. Problema examinării perspectivelor este destul de diferită, în funcție de situația prezentă a întreprinderii și de oportunitățile și pericolele cu care s-ar putea confrunta aceasta în viitor. Studiul perspectivelor poate varia de la o simplă extrapolare a unor tendințe trecute până la restructurări radicale, fundamentate prin studii de fezabilitate.

Alegerea metodelor de evaluare

Etapile anterioare de analiză-diagnostic se finalizează prin transpunerea în exprimare monetară a plusurilor și minusurilor de valoare ale patrimoniului și corecții ale rezultatelor de referință trecute, curente și viitoare. În aceste etape, evaluatorul evoluează în procesul de gândire care îl conduce la argumentarea alegerii anumitor metode (modele) de evaluare. Desigur, o alegere de metodă de evaluare, de parametri și variabile specifice metodei, este posibilă doar cunoscând gama de metode, condițiile și limitele de aplicare ale acestora.

Alegerea unuia sau a altuia dintre modelele de evaluare consacrate nu are o bază științifică riguroasă. Este o cerință față de evaluator, ca în baza cunoașterii modelelor fundamentale de evaluare, să se orienteze în alegere. Este recomandabil, chiar și numai din considerente de prudență, ca valoarea întreprinderii să fie stabilită pe baza mai multor metode, pentru a putea compara rezultatele și a explica diferențele. Este, de asemenea, recomandabil ca modelele de evaluare adoptate să aibă fundamente diferite.

În alegerea metodelor de evaluare ce urmează a fi folosite, evaluatorul se poate orienta în raport cu anumiți factori obiectivi și subiectivi. Dintre factorii obiectivi, cei mai relevanți sunt:

- natura activităților întreprinderii (ramura sau sectorul de activitate);
- scopul evaluării;
- disponibilitatea informațiilor referitoare la tranzacții cu întreprinderi similare;
- natura patrimoniului întreprinderii;
- mărimea și structura capitalului social al întreprinderii.

Dintre factorii subiectivi, prezintă importanță:

- interesele celor implicați într-o eventuală tranzacție a întreprinderii;
- disponibilitatea informațiilor cu privire la întreprinderea evaluată (calitatea și cantitatea informațiilor puse la dispoziția evaluatorului);
- cunoștințele și experiența evaluatorului;
- concluziile desprinse în urma fazei de analiză-diagnostic.

În modelele de evaluare se recurge la variabile care caracterizează întreprinderea, variabile pe care se bazează relațiile de calcul care conduc la stabilirea unei game de valori pentru întreprindere. Între variabilele de referință se regăsesc indicatorii analizați, corecți și adoptați anterior, și anume:

- cifra de afaceri;

- volumul producției;
- valoarea adăugată;
- excedentul brut de exploatare;
- valoarea activelor angajate în exploatare;
- valoarea activelor în afara exploatării;
- capacitatea de autofinanțare;
- fluxurile de lichidități;
- rezultatul înainte deducerii cheltuielilor financiare și după deducerea amortizării și impozitelor;
- rezultatul din exploatare;
- rezultatul brut și net;
- dividentul.

Aplicarea modelelor de evaluare presupune, de asemenea, adoptarea unor parametri de referință, cu scopul de a reflecta influența factorilor externi (revenirile la diferitele tipuri de plasamente, inflația ș.a.) și impactul riscurilor diferențiate suportate de investitor, în funcție de specificul întreprinderii, ramura de activitate, piață, în general, de mediul în care întreprinderea funcționează. De regulă, se va ține seama de:

- riscuri externe, legate de evoluția pieței (desfacerea produselor, acțiuni ale concurenților, anumite reglementări ș.a.);

- riscuri interne, legate de evoluția probabilă a activității și care ar putea conduce la diminuarea rezultatelor de referință;

- riscuri de imobilizare a capitalului investit, legate de o posibilă dificultate de cesiune a titlurilor de valoare ale întreprinderii (risc neglijabil pentru întreprinderile cotate la bursă).

Alegerea metodelor, a variabilelor și parametrilor este un moment cheie al evaluării deoarece prin aceste alegeri se sintetizează argumentarea evaluatorului și ponderile pe care acesta le acordă punctelor forte și punctelor slabe ale întreprinderii, atât din perspectivă internă cât și externă.

Aplicarea modelelor de evaluare

După alegerea fundamentată a câtorva modele de evaluare, se procedează la calculul propriu-zis al valorii întreprinderii pe baza fiecăruia dintre modelele alese. În mod obligatoriu, calculele vor trebui să scoată în evidență cele două componente fundamentale de valoare:

- valoarea patrimonială (valoarea activului net corectat sau reevaluat);

- valoarea prin flux sau valoarea de randament (care include și o apreciere a valorii elementelor necorporale).

Calculul valorii întreprinderii prin fiecare din modelele alese trebuie să fie precedat de o prezentare a ipotezelor care stau la baza calculelor (justificarea alegerii metodei, a variabilelor și parametrilor).

Aprecierea coerenței rezultatelor evaluării

Aplicarea mai multor modele de evaluare (cu baze diferite) conduce, aproape întotdeauna, la determinarea mai multor valori pentru întreprinderea evaluată. Nu înseamnă însă că odată cu stabilirea acestei game de valori pentru întreprindere, misiunea evaluatorului s-a încheiat. Din contră, abia în acest stadiu apar pe deplin condițiile manifestării măiestriei, priceperii și abilității evaluatorului.

Expertul evaluator trebuie să se asigure că rezultatele evaluării sunt coerente. Aceasta nu înseamnă obținerea acelorași rezultate în condițiile aplicării unor metode diferite, ci o reflectare unitară a concepțiilor diferite cu privire la valoarea întreprinderii. Evaluatorului i se cere să determine și să selecteze valorile relevante pentru întreprindere, trebuind să fie în măsură să justifice de ce o anumită valoare reținută poate să-i fie asociată întreprinderii.

Finalizarea lucrărilor de evaluare presupune stabilirea unei game de valori pentru întreprindere. Nu este suficient ca evaluatorul să adopte ca atare rezultatele aplicării diferitelor modele de evaluare și/sau să calculeze o medie aritmetică (simplă sau ponderată) a acestora. Din contră, evaluatorul este obligat să analizeze rezultatul obținut prin aplicarea fiecărui model de evaluare, astfel încât, pe baza întregii documentări anterioare, a înțelegerii specificului și situației particulare a întreprinderii evaluate și a cunoașterii condițiilor de aplicare ale fiecărui model de evaluare, anumite valori obținute să fie reținute, iar altele respinse. În urma acestei analize, evaluatorul poate chiar să renunțe la unele modele de evaluare și să adopte altele, considerate mai potrivite (și deci “producătoare” de rezultate rezonabile) în raport cu situația concretă a întreprinderii. Se poate ajunge astfel, din nou, la o justificare a metodologiei evaluării, urmată de calculul unor noi valori.

Finalizarea evaluării

Procesul de evaluare se încheie cu întocmirea raportului de evaluare și prezentarea acestuia beneficiarului evaluării. Este recomandabil ca raportul de evaluare să fie redactat într-o manieră clară și precisă, să nu fie voluminos, să nu abunde în aspecte neesențiale și să omită, în același timp, elementele esențiale necesare înțelegerii valorii întreprinderii și opțiunilor evaluatorului. Ca urmare, raportul propriu-zis poate fi însoțit de dosare anexe, în care să fie prezentată o situație detaliată a tuturor lucrărilor efectuate și rezultatelor parțiale obținute, precum și a principalelor aspecte particulare întreprinderii care l-au călăuzit pe evaluator în demersul său.

Structura raportului de evaluare nu este standardizată. Ea poate să difere în funcție de mai mulți factori, determinanți fiind obiectul evaluării și contractul încheiat între evaluator și beneficiarul lucrării. Obligatoriu însă, raportul de evaluare trebuie să cuprindă precizări referitoare la obiectul evaluării, scopul evaluării, executanții lucrării, bazele evaluării, diagnosticul de evaluare, metodele de evaluare folosite, concluziile finale ale evaluatorului. Totodată, raportul trebuie să cuprindă și eventualele rezerve ale evaluatorului referitoare la:

- accesul la informații și calitatea acestora (controlate și expertizate sau nu);
- lucrările efectuate și părțile din raport întocmite de terțe persoane (experți tehnici, specialiști în strategie, specialiști în marketing, experți financiari, etc.);
- riscuri latente, neluate în seamă în calcule (politici fiscale, politici de mediu, opțiuni de investire, opțiuni strategice, etc.);
- elemente generale și particulare utilizate în nuanțarea aprecierii gamei de valori atribuită întreprinderii.

Tema nr. 3

ANALIZA-DIAGNOSTIC ÎN VEDEREA EVALUĂRII

3.1. Metoda analizei-diagnostic

Metoda de analiză-diagnostic utilizată de evaluator se aseamănă, în mare măsură, cu metoda analizei și controlului activității economice curente (audit), mai ales în ceea ce privește evaluarea capacităților, a mijloacelor disponibile și a eficienței acestora. Desigur, scopul urmărit este diferit. Evaluatorul, așa cum s-a mai subliniat, urmărește să se asigure că față de condițiile existente la data evaluării și de elementele susceptibile de modificări în viitor, rezultatele previzionate pentru întreprindere sunt de încredere.

Aplicarea metodei analizei și controlului operațional presupune parcurgerea a trei faze:

- culegerea și verificarea informațiilor;
- analiza critică a punctelor forte și a punctelor slabe ce decurg din opțiunile făcute de managementul întreprinderii (deficiențe de concepție și planificare);
- analiza critică a punctelor forte și a punctelor slabe ce decurg din aplicarea opțiunilor alese în raport cu mijloacele de care dispune întreprinderea.

Evaluatorul trebuie să se străduiască să aprecieze rezultatele trecute ale întreprinderii pornind de la criterii obiective și, pe cât posibil, cuantificabile. El trebuie să își utilizeze calitățile profesionale, bunul simț și referințele externe asupra întreprinderii ori de câte ori acest lucru este posibil. Pornind de la informațiile culese, în baza analizei, evaluatorul sintetizează rezultatele întreprinderii recurgând la indicatorii reprezentativi ai activităților acesteia, pe de o parte, și, pe de altă parte, estimează capacitatea întreprinderii de a se adapta la schimbări, grație potențialului de inovare și creație a managementului său, precum și în limita resurselor interne de care dispune sau pe care le va putea mobiliza.

În cele mai multe situații, analiza-diagnostic ajunge să ocupe aproape 80% din întreaga activitate a evaluatorului. Pentru o desfășurare corespunzătoare, este necesară, în prealabil, o pregătire a acestei acțiuni (stabilirea listei documentelor necesare, elaborarea machetelor chestionarelor de diagnostic, identificarea persoanelor ce urmează a fi intervievate, identificarea obiectivelor ce vor fi vizitate). Analiza propriu-zisă a documentelor și informațiilor colectate trebuie să fie urmată de elaborarea în formă scrisă a unui raport intermediar consacrat concluziilor diagnosticului.

Obiectivele sintetizării diagnosticului constau în a identifica punctele forte și punctele slabe ale întreprinderii, cu scopul de a:

- confirma existența plusurilor de valoare la elementele corporale și necorporale;
- delimita aspectele care prezintă riscuri în funcționarea întreprinderii;
- identifica elementele minorante.

Sinteza diagnosticului rezultă din concluziile analizelor și diagnosticelor parțiale (strategic, comercial, operațional, al resurselor umane, al managementului, juridic, patrimonial, contabil și financiar) și din analiza previziunilor, îmbrăcând caracter de concluzii generale, de articulare și corelare a tuturor laturilor activității întreprinderii.

3.2. Diagnosticul strategic

Diagnosticul strategic are ca obiective identificarea rolului și evaluarea poziției întreprinderii în cadrul ramurii din care face parte. Pentru realizarea acestui diagnostic se recomandă ca evaluatorul să apeleze la serviciile unui expert în strategie, bun cunoscător, în același timp, al tuturor aspectelor caracteristice activităților din ramură. Operaționalizarea diagnosticului strategic presupune utilizarea unui chestionar specific de diagnostic, structurat pe următoarele capitole:

- analiza strategică a ramurii;
- analiza situației competiționale;
- analiza SWOT;
- analiza strategiei curente a întreprinderii.

Analiza strategică a ramurii trebuie să furnizeze concluzii referitoare la: modul în care este structurată ramura, forțele motrice care determină schimbări în ramură, factorii economici și caracteristicile activităților care influențează competiția în ramură, atractivitatea ramurii, direcțiile strategice de evoluție ale ramurii, problemele ramurii.

Ca instrument de analiză a situației competiționale din cadrul ramurii se recomandă modelul celor cinci forțe (cunoscut și sub numele de modelul Porter), a cărui utilizare permite identificarea, în plan competițional, a efectelor pe care le are asupra întreprinderii forța rivalității dintre întreprinderile care compun ramura, puterea economică și pârghiile de negociere cu clienții, puterea economică și pârghiile de negociere cu furnizorii, pericolele ce rezultă din substituirea produselor întreprinderii cu cele ale firmelor din alte ramuri, pericolul reprezentat de potențialii noi competitori intrați în ramură.

Analiza SWOT are ca obiectiv identificarea punctelor forte (strengths), punctelor slabe (weaknesses), oportunităților (opportunities) și pericolelor (threats). În acest stadiu, analiza va fi concentrată asupra identificării oportunităților și pericolelor, întregul proces de analiză-diagnostic prezentat în continuare concentrându-se asupra punctelor forte și punctelor slabe ale întreprinderii.

Strategia curentă a întreprinderii trebuie analizată sub următoarele aspecte: dacă este adecvată forțelor competiționale ale ramurii și problemelor strategice care confruntă ramura, cât de strâns este legată de factorii de succes ai ramurii, cât de eficace este apărarea pe care o asigură împotriva celor cinci forțe competiționale, dacă domeniile funcționale pe care este fundamentată asigură premisele necesare mersului înainte al întreprinderii.

Diagnosticul strategic se finalizează cu concluzii relevante îndeosebi în etapa de examinare a prevederilor pentru anii viitori.

3.3. Diagnosticul comercial

Obiectivele diagnosticului comercial constau în a delimita piața întreprinderii și a poziționa întreprinderea în contextul global al pieței.

Realizarea diagnosticului comercial presupune parcurgerea listei de probleme cuprinse în chestionarul de diagnostic comercial, structurate pe următoarele capitole:

- pieță;**
- clienți;**
- produse/servicii;**
- politică de preț;**
- distribuție;**
- publicitate și promovare vânzări;**
- marketing.**

Pentru analiza pieței sunt necesare informații referitoare la: segmentarea pieței (geografic, tipuri de clienți, tipuri de produse), evoluția probabilă a pieței (creștere, stagnare, declin), caracteristicile pieței (structura de piață, extinderea), ponderile de piață ale întreprinderii, ponderile de piață ale principalilor rivali, cifra de afaceri realizată pe fiecare segment de piață (în ultimii trei ani), posibilitățile de extindere a pieței, posibilitatea de a exporta, localizarea pieței.

Analiza clientelei se axează în principal pe: număr, repartizare geografică, importanță, profitabilitate, restricții referitoare la marii clienți strategici, existența clienților rău plătnici, fragilitatea relațiilor cu clienții (pierderea unor clienți în cazul schimbării conducerii sau din alte cauze), mijloacele de plată utilizate în relațiile cu clienții, existența unor contracte speciale cu anumiți clienți.

Informațiile referitoare la produse/servicii privesc: gama, marja de profit, structura portofoliului, evoluția vânzărilor, poziția pe curba de viață, existența reglementărilor restrictive, existența noilor produse (potențiale sau în curs de elaborare), politica de cercetare-dezvoltare, brevetele și licențele deținute, vechimea.

Aspectele referitoare la politica de preț necesită abordarea următoarelor probleme: modul de stabilire a prețurilor, competitivitatea prețurilor practice, fiabilitatea costurilor, dependența de costuri vis-à-vis de importurile supuse la mari fluctuații ale cursului, reglementările în materie de concurență și prețuri, condițiile în care se acordă reduceri de preț.

Distribuția ridică probleme care trebuie tratate, atât în privința pieței naționale cât și în privința exportului, direct sau indirect, sub următoarele aspecte: eficiența diferitelor canale de distribuție, rețeaua de distribuție (formă de organizare, reprezentare exclusivă sau nu, costuri, efective de personal, conducători, performanțe), eficacitatea forțelor de vânzare, performanțele serviciilor post-vânzare.

Publicitatea și promovarea vânzărilor pot fi analizate și diagnosticate în baza informațiilor cu privire la: imaginea întreprinderii pe piață, forțele publicitare de sprijin, programele de promovare a vânzărilor, costul unor asemenea investiții necorporale și comparații cu ale concurenților, organizarea forțelor de vânzare.

Analiza marketingului necesită informații referitoare la: mixul de marketing, strategiile de marketing utilizate, importanța acordată de întreprindere studiului pieței, colectivele și persoanele responsabile de studiul pieței și elaborarea caietelor de sarcini pentru produsele noi.

Urmând pozițiile chestionarului de diagnostic comercial, evaluatorul va fi în măsură să aprecieze, sub forma unor concluzii de diagnostic comercial, dacă evoluția pieței reprezintă pentru întreprindere o preocupare majoră, precum și să rețină, într-o formă sintetică, punctele forte și punctele slabe ale întreprinderii în domeniul comercial.

3.4. Diagnosticul operațional

Obiectivul principal al diagnosticului operațional (tehnic sau industrial) constă în a evalua măsura în care mijloacele tehnice de producție răspund nevoilor actuale și viitoare ale întreprinderii, în perspectiva menținerii și chiar dezvoltării portofoliului clienților ei. Realizarea diagnosticului operațional presupune parcurgerea unui chestionar specific de diagnostic, structurat pe trei componente:

- activități în domeniul cercetării-dezvoltării;
- analiza procesului de producție;
- starea mijloacelor de producție.

Analiza activităților de cercetare-dezvoltare presupune luarea în considerație a următoarelor aspecte: efective de personal angrenate în activitatea de cercetare-dezvoltare, cheltuieli anuale de cercetare-dezvoltare, numărul brevetelor înregistrate în ultimii trei ani, numărul produselor noi lansate pe piață în ultimii trei ani și ponderea pe care au ajuns să o dețină în totalul cifrei de afaceri, perioada de realizare a unui produs nou, relațiile compartimentului de cercetare-dezvoltare cu ambientul tehnologic și științific din zonă, posibilitățile de restructurare ale compartimentului de cercetare-dezvoltare, strategia întreprinderii în domeniul cercetării-dezvoltării.

Procesul de producție este analizat pe baza unui chestionar care are în vedere aprovizionarea, producția și stocarea. Din punct de vedere al aprovizionării, sunt importante aspectele legate de: existența și structura compartimentului de aprovizionare, natura și volumul achizițiilor, furnizorii mai importanți, existența furnizorilor "strategici" (foarte greu de înlocuit), existența furnizorilor străini, posibilitățile de reluare a contractelor cu furnizorii în caz de schimbare a conducerii sau a acționarilor, relațiile furnizorilor cu întreprinderile concurente. Pentru analiza procesului de producție sunt necesare informații legate de: caracteristicile producției (specială sau standard, pe stoc sau la comandă, de serie sau unicat, tehnologiile de fabricație proprii și cele ale întreprinderilor rivale, gradul de stăpânire a tehnologiei), ciclul de producție (capacitatea de producție a utilajelor conducătoare, existența unor eventuale locuri înguste, posibilitățile de reducere a duratei ciclului de producție), nivelul de automatizare (gradul de mecanizare și automatizare a proceselor de producție, utilizarea roboților industriali, capacitatea resurselor umane de a utiliza tehnologii automatizate și robotizate), productivitatea muncii și metodele de muncă (volumele de producție, gradul de utilizare al capacităților de producție, rezervele de capacitate, eficiența utilizării resurselor umane, existența și structura compartimentului de inginerie a metodelor, stabilirea și revizuirea normelor de muncă), conducerea operativă a producției (loturile de fabricație, organizarea conducerii operative, concordanța soluțiilor de conducere operativă adoptate cu metodele și procesele de producție, încadrarea în termenele de livrare, sistemele informatice utilizate), calitatea produselor (organizarea controlului calității, reflectarea culturii organizaționale în calitatea produselor, existența sistemelor de atestare a calității, utilizarea standardelor de calitate, procentul rebuturilor, procentul refuzurilor din partea clienților, procentul defectărilor în perioada de garanție, costul reparațiilor gratuite efectuate la produse aflate în perioada de garanție, organizarea activității de service pentru produsele vândute), activitatea de întreținere și reparații (efective de personal, sisteme și metode de organizare adoptate, dotări necesare, cheltuieli anuale) și impactul asupra mediului înconjurător (agenți poluanți, utilizarea tehnologiilor nepoluante, încadrarea în normele de evacuare pentru apele uzate, proiecte și măsuri necesare pentru încadrarea în prevederile normelor de mediu, gestiunea substanțelor periculoase sau toxice, gestiunea deșeurilor, măsuri de refacere a calității mediului, existența programelor de conformare, costul programelor de conformare). În analiza stocării (depozitării) sunt avute în vedere următoarele aspecte: mărimea stocurilor, condițiile de stocare, organizarea activității depozitelor, efectivele de personal folosite, costurile stocării, organizarea transportului intern, existența stocurilor greu vandabile, posibilitățile de reorganizare a activităților de depozitare.

Starea mijloacelor de producție este examinată atât pe baza unui chestionar cât și pe baza unei fișe a principalelor poziții ale inventarului, fiind avute în vedere aspecte legate de: uzura principalelor mijloace de producție, posibilitățile de înlocuire, investițiile necesare, gradul de dezvoltare tehnologică,

starea de ansamblu a tehnologiei în raport cu cea a întreprinderilor rivale, existența mijloacelor de producție supra sau subutilizate, tendințele dezvoltării tehnologice.

Datorită particularităților sale, realizarea diagnosticului operațional presupune, în cele mai multe cazuri, colaborarea evaluatorului cu experți tehnici, numai așa, prin parcurgerea chestionarului de diagnostic operațional, putând fi identificate punctele forte și punctele slabe ale întreprinderii în acest domeniu.

3.5. Diagnosticul resurselor umane

Diagnosticul resurselor umane are ca obiectiv analiza structurii forței de muncă și a capacității acesteia de a asigura îndeplinirea obiectivelor întreprinderii. Realizarea diagnosticului resurselor umane presupune utilizarea unui chestionar specific de diagnostic, structurat pe următoarele categorii mari de probleme:

- dimensiunea și structura forței de muncă;
- comportamentul forței de muncă;
- eficiența utilizării forței de muncă;
- salarizarea și motivarea forței de muncă;
- analiza condițiilor de muncă;
- aspecte sociale.

