

TEMA 7

MANAGEMENTUL FINANCIAR AL PROCESULUI INVESTITIONAL

1 Conceptul de investiții și tipologia acestora

Abordarea cea mai des utilizată privind definirea investițiilor este aceea de cheltuială sau de plasament de sume bănești la un moment inițial pentru a obține efecte ulterioare.

În sens larg, prin investiție se înțelege plasarea unor sume de bani pentru a obține venituri viitoare mai mari.

În sens restrâns (contabil), aceeași investiție desemnează alocarea unor resurse disponibile pentru procurarea unor active care vor genera în viitor fluxuri financiare de venituri și cheltuieli.

Această definiție permite suprapunerea unei viziuni contabile și a unei viziuni juridice, întrucât sunt reținute numai elementele patrimoniale.

Definirea „ psihologică ” a investițiilor presupune renunțarea la bunuri imediate în schimbul bunurilor viitoare sau schimbarea unei satisfacții imediate și certe, la care se renunță, contra unei speranțe pentru o satisfacție mai bună în viitor.

În sens monetar, investiția reprezintă toate cheltuielile efectuate în vederea obținerii de venituri monetare în viitor.

Definirea financiară este mai puțin restrictivă, astfel o investiție este un ansamblu de cheltuieli care va genera pe termen lung venituri superioare cheltuielilor inițiale.

O definiție mai completă este redată în lucrarea „Tratat de management financiar bancar”: „Investiția este efortul financiar actual făcut pentru un viitor mai bun, creat prin dezvoltare și modernizare, având ca sursă de finanțare renunțarea la consumuri actuale sigure, dar mici și neperformante, în favoarea unor consumuri viitoare mai mari și într-o structură modernă, mai aproape de opțiunile utilizatorilor, dar probabile”¹

Managementul financiar al procesului investițional prezumă o clasificare laborioasă a investițiilor.

Investițiile, după natura lor pot fi:

- investiții corporale, constituite din activul fizic al firmei și activul circulant;
- investiții necorporale (fond de comerț, cheltuieli cu formarea personalului de exploatare, cheltuieli de publicitate, brevete);
- investiții financiare, sub formă de titluri de participare, împrumuturi pe termen lung.

După natura efectelor scontate există:

- investiții productive;
- investiții neproductive.

După resursele financiare folosite, investițiile se pot grupa în:

- investiții finanțate din surse proprii;
- investiții finanțate din surse împrumutate;
- investiții finanțate din surse mixte.

După influențele pe care le au asupra patrimoniului, investițiile se clasifică în:

- investiții de menținere;
- investiții de expansiune.

După gradul de risc pe care îl implică există:

- investiții cu risc sporit (investiții de diversificare sau expansiune);
- investiții cu risc scăzut (investiții de menținere sau ameliorare).

În funcție de scop investițiile pot fi împărțite în:

- investiții de înlocuire a echipamentului complet uzat cu un risc foarte scăzut;
- investiții de modernizare a echipamentului existent și implică un risc scăzut ca urmare a unor corecții în tehnologia de fabricație;
- investiții de dezvoltare a unor secții, ateliere, fabrici noi, implică un risc mai mare, generat de necesitate lărgirii piețelor de aprovizionare, a forței de muncă, de capital și de desfacere;
- investiții strategice poate viza crearea unei filiale în străinătate, fuzionarea cu o altă societate comercială, robotizarea întregului proces de fabricație).

După rolul funcțional pe care îl joacă în cadrul proiectului, investițiile pot fi:

- investiții directe, sunt acele cheltuieli legate funcțional și teritorial de obiectul care se edifică;
- investiții colaterale, sunt acele cheltuieli de resurse legate teritorial și funcțional de investiția directă;
- investiții conexe sunt acele cheltuieli care se realizează în ramuri sau domenii conexe celui în care se desfășurează proiectul.

După modul de constituire, investițiile se împart în:

- investiții nete reprezentate de fondurile bănești ce provin din produsul național net sau din profitul agentului economic, credite, emisiuni de acțiuni și au ca scop creșterea capitalului fix și a stocurilor de materii prime și materiale;
- investiții brute care rezultă din modificarea amortizărilor la investițiile nete și au ca scop creșterea absolută a capitalului fix pentru sporirea, modernizarea și înlocuirea mijloacelor fixe uzate.

În funcție de structura tehnologică a cheltuielilor, investițiile se grupează în:

- investiții în mijloace fixe;
- investiții în cheltuieli preliminare;
- investiții în fond de rulment.

