

# Evaluarea întreprinderii

## *1. Principii generale*

Evaluarea întreprinderii este procesul prin care se ajunge la o opinie sau la o estimare a valorii unei afaceri sau entitati economice sau a unei participatii la aceasta (GN 6, p. 276).

O întreprindere sau o entitate economica este orice entitate care desfasoara o activitate comerciala (face acte de comert), industriala, de servicii sau de investitii.

Evaluarea întreprinderii se solicita si se realizeaza pentru stabilirea **valorii de piata** (conform IVS 1). Principiul general in evaluarea întreprinderilor este faptul ca proprietatea acestora este **generatoare de afaceri**. Conceptele si metodele aplicate la celelalte tipuri de proprietati (imobiliare, bunuri mobile) raman valabile, cu anumite particularitati, in sensul ca anumiti termeni pot avea sensuri diferite.

Abordarile utilizate in evaluarea întreprinderilor sunt: abordarea bazata pe active, abordarea prin capitalizarea venitului si abordarea prin piata.

Evaluarea se bazeaza pe principiul activului net contabil corectat, in care intreg patrimoniul este considerat o suma de elemente de activ minus datoriile, dar fiecare element de activ si de pasiv se evalueaza individual utilizand metode bazate pe valoarea de piata.

### *Abordarea prin capitalizarea venitului*

Evaluarea consta in anticiparea veniturilor nete (beneficiilor) viitoare si convertirea lor in valoare a capitalului.

### *Abordarea prin piata*

Evaluarea consta in compararea întreprinderii de evaluat cu întreprinderi similare care au fost vandute.

**Premiza generala** a evaluarii este *principiul continuitatii activitatii de exploatare* a întreprinderii intru-un orizont de **timp nelimitat**. Aceasta este o alternativa la premiza lichidarii si permite ca întreprinderea sa fie evaluata la o valoare mai mare decat valoarea ei de lichidare. Valoarea întreprinderii depinde de gradul de control al proprietarilor (actionarilor sau asociatilor) asupra proprietatii, deciziilor si a managementului. De ex. valoarea unei actiuni rezultata in urma estimarii valorii

întreprinderii detinuta de actionari minoritari este diferita de valoarea unei actiuni intr-un pachet majoritar sau care exercita un control semnificativ in întreprindere (peste 30%).

Evaluarea întreprinderii are diferite utilizari:

- pentru estimarea valorii de piata a întreprinderii individuale in vederea achizitiei sau vânzarii;
- pentru estimarea participatiilor detinute de actionari sau asociati (actiunilor sau partilor sociale) in vederea tranzactionarii directe (vanzare - cumparare) sau cesiunii respectiv preluarii unor participatii;
- pentru estimarea valorii de piata a întreprinderii in cazul fuziunilor, divizarilor sau a infiintarii de societati mixte;
- ca baza pentru retratarea situatiilor financiare in concordanta cu standardele de contabilitate referitor la conventia care reflecta efectul modificarii preturilor;
- ca baza pentru estimarea deprecierei anumitor active imobilizate si reflectarea corecta in contabilitate.

### ***Metode de evaluare a întreprinderii:***

#### ***a. Metode înscrise în abordarea pe baza de venit:***

- **Metoda actualizării fluxurilor de lichidități (DCF – Discounted Cash Flow)**, prin care toate beneficiile economice proiectate (fluxuri de lichidități sau alte variabile asimilate) ale întreprinderii sunt actualizate la valoarea prezenta, utilizând o rată de actualizare ce reprezintă costul capitalului pentru acea investiție.

Actualizarea presupune o perioadă explicită de previziune și o valoare reziduală (perioadă nonexplicită).

- **Metoda capitalizării venitului (a profitului sau a dividendelor)** se bazează pe raportarea unui flux constant și reproductibil de venit (de regulă, profit net sau dividende) la o rată de capitalizare. În acest caz este vorba de un singur flux de beneficiu economic, aferent unei singure perioade (de regulă, un an).

#### ***b. Metode înscrise în abordarea prin comparație:***

- **Metoda comparației cu societăți similare cotate sau cu tranzacții de pachete minoritare (acțiuni la firme cotate)**. Ratele de valoare sau multiplicatorii (de ex. Price Earning Ratio – PER) rezultă din tranzacții realizate pe piața financiară (în marea majoritate a cazurilor este vorba de pachete minoritare de acțiuni).

- **Metoda comparației cu vânzări de firme similare necotate (piața de achiziții și fuziuni)**, în care baza de comparație o reprezintă tranzacțiile cu întreprinderi în ansamblul lor sau tranzacții cu pachete majoritare, de regulă având în vedere piața întreprinderilor necotate.