Din punct de vedere al dimensiunii și structurii forței de muncă sunt necesare informații legate de: numărul total de salariați cu contract de muncă pe perioadă nedeterminată, efectivul mediu scriptic realizat și evoluția acestuia în ultimii trei ani, necesarul de personal, nivelul de calificare și formare cerut de complexitatea lucrărilor, nivelul de calificare al personalului existent, numărul cadrelor de conducere, numărul funcționarilor, numărul femeilor, ponderile diferitelor categorii de vârstă în totalul personalului, vârsta medie, vechimea medie.

Comportarea forței de muncă necesită analiza datelor referitoare la: utilizarea timpului de muncă (intensivă și extensivă), absenteism (pe categorii), mobilitatea personalului (circulația și fluctuația), conflictele de muncă (număr de greve, numărul zilelor de grevă, efectele grevelor asupra rezultatelor întreprinderii).

Analiza eficienței utilizării personalului necesită informații cu privire la: existența, structura și activitatea compartimentului de resurse umane, recrutarea și selecția personalului, pregătirea personalului, rotația personalului, normele de muncă, productivitatea muncii (fizică și valorică).

Salarizarea și motivarea personalului sunt analizate pe baza informațiilor referitoare la: sistemul de salarizare (componente și structură), sistemul de sporuri, nivelul salariului mediu brut (în termeni absoluți și comparativ cu nivelul pe ramură și pe economia națională), promovarea personalului.

Pentru analiza condițiilor de muncă sunt necesare informații legate de: activitatea de protecție a muncii, utilizarea echipamentului de protecție, condițiile generale de muncă, ambianța muncii, organizarea ergonomică a muncii, numărul și cauzele accidentelor de muncă, numărul îmbolnăvirilor profesionale.

Principalele date sociale necesare analizei au în vedere: climatul social din întreprindere, organizarea sindicală, relațiile sindicatului cu conducerea întreprinderii, bunăstarea zonei din care este recrutată forța de muncă, eventualele dificultăți de recrutare a personalului calificat, dificultatea asigurării stabilității angajaților.

Diagnosticul se încheie cu evidențierea, sub formă de concluzii, a punctelor tari și a punctelor slabe ale întreprinderii din punct de vedere al resurselor umane.

3.6. Diagnosticul managementului

Diagnosticul managementului are ca obiective principale aprecierea măsurii în care echipa managerială își aduce contribuția la rezultatele obținute de întreprindere și a capacității acesteia de a asigura funcționarea viitoare profitabilă a întreprinderii în mediul său competițional. Realizarea diagnosticului managementului necesită utilizarea unui chestionar de diagnostic specific și a unei fișe de descriere a profilului cadrelor de conducere din întreprindere, domeniile principale avute în vedere referindu-se la:

- structura organizatorică;
- caracteristicile managementului;
- remunerarea managementului;
- impactul conducătorului.

În ceea ce privește structura organizatorică este analizată organigrama curentă, precum și cunoașterea, de către fiecare cadru de conducere, a conținutului fișei postului pe care îl ocupă. De asemenea, sunt analizate funcțiile, domeniile de decizie și limitele de competență ale cadrelor de conducere din întreprindere. Sistemul informațional din întreprindere este, de asemenea, analizat.

Din punct de vedere al caracteristicilor managementului prezintă importanță: profilul cadrelor de conducere, filozofia de afaceri și cultura organizațională, existența/inexistența calității managerilor de fondatori sau acționari ai întreprinderii, existența dependențelor față de anumite persoane sau instituții, stilul de conducere, metodele de management, plecările unor cadre de conducere din întreprindere în cursul ultimilor 2 ani.

Analiza remunerării conducătorilor presupune culegerea de informații referitoare la: sistemul de remunerare a conducătorilor (salariu, al treisprezecelea salariu, prime legate de cifra de afaceri sau de rezultate, contract de cointeresare, avantaje în natură), sursele de venit ale conducătorilor, ponderea veniturilor obținute pentru muncă în întreprindere în totalul veniturilor conducătorilor, disponibilitatea conducătorilor de a garanta pecuniar realizarea profitului întreprinderii, participarea conducătorilor la finanțarea întreprinderii.

Analiza impactului conducătorului necesită informații cu privire la competențele distincte și eventualele relații privilegiate ale acestuia (cu furnizorii, clienții, societățile bancare, acționarii).

Diagnosticul managementului se finalizează cu reliefaarea, sub formă de concluzii, a principalelor puncte forte și puncte slabe constatate.

3.7. Diagnosticul juridic

Diagnosticul juridic are ca obiectiv aprecierea riscurilor inerente situației juridice a întreprinderii. Operaționalizarea diagnosticului juridic necesită utilizarea unui chestionar specific de diagnostic, care cuprinde rubrici referitoare la:

- dreptul comercial;
- dreptul civil;
- dreptul muncii;
- dreptul fiscal;
- dreptul mediului;
- dreptul societăților comerciale.

Sub aspectul dreptului comercial se analizează actele și contractele referitoare la: modul de funcționare (fonduri comerciale, clientelă, mărci de fabrică, mărci de comerț, locații de gestiune, concesiuni, licențe, autorizații), datorii (chirii imobiliare, locații multianuale, întreținere, mentenanță, cauțiuni, garanții, privilegii, amanetări), litigii comerciale în curs sau latente.

Din punct de vedere al dreptului civil prezintă importanță: proprietățile imobiliare (acte de proprietate, expertize recente de evaluare, contracte de închiriere), finanțarea pe termen mediu și lung (bănci și clauze bancare, linii de credit), contractele de asigurare (protejarea prin asigurări contra riscurilor de dispariție sau de invaliditate a unui conducător, a riscurilor de inundații, furt, pierderi de exploatare, răspundere civilă pentru greșeli de exploatare, defectarea produselor după livrare), drepturile de proprietate intelectuală (brevete de invenție, desene și modele industriale, certificate de inventator, certificate de autor).

Aspectele de dreptul muncii presupun analiza regulamentului de ordine interioară, a acordului de participație, a contractului tip de muncă, a contractului colectiv de muncă, a contractelor de management, a plății salariilor și contribuțiilor la bugetul asigurărilor sociale, a plății tuturor celorlalte contribuții, a notelor de constatare a organismelor de control pe probleme sociale, a registrelor obligatorii (de personal și de audiență), a litigiilor în curs și latente.

Sub aspectul dreptului fiscal se analizează regimul fiscal al întreprinderii (cu particularitățile lui), data ultimului control fiscal și rezultatele acestuia, notificările și avizele de impunere, situația plății datoriilor fiscale, eventualele litigii.

Dreptul mediului are în vedere eventuala contaminare a mediului de către întreprindere și toate obligațiile ce decurg din aceasta.

Dreptul societăților comerciale presupune analiza documentelor juridice generale, furnizate în faza luării primului contact cu întreprinderea (documente juridice de înființare, statut, regulament de ordine și funcționare, documente ale Consiliului de Administrație și Adunării Generale a Acționarilor).

Pentru realizarea diagnosticului juridic, se recomandă ca evaluatorul să apeleze la serviciile unui jurist. Diagnosticul se finalizează cu sintetizarea punctelor forte și a punctelor slabe constatate, și aprecierea, pe această bază, a efectelor pe care eventualele litigii le pot avea asupra întreprinderii.

3.8. Diagnosticul patrimonial

Diagnosticul patrimonial are ca obiectiv analiza patrimoniului proprietarului (conducătorului) întreprinderii, în vederea evidențierii efectelor pe care schimbarea acestuia le poate avea asupra întreprinderii. Realizarea acestui diagnostic este, mai curând, de competența notarilor decât a evaluatorilor. Diagnosticul are la bază chestionarul de diagnostic patrimonial, a cărui parcurgere presupune:

- analiza patrimoniului conducătorului (proprietarului);
- cunoașterea voinței părților;
- analiza dispozițiilor deja adoptate.

Analiza patrimoniului conducătorului (proprietarului) necesită cunoașterea patrimoniului său privat (propriu și comun), a patrimoniului profesional, a patrimoniului social și calculul capacităților de investire.

Din punct de vedere al voinței părților este necesară obținerea de la proprietar (conducător) a intențiilor și sugestiilor cu privire la gestiunea patrimoniului comun și dispozițiile dorite între soți și cu privire la copii.

Din punct de vedere al dispozițiilor deja adoptate, este necesară cunoașterea și analiza celor în favoarea soțului (soției) și în favoarea copiilor.

Diagnosticul patrimonial se finalizează cu reliefaarea unor aspecte ce cuprind punctele tari și punctele slabe ale întreprinderii în domeniul patrimonial.

3.9. Diagnosticul contabil

Principalele obiective ale diagnosticului contabil sunt:

- fiabilizarea valorilor contabile reținute în vederea evaluării;
- efectuarea anumitor regularizări și redresări de tehnică a evidenței contabile, considerate necesare fie de regulile contabile, fie de cele fiscale;
- aprecierea regularității rezultatelor de referință ce se vor utiliza în evaluare.

Realizarea diagnosticului contabil este condiționată atât de o cunoaștere satisfăcătoare a întreprinderii (dobândită în urma parcurgerii diagnosticelor parțiale generale), cât și de o cunoaștere a principiilor și metodelor contabile specifice sectorului (ramurii) de activitate al întreprinderii (cunoștințe dobândite în faza primelor contacte cu întreprinderea).

Din partea evaluatorului, o muncă prealabilă diagnosticului contabil este indispensabilă. Scopul este de a dobândi cunoștințe referitoare la opțiunile contabile ale întreprinderii și de a proceda la unele corecții, în vederea obținerii imaginii financiare corecte a operațiunilor.

Deoarece metodele de evaluare sunt bazate pe date financiar-contabile, este necesar ca evaluatorul să se asigure că registrele și situațiile financiar-contabile sunt fiabile și reprezentative, adică utilizabile în procesul de evaluare. Dacă situațiile financiar-contabile nu sunt suficient de fiabile pentru a permite un diagnostic, expertul evaluator trebuie să procedeze la investigații contabile suplimentare. O condiție favorabilă apare atunci când conturile sunt certificate de către cenzorii întreprinderii de evaluat. În urma parcurgerii diagnosticului contabil, evaluatorul trebuie să fie în măsură să propună ajustările necesare la valoarea elementelor patrimoniale și la datele de exploatare, în raport cu situațiile financiar-contabile completate de întreprindere.

Lucrările de analiză și diagnostic contabil sunt structurate pe următoarele capitole:

-considerații generale (concordanța balanței de verificare cu registrul Cartea mare, depistarea entităților care au cunoscut modificări importante față de exercițiul precedent, verificarea transpunerii unor hotărâri ale Consiliului de Administrație și Adunării Generale a Acționarilor în situațiile contabile, informare asupra riscurilor și angajamentelor asumate, obținerea explicațiilor de la conducători cu privire la fluctuațiile neobișnuite și neconcordanțele apărute în conturile anuale și situațiile intermediare, analiza tuturor erorilor necorectate încă, solicitarea situației privind urmărirea judiciară latente sau în curs, aprecierea incidenței litigiilor asupra conturilor anuale);

-imobilizări și amortimente (analiza situației inventarului de active imobilizate, analiza situației amortimentului cumulat și a concordanței cu balanța generală, discutarea împreună cu conducerea întreprinderii a creșterilor/scăderilor înregistrate în conturile de imobilizări, analiza permanenței aplicării metodelor și cotelor de amortizare, analiza incidenței aplicării unor sisteme de amortizare diferite asupra rezultatelor întreprinderii);

-stocuri (situația inventarierii stocurilor și verificarea concordanței soldurilor cu balanța generală și cu existentul fizic, informare asupra metodelor de contabilizare a stocurilor, analiza și discutarea

corecțiilor făcute la ultimul inventar, informare asupra procedurilor de separare a exercițiilor cu privire la producția în curs de execuție și mișcarea stocurilor, identificarea metodelor utilizate în evaluarea stocurilor, comparații între exerciții pentru principalele categorii de stocuri, compararea rotației stocurilor în exercițiul curent cu cea din exercițiile precedente, informare asupra stocurilor demodate și cu mișcare lentă);

-trezorerie (informare asupra metodelor contabile utilizate, informare asupra transferurilor între conturile de trezorerie, informare asupra restricțiilor referitoare la aceste conturi);

-valori mobiliare de plasament (situația analitică a valorilor mobiliare de plasament la data încheierii bilanțului și concordanța cu balanța generală, informare asupra metodelor contabile utilizate pentru înregistrarea valorilor mobiliare de plasament, aprecierea câștigurilor și pierderilor generate și a contabilizării lor corecte);

-conturi de clienți (informare asupra metodelor contabile utilizate la înregistrările inițiale în conturile de clienți, verificarea concordanței între analiticele conturilor de clienți și balanța generală, explicarea diferențelor importante între soldurile conturilor exercițiilor precedente, analiza vechimii conturilor de clienți și a motivelor pentru nivele neobișnuit de ridicate sau solduri creditoare, informare asupra creanțelor dubioase, informare asupra metodelor de identificare a conturilor cu mișcare lentă în scopul constituirii provizioanelor pentru creanțe dubioase, prezentarea măsurilor întreprinse pentru recuperarea creanțelor);

-cheltuieli înregistrate în avans (informare asupra bazei de înregistrare în aceste conturi, compararea soldurilor exercițiilor precedente și analiza diferențelor importante constatate);

-capitaluri proprii (informare asupra structurii capitalurilor proprii, informare asupra reevaluărilor de patrimoniu și diferențelor din reevaluare înregistrate, analiza situației operațiilor efectuate în conturile de capitaluri proprii, analiza operațiilor efectuate asupra capitalului social, analiza noilor emisiuni și răscumpărări de titluri);

-provizioane (informare asupra bazei de înregistrare în conturile de provizioane, analiza situației soldurilor conturilor de provizioane reglementate, analiza situației soldurilor conturilor de provizioane pentru riscuri și cheltuieli, analiza soldurilor conturilor de provizioane pentru depreciere);

-subvenții pentru investiții (informare asupra bazei de înregistrare în aceste conturi, analiza incidenței asupra rezultatului fiscal al întreprinderii);

-împrumuturi (situația analitică a împrumuturilor și verificarea concordanței cu balanța generală, constatarea abaterilor de la clauzele contractuale, analiza garanțiilor împrumuturilor);

-conturi de furnizori (situația analitică a furnizorilor și concordanța soldurilor cu balanța generală, explicarea diferențelor importante între soldurile exercițiilor anterioare, constatarea întârzierilor de plată, analiza eventualelor avansuri acordate furnizorilor);

-datorii (situația analitică a datoriilor și verificarea concordanței soldurilor cu balanța generală, comparații între exerciții pentru soldurile principalelor conturi, informare asupra modalităților de plată a datoriilor, a garanțiilor și a metodelor utilizate la determinarea datoriei totale, informare asupra sumelor datoriilor ce pot fi generate de angajamentele asumate, identificarea existenței unor datorii încă neînregistrate, analiza datoriilor în vederea constituirii unor eventuale provizioane);

-impozit pe profit și alte impozite și taxe (solicitarea la conducerea întreprinderii a unor eventuale clarificări în legătură cu posibilele litigii fiscale cu incidențe importante asupra impozitelor de vărsat, analiza datoriilor fiscale contabilizate și a provizioanelor constituite);

-venituri înregistrate în avans (informare asupra bazei de înregistrare în aceste conturi, compararea soldurilor exercițiilor precedente și analiza diferențelor importante constatate);

-rezultate (compararea rezultatelor exercițiului curent sau recent încheiat cu cele ale exercițiilor imediat anterioare, analiza, împreună cu conducerea întreprinderii, a principalelor diferențe constatate, verificarea, pentru principalele venituri și cheltuieli, a înregistrării și efectuării la momentul potrivit, examinarea evenimentelor neobișnuite și extraordinare cu incidență asupra rezultatelor);

-evenimente posterioare (informare asupra evenimentelor survenite după încheierea bilanțului sau a situației intermediare și care au incidențe semnificative asupra conturilor anuale, cunoașterea proceselor verbale ale ședințelor Consiliului de Administrație și Adunării Generale a Acționarilor ținute după încheierea bilanțului contabil).

3.10. Diagnosticul financiar

În cadrul diagnosticului financiar, utilizând tehnicile clasice de analiză financiară pe bază de bilanț, evaluatorul procedează la o apreciere a performanțelor întreprinderii. Obiectivele muncii de

analiză vizează studiul comparativ al evoluției activității pe mai mulți ani din trecut (3-5 ani) și confruntarea rezultatelor cu cele obținute de întreprinderi similare sau concurente.

Analiza financiară trebuie să îi permită evaluatorului să se pronunțe asupra următoarelor aspecte:

-situația și dinamica activității și rezultatelor;

-echilibrele financiare;

-utilizarea adecvată a resurselor;

-eficiența gestionării investițiilor.

Toate aspectele menționate sunt interdependente și îmbracă forma legăturilor financiare dintre formarea rezultatului, fluxurile de resurse și utilizarea lor în cadrul exercițiului, situația inițială și finală a activelor și pasivelor. Operaționalizarea analizei financiare necesită, în prealabil, regruparea și restructurarea pozițiilor de bilanț, ale contului de profit și pierdere și ale anexelor la bilanț.

A. Situația și dinamica activității și rezultatelor

Evoluția de bază a întreprinderii poate fi studiată prin prisma formării rezultatelor într-o anumită perioadă de timp (pe un anumit număr de ani). Scopul analizei este acela ca evaluatorul să se asigure că datele medii reținute în final pentru a fi folosite în modele de evaluare sunt cu adevărat reprezentative pentru performanțele din trecutul apropiat și cele curente ale întreprinderii. De asemenea, analiza trebuie să furnizeze elementele necesare repartiției rezultatelor pentru salariați, stat, acționari, creditorii, dezvoltarea întreprinderii (autofinanțarea).

Utilizând valorile din ultimii ani (cel puțin cinci) ale soldurilor intermediare de gestiune, se concepe un model de formare a rezultatelor, calculând atât indicii de dinamică cât și rapoartele de structură pentru fiecare element implicat în formarea rezultatului sau cifrei de afaceri.

Soldurile intermediare de gestiune, prezentate în continuare, sunt indicatori succesivi de formare a rezultatului exercițiului.

a) Marja comercială

Marja comercială este principalul indicator al activității întreprinderilor din sfera distribuției (comerțul) sau al părții comerciale a întreprinderilor producătoare. Marja comercială se determină cu relația

$$[marja\ comercială] = [venituri\ din\ vânzarea\ mărfurilor] - [costul\ mărfurilor\ vândute]$$

b) Valoarea adăugată

Valoarea adăugată reprezintă sporul de valoare rezultat din utilizarea factorilor de producție. Această definiție stă la baza metodei deductibile de calcul, conform căreia

$$[valoarea\ adăugată] = [marja\ comercială] + [producția\ exercițiului] - [consumuri\ provenite\ de\ la\ terți]$$

unde:

$$[producția\ exercițiului] = [producția\ vândută] + [producția\ stocată] + [producția\ imobilizată]$$
$$[consumuri\ provenite\ de\ la\ terți] = [materii\ prime] + [materiale] + [utilități] + [lucrări\ și\ servicii\ executate\ de\ terți]$$

Valoarea adăugată asigură legătura între contabilitatea întreprinderii și contabilitatea națională. Agregarea valorilor adăugate duce la determinarea PIB.

Valoarea adăugată poate fi definită și ca sursă a acumulărilor bănești din care sunt remunerați participanții direcți și indirecti la activitatea economică a întreprinderii (personalul, statul, creditorii, acționarii, întreprinderea însuși). Pe această definiție este bazată metoda adițională de calcul, conform căreia

$$[valoarea\ adăugată] = [salarii\ personal,\ asigurări\ sociale\ și\ protecție\ socială] + [impozite,\ taxe\ și\ vărsăminte\ asimilate] + [cheltuieli\ financiare] + [dividende] + [capacitatea\ de\ autofinanțare]$$

c) Excedentul brut de exploatare

Excedentul brut de exploatare este un indicator esențial, care pune în evidență resursa rezultată din activitatea economică, admitând că amortizările și provizioanele sunt doar cheltuieli calculate, nu și

plătite. Ca urmare, valoarea excedentului brut de exploatare este independentă de politica financiară și de amortizare a întreprinderii. Totodată, nu este influențată de rezultatele excepționale (considerate anormale). Excedentul brut de exploatare este cel mai pur indicator al performanței economice, stând la baza determinării capacității de autofinanțare a întreprinderii.

[excedentul brut de exploatare] = [valoare adăugată] + [subvenții de exploatare] - [salarii personal, asigurări sociale și protecție socială] - [impozite, taxe și vărsăminte asimilate]

d) Rezultatul din exploatare

Rezultatul din exploatare este rezultatul corespunzător activității normale a întreprinderii, determinându-se cu relația

[rezultatul din exploatare] = [venituri din exploatare] - [cheltuieli de exploatare]

e) Rezultatul curent

Rezultatul curent este rezultatul aferent activităților cu caracter repetitiv și normal ale întreprinderii, determinându-se cu relația

[rezultatul curent] = [rezultat din exploatare] + [venituri financiare] - [cheltuieli financiare]

f) Rezultatul excepțional

Rezultatul excepțional este expresia activităților excepționale ale întreprinderii și se determină cu relația

[rezultatul excepțional] = [venituri excepționale] - [cheltuieli excepționale]

g) Rezultatul exercițiului

Rezultatul exercițiului se determină cu relația

[rezultatul exercițiului] = [rezultatul curent] + [rezultatul excepțional] - [impozitul pe profit]

B. Analiza capacității de autofinanțare

Importanța capacității de autofinanțare, ca indicator ce reflectă acumularea trecută și potențialul de susținere al activităților viitoare ale întreprinderii, rezidă din utilizarea sa în modelele de evaluare bazate pe actualizarea fluxurilor de numerar.

Capacitatea de autofinanțare reprezintă ceea ce-i rămâne întreprinderii după remunerarea partenerilor la viața economică (personalul – salarii și cheltuieli sociale, statul – impozite, taxe și vărsăminte asimilate, creditorii – dobânzi, acționarii - dividende).

Capacitatea de autofinanțare exprimă un surplus financiar degajat, care are caracter potențial, dar care trebuie susținut cu mijloace financiare efective. Capacitatea de autofinanțare este o sursă stabilă care permite finanțarea investițiilor, rambursarea împrumuturilor contractate anterior și plata dividendelor.

Calculul capacității de autofinanțare se poate face fie prin metoda deductibilă, conform căreia

[capacitatea de autofinanțare] = [excedentul brut de exploatare] + [venituri financiare și excepționale generatoare de încasări] - [cheltuieli financiare și excepționale generatoare de plăți] - [impozit pe profit] + [alte venituri din exploatare] - [alte cheltuieli de exploatare]

fie prin metoda adițională, după relația

[capacitatea de autofinanțare] = [rezultatul net al exercițiului] + [cheltuieli cu amortizări și provizioane] - [venituri din provizioane] - [subvenții virate la venituri] + [cheltuieli cu activele cedate] - [venituri din cedarea activelor]

C. Analiza activității întreprinderii pe baza ratelor sau indicilor

Calculule și interpretările cu privire la evoluția financiară a întreprinderii trebuie să îi permită evaluatorului să își fundamenteze răspunsurile la următoarele întrebări:

-evoluția anterioară a activității întreprinderii prezintă oare speranțe de continuitate (a producției, a cifrei de afaceri, a valorii adăugate etc)?