După stadiul în care se află, investițiile sunt:

- investiții în curs de execuție;
- investiții terminate.

Investițiile se clasifică, și în funcție de forma de proprietate, în:

- investiții private;
- investiții private ale statului;
- investiții publice.

După modul de execuție există:

- investiții executate în antrepriză;
- investiții executate în regie proprie;
- investiții executate mixt.

În funcție de natura activelor create, investițiile sunt:

- investiții reale;
- investiții financiare

2 Elementele financiare ale unei investiții

Efectele viitoare ale investițiilor, scontate prin punerea în funcțiune a obiectivului de investiții se bazează pe o anumită doză de probabilitate.

Eforturile și efectele investițiilor se cuantifică, prin intermediul unor elemente precum:

- valoarea investiției;
- durata de viață a investiției;
- beneficiile suplimentare sau economiile de materiale și de manoperă;
- valoarea reziduală a investiției.

Valoarea investiției se determină diferit în funcție de modul de realizare a lucrărilor de achiziție, construcție, instalație și montaj.

Suma totală a cheltuielilor pentru investiții cuprinde: prețul de achiziție, cheltuielile de transport, cheltuielile de construcții, instalații sau montaj, eventuale taxe și cheltuieli vamale, alte taxe și comisioane, etc.

Durata de viață a investiției are semnificații diverse, ea poate face referire la:

- durata contabilă sau fiscală, durata normală de serviciu a mijloacelor fixe;
- durata tehnică de funcționarea a mijloacelor fixe rezultate prin investiții, durata determinată de particularitățile funcționale, specifice fiecărui mijloc fix;

Există situații, în care durata tehnică este mai mare decât durata contabilă sau invers.

- durata comercială determinată de durata de viață a produselor obținute în urma investiției respective;
- durata juridică - vizează durata protecției juridice asupra unui brevet, a unei licențe, mărci de fabricație etc.

Beneficiile suplimentare sau economiile de materiale și de manoperă previzibile a se realiza sunt fluxuri de trezorerie marginale, consecință a punerii în funcțiune a obiectivului de investiții.

Valoarea reziduală reprezintă valoarea posibilă de realizat după încheierea duratei de viață a investiției. Ea ajunge la mărimi neinfluențabile, atunci când este îndeplinită durata tehnică.

Caracteristicile financiare ale investițiilor prezintă interes pentru managementul general și managementul financiar, întrucât decizia de investire a resurselor intră sub incidența acestora.

3 Criterii financiare pentru evaluarea proiectelor de investiții

Alegerea celor mai eficiente proiecte de investiții este un atribut esențial ce revine managementului financiar.

Criteriile financiare pentru evaluarea proiectelor de investiții au în vedere¹:

- incidența proiectelor asupra rezultatelor și rentabilității întreprinderii;
- incidența proiectelor asupra echilibrului financiar;

¹ G. Vintilă - *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Economică și Pedagogică București, 2000

- incidența proiectelor asupra nivelului riscului suportat de întreprindere.

Incidența proiectelor asupra rezultatelor și rentabilității întreprinderii.

Fiecare proiect de investiții antrenează cheltuieli și venituri pe toată durata sa de viață. Aprecierea contribuției proiectelor asupra rentabilității întreprinderii se realizează prin intermediul unor indicatori de rezultate, stabiliți prin confruntarea fondurilor alocate inițial cu rezultatele viitoare posibile de îndeplinit.

Evaluarea proiectului se face atât pe baza *profitului contabil*, rezultat prin compararea veniturilor totale cu cheltuielile totale generate de proiect în cursul fiecărui an următor, cât și pe baza *rezultatului brut*, determinat prin confruntarea încasărilor suplimentare cu plățile suplimentare.

Incidența proiectelor asupra echilibrului financiar.

Acest criteriu vizează incidența operațiilor de investiții asupra solvabilității întreprinderii.

Plasarea sumelor de bani inițiale pentru achiziționarea activelor imobilizate ridică problema finanțării globale. Investiția implică pe toată durata de viață o nevoie de fond de rulment suplimentară.

Investiția poate produce o capacitate de finanțare suplimentară.

Influența investițiilor asupra echilibrului financiar rezultă din confruntarea resurselor suplimentare cu nevoile suplimentare pe care le degajă.

Incidența proiectelor asupra nivelului riscului suportat de întreprindere.