- **Metoda comparației cu tranzacții anterioare sau cu oferte de tranzacții cu participatii la capitalul întreprinderii evaluate**. Modul de estimare a valorii se bazează pe tranzacții anterioare, oferte sau acorduri care vizează proprietatea asupra întreprinderii evaluate.

#### ***c. Metode înscrise în abordarea pe baza de active:***

- **Metoda activului net corectat (ANC)**, în care activele și datoriile sunt evaluate individual la valorile corespunzătoare (curente), rezultând astfel un activ net corectat al întreprinderii. Metoda este aplicabilă în ipoteza continuității exploatarei întreprinderii evaluate.

- **Metoda activului net de lichidare (ANL)**, reprezintă o variantă a activului net corectat, aplicabilă în cazul lipsei continuității exploatarei întreprinderii evaluate. În acest caz, majoritatea activelor se evaluează la valoarea de lichidare. Metodele prezentate sunt interdependente și au drept caracteristică orientarea lor spre informațiile de piață:

- în abordarea pe baza de venit, fundamentul îl reprezintă costul capitalului, care derivă din informații de piață;

- abordarea prin comparație se bazează pe rate de valoare (multiplicatori) care rezultă, de asemenea, de pe piața tranzacțiilor de întreprinderi;

- în cazul abordării pe baza de active, estimarea valorii individuale a activelor porneste tot de la informații de piață.

Pentru stabilirea unei cât mai bune valori medii a întreprinderii de evaluat, expertul evaluator de întreprinderi trebuie să țină seama de recomandarea ca în orice evaluare să se utilizeze minimum 3-5 metode, potrivit caracteristicilor întreprinderii de evaluat.

## ***2. Procedura de evaluare***

Evaluarea intreprinderilor este un proces complex care necesita cunostinte de specialitate si experienta. Procedura cuprinde: actiuni preliminare, evaluarea propriu-zisa si reconcilierea valorilor obtinute si redactarea raportului de evaluare.

### **2.1. Actiuni preliminare**

Principalele *actiuni preliminare* care trebuie intreprinse in estimarea valorii de piata a unei intreprinderi sunt:

1) Cunoasterea tendintelor economice relevante generale si din cadrul industriei in care functioneaza intreprinderea, a mediului extern ce ar putea afecta intreprinderea: mediul economic, politic, tehnologic si social (analiza STEP), a conditiilor si a perspectivei de dezvoltare a industriei (modelul PORTER);

2) Identificarea si estimarea impactului tendintelor economice asupra activitatii intrprinderii;

3) Descrierea misiunii de evaluare:

- identificarea intreprinderii, a pachetului de actiuni sau a valorilor mobiliare care trebuie evaluate;

- stabilirea detinatorului dreptului de proprietate, cercetarea documentelor de atestare a dreptului de proprietate si a restrictiilor cu privire la transferul de proprietate;

- stabilirea datei evaluarii;

- definirea evaluarii, a bazei de evaluare si a marimii relative a participatiei care trebuie evaluata;

- definirea scopului si utilizarii evaluarii.

4) Analiza naturii intreprinderii si a istoricului sau (analiza diagnostic si modelul SWOT) care ofera repere in estimarea asteptarilor privind beneficiile viitoare ale intreprinderii;

5) Analiza situatiilor financiare a intreprinderii, a activelor corporale si necorporale, a datoriilor si capitalului sau, a lichiditatii.

Activele necorporale se pot prezenta sub forma:

- active necorporale identificabile: brevete de inventie, marci comerciale inregistrate, drepturi de autor, know-how, baze de date si software etc.;

- Active necorporale neidentificabile: fond comercial sau forta de munca specializata.

Valoarea fondului comercial este similara cu acceptiunea contabila a valorii reziduale (cost istoric) dupa deducerea valorii celorlalte active.

6) Analiza capacitatii intreprinderii de a obtine profit si de a plati dividende;

7) Analiza tranzactiilor anterioare in care au fost implicate drepturile de proprietate ale intreprinderii;

8) Culegerea datelor din piata privind ratele de rentabilitate ale investitiilor alternative, cotate de piata ale actiunilor tranzactionate pe o piata reglementata si preturi de achizitie ale participatiilor sau ale intreprinderilor implicate in acelasi domeniu de activitate (industrie).