-este întreprinderea în măsură să asigure o menținere sub control a costurilor globale și a elementelor de cheltuieli?

-în ce măsură reușește întreprinderea să își acopere cheltuielile de exploatare și financiare pe seama dinamicii vânzărilor sale?

-repartizarea rezultatelor între diferiții factori de producție are loc în detrimentul autofinanțării?

Evoluția și eficiența activității întreprinderii pot fi puse în evidență prin calculul unor mărimi absolute sau relative, denumite indici sau rate. Prin studiul evoluției în timp a acestor mărimi, valoarea lor informațională crește. Principalele rate utilizate în analiza activității întreprinderii sunt prezentate în cele ce urmează.

a) Ratele de structură ale activului

Ratele de structură ale activului arată ponderea pe care o dețin diferitele categorii (grupe) de active în totalul activului bilanțier. Aceste rate oferă informații asupra compoziției și gradului de lichiditate al patrimoniului întreprinderii. Principalele rate de structură ale activului sunt prezentate în tabelul următor.

Denumirea ratei	Numărător	Numitor
Rata immobilizărilor corporale	Immobilizări corporale (nete)	Total activ
Rata immobilizărilor financiare	Immobilizări financiare	Total activ
Rata activelor fixe	Active fixe (nete)	Total activ
Rata stocurilor	Stocuri	Total activ
Rata creanțelor	Creanțe	Total activ
Rata disponibilităților	Disponibilități	Total activ

b) Ratele de structură ale pasivului

Ratele de structură ale pasivului sunt similare ratelor de structură ale activului, arătând ponderea pe care o dețin diferitele categorii de pasive în totalul pasivului, precum și relațiile de mărime între principalele categorii (grupe) de pasive. Principalele rate de structură ale pasivului sunt prezentate în tabelul următor.

Denumirea ratei	Numărător	Numitor
Rata autonomiei globale	Capital propriu	Total pasiv
Rata stabilității financiare	Capital permanent	Total pasiv
Rata independenței financiare	Capital propriu	Capital permanent
Rata îndatorării totale	Datorii totale	Total pasiv
Rata îndatorării pe termen lung	Datorii cu perioadă de exigibilitate mai mare de un an	Capital propriu

c) Ratele echilibrului financiar (sintetice)

Ratele echilibrului financiar, denumite și rate sintetice, permit efectuarea de raționamente referitoare la lichiditatea și solvabilitatea întreprinderii, cuprinzând două categorii de rate: ratele fondului de rulment și ratele trezoreriei. Principalele rate sintetice sunt prezentate în tabelul următor.

Denumirea ratei	Numărător	Numitor
Rata finanțării permanente	Capital permanent	Activ imobilizat

Rata finanțării activului circulant	Fond de rulment	Activ circulant
Rata lichidității generale	Activ circulant	Datorii pe termen scurt
Rata echilibrului financiar la scadență	Creanțe + disponibilități	Datorii pe termen scurt
Rata trezoreriei imediate	Disponibilități	Datorii pe termen scurt

d) Ratele de gestiune (rotației)

Ratele ce caracterizează gestiunea, denumite și ratele rotației, măsoară atât viteza de transformare a activelor în lichidități, cât și cea de reînnoire a datoriilor. Aceste rate pot fi exprimate în două forme: ca număr de rotații sau ca durată a unei rotații. În această categorie pot fi identificate rate de rotație a capitalului, rate de rotație a stocurilor și rate de rotație a creanțelor și obligațiilor față de furnizori. Principalele de gestiune sunt prezentate în tabelul următor.

Denumirea ratei	Numărător	Numitor
Viteza de rotație a activului total	Cifra de afaceri	Activ total
Viteza de rotație a activului imobilizat	Cifra de afaceri	Activ imobilizat
Viteza de rotație a activului circulant	Cifra de afaceri	Activ circulant
Viteza de rotație a capitalului propriu	Cifra de afaceri	Capital propriu
Viteza de rotație a capitalului permanent	Cifra de afaceri	Capital permanent
Viteza de rotație a stocurilor	Cifra de afaceri	Stoc mediu
Viteza de rotație a creanțelor	Cifra de afaceri	Creanțe totale

e) Ratele rentabilității

Ratele rentabilității caracterizează rezultatele întreprinderii. Principalele rate de rentabilitate sunt prezentate în tabelul următor.

Denumirea ratei	Numărător	Numitor
Rata profitului net	Profit net	Cifra de afaceri
Rata rentabilității financiare	Profit net	Capital propriu
Rata rentabilității economice	Profit net	Capital permanent
Rata rentabilității autofinanțării	Capacitate de autofinanțare	Capital propriu

În analiza activității întreprinderii, pe lângă cele cinci categorii de rate prezentate anterior, evaluatorul poate recurge și la alte rate, considerate relevante pentru aspectul ce se dorește a fi evidențiat.

D. Analiza echilibrului financiar

Echilibrul financiar al întreprinderii este reflectat prin intermediul a trei indicatori:

- fondul de rulment;
- necesarul (nevoia) de fond de rulment;
- trezoreria netă.

Fondul de rulment indică modul de finanțare a nevoilor permanente ale întreprinderii și soldul de resurse disponibile pe termen mediu și lung destinate finanțării funcționării. Fondul de rulment este expresia realizării echilibrului financiar pe termen lung și a contribuției acestuia la asigurarea echilibrului finanțării pe termen scurt, determinându-se cu relația

$$[\text{fondul de rulment}] = [\text{capital permanent}] - [\text{active imobilizate nete}]$$

Necesarul de fond de rulment exprimă nevoia de finanțare a funcționării ce trebuie asigurată prin soldul disponibil de resurse stabile. Necesarul de fond de rulment este expresia nevoii de finanțare a activului circulant, determinându-se cu relația

[necesarul (nevoia) de fond de rulment] = [stocuri] + [creanțe] – [datorii nefinanciare pe termen scurt]

Trezoreria netă exprimă golul sau excedentul de finanțare, atunci când fondul de rulment nu echilibrează necesarul sau nevoia de fond de rulment. Trezoreria netă se determină cu relația

$$[trezoreria\ netă] = [disponibilități\ și\ plasamente] - [credite\ pe\ termen\ scurt\ (de\ trezorerie)]$$

Totodată, trezoreria netă este o rezultată a primilor doi indicatori, verificând relația

$$[trezoreria\ netă] = [fondul\ de\ rulment] - [nevoia\ de\ fond\ de\ rulment]$$

Atunci când trezoreria netă este pozitivă există un excedent de surse permanente, care se regăsește în disponibilitățile întreprinderii, iar când trezoreria netă este negativă există un gol de finanțare (există active de exploatare care trebuie finanțate făcând apel la credite).

Pentru o analiză mai fină, cei trei indicatori pot fi stabiliți pentru elementele legate de exploatare și pentru elementele în afara exploatării.

În practica analizelor financiare pentru scopuri de evaluare se întocmește un tablou denumit “al echilibrului financiar la diferite date”. Cerința care se manifestă este ca datele alese să corespundă unei situații normale a întreprinderii.

E. Analiza riscului de faliment

Prin sistemul de rate care reflectă rentabilitatea și echilibrul financiar, diagnosticul financiar permite evidențierea punctelor tari și a punctelor slabe ale întreprinderii din punct de vedere al gestiunii financiare. Totodată, pot fi puse în evidență riscurile de exploatare și financiare, dar nu poate fi evaluat global riscul de faliment.

În decursul timpului, mai mulți cercetători și organisme financiare au manifestat preocupări legate de elaborarea unei metode de predicție a riscului de faliment. Punctul de pornire în aceste demersuri l-a constituit un grup restrâns de rate reprezentative, corelate cu starea “de sănătate” a întreprinderilor. Rezultatul l-au constituit mai multe modele de evaluare a riscului de faliment, fiecare dintre acestea având la bază o așa-numită funcție scor.

Unul dintre primele modele de evaluare a riscului de faliment a fost elaborat în anul 1968 de către E.I. Altman pe baza informațiilor obținute în urma studierii unui număr mare de companii, care ulterior, fie au supraviețuit, fie au dat faliment. Altman a conceput o funcție scor cu 5 variabile care i-a permis să prevadă 75% dintre falimente cu doi ani înainte de producerea acestora. Modelul Altman este aplicabil, mai ales, în condițiile existenței bursei de valori.

Modelul Conan și Holder a fost elaborat în anul 1978 și are la bază observarea unui număr de 31 rate, pe un eșantion format din 190 de întreprinderi mici și mijlocii, din care jumătate au dat faliment în perioada 1970-1975. Modelul are la bază tot o funcție scor cu 5 variabile și este aplicabil întreprinderilor cu cel mult 500 salariați.

Banca Centrală a Franței a elaborat propriul model de evaluare a riscului de faliment, bazat pe o funcție scor cu 8 variabile. Pentru elaborarea modelului au fost observate 26 rate, pe un eșantion format din 3000 de întreprinderi industriale cu mai puțin de 500 salariați și clasificate în normale și deficitare. Studiul întreprinderilor s-a extins pe o perioadă de 3 ani precedenți falimentului.

Argenti a elaborat un model bazat pe identificarea efectelor în lanț care conduc la faliment, efecte care îmbracă forma deficiențelor, factorilor de risc și simptomelor de faliment.

Aplicarea acestor modele în cazul întreprinderilor românești nu a condus întotdeauna la rezultate concludente. Ca urmare, au apărut și în România preocupări legate de elaborarea unor modele de evaluare a riscului de faliment adaptate propriilor condiții economice. Unul dintre rezultatele acestor preocupări îl constituie modelul Anghel.

Modelul Anghel a fost elaborat pe baza observării unui număr de 20 indicatori economico-financiar, eșantionul fiind format din 276 întreprinderi din 12 ramuri ale economiei naționale. Funcția scor a modelului are forma

$$A = 5,676 + 6,3718X + 5,3932Y - 5,1427Z - 0,0105W$$

unde: X – rata rentabilității veniturilor, Y – rata de acoperire a datoriilor cu lichidități, Z – rata de îndatorare a activului, W – perioada de achitare a obligațiilor.

Valoarea funcției scor este cuprinsă în intervalul [0 ; 2,05]. Apriori, capacitatea predictivă a modelului s-a concretizat într-o rată de succes de 97%.

Tema nr. 4

PREZENTAREA GENERALĂ A MODELELOR DE EVALUARE A ÎNTREPRINDERII

4.1. Conceptul de model de evaluare

Prin model de evaluare se înțelege o relație matematică sau o succesiune logică de calcule prin care se ajunge la valoarea întreprinderii. În literatura de specialitate, modelele de evaluare prezentate sunt numeroase, putând fi identificate peste 30 de alternative diferite de stabilire a valorii întreprinderii.

Modelul de evaluare nu este altceva decât o reprezentare simplificată a argumentării desfășurate de evaluator pentru a justifica valoarea întreprinderii. Reprezentarea în formă matematică, prin relație de calcul, traduce în practică preocuparea tot mai accentuată a evaluatorului pentru simplificare și exprimare logică.

Cu toată diversitatea formulelor de calcul utilizate pentru stabilirea valorii întreprinderii, acest ansamblu se reduce la câteva modele principale, diversitatea rezultând fie din îmbinarea modelelor principale, fie din interpretările care se atribuie variabilelor utilizate și rezultatelor obținute.

Pentru a putea studia modelele de evaluare este necesară, în prealabil, o clasificare a lor. Clasificarea modelelor de evaluare nu poate fi realizată decât în raport cu fundamentele teoretice ale acestora.

4.2. Categoriile fundamentale de modele de evaluare a întreprinderii

În raport cu bazele teoretice care le fundamentează, modelele utilizate pentru evaluarea întreprinderii pot fi încadrate în cinci categorii fundamentale:

- modele patrimoniale;
- modele bazate pe actualizarea rezultatelor;
- modele bursiere;
- modele cu rate diferențiate;
- modele specifice.

Modelele patrimoniale au la bază postulatul potrivit căruia valoarea întreprinderii este dată de valoarea patrimoniului acesteia. Această categorie de modele reprezintă un punct extrem de abordare a problemei stabilirii valorii întreprinderii, fiind absolutizată valoarea elementelor patrimoniale (constituită în timp) și neglijată complet valoarea prin flux. Practic, la aceste modele se ajunge direct de la relația fundamentală a valorii întreprinderii, considerând coeficientul de partajare k egal cu 1. Există două modele patrimoniale fundamentale: activul net contabil, respectiv activul net reevaluat. Tot în acord cu concepția patrimonială este determinată și valoarea întreprinderilor în dificultate neredresabile, prin activul net de lichidare.

Modelele bazate pe actualizări de rezultate abordează problema stabilirii valorii întreprinderii dintr-o perspectivă diametral opusă modelelor patrimoniale. Este neglijată valoarea elementelor de patrimoniu, fiind luată în considerație doar capacitatea întreprinderii de a genera profituri prin funcționarea viitoare. La aceste modele de evaluare se ajunge tot de la relația fundamentală a valorii întreprinderii, dar considerând coeficientul de partajare k egal cu zero. La baza acestor modele de evaluare stă conceptul fundamental de valoare economică. În funcție de semnificația concretă atribuită termenului “rezultat” există mai multe alternative ale acestor modele de evaluare (modele de evaluare bazate pe actualizarea profiturilor brute, modele de evaluare bazate pe actualizarea profiturilor nete, modele de evaluare bazate pe actualizarea fluxurilor de numerar).

Modelele bursiere sunt tot modele de evaluare bazate pe actualizări de rezultate, dar se aplică doar în cazul particular al întreprinderilor cotate la bursă. Rezultatul considerat generator de valoare este dividendul. În funcție de “scenariile” de evoluție viitoare a dividendelor luate în considerație, pot fi deosebite două mari categorii de modele de evaluare bursiere: modele de evaluare a “întreprinderilor consolidate”, respectiv modele de evaluare a “întreprinderilor în creștere”.

Modelele cu rate diferențiate încearcă să realizeze o combinație a valorii patrimoniale cu valoarea prin flux. Caracteristica fundamentală a acestor modele o reprezintă determinarea valorii de good-will a întreprinderii. În funcție de modul de estimare a supraprofiturilor viitoare ale întreprinderii, există mai

multe tipuri de modele cu rate diferențiate: modele de evaluare cu rate reduse de good-will, modele de evaluare bazate pe capitalul permanent necesar exploatării, alte modele de evaluare cu rate de good-will.

Modelele de evaluare specifice reprezintă o categorie aparte, constituind adaptări ale modelelor de bază pentru activități cu caracter particular (bănci, societăți de asigurări, profesii autorizate) sau pentru întreprinderi aflate în anumite situații sau cu anumite particularități (întreprinderi mici, întreprinderi în dificultate, întreprinderi cu probleme din punct de vedere ecologic). Tot în categoria modelelor specifice intră și cele bazate pe comparații, precum și cele care utilizează tehnicile și procedurile particulare proprii teoriei înlocuirii.

Modelele bursiere sunt inaplicabile pentru un număr mare de întreprinderi (numărul întreprinderilor cotate la bursă este foarte mic în raport cu numărul total al întreprinderilor). De asemenea, pentru întreprinderile aflate în criză (așa cum sunt multe dintre întreprinderile românești), modelele bazate pe actualizarea rezultatelor sunt inaplicabile, folosindu-se alte modele, specifice întreprinderilor în dificultate. Pentru evaluarea majorității întreprinderilor în funcțiune, singurele modele utilizabile sunt cele patrimoniale. De asemenea, pentru evaluarea întreprinderilor neredresabile care urmează să fie lichidate, trebuie utilizat tot un model patrimonial. Utilizarea modelelor de evaluare patrimonială, precum și a celor bazate pe actualizarea rezultatelor, este ușurată și de faptul că, spre deosebire de sistemul contabil din trecut, care nu și-a propus drept obiectiv și acela de furniza informații care să permită evaluarea întreprinderii, noul sistem contabil, racordat la sistemul contabil continental și chiar mondial, asigură premisele necesare unei evaluări a întreprinderii pe baza informațiilor contabile.

O problemă deosebită care intervine în evaluare, indiferent de modelul utilizat, este problema inflației. Din acest motiv, orice lucrare de evaluare trebuie "datată", iar etalonul monetar trebuie clar precizat (valoarea monedei naționale la o anumită dată sau monedă străină și curs de schimb la o anumită dată). Toate valorile patrimoniale, precum și toate rezultatele, trebuie exprimate în funcție de valoarea pe care etalonul monetar a avut-o la o anumită dată. Chiar și numai această cerință, de a "aduce" toți parametrii care dau valoarea întreprinderii la un anumit moment în timp, la o anumită dată precizată, presupune un anumit tip de evaluare.

Tema nr. 5

MODELE DE EVALUARE PATRIMONIALE

5.1. Fundamentele modelelor

În momentul constituirii întreprinderii, acționarii și-au asumat riscul de a avansa, prin capitalul investit, prima finanțare necesară dezvoltării și exploatării. Pe parcursul funcționării întreprinderii, acționarii pot fi eventual solicitați să majoreze sumele investite inițial. În contrapartida riscului asumat, cei care au avansat capitalul, au dobândit însă dreptul de proprietate asupra patrimoniului întreprinderii.

Modelele patrimoniale de evaluare se bazează pe următorul postulat: “valoarea întreprinderii este valoarea patrimoniului acesteia”. Aplicarea acestor modele de evaluare presupune, în primul rând, o inventariere și o identificare a tuturor elementelor de patrimoniu și nu ține seama, în mod explicit, de rezultatele viitoare ale întreprinderii. Aceste modele nu reflectă altceva decât o anumită opțiune de evaluare a întreprinderii, bazată pe valori de patrimoniu, valori ce reflectă, în mare parte, așa-numitele costuri istorice.

5.2. Activul net contabil

În concepția acestui model de evaluare, valoarea patrimonială a întreprinderii este reprezentată, de fapt, de valoarea activului net contabil al acesteia. Relația de calcul a activului net contabil (ANC) pornește de la egalitatea fundamentală bilanțieră (total activ = total pasiv), exprimată grafic sub forma prezentată în figura 1.

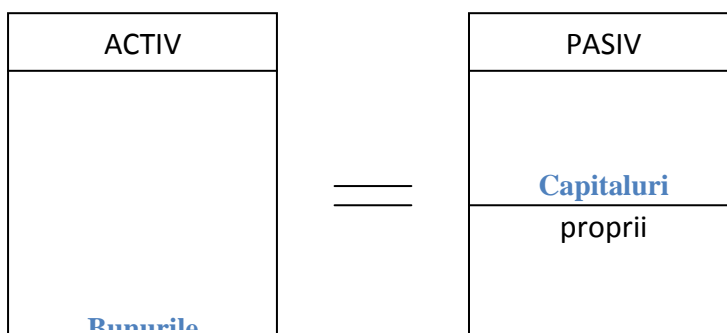


Figura 1

Forma grafică a egalității bilanțiere fundamentale

Pornind de la informațiile cuprinse în bilanțul contabil, valoarea activului net contabil poate fi stabilită în două moduri:

-scăzând datoriile din valoarea totală a activului, adică

$$[\text{activul net contabil}] = [\text{total activ}] - [\text{total pasive exigibile (datorii)}]$$

-considerându-l egal cu valoarea capitalurilor proprii, ceea ce înseamnă că

$$[\text{activul net contabil}] = [\text{total capitaluri proprii}]$$

Indiferent de calea aleasă pentru determinarea activului net contabil, trebuie evidențiate două aspecte referitoare la structura capitalurilor proprii și a datoriilor. În primul rând, în structura capitalurilor proprii trebuie inclusă doar acea parte a rezultatului reportat și a rezultatului exercițiului destinată să rămână în întreprindere. Aceasta înseamnă că determinarea activului net contabil trebuie să fie precedată de hotărârea Adunării Generale a Acționarilor cu privire la repartizarea, atât a rezultatului reportat cât și a rezultatului exercițiului recent încheiat. În al doilea rând, trebuie clarificată situația capitalurilor proprii susceptibile de a fi reintegrate în rezultatele exercițiilor viitoare (este vorba despre subvențiile pentru investiții și provizioanele reglementate), din valoarea totală a acestora trebuind să fie dedusă datoria fiscală latentă pe care o ascund, doar suma rămasă fiind asimilată capitalurilor proprii ale întreprinderii.

5.3. Activul net reevaluat

Pentru a înlătura efectele contabilității ținute la costuri istorice asupra valorii patrimoniale a întreprinderii, este necesar să se procedeze la o evaluare economică a tuturor elementelor de activ și pasiv. În acest mod, evaluarea patrimonială a întreprinderii dobândește o dimensiune calitativă evidentă, chiar dacă sporește în dificultate. Saltul calitativ este marcat de trecerea de la activul net contabil la așa-numitul activ net reevaluat (ANR) sau activ net contabil corectat (ANCC), determinat cu relația

$$[\text{activul net reevaluat}] = [\text{total activ reevaluat}] - [\text{total pasive exigibile reevaluate}]$$

unde:

$$[\text{total activ reevaluat}] = [\text{total activ contabil}] +/- [\text{corecții de activ}]$$

$$[\text{total pasive exigibile reevaluate}] = [\text{total pasive exigibile contabile}] +/- [\text{corecții de pasiv}]$$

În cele ce urmează expunerea se va concentra îndeosebi asupra evaluării economice a patrimoniului întreprinderii.

5.4. Evaluarea patrimoniului în contabilitate

Informațiile contabile conținute în documentele de închidere a exercițiului economico-financiar (bilanț, cont de profit și pierdere, anexă la bilanț), constituie baza oricărei lucrări de evaluare patrimonială.

În mod normal, orice evaluator trebuie să cunoască structura și conținutul documentelor de sinteză contabilă, precum și principiile, regulile și normele contabile generale și specifice pe care întreprinderea le aplică în organizarea și conducerea contabilității.

Sistemul contabil actual este fundamentat pe câteva principii generale care permit stabilirea valorii contabile a patrimoniului și oferă datele necesare unei evaluări economice.

În contabilitate au loc două tipuri de evaluări: curente și periodice. Evaluările curente se fac cu ocazia fiecărei tranzacții, iar în funcție de momentul când au loc pot fi: evaluări la data intrării în patrimoniu și evaluări la data ieșirii din patrimoniu. Evaluările periodice se fac cu ocazia inventarierii patrimoniului și cu ocazia închiderii conturilor anuale, adică la întocmirea bilanțului contabil.

A. Evaluarea la intrarea în patrimoniu

La data intrării în patrimoniul întreprinderii, pe bază de documente, bunurile se evaluează și se înregistrează în contabilitatea curentă la așa-numita valoare de intrare, denumită și valoare contabilă sau cost istoric al bunurilor respective, care, după caz, poate fi:

- valoarea de achiziție (costul de achiziție), pentru activele dobândite cu titlu oneros (contra plată);
- costul de producție, pentru activele produse în întreprindere;
- valoarea de piață, pentru activele dobândite cu titlu gratuit;
- valoarea nominală, pentru creanțe.