Cheltuielile pentru finanțarea investiției, caracterul incert al activității și rezultatelor viitoare, finanțarea suplimentară necesară acoperirii nevoilor suplimentare determinate de proiectul de investiții expun întreprinderea la *riscuri de insolvabilitate, riscuri de exploatare și financiare*.

Indicatorii de evaluarea a proiectelor de investiții trebuie să permită compararea cu alte proiecte din sectorul respectiv de activitate, din alte sectoare și chiar cu cele din întreaga economie, precum și compararea unor proiecte concurente între care trebuie să se definească o ordine de prioritate.

Proiectele de investiții pot fi apreciate atât prin metode tradiționale și/sau metode fondate pe actualizare.

Metodele tradiționale permit calcularea unor indicatori de eficiență a investițiilor cum sunt:

Rentabilitatea medie R_m :

$$R_m = \frac{\text{Rezultatul mediu anual}}{\text{Suma medie a capitalului angajat}}$$

Rezultatul mediu anual se determină prin raportarea rezultatelor totale realizate pe întreaga perioadă de exploatare a proiectului la numărul de ani aferenți perioadei. Suma medie a capitalului angajat sau investiția medie anuală se determină în mod asemănător.

Indicele de profitabilitate neactualizat (I_p) permite realizarea unor comparații cu alte investiții de talie diferită.

$$I_p = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t}{I_0}$$

în care:

CF_1 = cash-flow-ul anual;

I_0 = capitalul investit

Termenul de recuperare al capitalului investit neactualizat este un indicator centrat pe trezorerie. Dacă proiectul va genera mai rapid lichidități, riscul de insolvabilitate va fi mai mic. Termenul de recuperare al capitalului investit neactualizat se calculează cumulând an după an cash-flow-ul degajat de investiție, până când acest cumul va fi egal cu capitalul investit

Metodele tradiționale prezintă limite întrucât se referă la rezultate medii, ignorând eventuala instabilitate a lor sau decalajul.

Principali indicatori de eficiență utilizați în aprecierea proiectelor de investiții sunt:

- valoarea actualizată netă;
- rata internă de rentabilitate
- termenul de recuperare al capitalului investit;
- indicele de profitabilitate.

Valoarea actualizată netă (VAN) exprimă surplusul de capital rezultat la încheierea duratei de viață a investiției.

Această metodă se bazează pe actualizarea fluxurilor de numerar viitoare. Ea se determină ca diferență între valoarea prezentă a intrărilor de numerar viitoare (venituri) și valoarea prezentă a ieșirilor de numerar aferente unui activ (costuri).

$$VAN = V_0 - I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n} - I_0$$

în care:

V_0 = valoarea actualizată a cash-flow-urilor viitoare, inclusiv a valorii reziduale (VR_n);

I_0 = cheltuielile inițiale de investiții;

$t = 1, 2, 3, \dots, n$ ani de viață economică a investiției.

Dacă valoarea actualizată netă este pozitivă, proiectul de investiții se acceptă, deci cu cât veniturile actualizate vor fi mai mari decât capitalurile investite cu atât proiectul de investiții va fi mai eficient. Firma poate obține profituri nete superioare celor necesare recuperării investiției inițiale.

Dacă valoarea actualizată netă este negativă proiectul de investiții se respinge, deoarece intrările nete de trezorerie nu permit reconstituirea fondurilor alocate.

Valoarea actualizată netă are în vedere următoarele atribute:

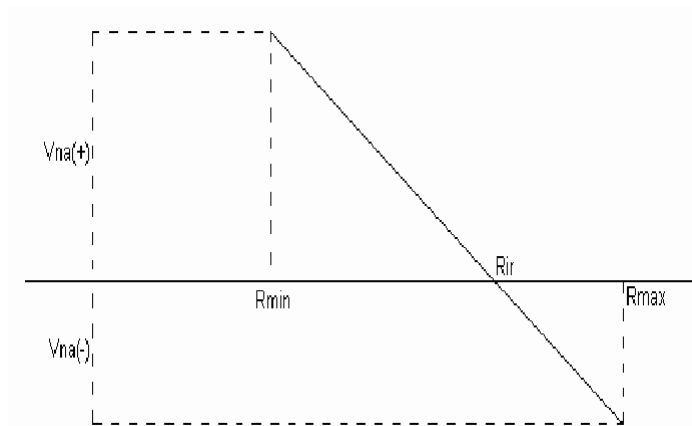
- este luată în considerare atât ritmicitatea cheltuielilor de investiții și a profiturilor, cât și informațiile semnificative, măsurabile referitoare la decizie;
- este legată direct de unul din obiectivele managementului financiar-maximizarea averii acționarilor.