Analiza situatiilor financiare are trei scopuri (GN 6, p. 284-285):

- intelegerea relatiilor existente intre elementele din contul de profit si pierdere si cele din bilant, inclusiv a tendintelor care s-au manifestat de-a lungul timpului, pentru aprecierea riscurilor inerente in activitatea intreprinderii, precum si a perspectivelor de performanta a intreprinderii;

- compararea cu intreprinderi similare pentru a stabili parametrii de risc si cei de valoare;

- ajustarea situatiilor financiare istorice pentru a estima abilitatile economice si perspectivele intreprinderii.

Situatiile financiare se analizeaza in termeni monetari, procentuali (analiza in structura a bilantului si analiza ponderii elementelor din contul de profit si pierdere fata de cifra de afaceri) si rate financiare. *Analiza in termeni monetari* se utilizeaza pentru a stabili tendintele si relatiile intre conturile de venit si pierdere de-a lungul timpului si pentru a stabili fluxul de venit asteptat a fi generat in viitor, precum si necesarul de capital care sa permita intreprinderii sa genereze flux de venit.

*Analiza in termeni procentuali* se utilizeaza pentru a compara elementele de venituri si cheltuieli din conturile de profit si pierdere cu totalul veniturilor obtinute si elementele de activ cu totalul activelor din bilant, precum si tendintele relatiilor dintre aceste rapoarte de-a lungul timpului. *Analiza in termeni de rate financiare* se utilizeaza pentru a compara riscul relativ al intreprinderii de-a lungul timpului si cu cel al intreprinderilor similare.

## **2.2. Evaluarea propriu-zisa**

Evaluarea propriu-zisa incepe cu realizarea corectiilor uzuale aplicate situatiilor financiare cu scopul de a reflecta cat mai corect realitatea economica, atat in ceea ce priveste situatia patrimoniala, cat si fluxul de venituri. Corectiile aplicate au ca scop:

- determinarea veniturilor si cheltuielilor care in mod rezonabil sunt reprezentative pentru continuarea activitatilor de exploatare;
- prezentarea pe o baza consecventa a situatiilor financiare ale intreprinderii de evaluat si a celor care sunt late ca baza de comparatie;
- convertirea valorilor inregistrate in contabilitate in valori de piata;
- corectarea activelor si datoriilor din afara exploatarii, precum si a veniturilor si cheltuielilor aferente acestora;
- corectarea veniturilor si cheltuielilor neeconomicoase.

Corectiile care se aplica in mod uzual au in vedere:

- eliminarea din contul de profit si pierdere a unor evenimente extraordinare (care nu se repeta, de ex. greva, inundatii, cheltuieli de punere in functiune a unei instalatii etc.) si a impactului acestora asupra situatiei patrimoniale, inclusiv asupra impozitelor si constituirea unor eventuale provizioane;
- eliminarea din situatiile financiare a impactului elementelor din afara exploatarii. Aceste elemente se extrag din situatiile financiare si se evalueaza distinct fata de cele care sunt direct legate de activitatile de exploatare la valoarea de piata. Astfel:
  - a) personalul auxiliar: se elimina cheltuielile cu compensatiile si se corecteaza impozitele aferente, astfel incat personalul excedentar sa nu influenteze nivelul mentenabil al profitului;
  - b) active auxiliare: se elimina valoarea oricaror active si datorii din bilant si impactul asupra profitului (ex. vila, automobil de lux, elicopter, iaht);
  - c) active redundante, excedentare sau care nu sunt necesare pentru activitatea intreprinderii (ex. licente, contracte de fransiza, drepturi de autor neutilizate; investitii in teren si in cladiri inchiriate; echipamente in surplus; investitii in alte intreprinderi, depozitele la termen; portofoliu de titluri de plasament).
- corectia amortizarii fata de amortizarea contabila sau fiscala, pentru a reflecta amortizarea comparabila cu cea a intreprinderilor similare, inclusiv corectii asupra impozitului pe profit;

- corectia stocurilor contabile pentru asigurarea comparabilitatii. Corectiile stocurilor pot fi diferite; astfel, metoda LIFO reprezinta mai bine nivelul venitului in perioade de inflatie sau deflatie, iar metoda FIFO este mai indicata in construirea bilantului in valori de piata;

- remunerarea proprietarului necesita o corectie pentru a reflecta costul de piata al inlocuirii muncii acestuia;

- costul elementelor de leasing, inchiriate sau in parteneriat necesita corectii pentru a reflecta valoarea de piata a platilor, cu corectiile aferente asupra impozitului.

Corectiile aplicate trebuie sa fie descrise si fundamentate si sa permita estimarea unui nivel maxim al sumei ce ar putea fi platita in conditii de piata.

Evaluarea continua pe baza celor trei abordari. Reconcilierea rezultatelor se face ca la evaluarea proprietatilor imobiliare.