De asemenea, la intrarea în patrimoniu, datoriile se evaluează la valoare nominală.

Potrivit principiului costurilor istorice, aceste valori de intrare se mențin neschimbate până la ieșirea din patrimoniu. Modificarea lor nu poate avea loc decât în caz de reevaluare reglementată legal (destul de rar). Din acest motiv, apare necesară și o evaluare la ieșirea din patrimoniu, precum și o evaluare economică, atunci când se urmărește stabilirea activului net reevaluat.

Sistemul contabil actual conține toate elementele necesare pentru a prezenta imaginea fidelă a patrimoniului, chiar în condițiile contabilității ținute la costuri istorice.

B. Evaluarea la ieșirea din patrimoniu

Ca principiu general, la ieșirea din patrimoniu, bunurile de natura imobilizărilor se evaluează și se scad din gestiune la valoarea lor de intrare, denumită și valoare contabilă sau cost istoric.

Pentru evaluarea la ieșirea din patrimoniu a materialelor, întreprinderea trebuie să adopte o anumită metodă, care nu poate fi schimbată decât cu avizul Administrației fiscale, schimbarea fiind consemnată în anexa la bilanț. Metodele folosite pot fi:

-metoda "primul intrat-primul ieșit" ("first in-first out", FIFO), costul unitar al primei intrări fiindu-i atribuit primei ieșiri, indiferent de costurile unitare ale următoarelor intrări;

-metoda “ultimul intrat-primul ieșit” (last in-first out”, LIFO), costul unitar al ultimei intrări fiindu-i atribuit primei ieșiri;

-metoda costului mediu ponderat, care reprezintă o variantă de compromis între primele două, costul unitar al ultimei ieșiri stabilindu-se ca o medie ponderată a costurilor tuturor intrărilor anterioare.

C. Evaluarea de inventar

În accepțiunea noului sistem contabil, inventarul periodic are cu totul alt conținut față de vechiul sistem contabil. Actualul inventar este, practic, un inventar de evaluare și nu de constatare a integrității patrimoniului.

În evaluarea de inventar se recurge la conceptul de valoare de utilitate (denumită valoare actuală sau valoare de inventar). Această valoare se stabilește în funcție de utilitatea bunurilor în întreprindere și prețurile lor curente de piață. Comparând valorile de utilitate cu valorile contabile ale elementelor de patrimoniu, se constată, prin diferență, plusurile, respectiv minusurile de valoare.

Diferențele de valoare constatate cu ocazia inventarierii se înregistrează în contabilitate ținându-se seama de două principii:

-principiul costurilor istorice, care presupune nemodificarea valorilor de intrare;

-principiul prudenței, care presupune să nu fie supraevaluate bunurile și veniturile și să nu fie subevaluate datoriile și cheltuielile.

Astfel, în cazul elementelor de activ, diferențele constatate în plus (adică valoare de inventar mai mare decât valoarea de intrare) nu se înregistrează în contabilitate, în timp ce diferențele constatate în minus se înregistrează, fie ca o amortizare suplimentară (dacă deprecierea sunt ireversibile), fie prin constituirea provizioanelor pentru depreciere (atunci când deprecierea sunt reversibile). În cazul elementelor de pasiv se procedează invers, adică diferențele constatate în minus nu se înregistrează, în timp ce diferențele constatate în plus se înregistrează prin constituirea de provizioane. În fiecare dintre aceste situații, valorile contabile ale activelor și pasivelor nu se schimbă, corecțiile de creștere, respectiv diminuare a valorilor contabile făcându-se cu ocazia evaluării bilanțiere.

D. Evaluarea bilanțieră

La evaluarea care survine după inventariere, denumită evaluare bilanțieră, pe lângă înregistrarea diferențelor de valoare constatate, pentru a respecta principiile imaginii fidele și a independenței exercițiilor, se evaluează în mod distinct și se evidențiază în contabilitate cheltuielile înregistrate în avans, precum și veniturile înregistrate în avans.

Evaluarea bilanțieră are un caracter complex și stă la baza închiderii conturilor anuale, a stabilirii situației finale a patrimoniului și a calculării rezultatelor. O asemenea evaluare se efectuează la încheierea exercițiului și conduce direct la valoarea contabilă netă a patrimoniului.

Dacă amortizările și provizioanele constituite cu ocazia inventarierilor efectuate în cursul perioadelor de gestiune sunt mai mari sau mai mici decât cele stabilite la încheierea exercițiului economico-financiar, se fac rectificările necesare, în sensul diminuării sau majorării acestora, după care valorile de intrare se corectează cu amortizările sau provizioanele respective, rezultând astfel valoarea netă a elementelor patrimoniale, valoare care se înscrie în bilanțul contabil.

Pentru a ține seama numai de variațiile de preț (practic, de inflație), evaluarea bilanțieră, bazată pe principiul valorii actuale, procedează la înregistrarea diferențelor dintre costul istoric și valoarea actuală într-un cont rectificativ - contul 105 - cunoscut sub denumirea de “Diferențe din reevaluare”.

În concluzie, se poate spune că un evaluator trebuie să cunoască la nivel de expert sistemul contabil, mai ales în ceea ce privește principiile fundamentale, să fie în măsură să analizeze practicile contabile ale întreprinderii pe care o evaluează și să cunoască, din anexă, opțiunile contabile specifice ale întreprinderii. De asemenea, trebuie să cunoască la nivel de expert modul de funcționare a conturilor de amortizări și provizioane, precum și formarea și repartizarea rezultatelor.

5.5. Conturile substractibile de activ și evaluarea patrimonială a întreprinderii

Problema stabilirii valorii patrimoniale a întreprinderii poate fi rezolvată urmând fie calea folosirii informației contabile (atunci când se dispune de o contabilitate fiabilă), fie calea inventarierii complete a patrimoniului, urmată de evaluarea activ cu activ, pasiv cu pasiv, de către experți în evaluare.

Cu toate că actualul sistem contabil conține toate elementele necesare unei evaluări patrimoniale a întreprinderii, prima cale, cea a folosirii informațiilor contabile, nu este încă aplicabilă fără rezerve întreprinderilor din România. În primul rând, chiar dacă inventarierea patrimoniului este bazată și se

desfășoară în conformitate cu noile principii, nu toți cei implicați în această acțiune au ajuns să-i înțeleagă toate sensurile și aspectele particulare. În al doilea rând, lipsesc încă (sau nu sunt aplicate) o serie de reglementări, mai ales de ordin fiscal, care să permită utilizarea corectă a planului de conturi general, mai ales pentru partea de amortizări și provizioane. În aceste condiții, evaluarea patrimonială a întreprinderii trebuie să urmeze a doua cale, concretizată în întocmirea unui inventar complet al patrimoniului, urmată de evaluarea tuturor elementelor patrimoniale de către experți în evaluare. Cu toate acestea, în cele ce urmează vor fi prezentate câteva aspecte esențiale legate de evaluările bazate pe informații contabile.

Atunci când informațiile contabile sunt folosite în evaluare, rezolvarea celor mai delicate probleme presupune cunoașterea, de către evaluator, a conținutului regulilor contabile, pentru a putea trata corespunzător amortismentele și provizioanele înregistrate în contabilitate.

În bilanț, activele imobilizate și activele circulante sunt înscrise la valoarea lor contabilă netă. Această valoare s-a obținut scăzând, pentru fiecare activ în parte, din valoarea lui de intrare, sumele reprezentând amortismentele și provizioanele asociate acestuia. Ambele grupe de conturi, amortizările și provizioanele (denumite conturi substractibile de activ), corectează, de fapt, în minus valoarea de intrare a activului pentru care au fost calculate și incluse în categoria de cheltuieli corespunzătoare (de exploatare, financiare sau excepționale).

În bilanț, ca elemente substractibile de activ, operează numai amortizările considerate (impropriu) economice, nu și cele derogative (accelerate). Dacă pe parcursul utilizării activelor amortizabile, planurile de amortizare aplicate de întreprindere sunt de natură să conducă la o amortizare prea rapidă a acestora, atunci plusul de amortizare calculat și înregistrat în contabilitate se virează la venituri (are loc o reducere a amortizării activului "supraamortizat" și creșterea corespunzătoare a veniturilor). Preluarea acestei părți din amortisment și includerea ei la venituri nu reprezintă, în esență, un element substractibil de activ. De fapt, în acest mod se realizează cele două corecții specifice evaluării:

- corecția de patrimoniu (prin diminuarea lui cu un amortisment mai mic decât cel înregistrat în contabilitate);

- corecția de rezultat (prin majorarea veniturilor, respectiv a rezultatului, urmată de toate implicațiile fiscale corespunzătoare).

Acest aspect, al preluării unei părți din amortisment la venituri, pentru a evita folosirea sa ca element substractibil de activ, există în sistemul contabil la care România s-a racordat, dar nu a fost preluat în actualul sistem contabil. În concluzie, soldul creditor al conturilor de amortizări, corectat cu amortismentele înregistrate prea rapid și care au fost transferate la venituri, exprimă mărimea amortizărilor cu care valoarea de intrare a activelor imobilizate trebuie corectată, pentru ca în bilanț să fie reflectată valoarea contabilă netă a acestora.

Pentru a se ajunge la valoarea economică a activelor imobilizate, pe lângă corecția de amortisment, trebuie urmărit dacă au fost utilizate corespunzător provizioanele privind deprecierea imobilizărilor. Aceste provizioane sunt prevăzute tocmai pentru a respecta principiul contabil al prudenței, adică pentru a menține amortizările cât mai aproape de valoarea lor economică (în caz că deprecierea este mai mare decât amortizarea legal calculată). Provizioanele pentru deprecierea imobilizărilor (necorporale, corporale și financiare) au același caracter de elemente substractibile de activ, din acest punct de vedere fiind asemănătoare cu amortizările. În lucrările de evaluare a patrimoniului, dacă este necesar, asemenea provizioane pot fi constituite, anulate, crescute sau diminuate. Aceste operații nu generează fluxuri de trezorerie, nefiind altceva decât modificări ale unor valori contabile calculate. Aceste operații, după natura lor și a elementului patrimonial la care se referă, sunt reflectate însă în conturile de venituri și cheltuieli (de exploatare, financiare sau excepționale), afectând rezultatul fiscal al întreprinderii.

Provizioanele pentru deprecierea stocurilor și a producției în curs de execuție fac parte tot din categoria conturilor substractibile de activ, a căror utilizare este impusă de cerința respectării principiului prudenței. Aceste conturi de provizioane funcționează după aceleași reguli ca și conturile de provizioane pentru deprecierea imobilizărilor. Operațiile efectuate asupra acestor conturi afectează, de asemenea, pe lângă valoarea contabilă netă a activelor implicate, și rezultatul fiscal al întreprinderii.

Provizioanele pentru deprecierea creanțelor fac și ele parte tot din categoria conturilor substractibile de activ. Aceste provizioane au fost prevăzute pentru a reflecta deprecierea reversibilă ale raporturilor juridice care îmbracă forma creanțelor, din punct de vedere al funcționării și semnificației fiind similare celorlalte provizioane pentru depreciere. Tot în categoria conturilor substractibile de activ intră și provizioanele pentru deprecierea conturilor de trezorerie.

În evaluare, făcând apel la informațiile relevante corespunzătoare, provizioanele pentru depreciere trebuie analizate sub următoarele aspecte: mărimea lor, oportunitatea operațiilor efectuate

asupra lor, perioada viitoare la care se referă (pentru a putea corecta rezultatul acelei perioade). Valoarea corectată a acestor provizioane diminuează valoarea de intrare a activului la care se referă și, totodată, afectează rezultatul fiscal al perioadei viitoare căreia îi sunt asociate.

5.6. Principii generale de stabilire a valorii economice a patrimoniului întreprinderii

Determinarea activului net reevaluat presupune evaluarea economică a diferitelor categorii de active și pasive care constituie patrimoniul întreprinderii. În funcție de calitatea și fiabilitatea evidenței contabile, evaluatorul fie pornește de la datele contabile și procedează la așa-numitele retratări, fie este nevoit să întocmească un inventar al tuturor elementelor de patrimoniu, urmat de evaluarea economică a acestora. În principiu însă, rezultatele finale ale evaluării economice nu trebuie să fie influențate de calea urmată, iar suma obținută prin însumarea valorilor individuale ale tuturor activelor și pasivelor întreprinderii trebuie să fie comparabilă cu valoarea de ansamblu a acesteia.

Evaluarea economică a patrimoniului întreprinderii presupune, din partea evaluatorului, cunoștințe adecvate cu privire la evaluarea diferitelor categorii de active și pasive. Evaluarea economică individuală a elementelor de patrimoniu necesită utilizarea conceptului de valoare de utilitate. Aplicarea acestui concept de valoare presupune, în prealabil, diferențierea activelor întreprinderii în active necesare exploatării (într-o perspectivă de continuare a activității) și active în afara exploatării (a căror disponibilizare sau cesiune nu ar afecta condițiile de exploatare și activitățile întreprinderii). Responsabilitatea acestei diferențieri îi revine evaluatorului, iar regulile de evaluare ale celor două categorii de active sunt diferite.

Activele necesare exploatării sunt evaluate la valoarea lor de utilitate. Estimarea valorii de utilitate are la bază principiul evaluării integrate în sistem. Sistemul este întreprinderea (cu profilul ei de activitate și cu relațiile ei cu mediul în care funcționează), iar “integrat în sistem” înseamnă, pentru un activ, locul unde funcționează, scopul pentru care este folosit, momentul în care intervine evaluarea și starea activului la data evaluării.

În raport cu valoarea lor de piață, activele angajate în exploatare pot avea o valoare de utilitate mai mică, mai mare sau egală. Valoarea de utilitate este egală cu valoarea de piață atunci când, în situația “integrat în sistem”, randamentul activului este cel scontat. Atunci când randamentul este inferior celui prevăzut, valoarea de utilitate este mai mică decât valoarea de piață, iar atunci când randamentul este mai mare decât cel scontat, valoarea de utilitate este mai mare decât valoarea de piață. Aprecierea unui randament ca superior sau inferior este, în multe cazuri, o problemă dificilă care, dacă nu este rezolvată cu grijă și fundamentat, va conduce la o evaluare marcată de o puternică doză de subiectivism. Ca urmare, în orice situație, constatarea unui randament inferior trebuie să se traducă în a stabili o valoare de utilitate mai mică decât valoarea de piață, pe când constatarea unui randament superior trebuie să conducă la o valoare de utilitate mai mare decât valoarea de piață.

Alegerea unei metode adecvate de stabilire a valorii de utilitate este o problemă cheie pe care trebuie să o rezolve evaluatorul, mai ales că instrucțiunile și recomandările din literatura de specialitate sunt, de cele mai multe ori, simple enumerări de opțiuni posibile, ca de exemplu: “valoarea de utilitate se stabilește pe baza costului de achiziție estimat” sau “valoarea de utilitate se stabilește pe baza costului de reconstrucție estimat”. Costul de achiziție (valoarea înlocuitorului în stare nouă) sau reconstrucție (valoarea de reconstrucție) estimat, de la care se pleacă în stabilirea valorii de utilitate, trebuie apoi corectat în funcție de utilitatea pe care posesia activului respectiv o prezintă pentru întreprindere. Atunci când valoarea de utilitate este mai mică decât valoarea înlocuitorului în stare nouă sau valoarea de reconstrucție, valoarea activului evaluat trebuie limitată la suma valorii de utilitate. Conform acestui principiu, un anumit activ necesar exploatării are valoarea de utilitate pe care i-o atribuie evaluatorul nu pentru că atât ar costa dacă ar fi înlocuit sau reconstruit, ci pentru că în situația în care este integrat în proiectul de continuare a activității are un randament inferior, egal sau superior, comparativ cu cel mai bun înlocuitor al lui. Calea stabilirii valorii de utilitate prin corectarea valorii înlocuitorului în stare nouă sau, după caz, a valorii de reconstrucție, cu coeficienții de uzură și inadecvare trebuie urmată cu prudență ori de câte ori poate fi aplicată în evaluare teoria înlocuirii. Se recomandă ca în toate situațiile posibile, valoarea de utilitate să fie stabilită ca valoare de înlocuire, făcând uz de elementele teoriei înlocuirii, deoarece, pe această cale, activele sunt evaluate în funcție de utilitatea pe care posesia lor viitoare o prezintă pentru întreprindere.

Stabilirea valorilor de utilitate presupune întotdeauna alegerea prealabilă a unei metode de evaluare adecvate. În situațiile în care sunt aplicabile mai multe metode de evaluare, aplicarea acestora trebuie să reflecte punctele de vedere fundamentate ale evaluatorului și nu dorința subiectivă de a ajunge la valori mai mici sau mai mari pentru activele supuse evaluării. Totodată, trebuie reținut că nu în toate situațiile este vorba de opțiuni posibile. În funcție de natura activului, situația concretă în care se găsește și obiectivul evaluării, o metodă sau alta fie nu este aplicabilă, fie nu se recomandă a fi aplicată.

Indiferent de situație, valoarea de utilitate atribuită fiecărui activ imobilizat este necesar a fi supusă următorului raționament interogativ: “ce sumă ar accepta să plătească un manager prudent și avizat pentru a dobândi în patrimoniu acel activ imobilizat dacă ar trebui să-l achiziționeze sau să-l reconstruiască, ținând cont de utilitatea pe care posesia acestuia ar prezenta-o pentru realizarea obiectivelor întreprinderii?”. O aplicare corectă a raționamentului anterior conduce, în anumite cazuri, la situații pe care mulți dintre cei afectați nu le pot înțelege. Situațiile extreme, care dau adevărata dimensiune a problemei, sunt următoarele:

-activul considerat, luat în sine ca stare tehnică și dată a punerii în funcțiune este “nou”, dar pentru ceea ce ar dori să facă un investitor care transformă întreprinderea evaluată într-un nou proiect, nu are nici o utilitate (pentru că investitorul nu îl menține în noul proiect);

-activul considerat, din punct de vedere contabil este complet amortizat (adică are valoarea zero), dar funcționează încă, iar o expertiză tehnică arată că, din punct de vedere tehnic, mai poate încă funcționa, iar din punct de vedere economic este competitiv încă.

În acest din urmă caz, înlocuirea activului ar însemna o investiție în plus pentru investitorul care gândește viitorul întreprinderii și care are de ales între a menține activul vechi și a-l înlocui cu unul nou. Ca urmare, este de așteptat ca investitorul să mențină activul vechi în proiect și să îi atribuie o valoare de utilitate, chiar dacă, din punct de vedere contabil, nu mai are valoare.

Activele în afara exploatării sunt, în mod normal, active pentru care întreprinderea consideră că venitul obținut din disponibilizarea lor este superior valorii de utilitate. În această situație, utilitatea maximă pe care o au asemenea active este aceea de a putea fi vândute (pe o piață a activelor uzate, “de mâna a doua”). Prețul de vânzare, corectat în minus cu cheltuielile de realizare a vânzării și cu impozitele și taxele ce trebuie suportate, reprezintă baza de stabilire a valorii acestor active. Cu alte cuvinte, activele în afara exploatării se evaluează prin raportarea lor la valoarea de piață, dar ținând cont de cheltuielile necesare realizării acestora, adică se evaluează la valori de salvare. În cazul activelor în afara exploatării nu trebuie confundată valoarea de utilitate cu valoarea de salvare. Suprapunerea celor două valori ar însemna, de fapt, considerarea ipotezei dublei situații, ceea ce presupune a considera activul respectiv, concomitent, atât necesar exploatării cât și în afara exploatării.

5.7. Evaluarea economică a diferitelor categorii de active

În principiu, dacă se pornește de la studiul bilanțului ultimului exercițiu economico-financiar și de la inventarul care l-a precedat, evaluarea economică a diferitelor categorii de active presupune a considera soldurile bilanțului și a proceda la așa-numitele retratări ale acestora, materializate în corecții de valoare în plus sau în minus.

A. Evaluarea terenurilor

În general, terenurile figurează în bilanț la valoarea lor de achiziție. Această categorie de active poate conține însă potențiale plusuri de valoare importante, deoarece în timp valoarea terenurilor nu scade, ci, din contră, crește.

În România există însă multe întreprinderi cu capital majoritar de stat care nu au rezolvată încă problema dreptului de proprietate asupra terenurilor pe care le folosesc. Aceste terenuri au fost evaluate, dar valoarea lor nu a fost inclusă în bilanț (adică figurează în bilanț cu valoarea zero, chiar dacă întreprinderile care le folosesc au procedat la stabilirea valorii lor pe baza unei metodologii unitare la nivelul întregii țări).

La evaluarea terenurilor trebuie să se facă distincție între terenurile cu construcții (reprezentate prin suprafața construită + amprizele indispensabile) și terenurile libere, fără construcții.

a.) Terenuri cu construcții

Atunci când terenul este ocupat cu construcții, se convine ca la evaluarea construcțiilor să se țină seama și de valoarea terenului.

Pentru evaluarea terenurilor ocupate cu construcții pot fi utilizate două metode:

-practicarea unei cote fixe, în medie de aproximativ 30%, din valoarea globală (construcție plus teren), cotă ce reprezintă partea de valoare corespunzătoare terenului (atunci când valoarea terenului poate fi separată de valoarea construcției);

-utilizarea costului pe metru pătrat construit, care integrează în valoarea sa și valoarea terenului (în situația în care valoarea terenului nu poate fi separată de valoarea construcției).

b.) Terenuri libere

Valoarea terenurilor libere depinde de mai mulți factori, între care prezintă importanță deosebită localizarea, facilitățile, cererea și oferta, servituțile de urbanism, posibilitățile de construire și agenții poluanți.

Terenurile libere sunt evaluate întotdeauna la valoarea lor de piață. Pentru estimarea valorii acestor terenuri, evaluatorul se poate documenta la agențiile imobiliare, notariate și primării. De asemenea, se recomandă utilizarea metodei comparației.

La evaluarea terenurilor libere evaluatorul trebuie să pună întotdeauna în evidență servituțile de urbanism, riscurile de expropriere și posibilitățile de construire.

c.) Terenuri închiriate

Atunci când întreprinderea are date în locație (sau cu chirie) terenuri care îi aparțin, la evaluarea acestora trebuie să se țină seama de eventualele despăgubiri care trebuie să îi fie acordate chirieșului în caz de evicțiune (evacuare forțată).

Valoarea de piață a terenurilor închiriate va fi diminuată, în orice situație, cu valoarea acestor despăgubiri (natura și mărimea despăgubirilor sunt întotdeauna precizate în contractele de închiriere).

B. Evaluarea clădirilor și construcțiilor

Evaluarea clădirilor și construcțiilor trebuie să fie precedată de o separare a acestora în:

- clădiri și construcții destinate exploatării;
- clădiri și construcții în afara exploatării.

a.) Clădiri și construcții destinate exploatării

Toate clădirile și construcțiile destinate activităților de exploatare, în măsura în care sunt deja utilizate sau în măsura în care vor fi efectiv utilizate, sunt caracterizate de o valoare de utilitate ce depinde de: natura construcției, modul de construcție, adecvarea construcției la scopurile pentru care a fost sau va fi destinată.