Rata internă de rentabilitate (RIR) este definită ca o rată de actualizare care face să existe egalitatea între valoarea actualizată a intrărilor de fluxuri de numerar viitoare pentru un proiect și costul investiției acestui proiect.

$$RIR = R_{\min} + (R_{\max} - R_{\min}) \frac{VAN_{R_{\min}}}{VAN_{R_{\min}} - VAN_{R_{\max}}}$$

în care:

R_{\min}, R_{\max} = rata minimă sau maximă de actualizare utilizate pentru calculul VAN.



11.3.1 Reprezentarea grafică a ratei interne de rentabilitate

Rata internă de rentabilitate presupune reinvestirea constantă în aceeași întreprindere și la aceeași rată internă de rentabilitate a veniturilor viitoare. Astfel, specialiștii au propus un indicator modificat, care prezintă evaluarea proiectelor de investiții mult mai realist:

$$RIRM = \left[\frac{\sum_{t=1}^n CF_t (1 + r_e)^{n-t}}{CF_0} \right]^{1/n} - 1$$

unde:

$n \geq 1$

RIRM = rata internă de rentabilitate modificată;

r_e = rata medie de reinvestire anuală a CF.

Rata internă de rentabilitate modificată reprezintă raportul între valoarea finală a investiției, rezultată din capitalizarea veniturilor viitoare și capitalul alocat în investiția analizată.

Pentru alegerea unui proiect, *rata internă de rentabilitate* a celui proiect se compară cu costul capitalului solicitat.

Rata internă de rentabilitate prezintă câteva limite:

- în situația în care cheltuielile și veniturile perioadei pentru un proiect își schimbă semnul mai mult decât o dată, dacă au loc fluxuri de numerar neconvenționale, nu poate fi adoptată o decizie luând în considerare numai acest criteriu;
- în unele situații *rata internă de rentabilitate* poate induce o altă ordine pentru un anumit proiect, decât cea stabilită prin intermediul valorii actualizate nete.

Termenul de recuperare (T_r) al sumei alocate pentru investiții exprimă numărul de ani de recuperare, prin cash-flow-urile medii anuale actualizate ($CF_{act/an}$) a capitalului investit (I_0) și se stabilește conform relației:

$$CF_{act/an} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}}{n}$$

Termenul de recuperare exprimă numărul de ani, după care suma fluxurilor marginale de trezorerie devine egală cu suma investiției.

Termenul de recuperare impune anumite reguli privind luarea deciziei de alegere a unui proiect.

Proiectul de investiții se acceptă dacă durata de viață a investiției este mai mică decât timpul cerut și se respinge, dacă perioada de recuperare este mai mare decât timpul impus.

Acest indicator permite alegerea variantei optime în funcție de rapiditatea recuperării capitalului investit. Deci alegerea unui proiect de investiții vizează un termen de recuperare mai mic decât durata de viață a investiției.

Termenul de recuperare prezintă limite, întrucât elimină de la selecție proiectele de investiții cu o rentabilitate bună pe termen lung și care pot fi semnificative pentru prosperitatea întreprinderii.

Indicele de profitabilitate (IP) exprimă valoarea actualizată netă scontată (V_0) pentru o cheltuială inițială de investiție egală cu unu, respectiv rentabilitatea relativă a investiției pe întreaga perioadă de recuperare a acesteia.

Indicele de profitabilitate se prezintă sub forma raportului între valoarea actualizată netă a intrărilor de trezorerie și cheltuiala pentru investiție, după relația:

$$IP = \frac{V_0}{I_0} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}}{I_0}$$

$$V_0 = I_0 + VAN$$

$$\text{deci } IP = \frac{VAN + I_0}{I_0} = \frac{VAN}{I_0} + 1 \quad (\text{pentru „n” ani})$$

Firma trebuie să rețină acele proiecte de investiții care au un indice de profitabilitate supraunitar, să fie indiferentă în alegerea proiectului dacă același indice este egal cu unu și să respingă proiectul dacă indicele de profitabilitate este mai mic decât unu.

Formarea capitalurilor firmei prezumă cunoștințe de sinteză și de analiză din domeniul finanțelor publice, finanțelor firmei, finanțelor manageriale, analizei economice, managementului bancar care își aduc aportul la soluționarea acestei problematice.

Capitalul este una dintre ideile centrale ale științelor economice și este produs de însuși sistemul economic.