La rândul lor, în vederea evaluării, clădirile și construcțiile destinate exploatării trebuie separate în clădiri și construcții obișnuite (banale) și clădiri și construcții speciale. Diferențierea este necesară pentru că regulile de evaluare sunt diferite.

Astfel, în toate cazurile, pentru clădirile și construcțiile obișnuite, reprezentate prin imobile de genul birouri, magazii, depozite, clădiri industriale pentru activitățile din ramura industriei ușoare, se reține valoarea de piață. Valoarea de piață a unor asemenea construcții poate fi stabilită relativ ușor, fie consultând un birou de expertiză, fie efectuând un sondaj rapid pe piața imobilelor.

Clădirile și construcțiile speciale, cu destinații precise în activitățile productive, nu au piață, și, ca urmare, nu pot fi evaluate la valori de piață. Vor fi evaluate însă întotdeauna la valori de utilitate. Valorile de utilitate pot fi stabilite fie prin metoda valorii de reconstrucție, fie prin metoda valorii de achiziție.

În cazul construcțiilor utilizate în toate genurile de activități industriale este relativ ușor să se obțină un cost de reconstrucție pe metru pătrat. Înmulțind acest cost cu suprafața construită se obține valoarea de reconstrucție. Pentru a se ajunge la valoarea de utilitate, valoarea de reconstrucție trebuie corectată cu doi coeficienți: coeficientul de uzură și coeficientul de adecvare. Valorile acestor coeficienți sunt stabilite de către specialiști în domeniul construcțiilor. Coeficientul de adecvare este cu atât mai nefavorabil cu cât clădirea este mai puțin adecvată scopurilor viitoare, deci cu cât cheltuielile necesare pentru aducerea ei la starea de adecvare sunt mai mari. Coeficientul de uzură este stabilit pe baza unor expertize ale componentelor (fundații, ziduri, acoperiș).

Metoda valorii de achiziție se aplică în cazul clădirilor și construcțiilor cu destinație precisă în procesul productiv, la care, în decursul timpului, au fost efectuate investiții de amplificare, de amenajare cu instalații sau reparații capitale. Este vorba, așadar, despre construcții complexe. Pentru evaluarea acestora vor fi considerate valorile contabile din evidență pentru investițiile de amplificare, pentru amenajările cu instalații sau pentru reparațiile capitale, iar în funcție de momentul când aceste investiții au fost realizate, valorile contabile vor fi actualizate cu indici (coeficienți) care țin seama de inflație. Se

ajunge astfel la o valoare actualizată, corespunzătoare construcției în stare nouă. Pentru a se ajunge apoi la valoarea de utilitate, valoarea actualizată este corectată cu cei doi coeficienți, care exprimă adecvarea și uzura.

Există și o a treia metodă de stabilire a valorii de utilitate pentru clădirile și construcțiile speciale. Această metodă constă în a înlocui valoarea de reconstrucție (sau valoarea de achiziție) a clădirii sau construcției cu o valoare a înlocuitorului în stare nouă, calculată însă de către societățile de asigurări. La această valoare a înlocuitorului în stare nouă se aplică apoi cei doi coeficienți, de adecvare și de uzură.

Metoda are avantajul că este mult mai rapidă, dar poate fi aplicată doar în cazul în care clădirea sau construcția respectivă este înregistrată la o societate de asigurări.

b.) Clădiri și construcții în afara exploatării

Clădirile și construcțiile în afara exploatării sunt evaluate prin raportarea lor la condițiile pieței (în caz că o piață a respectivului tip de clădiri și construcții există), adică la valori de salvare. Atunci când o piață secundară nu există, sunt evaluate la valori de casare.

C. Evaluarea mașinilor, utilajelor și instalațiilor

În vederea evaluării, mașinile, utilajele și instalațiile industriale sunt clasificate astfel:

- mașini, utilaje și instalații industriale uzuale sau obișnuite (care au piață);
- mașini, utilaje și instalații industriale speciale (care nu au piață).

a.) Mașini, utilaje și instalații industriale obișnuite

Mașinile, utilajele și instalațiile industriale obișnuite fac obiectul unor tranzacții pe așa-numitele piețe secundare sau de mână a doua. Ca urmare, aceste active vor fi evaluate la valorile la care se tranzacționează frecvent pe aceste piețe, adică vor fi evaluate întotdeauna la valori de piață.

b.) Mașini, utilaje și instalații industriale speciale

Aceste active au destinație precisă în procesul de producție, fiind evaluate întotdeauna la valori de utilitate. Determinarea valorii de utilitate se poate face utilizând fie metoda bazată pe durata de viață efectivă, fie metoda bazată pe valorile contabile, fie metoda actualizării investițiilor efectuate.

Metoda bazată pe durata de viață efectivă presupune, în primul rând, stabilirea valorii înlocuitorului în stare nouă. În continuare, valoarea de utilitate se obține corectând (înmulțind) valoarea înlocuitorului în stare nouă cu coeficientul obținut prin împărțirea duratei de viață rămasă la durata de viață efectivă. Durata de viață rămasă are la bază o apreciere efectuată de către specialiști în construcția de mașini, în raport cu starea activului în momentul evaluării, și reprezintă numărul de ani viitori de funcționare estimați. Durata de viață efectivă reprezintă suma dintre durata de viață consumată și durata de viață rămasă, iar durata de viață consumată reprezintă numărul de ani dintre momentul punerii în funcțiune și momentul evaluării. Durata de viață estimată poate să coincidă sau nu cu durata de funcționare normală.

Metoda bazată pe valorile contabile presupune corectarea valorii înlocuitorului în stare nouă cu coeficientul obținut, pentru activul evaluat, prin raportarea valorii contabile nete la valoarea de intrare în contabilitate.

Metoda actualizării investițiilor efectuate se aplică în cazul instalațiilor industriale complexe, realizate în mai multe etape sau care au cunoscut lucrări ulterioare de modernizare sau reparații capitale, și constă în actualizarea valorilor din evidență ale sumelor investite la momente diferite în timp cu indici de inflație și ponderarea lor corespunzătoare cu coeficienții care exprimă uzura.

c.) Instalații (căldură, energie, gaz, apă-canal, telefonie)

De cele mai multe ori, de valoarea acestor instalații s-a ținut seama la evaluarea imobilului, valoarea lor fiind inclusă în valoarea imobilului.

Există însă situații când asemenea instalații au fost realizate după construirea imobilului. În acest caz se procedează la înmulțirea valorilor contabile ale investițiilor (certificate prin documente de recepție) cu indici de actualizare (care țin seama de inflație) și coeficienți de uzură.

D. Evaluarea imobilizărilor necorporale

Din perspectiva evaluării, unele imobilizări necorporale pot fi identificate și evaluate distinct, în timp ce altele nu.

a.) Cheltuieli de constituire

Potrivit practicilor de evaluare economică a patrimoniului întreprinderii, cheltuielile de înființare propriu-zise, precum și cele legate de majorarea capitalului social, sunt considerate nonvalori, nefiind incluse în activul net reevaluat.

Se convine, totuși, ca de aceste cheltuieli să se țină seama la stabilirea rezultatului fiscal. Cheltuielile de constituire sunt supuse procesului amortizării, diminuându-se astfel profitul impozabil (întreprinderea realizează economii la impozitul pe profit).

b.) Cheltuieli de cercetare-dezvoltare

Cheltuielile de cercetare-dezvoltare care privesc produsele existente se consideră active fără valoare economică. În același mod sunt tratate și cheltuielile de cercetare-dezvoltare care privesc activitățile destinate doar să mențină potențialul întreprinderii.

Cheltuielile de cercetare-dezvoltare care privesc produsele ce urmează a fi lansate pe piață pot fi considerate active cu valoare economică, evaluarea lor făcându-se însă cu multă circumspecție, prin asimilarea proiectului de cercetare-dezvoltare unei investiții.

c.) Concesiuni

Potrivit normelor contabile, se înregistrează drept imobilizări necorporale, cheltuielile de obținere a concesiunii și nu valoarea în sine a activității sau bunului ce face obiectul concesiunii. Conform uzanțelor evaluării economice, imobilizarea necorporală astfel definită este considerată nonvaloare.

d.) Brevete

Brevetele de invenție destinate vânzării, atunci când există întreprinderi interesate să le preia, sunt evaluate la valori probabile de negociere. Atunci când nu există cumpărători, iar întreprinderea nu intenționează să le folosească, din punct de vedere economic, sunt considerate nonvalori.

Brevetele care nu sunt destinate vânzării ci folosirii în întreprindere pot fi evaluate prin actualizarea profiturilor suplimentare pe care întreprinderea le va obține prin deținerea lor, dar ținând seama de cheltuielile de realizare a brevetului (cercetare, prototip, pregătirea fabricației) și cheltuielile de înregistrare și protecție a acestuia în țară și străinătate.

e.) Mărci comerciale

Din punct de vedere contabil, marca reprezintă toate cheltuielile ocazionate de achiziționarea sau obținerea pe cont propriu a acesteia. Evaluarea economică a mărcii se poate face prin actualizarea profiturilor nete viitoare generate de aceasta, diminuate însă cu costul creării imaginii de marcă, cost obținut prin însumarea tuturor cheltuielilor necesare pentru introducerea mărcii pe piață (cheltuieli de marketing și publicitate, de realizare a design-ului produsului și a ambalajelor, de înregistrare a mărcii).

f.) Fond comercial

Poate fi analizat separat și evaluat în funcție de natura activității întreprinderii, ca o cotă-parte din profitul mediu net anual, cifra de afaceri anuală, încasările zilnice, săptămânale sau lunare.

g.) Active necorporale evaluate global

În această categorie sunt incluse acele active necorporale care nu pot fi evaluate individual, ca de exemplu: calitatea echipei manageriale, relațiile bune de lucru cu salariații, nivelul profesional ridicat al personalului, cultura organizațională, filozofia de afaceri a managementului, relațiile privilegiate cu instituțiile financiare și de credit, asocierile favorabile cu alte întreprinderi, localizarea geografică favorabilă, buna organizare, know-how-ul, posesia și folosirea unor rețete secrete de fabricație, etc. Din punct de vedere economic, toate aceste active sunt evaluate prin intermediul așa-numitei valori de goodwill, calculată ca sumă actualizată a tuturor supraprofiturilor viitoare degajate prin funcționarea întreprinderii.

E. Evaluarea imobilizărilor financiare

Filialele trebuie consolidate în măsura în care formează cu întreprinderea-mamă o entitate economică omogenă. Ca urmare, în pasivul bilanțului întreprinderii-mamă pot fi prevăzute sume care urmează a fi repartizate filialelor.

În cazul unor filiale cu dificultăți, atenția evaluatorului trebuie să fie îndreptată asupra creditelor acordate și angajamentelor asumate de către întreprinderea-mamă. Valoarea de bilanț a acestor angajamente reprezintă un pasiv exigibil latent pe care întreprinderea-mamă ar putea fi pusă în situația să îl plătească, atunci când trebuie să-și onoreze angajamentele asumate.

a.) Participații

Participațiile în întreprinderi cotate la bursă sunt evaluate la valoarea la care se tranzacționează în mod curent, adică la valoarea lor de piață. Participațiile în întreprinderi necotate la bursă se pot evalua fie pornind de la valoarea capitalizată a dividendelor, fie pornind de la o valoare probabilă de negociere.

În ambele situații, trebuie ținut seama de diminuarea de valoare corespunzătoare deținerii pachetului minoritar (30 - 40% din valoarea de piață). Totodată, trebuie ținut seama de negocierea specifică ce intervine în cazul vânzării pachetului de control.

b.) Credite acordate de întreprindere

Creditele se preiau în evaluare, de regulă, la valoarea lor contabilă. Totuși, atunci când este vorba de tranzacții de creditare la rate reduse de dobândă, se procedează la corectarea valorilor contabile ale creditelor, printr-o actualizare la o rată egală cu diferența dintre rata normală a dobânzilor și rata la care a fost acordat creditul.

F. Evaluarea imobilizărilor în curs

Evaluarea imobilizărilor în curs trebuie să fie precedată de identificarea activelor incluse în această categorie. Pe această bază pot fi apoi stabilite metodele de evaluare care vor fi aplicate și care trebuie să țină seama de specificul activelor evaluate. De exemplu, imobilizările în curs de natura clădirilor și construcțiilor sunt evaluate pe baza valorii de reconstrucție, ținând seama de stadiul lor de realizare, în timp ce imobilizările în curs de natura echipamentelor tehnologice sunt evaluate la valori de utilitate.

G. Evaluarea imobilizărilor închiriate (contracte de leasing)

Acele imobilizări care sunt închiriate de întreprindere, dar care nu figurează în activul bilanțului (pentru că deocamdată nu sunt în proprietatea întreprinderii), trebuie luate în considerație pentru diferențele care există între valorile lor de piață sau de utilitate și sumele rămase de rambursat. Aceste sume privesc atât valoarea capitalului nerambursat cât și dobânzile aferente, actualizate la o rată egală cu a creditelor bancare pe termen mediu.

Cu toate că nu figurează în bilanț, considerarea lor în evaluare se traduce prin înregistrarea în activ la o valoare de utilitate, iar în pasiv ca o datorie actualizată. Astfel se ajunge la o majorare atât a activului, cât și a pasivului.

H. Evaluarea activelor circulante

Diversitatea activelor circulante reclamă folosirea unor metode diferite de evaluare.

a.) Stocuri

În vederea evaluării, trebuie făcută distincția între stocurile de materii prime și stocurile de produse finite.

Stocurile de materii prime pot fi evaluate în funcție de prețul zilei, prețul mediu al ultimei perioade, prețul mediu ponderat (cu cantitățile) sau prețul în valută.

Stocurile de produse finite sunt divizate în două categorii: produse finite deja vândute și produse finite în situația de a fi vândute. Produsele finite deja vândute sunt evaluate pe baza prețurilor de vânzare practicate, ținându-se însă seama și de cheltuielile pe care întreprinderea mai trebuie să le suporte (taxe de export, taxe de expediție, comisioane, cheltuieli de ambalare, etc.). Produse finite în situația de a fi vândute sunt evaluate la costuri de producție, care nu includ cota de profit și cheltuielile generale ale întreprinderii (cu alte cuvinte, aceste stocuri sunt evaluate la costuri de fabricație). De asemenea, pentru stocurile de produse finite în situația de a fi vândute trebuie să se calculeze cu rigoare eventualele provizioane pentru depreciere (se au în vedere stocurile cu mișcare lentă, precum și riscurile potențiale, reprezentate de schimbări de model, schimbări de piață, etc.).

b.) Producție în curs de execuție

Stocurile de producție în curs de execuție se evaluează după aceleași reguli ca și stocurile de produse finite destinate vânzării, dar ținând seama de stadiul de avansare al operațiilor de prelucrare.

c.) Lucrări în curs de execuție

În cazul întreprinderilor care execută lucrări la comandă, lucrările în curs de execuție vor fi evaluate la valori de vânzare (pe baza situațiilor de lucrări emise și acceptate). Va fi totodată necesar să se realizeze o confruntare între situația contabilă și stadiul tehnic de avansare a execuției lucrărilor, fără a omite calculul unor eventuale provizioane pentru închiderea șantierului.

d.) Creanțe

În privința evaluării creanțelor există două concepții diferite, concretizate în două abordări diferite:

-o abordare simplistă a conturilor de clienți, care presupune o evaluare contabilă a soldurilor acestor conturi;

-o evaluare de detaliu, care presupune inventarierea tuturor creanțelor și analiza valorii provizioanelor calculate pentru deprecierea acestora, în sensul de a vedea dacă sunt suficiente pentru acoperirea eventualelor riscuri de neîncasare a clienților (în acest caz este necesară o analiză a balanței conturilor de clienți în raport cu vechimea soldurilor, pentru a putea grupa clienții după vechime și pentru a putea determina riscurile de nerecuperare a creanțelor).

Corespunzător celei de-a doua abordări, creanțele sunt evaluate astfel:

-creanțele certe sunt evaluate la valoarea lor nominală;

-creanțele exprimate într-o altă monedă decât cea națională sunt evaluate prin actualizarea valorii lor în funcție de evoluția cursului de schimb;

-creanțele pentru care se apreciază că încasarea va avea loc peste o anumită perioadă de timp se evaluează prin diminuarea valorii lor nominale cu pierderile generate de imobilizarea capitalului pe perioada respectivă;

-creanțele pentru care se apreciază că nu mai pot fi încasate sunt considerate active fără valoare economică.

e.) Disponibil

Disponibilul în lei se evaluează la valori nominale. Disponibilul în valută se evaluează în funcție de cursurile de schimb în vigoare la momentul evaluării.

f.) Titluri de plasament

Titlurile de plasament cotate la bursă se evaluează la valori de piață. Titlurile de plasament necotate la bursă se evaluează fie în funcție de valoarea actualizată a dividendelor, fie în funcție de valorile probabile de negociere.

I. Evaluarea conturilor de regularizare

Din punct de vedere al evaluării prezintă importanță cheltuielile înregistrate în avans. În vederea evaluării, fiecare cheltuială înregistrată în avans va fi analizată individual, pentru a stabili dacă este sau nu legată de menținerea capacității de profit a întreprinderii. Cheltuielile înregistrate în avans pentru care se stabilește existența unei asemenea legături vor fi evaluate la valori nominale, în timp ce celelalte vor fi considerate active fără valoare economică.

5.8. Evaluarea economică a diferitelor categorii de pasive

Din perspectiva evaluării patrimoniale a întreprinderii, pasivele cărora evaluatorul trebuie să le acorde o atenție specială, procedând la așa-numitele retratări, atunci când este cazul, sunt: rezultatul reportat, rezultatul exercițiului, fondurile, subvențiile pentru investiții, provizioanele reglementate, provizioanele pentru riscuri și cheltuieli, creditele. Pentru pasivele de natura capitalurilor proprii și asimilate, sarcina evaluatorului este de a stabili ce parte a acestora reprezintă cu adevărat capital propriu al întreprinderii, în timp ce pentru pasivele de natura creditelor, evaluatorul trebuie să stabilească dacă valorile contabile ale acestora coincid cu sumele de bani pe care întreprinderea trebuie să le plătească, de fapt, creditorilor.

A. Retratarea rezultatului reportat și a rezultatului exercițiului

În ceea ce privește rezultatul reportat și rezultatul exercițiului, nu este suficient ca evaluatorul să le preia soldurile din bilanț și să le includă în categoria capitalurilor proprii. Evaluatorul trebuie să se informeze dacă Adunarea Generală a Acționarilor a luat hotărârea cu privire la repartizarea rezultatului și dacă această hotărâre a fost transpusă în practică. Dacă efectele unei asemenea hotărâri au fost deja luate în considerație la întocmirea bilanțului, sarcina evaluatorului este mult simplificată, nemaifiind nevoie de retratarea celor două posturi de pasiv. În caz contrar, evaluatorul trebuie să includă în categoria capitalurilor proprii doar acea parte a rezultatului reportat și a rezultatului exercițiului pentru care Adunarea Generală a Acționarilor a hotărât că va rămâne în întreprindere pentru a servi finanțării activităților acesteia.

B. Retratarea fondurilor

În ceea ce privește fondurile, evaluatorul trebuie să ia în considerație două aspecte fundamentale referitoare la acestea, și anume:

-în România există încă ambiguități de reglementare juridică cu privire la constituirea și folosirea fondurilor;

-constituirea fondului de dezvoltare în conformitate cu prevederile actualului sistem contabil este afectată de o inexactitate de natură să altereze analiza finală, prin sporirea activului net al întreprinderii (observația este valabilă, în primul rând, pentru partea fondului de dezvoltare constituită din amortismente).

În consecință, evaluatorul trebuie să procedeze la o analiză individuală a fiecărei categorii de fonduri constituită la nivel de întreprindere. În urma acestor analize, trebuie delimitată acea parte a fondurilor de natura capitalului propriu, reprezentată de soldurile provenite din repartizarea rezultatului și destinate autofinanțării.

C. Retratarea subvențiilor pentru investiții

La retratarea acestor pasive, evaluatorul trebuie să aibă în vedere, în primul rând, reglementările juridice în vigoare. De asemenea, trebuie să facă distincția între subvențiile pentru investiții grevate de datorii fiscale și subvențiile pentru investiții asimilabile capitalului propriu. Subvențiile pentru investiții care nu ascund datorii fiscale latente sunt considerate, în totalitate, capitaluri proprii. Subvențiile pentru investiții grevate de incidente fiscale presupun, în exercițiile financiare viitoare, o reluare la categoria veniturilor, pe măsură ce imobilizările realizate prin subvenții se amortizează (afectându-se deci, pe de o parte, rezultatele exercițiilor viitoare, iar, pe de altă parte, generând datorii fiscale).

Pentru simplificare, în practica evaluării, subvențiile pentru investiții grevate de incidente fiscale se tratează ca fiind în proporție de 75% capitaluri proprii și în proporție de 25% datorii fiscale latente.

D. Retratarea provizioanelor reglementate

Actualul sistem contabil conține un singur cont de provizioane reglementate. Soldul creditor al acestui cont exprimă valoarea provizioanelor reglementate constituite pe seama cheltuielilor deductibile și neintegrate încă în rezultate prin virarea la venituri.

Sistemul contabil promovat în România prevede posibilitatea întreprinderii de a constitui provizioane reglementate pentru creșteri de prețuri și provizioane reglementate pentru amortizări derogatorii. Sistemul contabil francez, care stă la baza actualului sistem contabil românesc, conține, în plus, provizioane reglementate pentru fluctuații de cursuri și provizioane reglementate pentru pierderi din schimb valutar.

Din punct de vedere al evaluării, provizioanele reglementate trebuie analizate pentru a identifica ce parte a lor are caracter de capital propriu și ce parte reprezintă așa-numita fiscalitate latentă.

Provizioanele reglementate pentru creșteri de prețuri sunt constituite în perioadele marcate de creșteri însemnate ale prețurilor (peste 10% anual, timp de doi ani consecutivi). Ele nu trebuie confundate însă cu provizioanele pentru deprecierea stocurilor, deși ambele categorii se referă la activele circulante de natura stocurilor. Provizioanele reglementate pentru creșteri de prețuri se constituie într-o facilitate fiscală acordată întreprinderii. Cheltuielile de constituire ale acestor provizioane sunt deductibile, diminuându-se astfel impozitul pe profit în exercițiul respectiv, dar majorându-se baza de impozitare în exercițiul în care sunt anulate prin virarea la venituri. În evaluare, provizioanele reglementate pentru creșteri de prețuri se analizează în scopul corectării rezultatelor anuale curente și pentru a stabili datoriile fiscale ale exercițiilor viitoare.

Provizioanele reglementate pentru amortizări derogatorii reprezintă rezultatul unui mecanism special, prin care amortismentele fiscale autorizate (deductibile din venituri) sunt superioare celor calculate liniar. Aceste derogări cu efecte fiscale se referă la activele fixe puternic influențate de uzura morală și se constituie într-un instrument eficient de stimulare a investițiilor. Din punct de vedere al evaluării, provizioanele reglementate pentru amortizări derogatorii vor fi considerate capitaluri proprii în proporție de 75% și datorii fiscale latente în proporție de 25%.

E. Retratarea provizioanelor pentru riscuri și cheltuieli

Provizioanele pentru riscuri și cheltuieli se constituie pe seama cheltuielilor deductibile atunci când anumite cheltuieli sau pierderi viitoare pot fi prevăzute și estimate (fără a cunoaște însă exact mărimea lor și momentul producerii). Evenimente deja survenite sau în curs de desfășurare pot provoca riscuri generatoare de cheltuieli în exercițiile financiare viitoare. Provizionul este însă constituit în exercițiul în care apare cauza riscurilor sau cheltuielilor potențiale viitoare.

Provizioanele tipice de risc se referă la litigii și se constituie atunci când pe parcursul exercițiului curent se constată probabilitatea pierderii unui proces în curs. În evaluare, aceste provizioane sunt asimilate în totalitate datoriiilor, cu excepția cazului când cu ocazia inventarierii patrimoniului se dovedește că riscurile pentru care au fost constituite sunt inexistente, situație în care sunt considerate în proporție de 75% capitaluri proprii și în proporție de 25% datorii fiscale latente.

Provizioanele tipice de cheltuieli sunt cele referitoare la cheltuielile de repartizat pe mai multe exerciții. Asemenea cheltuieli sunt previzibile ca mărime dar nu ar putea fi suportate numai în exercițiul în care sunt angajate (cum sunt, de exemplu, cheltuielile aferente unor lucrări de întreținere și reparații de mare volum). Aceste provizioane sunt asimilate în totalitate capitalului propriu.

F. Analiza și evaluarea creditelor

Din punct de vedere al evaluării prezintă importanță creditele cu rate de dobândă diferite de cele ale pieței de capital. Dacă întreprinderea a contractat împrumuturi cu o rată a dobânzii inferioară ratei medii a dobânzii de pe piața de capital practică pentru întreprinderi cu risc echivalent, valoarea nominală a creditului trebuie corectată în plus, pentru a ține seama de diferența între ratele de dobândă.

Ca regulă generală, datoriile trebuie evaluate la valoarea nominală a împrumutului restant și a dobânzilor aferente acestuia, folosind o rată de actualizare ce corespunde situației de pe piața capitalurilor.

G. Analiza și evaluarea veniturilor înregistrate în avans

Din punct de vedere economic, veniturile înregistrate în avans sunt considerate pasive fără valoare.

5.9. Evaluarea conturilor în afara bilanțului

Evaluarea activelor și pasivelor întreprinderii trebuie să fie completată de evaluarea conturilor în afara bilanțului.

Evaluatorul trebuie să analizeze atât angajamentele primite (care se pot constitui în puncte forte) cât și angajamentele acordate, pentru a putea cuantifica monetar efectele acestora asupra activității viitoare a întreprinderii. Evaluatorul trebuie să fie în măsură să estimeze riscul ca întreprinderea să fie pusă în situația de a-și onora angajamentele acordate, precum și eventualele pierderi ocazionate de onorarea acestor angajamente.

De asemenea, evaluatorul va analiza posibilitatea ca anumiți debitori scoși din activ dar urmăriți în continuare să își achite, total sau parțial, datoriile.

Tema nr. 6

MODELE DE EVALUARE BAZATE PE ACTUALIZAREA REZULTATELOR

6.1. Fundamentele modelelor

Modelele de evaluare bazate pe actualizarea rezultatelor abordează problema stabilirii valorii întreprinderii dintr-o perspectivă diametral opusă modelelor patrimoniale. Astfel, nu sunt luate în considerație elementele de patrimoniu ale întreprinderii, ci este cuantificată doar capacitatea acesteia de a genera profituri prin funcționarea viitoare.

În modelele de evaluare bazate pe actualizarea rezultatelor, relația de calcul a valorii întreprinderii are la bază conceptul fundamental de valoare economică. Astfel, valoarea întreprinderii este definită ca fiind suma actualizată (prezentă) a tuturor rezultatelor pe care întreprinderea le va genera prin funcționarea viitoare, inclusiv a celor realizabile prin vânzarea întreprinderii însăși la un anumit moment viitor, relația de calcul fiind următoarea

$$VI = \frac{A_1}{(1+r)^1} + \frac{A_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+r)^n} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

$$VI = A_1(1+r)^{-1} + A_2(1+r)^{-2} + \dots + A_n(1+r)^{-n} + V_n(1+r)^{-n}$$

sau

$$VI = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

$$VI = \sum_{t=1}^n A_t(1+r)^{-t} + V_n(1+r)^{-n}$$

unde: VI - valoarea (prezentă a) întreprinderii;

A_t - rezultatul întreprinderii în anul t (din prezent în viitor);

V_n - valoarea de revânzare a întreprinderii peste n ani;

r - rata de actualizare a rezultatelor întreprinderii;

n - perioada (numărul de ani) pe care sunt actualizate rezultatele întreprinderii.

În funcție de semnificația atribuită termenului "rezultat", există mai multe variante ale acestor modele de evaluare: actualizarea profiturilor brute, actualizarea profiturilor nete și actualizarea fluxurilor de numerar.

În practica evaluării întreprinderii, cea mai frecventă utilizare o au modelele de evaluare bazate fie pe actualizarea profiturilor nete, fie pe actualizarea fluxurilor de numerar, modelele bazate pe actualizarea profiturilor brute fiind aplicate doar în situații particulare (de exemplu, referință obiectivă pentru întreprinderile proprietate de stat).

6.2. Modelul de evaluare bazat pe actualizarea profiturilor nete

Dintre modelele de evaluare bazate pe actualizarea rezultatelor, acest model este cel mai frecvent utilizat. Obiectivul evaluatorului constă în a determina valoarea globală a întreprinderii prin actualizarea profiturilor nete considerate realizabile în viitor (extrapolate din trecut și considerate reproductibile sau recurente). Se consideră, în acest fel, că pornind de la situația sa prezentă și în condiții normale, întreprinderea poate genera în viitor cel puțin profiturile nete realizate în trecut.

A. Relații de stabilire a valorii întreprinderii

Relația fundamentală de stabilire a valorii întreprinderii este

$$VI = \sum_{t=1}^n \frac{B_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

unde: VI - valoarea întreprinderii (obținută prin actualizarea profiturilor nete viitoare);

B_t - profitul net realizabil în anul t;

V_n - valoarea de revânzare a întreprinderii peste n ani;

r - rata de actualizare a profiturilor nete;

n - perioada (numărul de ani) pe care sunt actualizate profiturile nete.

Dacă nu se ține seama de valoarea de revânzare a întreprinderii după n ani (care, oricum, este dificil de estimat, motiv pentru care uneori se consideră că reprezintă o cotă-parte din valoarea prezentă a întreprinderii), relația de calcul a valorii întreprinderii capătă forma

$$VI = \sum_{t=1}^n \frac{B_t}{(1+r)^t}$$

Dacă se ia în considerație o a doua ipoteză simplificatoare, și anume egalitatea profiturilor nete anuale, adică $B_1 = B_2 = \dots = B_t = \dots = B_n = B$, relația de calcul a valorii întreprinderii capătă forma

$$VI = B \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t}$$

Dar

$$\sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

de unde

$$VI = B \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

Dacă se ia în considerație și o a treia ipoteză simplificatoare, perpetuitatea rezultatelor, adică un număr de ani n, practic foarte mare (25-30 ani), teoretic infinit, rezultă

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n} \right] = \frac{1}{r} \left\{ \lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{(1+r)^n}{(1+r)^n} \right] - \lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{1}{(1+r)^n} \right] \right\} = \frac{1}{r} (1 - 0) = \frac{1}{r}$$

de unde

$$VI = \frac{B}{r}$$

Se obține astfel cea mai simplă relație de calcul a valorii întreprinderii, relație cunoscută sub denumirea de "testul de capitalizare".

Aplicarea relațiilor de calcul este precedată de stabilirea valorii parametrilor pe care îi conțin.

B. Estimarea profiturilor nete

Baza de calcul a profiturilor nete o constituie analiza celor realizate în trecut, cu acceptarea reproductibilității lor (în sumă constantă sau nu) timp de "n" ani. Estimarea capacității de profitabilitate a

întreprinderii reprezintă rezultatul etapei de analiză-diagnostic, în care evaluatorul a pornit de la rezultatele trecute ale întreprinderii și, în funcție de punctele tari și punctele slabe constatate, a procedat la retratarea sau corectarea lor.

C. Alegerea ratei de actualizare

Rata de actualizare "r" din formulele anterioare are sens de rată de oportunitate sau rată de revenire cerută de un investitor rațional (rată de revenire minim acceptată de către un eventual cumpărător).

Rata de actualizare a profiturilor nete depinde de:

-ratele de revenire ale plasamentelor alternative (oportunitățile eventualului cumpărător), ilustrate obiectiv, în orice moment, de ratele de revenire oferite de piața financiară (dobânzi bancare, rate de revenire ale obligațiunilor de diferite categorii, rate de randament ale acțiunilor) și care pot fi găsite în publicații de specialitate;

-riscul specific al întreprinderii de evaluat (de achiziționat, pentru eventualul cumpărător), care îmbracă forma riscului economic și financiar.

Fixarea unei rate de actualizare de către evaluator se face în două etape:

-alegerea ratei de bază;

-adoptarea unei corecții a ratei de bază (în general, o majorare, pentru a ține seama de riscul estimat pe care îl prezintă întreprinderea de evaluat).

a.) Alegerea ratei de bază

Rata de bază este definită ca o rată de revenire scontată de investitor, pornind de la un plasament pe care el îl alege în raport cu alte plasamente financiare sau bursiere. Este posibil deci, ca în evaluare să se rețină mai multe rate de bază, importantă fiind însă tratarea în manieră omogenă (coerentă) a riscului.

De exemplu, dacă se presupune că potențialul investitor își poate plasa capitalul în obligațiuni ale statului cu o rată de revenire de 10%, această valoare reprezintă o primă alternativă pentru rata de bază. Un potențial plasament în acțiuni cu o rată de revenire de 12%, constituie o altă alternativă pentru alegerea unei rate de bază. Plasamentul în acțiuni prezintă însă un risc mai ridicat decât plasamentul în obligațiuni, justificându-se astfel diferența de 2% între ratele de revenire. Desigur, atunci când o comparăm cu cele două plasamente de referință, întreprinderea prezintă un risc diferit. Tratarea în manieră omogenă (coerentă) a riscului presupune ajungerea la aceeași valoare a ratei de actualizare, indiferent de rata de bază de la care pornim. Să presupunem că rata de actualizare aleasă este 16%. Aceasta înseamnă că în raport cu plasamentul în obligațiuni ale statului, cumpărarea întreprinderii reprezintă o acțiune mult mai riscantă, reflectată de prima de risc de 6%. Apreciind cumpărarea întreprinderii în raport cu plasamentul în acțiuni, riscul este mai redus, justificându-se o primă de risc de numai 4%. Aceasta înseamnă o tratare a riscului în manieră coerentă: practic, s-a ajuns la aceeași valoare a ratei de actualizare, indiferent de rata de bază considerată drept referință și de la care s-a pornit.

În practica evaluării pot fi adoptate drept rate de bază următoarele rate:

-rata dobânzii la depozitele bancare pe termen (ipoteza acceptată în acest caz este aceea a unei opțiuni în raport cu plasamentele monetare); de regulă, această rată de bază este o rată de revenire fără risc, care include însă o anumită previziune a ratei inflației;

-rata de revenire sau rata medie de randament a obligațiunilor de primă categorie (cu cel mai ridicat grad de siguranță, așa cum sunt obligațiunile publice garantate de stat); în acest caz, investitorul face o comparație cu veniturile la plasamentele financiare fără risc oferite de piața bursieră.

b.) Corectarea ratei de bază pentru risc

Corectarea ratei de bază pentru riscul prezentat de întreprinderea de evaluat se poate face fie prin determinarea prealabilă a unei reveniri suplimentare (care îmbracă forma primei de risc), fie prin descompunerea riscului în doi factori (unul intern și altul extern).

În cazul adoptării primei variante, determinarea prealabilă a unei reveniri suplimentare sub forma primei de risc, trebuie avută în vedere o asemenea valoare pentru prima de risc încât rata de actualizare la care se ajunge să fie comparabilă cu veniturile constatate (la bursă) pentru întreprinderi similare din aceeași ramură. Relația dintre rata de actualizare, rata de bază și prima de risc este următoarea

$$r = a(1 + p) \quad \text{sau} \quad r = a\left(1 + \frac{p}{100}\right)$$

unde: r – rata de actualizare;
 a – rata de bază;
 p – prima de risc.

De exemplu, să considerăm o rată de bază $a = 10\%$, în condițiile în care rata de revenire pentru întreprinderi similare din aceeași ramură este 15% . Datorită riscului mai ridicat pe care îl prezintă întreprinderea de evaluat, evaluatorul adoptă o primă de risc $p = 60\%$, caz în care

$$r = 0,1(1 + 0,6) = 0,16 \quad \text{sau} \quad r = 10\% \left(1 + \frac{60}{100}\right) = 16\%$$

Descompunerea riscului după doi factori presupune luarea în considerație a riscului intern de exploatare, propriu întreprinderii, și a riscului extern, legat de componentele mediului în care funcționează întreprinderea. În acest caz trebuie estimată influența fiecărei categorii de risc, rata de actualizare stabilindu-se cu relația

$$r = a + p_1 + p_2 \quad \text{sau} \quad r = a + \frac{P_1}{100} + \frac{P_2}{100}$$

unde: p_1 – prima de risc pentru riscul intern;
 p_2 – prima de risc pentru riscul extern.

Luarea în considerație a riscului oglindește cerința investitorului pentru obținerea unei reveniri suplimentare, justificate, pe de o parte, de toate dificultățile inerente activităților comerciale și industriale comparativ cu plasamentele financiare (se reflectă în p_2), iar, pe de altă parte, de incertitudinile legate de punctele forte și punctele slabe ale întreprinderii și ramurii din care face parte (se reflectă parțial atât în p_1 , cât și în p_2). Adoptarea acestor prime de risc este o problemă destul de delicată, care trebuie fundamentată pe argumente ce derivă din diagnostic.

c.) Mărimi informative pentru primele de risc

Evaluatorii francezi propun majorarea ratelor de bază cu prime de risc în mod diferențiat, după cum urmează:

-dacă profiturile viitoare sunt capitalizate la infinit, iar perspectivele economice viitoare sunt nefavorabile, prima de risc este $75 - 150\%$;

-dacă profiturile viitoare sunt capitalizate la infinit, iar perspectivele economice viitoare sunt favorabile, prima de risc este $25 - 75\%$;

-dacă se actualizează profituri prezente pe o perioadă finită de timp ("n" ani), prima de risc este 0 (zero).

În esență, luarea în considerație a riscului conduce la un avantaj al potențialului cumpărător, avantaj care constă în a-i oferi profiturile după "n" ani de funcționare sau a-i asigura un excedent de profituri în primii "n" ani.

Înainte de a fi adoptată ca definitivă, rata de actualizare rezultată din analizele precedente trebuie comparată cu ratele bursiere. Asemenea comparații se fac recurgând la indici specifici operațiilor bursiere. Rata de actualizare traduce opțiunile prezente ale investitorului, apreciate fie de pe o poziție globală (media cursurilor acțiunilor la bursă), fie de pe o poziție sectorială (media rezultatelor întreprinderilor ramurii).

D. Alegerea perioadei de actualizare

Nu există o regulă științifică utilizabilă pentru a defini cu precizie perioada de actualizare, adică numărul de ani pe care se însumează profiturile viitoare reproductibile scontate și actualizate. Alegerea perioadei de actualizare presupune stabilirea unor reguli referitoare la trei tipuri de analize: poziția cumpărătorului potențial, ciclurile interne ale întreprinderii, partajarea viitorului între actualul proprietar și potențialul cumpărător.

a.) Poziția cumpărătorului potențial

Evaluatorul trebuie să țină seama că potențialul cumpărător este plasat într-o poziție de investitor. Din această cauză, atunci când alege perioada de actualizare "n", evaluatorul trebuie să țină seama de

mărima perioadei de recuperare a capitalului investit. Alegerea perioadei de actualizare depinde și de alte două criterii: revenirea la capitalul investit și valoarea de revânzare a întreprinderii. Modificând doar una dintre aceste trei variabile (rata de actualizare, perioada de actualizare și valoarea de revânzare), rezultatele evaluării se schimbă. Totodată, trebuie avută în vedere interdependența dintre cele trei variabile: valoarea adoptată pentru una dintre ele trebuie să fie corelată cu valorile reținute pentru celelalte două.

Atunci când analizează viitorul întreprinderii de pe poziția unui potențial cumpărător, evaluatorul trebuie să procedeze la:

- reținerea diferitelor ipoteze de evaluare;
- fixarea a priori a unei ipoteze principale despre “n”;
- testarea sensibilității rezultatului evaluării în raport cu perioada de actualizare variabilă.

b.) Ciclurile interne ale întreprinderii

Dacă procedează la o asemenea analiză, evaluatorul poate reține ca perioadă de actualizare una dintre următoarele:

- perioada medie a recuperării investițiilor întreprinderii;
- perioada de amortizare a imobilizărilor realizate prin finanțări, în condițiile în care amortizarea contabilă coincide cu uzura tehnică a acestora.

c.) Partajarea viitorului

Alegerea unei anumite perioade de actualizare reflectă o tranzacție specifică, numită și partajarea viitorului, care presupune găsirea răspunsului la întrebarea: “ce cotă-parte din profiturile viitoare ale întreprinderii îi aparține vânzătorului (deoarece el a edificat și a adus întreprinderea în stadiul actual) și ce cotă-parte îi aparține cumpărătorului (care se va ocupa, din momentul tranzacției, de viitorul întreprinderii)”?

Practicienii au propus o formulă simplă, potrivit căreia, viitorul aparține pe jumătate fiecăreia dintre cele două părți ale tranzacției. În acest caz, perioada de actualizare se determină ca soluție a ecuației

$$\frac{B}{2r} = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+r)^t} \quad \text{sau} \quad \frac{B}{2r} = B \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t}$$

Simplificând cu B și ținând seama că

$$\sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

se obține

$$\frac{1}{2r} = \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

de unde, simplificând cu r și descompunând termenul din dreapta în sumă de două fracții, rezultă

$$\frac{1}{2} = 1 - \frac{1}{(1+r)^n}$$

Efectuând calculele se obține

$$\frac{1}{(1+r)^n} = \frac{1}{2} \quad \text{sau} \quad (1+r)^n = 2$$

de unde

$$n = \frac{\ln 2}{\ln(1+r)}$$

Rata r folosită în calcule corespunde investițiilor din domeniul industrial, adică

$$\frac{1}{r} \in [15;20]$$

6.3. Modele de evaluare bazate pe actualizarea fluxurilor de numerar

Relația fundamentală de stabilire a valorii întreprinderii prin actualizarea fluxurilor de numerar provine din teoria investițiilor și are la bază așa-numita condiție a eficienței economice a investițiilor. Forma acestei relații fundamentale este următoarea

$$VI = \sum_{t=1}^n \frac{FN_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

unde: VI - valoarea întreprinderii;

FN_t - fluxul de numerar în anul t ;

r - rata de actualizare a fluxurilor de numerar;

n - perioada de actualizare a fluxurilor de numerar;

V_n - valoarea reziduală sau de revânzare a întreprinderii după n ani.

Cu toate că aceste modele de evaluare sunt considerate ca fiind unele dintre cele mai fiabile, unii autori recomandând insistent folosirea lor, aplicarea în practică se confruntă cu unele dificultăți. În legătură cu aceste dificultăți trebuie făcute câteva precizări:

-denumirea "flux de numerar" este o denumire generică; atunci când se aplică aceste modele de evaluare trebuie precizat despre ce fel de flux de numerar este vorba (trebuie detaliată structura, componența fluxului de numerar);

-rata de actualizare a fluxurilor de numerar nu este compatibilă și raportabilă la ratele de revenire din publicațiile economice, ea având alt conținut și altă mărime;

-deoarece întreprinderile folosesc metode diferite de calcul a amortizării, comparațiile devin dificile ca urmare îndeosebi a deosebirilor dintre abordările fiscală, contabilă și economică a problemei amortismentului.

Luarea în considerație a valorii de revânzare a întreprinderii aduce o dificultate în plus la aplicarea acestor modele. Totuși, pentru valori ridicate ale ratei de actualizare, influența valorii reziduale V_n devine neglijabilă.

A. Modelul de evaluare bazat pe actualizarea fluxurilor nete de lichidități

În această variantă de aplicare, fluxurile de numerar FN_t sunt fluxuri nete de lichidități, determinate astfel

$$[\text{fluxul net de lichidități}] = [\text{profit net}] + [\text{amortizări și provizioane}] + [\text{cesiuni}] - [\text{investiții}] - [\text{creșteri necesare ale fondului de rulment}]$$

La aplicarea acestui model de evaluare vor fi luate aceleași măsuri de precauție ca și la aplicarea modelului de evaluare bazat pe actualizarea profiturilor nete.

Aplicarea acestei variante de model de evaluare este limitată de modul în care se iau în calcul sumele reprezentând investiții. Acestea pot prezenta variații însemnate de la o perioadă la alta, ceea ce are ca efect ca în aceeași măsură să fie afectate și fluxurile nete de lichidități.

B. Modelul de evaluare bazat pe actualizarea capacității de autofinanțare

În această variantă de model de evaluare, fluxurile de numerar FN_t reprezintă capacități anuale de autofinanțare.

La aplicarea acestui model de evaluare trebuie să se aibă în vedere că rata de actualizare r are un dublu conținut (deoarece o parte din capacitatea de autofinanțare este destinată reînnoirii capitalului prin investiții, în timp ce cealaltă parte este destinată remunerării acționarilor).

C. Modelul Hoskold

Modelul Hoskold este cunoscut și sub denumirea de modelul de actualizare a fluxurilor de lichidități constituite sub forma fondurilor sinking. În această variantă, modelul de evaluare realizează o mai bună argumentare a calculului revenirilor la capitalul investit.

Raționamentul care stă la baza acestui model de evaluare este următorul: prin funcționarea sa, întreprinderea va degaja anual un flux net de lichidități care are două destinații: recuperarea investiției inițiale și asigurarea revenirii la investiția făcută (obținerea profitului). În primul rând, în perioada de n ani investitorul trebuie să-și reconstituie capitalul investit inițial. Pentru aceasta, o cotă-parte a fluxului net de lichidități este reinvestită, constituindu-se astfel așa-numitele fonduri sinking, remunerate la o anumită rată. La sfârșitul perioadei de n ani, sumele din fondurile sinking vor fi egale cu suma investită inițial pentru cumpărarea întreprinderii. Evident, partea ce rămâne din fluxurile anuale nete de lichidități este destinată constituirii revenirii la investiția făcută.