Orice activitate dusă în scopul obținerii de profit este de neconceput în lipsa capitalului. Ca factor de producție capitalul este reprezentat de active care sunt capabile să genereze venit și care au fost ele însele fabricate¹.

În teoria economică se vorbește de *capital fizic* și *capital financiar* (sub forma activelor financiare).

În practica economică există și alte accepțiuni ale capitalului. O primă accepțiune se referă la contribuția bănească a proprietarilor, la o organizație pentru a-i permite acesteia să funcționeze. *Capitalul social* este suma furnizată pe calea emisiunii de către o societate pe acțiuni, iar *capitalul de împrumut* este suma obținută pe calea apelării la credite². Acționarii unei societăți pe acțiuni sunt nu numai proprietarii capitalului social, ai rezervelor constituite de societate, ci și ai profitului reținut, astfel se poate vorbi de noțiunea de *capital propriu*.

O a doua abordare este aceea care consideră capitalul ca fiind valoarea totală a activelor unei persoane mai puțin obligațiile.

Când ne gândim la capitalul unei firme ne gândim la capitalul tangibil și ignorăm capitalul intangibil. Capitalul uman (calificarea, specializarea sănătatea și altele) sau bunul renume al unei firme sunt capitalul intangibil³.

Într-o lucrare „Economie politică”⁴, se face precizarea că în calitate de factor de producție, capitalul este reprezentat de **capital real** care se grupează în **capital fix și capital circulant**.

Capitalul nu înseamnă în mod absolut bani, ci totalitatea drepturilor de proprietate asupra tuturor activelor investite sau existente la un moment dat într-o întreprindere.

Capitalul prezintă câteva caracteristici esențiale:

- este rezultatul proceselor economice precedente;
- în sferă se include doar banii activi;
- cuprinde bunuri intermediare, din bunurile mijloace de producție.

Aceste active sunt evidențiate în contabilitate cu ajutorul bilanțului. În țările cu economie de piață, bilanțul contabil înfățișează centralizat și în mod sintetic, în expresie valorică, datele contabilității cu privire la totalitatea mijloacelor economice (M) care aparțin, unei societăți comerciale, precum și resursele (R) de acoperire a acestora.

Mijloacele economice sunt grupate, fie după componența și modul de plasare în activ, fie după sursele de formare, proprii sau împrumutate, în pasiv. În toate cazurile se impune relația, care reliefează, întotdeauna, o egalitate valorică permanentă:

$$M = R$$

Actiunile în cadrul bilanțului pot fi:

- *Capitalul fix pasiv* (hale, clădiri, depozite, căi de acces) și alte elemente de infrastructura materială sau cu destinație social-administrativă;
- *Capital fix activ* (mașini, utilaje, instalații s.a.) care contribuie direct la crearea de produse noi;
- *Capital circulant* (materii prime, materiale, combustibili, energie, etc.);
- *Capital de circulație* - banii lichizi și mărfurile (produse finite) aflate în curs de expediție, care funcționează în sfera circulației;
- *Capitalul fictiv* - nu are o valoare reală, de sine stătătoare.

Capitalul fix, activ și pasiv este cea parte a capitalului real formată din mijloace durabile a căror valoare se transformă în mod treptat, pe parcursul funcționării lor, asupra noilor produse, de-a lungul mai multor procese de producție, înlocuindu-se după mai mulți ani de utilizare, având deci o întrebuințare aciclică.

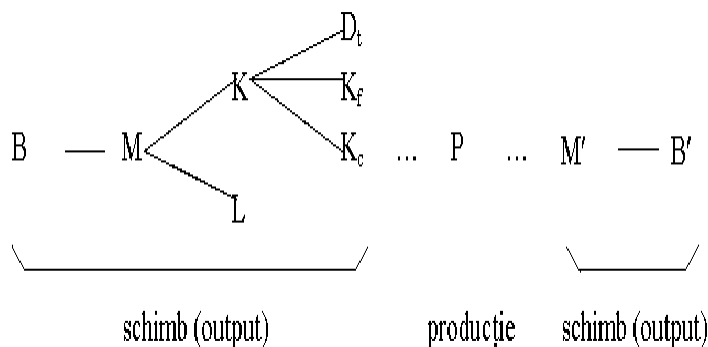
Capitalul circulant este cea parte a capitalului real, care de fiecare dată se consumă integral, atât din punct de vedere material, cât și valoric, într-un singur proces de producție. Capitalul circulant are prin structura sa o întrebuințare ciclică.

Capitalul circulant împreună cu capitalul de circulație formează *mijloacele circulante ale întreprinderii*:

- stocurile pentru producție;
- producția neterminată;
- produsele finite și semifabricatele destinate vânzării, precum și cele expediate și neîncasate încă;
- capitalul bănesc aflat în casa întreprinderii sau în contul ei curent de la bancă.

Mijloacele economice își modifică structura continuu, în funcție de operațiunile de aprovizionare, producție și desfacere.

Din punct de vedere al modului cum se cheltuiesc și se recuperează diferitele părți ale capitalului, mișcarea de ansamblu a acestuia poate fi reprezentată în felul următor:



unde:

B = capital bănesc investit în cumpărarea de factori de producție (M);

D_t = documentație tehnică (invenții cu brevetele respective, inovațiile cu documentele de caracterizare, licențe străine cu documentele de cesiune,

K_f = capitalul fix;

K_c = capitalul circulant;

L = forța de muncă;

M' = produsele finite destinate vânzării;

L' = veniturile bănești finale obținute în urma vânzării producției.

Această schemă constituie expresia cea mai concentrată a avuției pune în evidență banii, ca forma inițială și finală a capitalului.

Trecerea continuă a capitalului dintr-o formă de existență în alta, din sfera circulației în producție și din nou în sfera circulației, constituie rotația acestuia. Timpul de rotație sau durata unei rotații, reprezintă suma timpului în care capitalul se află în sfera circulației și a producției propriu-zise. Cu cât diferitele părți ale capitalului vor staționa mai puțin în circulație și producție, cu atât viteza de rotație va fi mai mare, iar cantitatea de profit obținută va fi și ea mai mare.

În mișcarea lor, mijloacele economice (capitalul), apar ca o valoare care parcurge o serie de modificări legate una de alta, numite forme funcționale. Potrivit reprezentării reproduse mai sus, din forma bănească în urma cumpărării diferiților factori de producție, asistăm la transformarea capitalului în forma productivă, apoi în forma marfară, pentru ca, în final să își recapete forma bănească.

Viteza sub care au loc aceste transformări, depinde la rândul ei, de o serie de factori:

- structura tehnologică a capitalului fix;
- specificul proceselor de producție și gradul lor de complexitate;
- conducerea și organizarea proceselor de producție pe baza principiilor managementului modern, caracteristicilor materiilor prime, cerințelor legate de protecția mediului înconjurător și totodată ținând seama de situația internă de pe piață și conjunctura externă, de pe piața mondială.

Întrucât structura tehnologică a capitalului fix ilustrează compoziția sa, se poate stabili compoziția tehnică a capitalului care reprezintă cantitatea de capital fix, activ și pasiv, ce revine unui lucrător, gradul de utilare a acestuia cu mașini, utilaje, instalații și alte condiții materiale

$$C_t = \frac{K_f}{L}$$

unde:

C_t = compoziția tehnică a capitalului;

K_f = capitalul fix utilizat;

L = cantitatea de forță de muncă utilizată.

O influență deosebită o exercită gradul de intensivitate a capitalului (I_c) măsurată ca un raport între capitalul fix utilizat de o anumită întreprindere și alte componente de cost, deci:

$$I_c = \frac{K_f}{(L + \text{input de materii prime} + \text{energie})}$$

Managementul financiar, abordând aspectele esențiale și de importanță certă și generală, împarte sursele de formare a capitalurilor firmei în două mari categorii:

- surse interne;
- surse externe.

Formarea capitalurilor din surse interne

Sursele interne reflectă numerarul rezultat din operațiile economice derulate de firmă.

Veniturile nete proprii destinate formării capitalurilor reprezintă *sursele interne* (autofinanțarea).

Mărimea surselor interne depinde de capacitatea de autofinanțare a firmei. Dimensionarea corectă a acestora, proiectarea evoluției lor și managementul realizării lor sunt de importanță vitală pentru firmă.

În literatura de specialitate, autofinanțarea este abordată în diverse moduri de exprimare, ca de exemplu:

- *autofinanțarea globală sau brută*, determinată ca diferență între venituri și cheltuieli;
- *autofinanțarea de menținere sau de supraviețuire*, alcătuită din amortizarea pentru înlocuire și din profitul destinat menținerii nivelului de dezvoltare atins;
- *autofinanțarea de expansiune sau netă*, capabilă să finanțeze dezvoltarea firmei, fiind formată din amortizarea și profitul care exced reproducția simplă și sunt destinate majorării patrimoniului;
- *autofinanțarea imediată sau lichidă, disponibilă la acea dată*;
- *autofinanțarea amânată sau potențială*, care va putea deveni o realitate certă în anumite condiții.