Pentru simplificare, vom presupune că fluxurile anuale de lichidități sunt egale, adică

$$FN_1 = FN_2 = \dots = FN_t = \dots = FN_n = FN$$

și că valoarea de revânzare este nulă ($V_n = 0$).

Fluxul anual de lichidități, FN , poate fi scris ca sumă a două componente

$$FN = FN' + FN''$$

unde: FN' - partea din fluxul anual net de lichidități destinată recuperării investiției inițiale prin crearea fondurilor sinking;

FN'' - partea din fluxul anual net de lichidități destinată remunerării investiției făcute.

Evident că investiția inițială făcută pentru cumpărarea întreprinderii reprezintă tocmai valoarea întreprinderii (pe care vrem să o determinăm). În aceste condiții, pot fi scrise relațiile

$$FN' = VI \frac{r^*}{(1+r^*)^n - 1} \quad \text{și} \quad FN'' = rVI$$

unde: r^* - rata de remunerare a fondului sinking;
 r - rata de revenire la investiția făcută.

Se poate scrie deci

$$FN = VI \frac{r^*}{(1+r^*)^n - 1} + rVI$$

de unde

$$VI = \frac{FN}{r + \frac{r^*}{(1+r^*)^n - 1}}$$

6.4. Tratarea inflației

În aplicarea modelelor de evaluare bazate pe actualizarea rezultatelor, în toate cazurile trebuie avută în vedere și tratată corespunzător problema inflației. De asemenea, trebuie avut în vedere că

valorile ratelor de dobândă, dividend, revenire la obligațiuni sau acțiuni, publicate în mod uzual în revistele de specialitate, înglobează, în toate cazurile, o proiecție viitoare referitoare la inflație. Cu alte cuvinte, acestea sunt rate nominale și nu rate reale de revenire.

Pentru evaluator, este important să respecte cerința de a lucra cu valori de referință omogene, adică de a adopta una dintre următoarele alternative:

- rezultate exprimate în monedă constantă (fără inflație) și rate de revenire reale (fără inflație);
- rezultate exprimate în monedă curentă (cu inflație) și rate de revenire nominale (cu inflație).

În ceea ce privește stabilirea valorilor de referință ale rezultatelor trecute, problema inflației este ușor de rezolvat (valorile inflației sunt cunoscute, iar rezultatele vor fi corectate pentru a elimina influența inflației). Dificultăți suplimentare apar însă la corectarea, din perspectiva inflației, a rezultatelor viitoare.

De regulă, corectarea rezultatelor trecute presupune aplicarea metodei mediei ponderate. Scopurile aplicării acestei metode sunt două: eliminarea efectelor inflației și apropierea rezultatului anual de o valoare reproductibilă în viitor. Metoda mediei ponderate presupune a acorda ponderi diferite rezultatelor obținute în anii anteriori, un exemplu de calcul al rezultatului de referință fiind următorul

$$R = \frac{R_{n-2} + 3R_{n-1} + 2R_n}{6}$$

Așa cum se poate observa, ponderi mai mari au fost acordate rezultatelor obținute în anii imediat anteriori. Metoda mediei ponderate este aplicabilă în condiții de inflație “normală” și nu accelerată.

De foarte multe ori, evaluatorii adoptă o soluție mai comodă, dar subiectivă, socotind toți cei trei ani anteriori la fel de reprezentativi și procedând la a calcula o medie aritmetică simplă a rezultatelor anuale, dar după corectarea deprecierii monetare specifice fiecărui an. Metoda mediei aritmetice presupune acceptarea de către evaluator a ipotezei că toți cei trei ani sunt la fel de reprezentativi. Dacă evaluatorul nu acceptă însă această ipoteză, poate proceda la a alege rezultatul celui mai reprezentativ an, căruia îi aplică corecția pentru inflație.

Valorile ratelor de inflație folosite pentru realizarea corecțiilor pot fi preluate din publicațiile lunare cu privire la deprecierea monetară.

Tema nr. 7

MODELE DE EVALUARE BURSIERE

7.1. Fundamentele modelelor

Aceste modele de evaluare se aplică în cazul particular al întreprinderilor cotate la bursă și au la bază principiul fundamental, potrivit căruia, valoarea întreprinderii este reflectată de cursul acțiunilor ei la bursă.

Cursul (cotația) acțiunilor întreprinderii (în termeni bursieri rating) permite organismelor independente și operatorilor bursieri să formuleze aprecieri sintetice asupra calității respectivelor titluri (aprecieri care constau, în principal, în evaluarea riscului pe care aceste plasamente îl prezintă). Cursul bursier depinde însă atât de factori interni întreprinderii, cât și de factori externi. În consecință, la aplicarea modelelor de evaluare bursiere trebuie să se țină seama de:

- evoluția anterioară a cursului și a politicii de dividend (considerată un semnal emis către acționari și potențialii investitori);

- fenomenele pieței bursiere, care pot afecta cotația titlurilor independent de performanțele întreprinderii.

În rândul specialiștilor în evaluare există controverse în ceea ce privește capacitatea cotației bursiere de a reflecta cu adevărat valoarea întreprinderii. Astfel, s-au conturat două teorii:

- teoria evoluției aleatoare (random walk), potrivit căreia, analiza bursieră pe mai mulți ani (a cursului, volumului tranzacțiilor și indicatorilor bursieri) nu poate anticipa pe baze științifice evoluția viitoare a întreprinderii;

- teoria ipotezei piețelor eficiente (efficient market hypothesis), potrivit căreia, în condițiile folosirii sistemelor moderne de prelucrare a datelor, pe baza modelelor matematico-economice și a indicatorilor bursieri, se poate stabili un curs al acțiunilor care să reflecte suficient de exact valoarea acestora.

În aceste circumstanțe, în practica evaluărilor bursiere au fost definite mai multe condiții pe care titlurile de valoare ale întreprinderii evaluate trebuie să le îndeplinească, și anume:

- să fie cotate la burse importante, recunoscute, puternice (naționale sau internaționale);
- să fie cotate simultan la mai multe burse;
- să fie tranzacționate frecvent;
- fiecare tranzacție să se refere la un pachet mic de acțiuni;
- volumul tranzacțiilor să fie suficient de mare.

Pentru scopuri de clasificare, în funcție de întreprinderea evaluată, modelele de evaluare bursiere pot fi clasificate astfel:

- modele de evaluare bazate pe dividende;
- modele de evaluare specifice întreprinderilor “în creștere”.

7.2. Modele de evaluare bazate pe actualizarea dividendelor

Valoarea bursieră a întreprinderii este apreciată în funcție de numărul acțiunilor emise și valoarea intrinsecă a acestora (care este, în esență, o valoare de evaluare). Astfel, relația fundamentală a valorii bursiere a întreprinderii are forma

$$[\text{valoarea întreprinderii}] = [\text{numărul acțiunilor emise}] \times [\text{valoarea intrinsecă (evaluată) a acțiunii}]$$

Valoarea intrinsecă a acțiunii nu trebuie confundată cu valoarea nominală a acesteia. De asemenea, valoarea intrinsecă a acțiunii nu este așa-numita valoare contabilă-matematică, stabilită ca raport între valoarea capitalurilor proprii ale întreprinderii și numărul acțiunilor emise. Valoarea intrinsecă este stabilită prin evaluare și are caracterul unei valori economice, reprezentând suma actualizată a câștigurilor viitoare ce pot fi obținute prin deținerea acțiunii (dividende și revânzarea după o anumită perioadă de timp). Modul diferit de estimare a valorii economice a acțiunilor este reflectat de existența mai multor variante ale modelelor de evaluare bursiere bazate pe dividende.

A. Modelul Irving Fisher

Acest model de evaluare are la bază relația fundamentală a valorii economice, potrivit căreia

$$V_a = \frac{d_1}{(1+k)^1} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+k)^n} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

$$V_a = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

unde: V_a - valoarea prezentă (actualizată) a acțiunii;

d_t - dividendul în anul t ;

k - rata de actualizare a dividendelor (rata de randament);

n - perioada de actualizare a dividendelor;

V_n - valoarea de revânzare a acțiunii la sfârșitul perioadei de actualizare.

Dacă se neglijează valoarea de revânzare a acțiunii după n ani (care, oricum, este dificil de estimat), relația anterioară capătă forma

$$V_a = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k)^t}$$

Dacă se ia în considerație o a doua ipoteză simplificatoare, și anume, egalitatea dividendelor anuale

$$d_1 = d_2 = \dots = d_t = \dots = d_n = d$$

și se ține seama de relația factorului de actualizare a seriei uniforme de anuități

$$\sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k)^t} = \frac{(1+k)^n - 1}{k(1+k)^n}$$

se obține

$$V_a = d \frac{(1+k)^n - 1}{k(1+k)^n}$$

Dacă se ține seama și de o a treia ipoteză simplificatoare, perpetuitatea dividendelor, adică un număr de ani n , practic foarte mare (25 - 30 ani), teoretic infinit, rezultă

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{(1+k)^n - 1}{(1+k)^n} \right] = \frac{1}{k} \left\{ \lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{(1+k)^n}{(1+k)^n} - \frac{1}{(1+k)^n} \right] \right\} = \frac{1}{k} (1 - 0) = \frac{1}{k}$$

de unde

$$V_a = \frac{d}{k}$$

Se obține astfel o relație foarte simplă de calcul a valorii prezente a acțiunii, care ia în considerație doar dividendele anuale și rata de randament.

La aplicarea acestui model de evaluare, evaluatorul trebuie să rezolve două probleme: prima se referă la valoarea dividendelor anuale, iar a doua la valoarea ratei de randament.

În ceea ce privește valoarea dividendelor, problema se concretizează în întrebarea: "ce valoare d trebuie să ia evaluatorul în calcul la aplicarea modelului?". Pentru a rezolva această problemă, evaluatorul

va trebui să analizeze caracterul plauzibil și regulat al distribuirii rezultatelor întreprinderii. Dificultatea majoră constă în a argumenta randamentul sau productivitatea (creșterea sau scăderea) dividendelor viitoare în funcție de diagnosticul realizat asupra trecutului, potențialul întreprinderii și politica de reținere sau distribuire a rezultatelor practică de grupul acționarilor. Dividendele plătite în trecut sunt grevate, pe de o parte, de situația reală a profitabilității întreprinderii, iar, pe de altă parte, de politica de distribuire a rezultatelor. Adesea, evaluatorul va putea reține sumele recente ale dividendelor plătite, iar previziunile pe termen mediu și lung le va putea fundamenta prin comparații cu întreprinderi din aceeași ramură/sector de activitate (aceasta pentru a-și contura o opinie proprie și pentru a se decide asupra argumentelor cu privire la curba creșterii dividendelor).

Pentru a rezolva problema ratei de actualizare, evaluatorul poate folosi anumite informații ce constituie obiect al publicațiilor de specialitate (informații furnizate, de regulă, de bănci). Tot acum, evaluatorul va trebui să rezolve și problema inflației, deoarece ratele publicate sunt, de obicei, rate nominale, care țin seama de inflație. De asemenea, trebuie avut în vedere aspectul că rata de revenire sub formă de dividend, pe care evaluatorul o va adopta, traduce, în final, exigența investitorului care efectuează o comparație a unui plasament în raport cu alte plasamente posibile. Evaluatorul va trebui să explice de ce face referire la o anumită rată și nu la alta atunci când actualizează dividendele, substituindu-se, în această privință și într-o anumită măsură, cumpărătorului. Rata de actualizare a dividendelor este strâns legată de perioada de actualizare n , după cum urmează:

-dacă se are în vedere ipoteza perpetuității, adică un orizont infinit de timp, valoarea de revânzare a acțiunii este nulă, iar rata de referință este fie rata dobânzii la plasamentele bancare pe termen lung, fie rata unui plasament alternativ fără risc;

-când profitabilitatea este privită pe o perioadă limitată (5÷10 ani), este necesar să se ia în considerație și valoarea de revânzare, iar în privința ratelor vor fi avute în vedere comparațiile între cursurile de revânzare, precum și ratele pentru distribuirea dorită a dividendelor pe perioada avută în vedere.

Un mod eficient de abordare constă în adoptarea ratei de randament prin comparații cu piața bursieră, comparații care conduc la o rată de actualizare ce reflectă, în principiu, ansamblul de comparații efectuate de investitorul mediu la bursa de acțiuni. Această rată face obiectul publicațiilor periodice pe ansamblul piețelor bursiere mondiale.

B. Modelul Gordon-Shapiro simplificat

Dezavantajul fundamental al modelului Irving-Fisher constă în dificultatea estimării exacte a evoluției viitoare a dividendelor. Din acest punct de vedere, modelul Gordon-Shapiro simplificat are la bază o ipoteză mult mai plauzibilă: creșterea dividendelor cu o rată constantă g , inferioară ratei de actualizare k . Totodată, perioada de actualizare nu este finită, ci se are în vedere perpetuitatea.

Pentru a stabili relația fundamentală a acestui model de evaluare, în prealabil este necesară determinarea valorii anuale a dividendelor, în condițiile ipotezei de creștere continuă a acestora cu rata constantă g . Valorile anuale ale dividendelor sunt stabilite în tabelul următor.

Anul	Dividendul
1	d
2	$d + gd = d(1 + g)$
3	$d(1 + g) + gd(1 + g) = d(1 + g)(1 + g) = d(1 + g)^2$
...	...
n	$d(1 + g)^{n-2} + gd(1 + g)^{n-2} = d(1 + g)^{n-2}(1 + g) = d(1 + g)^{n-1}$

Valoarea prezentă a acțiunii se obține actualizând dividendele anuale cu o rată de actualizare k .

$$V_a = \frac{d}{(1+k)^1} + \frac{d(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{d(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d(1+g)^{n-1}}{(1+k)^n}$$

Multiplicând relația anterioară cu $(1+g)$ și folosind fracțiile etajate rezultă

$$V_a(1+g) = \frac{d}{\left(\frac{1+k}{1+g}\right)^1} + \frac{d}{\left(\frac{1+k}{1+g}\right)^2} + \frac{d}{\left(\frac{1+k}{1+g}\right)^3} + \dots + \frac{d}{\left(\frac{1+k}{1+g}\right)^n}$$

Se observă că

$$\frac{1+k}{1+g} = 1 + \frac{k-g}{1+g}$$

Folosind această observație, dându-l pe d factor comun și notând

$$\frac{k-g}{1+g} = r$$

se ajunge la

$$V_a(1+g) = d \left[\frac{1}{(1+r)^1} + \frac{1}{(1+r)^2} + \frac{1}{(1+r)^3} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n} \right]$$

Se știe că

$$\frac{1}{(1+r)^1} + \frac{1}{(1+r)^2} + \frac{1}{(1+r)^3} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

de unde

$$V_a(1+g) = d \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

S-a demonstrat anterior că

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n} \right] = \frac{1}{r}$$

relația valorii prezente a acțiunii devenind

$$V_a(1+g) = \frac{d}{r}$$

Revenind la substituția anterioară, rezultă

$$V_a(1+g) = \frac{d}{\frac{k-g}{1+g}}$$

iar prin simplificare cu $(1+g)$ se obține relația fundamentală a modelului Gordon-Shapiro simplificat

$$V_a = \frac{d}{k-g}$$

Rata estimată de creștere a dividendelor g depinde atât de rentabilitatea viitoare a capitalurilor proprii (rata rentabilității financiare) r_f , cât și de rata de distribuire a dividendelor r_d , adică

$$g = (1 - r_d)r_f$$

Pentru estimarea ratei rentabilității financiare viitoare a întreprinderii pot fi utilizate două metode, și anume:

-metoda efectului de levier (pârghiei financiare), potrivit căreia

$$r_f = \left[r_e + (r_e - r_{imp}) \frac{C_{imp}}{C_{pr}} \right] (1 - r_i)$$

unde: r_e - rata rentabilității economice;

r_{imp} - rata medie a dobânzii la împrumuturile contractate;

C_{imp} - capital împrumutat;

C_{pr} - capital propriu;

r_i - rata impozitului pe profit.

-metoda echilibrului activelor financiare, conform căreia

$$r_f = r_F + (r_p - r_F)\beta$$

unde: r_F - rata de revenire a unui plasament alternativ fără risc;

r_p - rata de revenire a plasamentelor în titluri de valoare;

β - coeficient de risc al acțiunilor.

C. Modelul Gordon-Shapiro elaborat

Acest model de evaluare reprezintă o particularizare a modelului Gordon-Shapiro simplificat. Astfel, rata unică de creștere a dividendelor g , este înlocuită cu două rate cu mărimi diferite, corespunzătoare a două perioade diferite, și anume: rata g_1 pentru perioada $[1; q]$, respectiv rata g_2 pentru perioada $[q + 1; n]$.

Valoarea prezentă a acțiunii se determină cu relația

$$V_a = d \left[\sum_{t=1}^q \left(\frac{1 + g_1}{1 + k} \right)^t + \left(\frac{1 + g_1}{1 + k} \right)^q \frac{1}{k - g_2} \right]$$

7.3. Modele de evaluare a întreprinderilor “în creștere”

Întreprinderile “în creștere” sunt caracterizate de o creștere însemnată a dividendelor, mai ales în prima perioadă a orizontului de prognoză. Două inconveniente ale modelelor bursiere clasice au condus la apariția noilor modele de evaluare, și anume:

-utilizarea unei rate de creștere a dividendelor g pe o perioadă infinită de timp (în realitate, g nu poate fi foarte ridicată o perioadă infinită de timp);

-ipoteza implicită $g < k$ (infirmată în cazul întreprinderilor “în creștere”, la care, în prima perioadă de timp, $g > k$).

Modelele de evaluare a întreprinderilor “în creștere” se bazează pe indicatorul bursier “price earning ratio” (PER). PER mai este numit și multiplicator bursier sau coeficient de capitalizare bursieră. PER reprezintă raportul dintre cursul acțiunii și câștigul (dividendul) adus de aceasta.

A. Modelul Bates

Acest model de evaluare presupune împărțirea orizontului de prognoză în două perioade distincte, din care prima reprezintă o fază de creștere a dividendelor cu o rată g superioară ratei de randament k . Această primă subperioadă este cuprinsă, în general, între 1-10 ani.

Modelul Bates constă în efectuarea unui calcul pe o perioadă finită de timp, care corespunde creșterii puternice a dividendelor. Calculul se referă la PER actual al acțiunii și ține seama de ipotezele formulate în materie de creștere a dividendelor, rentabilitate, distribuție a dividendelor, precum și de PER existent la sfârșitul perioadei de creștere maximă.

Modelul Bates traduce relația care există între cei cinci factori avuți în vedere de un investitor bursier, și anume:

- rata de randament cerută de investitor (k);
- perioada de creștere a dividendelor (n);
- rata de creștere a dividendelor (g);
- rata de distribuție a dividendului (r_d);
- PER la care acționarul va trebui să revândă acțiunea după n ani, pentru a realiza rata de rentabilitate scontată k .

Relația fundamentală a modelului Bates este

$$m = \frac{PER_n + 10r_d B}{A}$$

unde

$$A = \left(\frac{1+k}{1+g} \right)^n$$

iar

$$B = \frac{\left(\frac{1+g}{g-k} \right) (1-A)}{10}$$

Bates a stabilit tabele din care se pot citi valorile lui A și B . Parametrul m reprezintă valoarea actuală (prezentă) a PER, determinându-se astfel un indiciu cu privire la prețul la care poate fi cumpărată acțiunea în prezent.

Modelul Bates este aplicabil pentru evaluarea întreprinderilor cu un comportament atipic la început (creștere excepțională) dar care, în timp, este posibil să se alinieze normelor sectoriale.

B. Modelul Holt

Acest model de evaluare permite determinarea duratei de creștere excepțională a cursului unei acțiuni, ajutând investitorii să determine dacă PER-ul acestei acțiuni, observat pe piață, este justificat sau nu. Altfel spus, modelul determină numărul de ani de creștere avut în vedere la stabilirea PER actual.

Modelul pornește de la relația

$$V_a = d \sum_{t=1}^{DCE} \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^t$$

Dar

$$\frac{V_a}{d} = m$$

de unde

$$m = \left(\frac{1+g}{k-g} \right) \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^{DCE} \right]$$

Succesiv, rezultă

$$m \left(\frac{k-g}{1+g} \right) = 1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^{DCE}$$

$$\left(\frac{1+g}{1+k} \right)^{DCE} = 1 - m \left(\frac{k-g}{1+g} \right)$$

de unde

$$DCE = \frac{\ln \left[\left(\frac{k-g}{1+g} \right) \left(\frac{1+g}{k-g} - m \right) \right]}{\ln \left(\frac{1+g}{1+k} \right)}$$

Durata de creștere astfel calculată este cea estimată de investitor, care va trebui să o compare cu durata de creștere estimată de piață și să acționeze în consecință, dacă observă că există diferențe. De exemplu, este indicată cumpărarea de acțiuni dacă durata de creștere estimată de investitor este mai lungă decât cea estimată de piață.

C. Modelul Molodowski

Acest model permite calculul valorii indicelui PER al acțiunii corespunzător următoarei game de ipoteze:

-într-o primă subperioadă de timp, de n_1 ani, dividendul va crește cu o rată constantă;

-în a doua subperioadă de timp, de n_2 ani, dividendul va crește în continuare, dar cu o rată descrescătoare, astfel încât la sfârșitul acestei subperioade rata de creștere ajunge la valoarea zero;

-în a treia subperioadă de timp, de la sfârșitul celei de-a doua și până la infinit, dividendul rămâne constant.

Corespunzător diferitelor valori ale ratei de actualizare a dividendelor și extinderi ale primelor două subperioade de timp, au fost elaborate tabele de calcul din care pot fi citite valorile indicelui PER.

Tema nr. 8

MODELE DE EVALUARE CU RATE DIFERENȚIATE

8.1. Fundamentele modelelor

Modelele de evaluare cu rate diferențiate sunt fundamentate pe raționamente care se consideră a fi ceva mai complete și apropiate de realitate decât raționamentele care stau la baza modelelor patrimoniale și modelelor bazate pe actualizarea rezultatelor.

Modelele de evaluare cu rate diferențiate încearcă să exprime simultan:

- o combinare a valorii patrimoniale cu valoarea de randament;
- o partajare a viitorului;
- o concepție prin care întreprinderea este privită nu numai ca investiție economică, dar și ca investiție financiară.

Relația fundamentală a valorii întreprinderii, care stă la baza tuturor modelelor de evaluare cu rate diferențiate, are forma

$$VI = ANR + BHE + GW$$

unde: VI - valoarea întreprinderii;

ANR - activul net reevaluat (necesar exploatării);

BHE – valoarea activelor (bunurilor) în afara exploatării;

GW - valoarea de good-will.