Sursele interne își regăsesc substanța în:

- sumele rezultate din amortizări;
- sumele rezultate din scoaterea din funcțiune a mijloacelor fixe neeficiente sau uzate fizic și moral;
- repunerea în circuitul economic a unor stocuri imobilizate;
- partea de profit utilizată pentru dezvoltare stabilită de comun acord cu acționarii, după ce, aceștia s-au convins de eficiența acestei decizii, respectiv dacă data recuperării sumelor astfel investite este superioară valorii dividendelor la care ei renunță.

Amortizarea provine din volumul acesteia, încorporat în cheltuieli, acesta fiind dependent de volumul capitalului fix, de metoda de amortizare, de politica de amortizare promovată de firmă și de volumul scoaterii din uz a activelor fixe.

Cele mai cunoscute metode de amortizare sunt următoarele:

a) *Amortizarea proporțională sau liniară.*

Ea constă în repartizarea amortizării în funcție de timpul calendaristic al mijlocului fix aflat în funcțiune. Indiferent de producția realizată cu mijloacele fixe respective, amortizarea are aceeași pondere, aceeași cotă anuală. Dacă se vor obține mai multe produse în unitatea de timp, atunci pe fiecare unitate va reveni o cotă de amortizare mai mică. Pe de altă parte, dacă producția va scădea, pe fiecare produs vor reveni cote de amortizare mai mari, iar costul de producție a acestuia va crește.

b) *Amortizarea progresivă.*

Se realizează prin creșterea cotelor de amortizare în progresie aritmetică sau geometrică. Această metodă are ca argument evoluția, în același ritm, a uzurii fizice combinată cu uzura morală. Amortizarea în creștere se poate calcula pe baza următoarei relații:

$$A_t = \frac{Vp(1+p)}{(1+p)^{dn} - 1}$$

unde:

- A_t = amortizarea aferentă a anului t ;
- V = valoarea inițială a mijlocului fix;
- p = procentul de creștere a amortizării;
- t = anul;
- dn = durata normală de funcționare.

Expresia: $\frac{Vp(1+p)}{(1+p)^{dn} - 1}$ trebuie interpretată ca o medie a

amortizării actualizate. Ea este multiplicată cu factorul $(1+p)^{t-1}$ pentru a evidenția creșterea în timp a amortizării.

c) *Amortizarea regresivă.*

Această metodă presupune stabilirea unor cote de amortizare descrescătoare în timp. La rândul ei, această descreștere poate fi liniară sau accelerată. Motivul principal pentru care se recurge la această metodă constă în preîntâmpinarea efectelor uzurii morale a capitalului fix cu precădere în prima parte a duratei lui de funcționare. De asemenea, acest tip de amortizare are în vedere și randamentul descrescând al acestui factor de producție și preocuparea pentru combaterea efectelor fenomenului inflaționist.

Modelul de calcul al amortizării regresive este următorul:

$$A_t = pV(1-p)^{t-1}$$

Astfel, pentru anii $t_1, t_2, t_3, \dots, t_n$, amortizarea se determină prin aplicarea unui procent asupra valorii rămase a utilajului:

$$A_1 = pV$$

$$A_2 = p(V - Vp) = pV(1-p)$$

$$A_3 = p[(V - Vp - Vp(1-p))] = pV(1-p)^2$$

.....

$$A_n = pV(1-p)^{t-1}$$

Amortizarea reprezintă pentru majoritatea întreprinderilor, cea mai importantă resursă de finanțare a investițiilor, dar și cea mai importantă resursă proprie cu această destinație.

Unele întreprinderi utilizează cea mai mare parte din profiturile obținute pentru a plăti dividende acționarilor lor. Alte firme, aflate în plin proces de dezvoltare, preferă să utilizeze cea mai mare parte a profitului pentru a-l reinvesti în extinderea activității economice.

Alte resurse interne pentru finanțarea investiției sunt reprezentate de sumele obținute din lichidarea activelor imobilizate și de valorificarea unor resurse interne pe parcursul execuției obiectivelor de investiții, cunoscute în literatura de specialitate ca imobilizări minus sau imobilizări plus.