Primele două componente ale valorii întreprinderii (activul net reevaluat - ANR și valoarea bunurilor în afara exploatării - BHE) sunt cunoscute din lucrările anterioare de evaluare. Ca urmare, aplicarea modelelor de evaluare cu rate diferențiate presupune doar determinarea valorii de good-will (GW).

Valoarea de good-will a unei întreprinderi exprimă capacitatea acesteia de a genera supraprofit. Acest supraprofit poate fi datorat unor cercetări de avangardă, priorităților de brevet, de marcă, bunului renume, calității organizării, managementului de excepție, etc. (de regulă unor elemente necorporale care, în prealabil, au fost identificate într-o etapă anterioară de analiză-diagnostic). Valoarea de good-will este definită ca fiind valoarea actualizată a supraprofiturilor anuale generate de întreprindere. Aceste supraprofituri sunt înțelese ca un excedent de revenire la capitalul investit, pe care întreprinderea este capabilă să îl genereze, comparativ cu revenirea corespunzătoare unui plasament fără risc și egal cu valoarea activelor corporale pe care întreprinderea le angajează în exploatare.

Toate modelele de evaluare cu rate diferențiate se bazează pe relația fundamentală prezentată anterior. Diferențele între ele apar în modul de determinare a valorii de good-will, din acest punct de vedere putând fi identificate:

- modele de evaluare cu rate reduse de good-will;
- modelul de evaluare bazat pe capitalul permanent necesar exploatării;
- alte modele cu rate de good-will.

8.2. Modele de evaluare cu rate reduse de good-will

În mod curent sunt folosite două asemenea modele:

- modelul Uniunii Europene a Experților Contabili;
- modelul anglo-saxon.

A. Modelul Uniunii Europene a Experților Contabili

În cadrul acestui model de evaluare, valoarea de good-will se determină cu relația

$$GW = a_n (B - rV)$$

unde: a_n - factorul de actualizare a seriei uniforme de anuități;

B - capacitatea de profit;

V - valoarea substanțială brută;

r - rata de revenire la valoarea substanțială brută.

Supraprofitul anual este reprezentat de diferența (B-rV). Capacitatea anuală de profit (B) corespunde profitului net, din care a fost eliminat impozitul pe profit, dar la care au fost adăugate așa-numitele cheltuieli financiare. Valoarea substanțială brută (V) corespunde ansamblului activelor imobilizate ale întreprinderii, mai puțin activele necorporale, la care se adaugă însă și activele care nu sunt proprietate a întreprinderii, dar pe care aceasta le folosește.

Factorul de actualizare se determină cu relația

$$a_n = \frac{(1+r^*)^n - 1}{r^*(1+r^*)^n}$$

unde: n - perioada (numărul de ani) de actualizare a supraprofitului (de regulă, n = 3–8 ani);

r* - rata de actualizare a supraprofitului (care poate fi aleasă drept una dintre următoarele rate: rata medie de revenire a obligațiilor sectorului public corectată cu inflația, rata medie de revenire a obligațiilor sectorului privat corectată cu inflația, rata medie anuală a dobânzii la împrumuturile pe termen scurt corectată cu inflația).

Rata de revenire la valoarea substanțială brută (r) se alege ca rată de randament a acțiunilor sau obligațiilor unor întreprinderi similare (este, de asemenea, o rată corectată cu inflația).

B. Modelul anglo-saxon

În cadrul acestui model de evaluare, valoarea de good-will se determină cu relația

$$GW = a_n (B - rANR)$$

unde: a_n - factorul de actualizare a seriei uniforme de anuități;

B - profitul net anual;

ANR - activul net reevaluat;

r - rata de revenire la activul net reevaluat.

Factorul de actualizare se determină cu relația

$$a_n = \frac{(1+r^*)^n - 1}{r^*(1+r^*)^n}$$

unde: n - perioada (numărul de ani) de actualizare a supraprofitului (de regulă, n = 3–8 ani);

r* - rata de actualizare a supraprofitului (care poate fi aleasă drept una dintre următoarele rate: rata medie de revenire a obligațiilor sectorului public corectată cu inflația, rata medie de revenire a obligațiilor sectorului privat corectată cu inflația, rata medie anuală a dobânzii la împrumuturile pe termen scurt corectată cu inflația).

Rata de revenire la activul net reevaluat (r) se alege ca rată de randament a acțiunilor sau obligațiilor unor întreprinderi similare (este, de asemenea, o rată corectată cu inflația).

8.3. Modelul de evaluare bazat pe capitalul permanent necesar exploatării

Conform acestui model de evaluare, valoarea de good-will se determină cu relația

$$GW = a_n (BE - rCPNE)$$

unde: a_n - factorul de actualizare a seriei uniforme de anuități;

BE - beneficiul economic;

CPNE - capitalul permanent necesar exploatării;

r - rata de revenire la capitalul permanent necesar exploatării.

Beneficiul economic reprezintă un indicator de natura rezultatului care este independent de politica financiară a întreprinderii. Beneficiul economic are un conținut diferit față de profitul de care s-a vorbit în modelele anterioare. Comparativ cu profitul, beneficiul economic mai conține cheltuielile financiare (aferente împrumuturilor pe termen lung), precum și impozitele și taxele pe profit. Conținutul acestui indicator arată că modelul este aplicabil pentru evaluarea întreprinderilor de interes public (întreprinderile proprietate a statului, pentru care impozitul pe profit este considerat tot un beneficiu). Capitalul permanent necesar exploatării se compune din capitalul propriu (C_{pr}) și capitalul împrumutat pe termen lung (C_{imp}), adică $CPNE = C_{pr} + C_{imp}$

Factorul de actualizare se determină cu relația

$$a_n = \frac{(1 + r^*)^n - 1}{r^*(1 + r^*)^n}$$

unde: n - perioada (numărul de ani) de actualizare a supraprofitului (de regulă, $n = 3-8$ ani);

r^* - rata de actualizare a supraprofitului (care poate fi aleasă drept una dintre următoarele rate: rata medie de revenire a obligațiunilor sectorului public corectată cu inflația, rata medie de revenire a obligațiunilor sectorului privat corectată cu inflația, rata medie anuală a dobânzii la depozitele bancare pe termen corectată cu inflația).

Rata de revenire la capitalul permanent necesar exploatării (r) se calculează ca o medie ponderată

$$r = \frac{r_{pr} C_{pr} + r_{imp} C_{imp}}{CPNE}$$

unde: r_{pr} - rata de revenire la capitalul propriu (adoptată ca invers al indicelui PER observat pentru întreprinderi similare cotate la bursă);

r_{imp} - rata medie a dobânzii la împrumuturile contractate pe termen lung.

8.4. Alte modele de evaluare cu rate de good-will

Față de modelele anterioare de evaluare, mai elaborate, în practică sunt folosite și alte modele cu rate de good-will, mai simple, și anume:

- modelul practicienilor;
- modelul direct (german);
- modelul "achiziției" rezultatelor anuale;
- modelul ratei cu risc și ratei fără risc.

A. Modelul practicienilor

Acest model de evaluare partajează în mod egal viitorul între actualul proprietar și potențialul investitor, determinând direct valoarea întreprinderii, ca o medie aritmetică simplă a activului net reevaluat (ANR) și a profitului net (B) capitalizat la infinit, adică

$$VI = \frac{ANR + \frac{B}{r}}{2}$$

Pornind de la relația valorii întreprinderii se poate ajunge la relația valorii de good-will, după cum urmează

$$VI = \frac{ANR + \frac{B}{r}}{2} = \frac{ANR}{2} + \frac{B}{2r} = \left(ANR - \frac{ANR}{2} \right) + \frac{B}{2r} = ANR + \frac{B}{2r} - \frac{ANR}{2}$$

adică

$$VI = ANR + \frac{1}{2r}(B - rANR)$$

Comparând relația obținută cu relația fundamentală de stabilire a valorii întreprinderii conform modelelor de evaluare cu rate diferențiate și făcând abstracție de valoarea bunurilor în afara exploatarei, se observă că

$$GW = \frac{1}{2r}(B - rANR)$$

Logica acestui model de evaluare constă în a capitaliza la infinit supraprofitul anual (calculat ca diferență între profitul net și revenirea “normală” la activul net reevaluat). Capitalizarea la infinit se face la o rată majorată cu riscul, egală cu dublul ratei fără risc. Rata de revenire la activul net reevaluat (adică rata fără risc, r) se alege ca rată de randament a acțiunilor sau obligațiunilor unor întreprinderi similare.

B. Modelul direct (german)

Conform acestui model de evaluare, valoarea de good-will se determină cu relația

$$GW = \frac{1}{r_m}(B - rANR)$$

unde: B - profitul net anual;

ANR - activul net reevaluat;

r - rata medie a dobânzii la împrumuturile pe termen mediu;

r_m - rata de capitalizare la infinit a supraprofitului, stabilită cu relația

$$r_m = r \left(1 + \frac{p}{100} \right)$$

prima de risc p având valori cuprinse între 25% și 50%, adică $p \in [25\%;50\%]$

Se observă că spre deosebire de modelul anterior, la care capitalizarea la infinit a supraprofitului se făcea la o rată majorată cu o primă de risc de 100%, în acest model prima de risc este mult mai mică, ceea ce înseamnă că partajarea viitorului este în favoarea proprietarului întreprinderii.

C. Modelul “achiziției” rezultatelor anuale

Conform acestui model de evaluare, valoarea de good-will se determină cu relația

$$GW = m(B - rANR)$$

Logica acestui model de evaluare constă în a-i atribui proprietarului întreprinderii supraprofiturile viitoare pe un anumit număr de ani, m . De regulă, $m \in [3;5]$.

Rata de revenire la activul net reevaluat (r) se alege ca rată de randament a acțiunilor sau obligațiunilor unor întreprinderi similare.

D. Modelul ratei cu risc și ratei fără risc

Conform acestui model de evaluare, valoarea de good-will se determină cu relația

$$GW = \frac{1}{r_r}(B - rVI)$$

unde: VI - valoarea întreprinderii;

r - rata fără risc;

r_r - rata cu risc, calculată pe baza ratei fără risc și majorată cu o primă de risc.

Pornind de la relația fundamentală a valorii întreprinderii

$$VI = ANR + GW$$

neglijând valoarea bunurilor în afara exploatării și ținând seama de relația valorii de good-will se obține

$$VI = \frac{B + r_r ANR}{r + r_r}$$

Folosind acest rezultat, relația valorii de good-will capătă forma

$$GW = \frac{B - rANR}{r + r_r}$$

Rata fără risc (r) se alege ca rată de randament a acțiunilor sau obligațiunilor unor întreprinderi similare.

Tema nr. 9

MODELE DE EVALUARE SPECIFICE

9.1. Evaluarea întreprinderilor mici

Definirea “întreprinderii mici” nu este lipsită de unele dificultăți, datorate multiplelor forme, tipuri și dimensiuni sub care aceste întreprinderi apar și există în economie. De regulă, gruparea întreprinderilor în întreprinderi mari și întreprinderi mici este influențată de subiectivismul celui care face clasificarea. Totuși, majoritatea specialiștilor consideră fundamentale două criterii:

-numărul de angajați (care să nu depășească o anumită valoare, posibil diferită de la un sector de activitate la altul);

-volumul vânzărilor, al producției sau al prestărilor de servicii, care să nu depășească o anumită valoare limită.

Din punct de vedere al structurii valorii, caracteristică pentru întreprinderile mici este ponderea ridicată deținută de elementele necorporale, comparativ cu cele corporale (care au o influență redusă asupra rezultatelor). Identificarea acestor elemente necorporale și estimarea influenței lor asupra valorii întreprinderii reprezintă principalele obiective ale activității evaluatorului. Succesul demersului lucrărilor de evaluare este condiționat decisiv de experiența evaluatorului, cunoașterea domeniului de activitate al întreprinderii și existența posibilităților de comparație.

Aplicarea modelelor de evaluare prezentate în capitolele anterioare este posibilă și în cazul întreprinderilor mici. Totuși, datorită particularităților acestora, au fost elaborate modele de evaluare caracteristice, care permit o mai bună estimare a valorii de piață a întreprinderilor mici.

A. Modelul cumulării activelor

Acest model de evaluare este similar modelului patrimonial. Pornind de la bilanțul contabil și efectuând corecții se întocmește un bilanț economic, valoarea întreprinderii reprezentând diferența dintre valoarea economică a activelor și valoarea datoriilor.

Diferența esențială față de modelul patrimonial constă în luarea în considerație a imobilizărilor necorporale, care vor fi evaluate pe baza costurilor de înlocuire.

B. Modelul baremurilor

La baza acestui model de evaluare stă ipoteza potrivit căreia, elementul fundamental de apreciere a valorii unei întreprinderi mici îl reprezintă cifra de afaceri pe care aceasta o realizează. Valoarea întreprinderii se obține, de regulă, multiplicând cifra de afaceri anuală cu un coeficient de barem k , ce depinde de activitatea desfășurată, adică

$$VI = kCA$$

Valorile coeficienților de barem sunt stabilite de asociațiile profesionale de profil și se bazează pe studii statistice, bănci de date și analize economice referitoare la tranzacțiile realizate în domeniul respectiv pe perioade lungi de timp. Pentru anumite domenii de activitate, coeficienții de barem sunt aferenți profitului net mediu anual (B) sau încasărilor zilnice (CA_z), situații în care

$$VI = k'B$$

sau

$$VI = k''CA_z$$

Datorită lipsei unor date coerente, modelul este dificil de aplicat în cazul economiilor aflate în tranziție.

C. Modelul randamentului

Potrivit acestei model de evaluare, valoarea întreprinderii este suma a două componente: valoarea

patrimonială (activul net reevaluat) și valoarea de good-will, adică

$$VI = VP + GW$$

Statistic, s-a stabilit că valoarea de good-will reprezintă 3%-9% din cifra de afaceri anuală

$$GW = wCA$$

unde $w \in [0,03;0,09]$. Coeficientul w tinde către valori minime în cazul activităților productive și către valori maxime în cazul comerțului și prestărilor de servicii.

9.2. Evaluarea întreprinderilor în dificultate

Definirea întreprinderii în dificultate comportă o dublă abordare: juridică și economică. Din punct de vedere juridic, o întreprindere este considerată în dificultate atunci când se află în stare de încetare a plăților și este angajată într-o procedură de redresare judiciară. Această definiție are un caracter obiectiv, dar reduce dificultățile pe care le poate întâmpina întreprinderea la manifestarea lor extremă și ultimă și pune accentul pe dimensiunea și sancțiunea juridică a dificultăților. De asemenea, este o constatare pasivă a unui stadiu agravat al dificultăților și exclude orice efort de prevenire a acestora. Din punct de vedere economic, dificultățile unei întreprinderi sunt nuanțate și reprezintă riscuri efective (sau materializate) produse de slăbiciunile funcțiilor întreprinderii. Aceste riscuri pot conduce doar la dificultăți temporare de trezorerie care, de cele mai multe ori, sunt depășite, dar și la dificultăți structurale, care generează falimentul sau începerea acțiunii de redresare.

În funcție de speranța continuării activității, întreprinderile în dificultate pot fi împărțite în două categorii: întreprinderi redresabile și întreprinderi neredresabile. Diferența dintre cele două categorii de întreprinderi se poate observa din următoarele aspecte fundamentale care le caracterizează:

- întreprinderea neredresabilă își încetează activitatea, fiind supusă procedurii falimentului;
- întreprinderea redresabilă își continuă activitatea inițială sau demarează o nouă activitate în așa-numita perioadă de redresare, care se întinde pe mai mulți ani și în care lucrează mult sub capacitate, cu rezultate pozitive sau tranzitorii (în unele cazuri procedura de redresare poate eșua, caz în care întreprinderea trebuie să-și înceteze activitatea);
- bunurile întreprinderii neredresabile sunt evaluate la valori de lichidare;
- în cazul întreprinderilor redresabile se stabilește o valoare maximă care servește ca referință în stabilirea prețului de negociere pentru o posibilă preluare (cu toate că este mai mare decât valoarea de lichidare, prețul de negociere este, de cele mai multe ori, inferior valorii maxime a întreprinderii redresate sau chiar negativ, vânzătorul/proprietarul întreprinderii redresabile acceptând un preț negativ, adică achitarea unor sume în plus celui care preia întreprinderea, din următoarele considerente: teama de răspundere în cazul unei eventuale lichidări, garanții personale oferite de unii acționari către terți și care ar putea fi executate în cazul lichidării, neafectarea imaginii acționarilor, diminuarea pierderilor financiare ale unei filiale).

A. Evaluarea întreprinderilor neredresabile

Întreprinderile neredresabile sunt supuse procedurii lichidării judiciare, bunurile acestora fiind evaluate la valori de lichidare (care, de regulă, sunt inferioare valorilor de piață), iar întreprinderea, în ansamblu, la valoarea activului net de lichidare, care se determină cu relația

$$ANL = ANC + DPR - DNR - CL - IMP$$

- unde: ANL - activul net de lichidare;
ANC - activul net contabil;
DPR - diferențele pozitive din reevaluare;
DPN - diferențele negative din reevaluare;
CL - costurile de lichidare;
IMP - impozitul (eventual) pe plus-valori.

În concluzie, valoarea unei întreprinderi neredresabile este valoarea activului net de lichidare,

care uneori poate fi chiar negativă.

B. Evaluarea întreprinderilor redresabile

Întreprinderile redresabile pot fi evaluate fie pe baza valorii la termen, fie asimilând întreprinderea unui proiect de investiții.

a.) Modelul valorii la termen

Fundamentul aplicării acestui model de evaluare îl constituie previziunea rezultatelor viitoare ale întreprinderii redresabile. Datele trecutului nu sunt luate în considerație, având în vedere insolvabilitatea comercială declarată a întreprinderii.

Valoarea întreprinderii redresabile se determină cu relația

$$VIR = \frac{VT}{(1+r)^n} - INVA$$

unde: VIR - valoarea întreprinderii redresabile;

VT - valoarea la termen;

r - rata de actualizare a valorii la termen a întreprinderii;

n - numărul de ani ai perioadei de redresare;

INVA - valoarea actualizată a sumelor ce trebuie investite pentru redresarea întreprinderii.

Valoarea la termen reprezintă valoarea întreprinderii presupusă a fi redresată, în ultimul an al orizontului de prognoză. Ea se calculează după modelele clasice de evaluare, fie patrimoniale, fie de rentabilitate.

Activul net contabil din ultimul an de prognoză se determină în funcție de activul net de pornire înainte de redresare, căruia i se adaugă investițiile și activele de exploatare estimate, scăzându-se valoarea pasivelor de exploatare estimate pentru perioada de redresare. În acest caz, valoarea la termen este egală cu activul net contabil din ultimul an al orizontului de prognoză, adică

$$VT = ANC_n$$

Estimarea în acest mod a valorii la termen prezintă neajunsul complexității și greutatea de previziune ale elementelor sale componente. Din acest motiv, cel mai frecvent, pentru estimarea valorii la termen se folosește un model bazat pe rentabilitate, conform căruia

$$VT = \frac{B_n}{r^*}$$

unde: B_n - profitul net în ultimul an al perioadei de redresare;

r^* - rata de capitalizare care, în principiu, este diferită de rata de actualizare r.

Rata de actualizare r se compune dintr-o rată de bază și o primă de risc. Rata de bază poate fi o rată de randament a obligațiunilor sectorului public, a obligațiunilor sectorului privat sau a acțiunilor unor întreprinderi similare. Prima de risc este estimată de evaluator, care apreciază riscul specific redresării întreprinderii evaluate.

Sumele ce trebuie investite pentru redresarea întreprinderii, cu o anumită eșalonare în timp, vor fi actualizate, adică aduse la momentul când se face evaluarea, rata de actualizare fiind r, caz în care termenul INVA are forma

$$INVA = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}$$

I_t reprezentând suma ce trebuie investită pentru redresare în anul t (de azi în viitor).

b.) Modelul asimilării întreprinderii unui proiect de investiții

În vederea evaluării, întreprinderea va fi asimilată unui proiect de investiții, calculându-se

valoarea prezentă sau valoarea netă actualizată a acestuia. Potrivit acestui model de evaluare, valoarea întreprinderii redresabile se determină cu relația

$$VIR = \sum_{t=1}^n \frac{FNT_t}{(1+r)^t} - I_0$$

unde: FNT_t - fluxul net de trezorerie în anul t ;

I_0 - investiția inițială pentru redresarea întreprinderii (la începutul primului an al perioadei de redresare).

9.3. Evaluarea bazată pe comparații

Există situații în care valoarea unei întreprinderi poate fi stabilită prin comparații cu valorile cunoscute ale unor alte întreprinderi, care au constituit obiect al tranzacțiilor de vânzare-cumpărare.

Analiza comparativă se bazează pe asemănările și deosebirile între întreprinderi și frecvența tranzacțiilor, care influențează valoarea. Astfel, pot fi luate în considerație diferențele între drepturile de proprietate, structura capitalului, domeniul sau ramura de activitate, amploarea activităților desfășurate, motivațiile cumpărătorilor și vânzătorilor, condițiile de finanțare, situația pieței întreprinderilor la momentul evaluării, caracteristicile intrinseci ale întreprinderii.

Etapele parcurse în aplicarea acestei metode sunt:

-studiul pieței, în scopul obținerii informațiilor legate de tranzacții cu întreprinderi similare (din punct de vedere al obiectului de activitate, al dimensiunii, al localizării și datei vânzării/cumpărării);

-confirmarea veridicității informațiilor obținute și a obiectivității tranzacțiilor;

-selectarea unor criterii de comparație relevante și elaborarea unei analize comparative la nivelul fiecărui criteriu (principalele criterii utilizate sunt: indicele PER, raportul dintre cotația acțiunii și fluxul de monetar anual net pe acțiune, raportul dintre cotația acțiunii și profitul brut pe acțiune, raportul dintre cotația acțiunii și cifra de afaceri pe acțiune, raportul dintre cotația acțiunii și activul net contabil pe acțiune);

-compararea, pe baza criteriilor stabilite, a întreprinderii evaluate cu celelalte întreprinderi reținute în scop de analiză;

-analiza rezultatelor și selectarea unei valori (sau game de valori).

Bibliografie recomandată

- Deaconu A. – Diagnosticul și evaluarea întreprinderii, Editura Intelcredo, Deva, 2002.
- Dumitrescu D., Dragotă V., Ciobanu A. – Evaluarea întreprinderilor, ediția a II-a, Editura Economică, București, 2002.
- Ișfănescu A., Șerban C., Stănoiu A.C. – Evaluarea întreprinderii, Editura Universitară, București, 2003.
- Simionescu A., Mangu S.I. – Evaluarea întreprinderii, Editura Focus, Petroșani, 2004.
- Stan S. (coordonator) – Evaluarea întreprinderii, Editura IROVAL și Editura INVEL MULTIMEDIA, București, 2006.
- Toma M. – Inițiere în evaluarea întreprinderilor, ediția a II-a, Editura CECCAR, București, 2007.