Autofinanțarea asigură firmei o serie de avantaje: sporește cointeresarea firmei pentru a obține rezultate superioare, sporirea disponibilităților monetare ale firmei, majorarea activului real al firmei, creșterea reală a capacității de finanțare a dezvoltării firmei, creșterea reală a averii proprietarilor firmei, creșterea intereselor din interiorul firmei, certitudine în acoperirea necesităților financiare, libertate de acțiune, autonomie.

Din punctul de vedere al surselor proprii, nu există multe alternative, fie se recurge la autofinanțare, fie se aduc aporturi noi la capitalul societății.

Autofinanțarea este într-adevăr cea mai puțin costisitoare soluție, dar cel mai adesea este insuficientă, de aceea se apelează și la surse externe.

Formarea capitalurilor din surse externe

Sursele externe sunt multiple, dintre acestea fac parte:

- contribuția proprietarilor;
- împrumuturile pe termen lung (împrumuturi obligatate, împrumuturi bancare, împrumuturile rambursabile ale altor instituții financiare);
- surse nerambursabile (de la stat, de la instituții financiare și comunități internaționale, de la terți).

Contribuția proprietarilor

La constituirea firmei, fondatorii aduc, în mod obligatoriu, un aport minim de capital sub diverse forme.

Contribuția proprietarilor poartă denumiri diferite: acțiuni, părți sociale, părți interese, în funcție de tipologia firmei. Ea poate îmbrăca următoarele forme:

- capital social scris;
- capital social vărsat;
- capital social nevărsat.

Dimensionarea acestor forme reprezintă o bogată sursă informațională pentru managementul financiar:

- cererea de subscriere peste nivelul ofertei reflectă un semnal benefic asupra imaginii și credibilității firmei;
- nesubscrierea volumului întreg de acțiuni din ofertă își pune amprenta asupra credibilității firmei;
- nevărsarea integrală a capitalului scris, la un anumit termen, reflectă o situație nefavorabilă, datorată scăderii credibilității firmei sau situației financiare necorespunzătoare a celor care au scris.

Finanțarea prin emisiunea de acțiuni

Una dintre cele mai importante surse de capital la care un agent economic poate recurge în cazul unor nevoi legate de înființarea unei firme sau de creștere a activității ei o reprezintă **emiterea de acțiuni**.

Acțiunea este un titlu de valoare, un titlu financiar sau de proprietate reprezentând o parte din capitalul social (patrimoniul) al firmei.

Acțiunea este o modalitate de atragere a capitalurilor disponibile, necesare firmei.

Lansarea acțiunilor pe piață pentru a fi subscrise de particulari reprezintă o formă eficientă de transmitere a dreptului de proprietate. Din acest punct de vedere, acțiunile sunt o simplă bucată de hârtie emisă de o societate care exprimă dreptul de proprietate al celui ce o deține asupra unei părți din averea respectivei firme.

Emisiunea de acțiuni, ca volum și tipologie, se află sub impactul cererii și ofertei.

Vânzarea acțiunilor se realizează prin subscripție deschisă (publică), atunci când există posibilitatea cumpărării de acțiuni de către toți deținătorii de capital sau închisă când accesul este limitat.

Oferta vine din partea deținătorilor de patrimonii (libere, negrevate de obligațiuni), iar cererea poate proveni din partea persoanelor fizice sau juridice (alte firme, instituții publice).

Oferta presupune și prezentarea unei documentații, care are ca scop promovarea unei imagini credibile. Documentația pentru ofertă trebuie să cuprindă:

- principalii indicatori de performanță ai firmei (cifra de afaceri, valoarea adăugată, costul, profitul);
- demonstrații privind stabilitatea firmei, posibilitățile de dezvoltare, etc.;
- bilanțul contabil și contul de profit și pierderi;
- elemente de susținere din raportul cenzorilor;
- dividendele acordate în ultimii ani;
- obligațiunile vândute și nerăscumpărate;
- felul acțiunilor.

Pentru ca oferta publică de acțiuni să se desfășoare cu succes trebuie îndeplinite condiții, precum firma să fie suficient de mare, cu venituri pe măsura dimensiunii, pregătită corespunzător pentru întreaga procedură.

În caz contrar, în funcție de scopurile urmărite de societate, acțiunile se distribuie în anumite limite.

Acțiunile au o tipologie variată:

- după formă:
 - nominative;
 - la purtător.
- după drepturile conferite acționarilor:
 - ordinare;
 - preferențiale.
- după alte criterii:
 - cu valoare sau fără valoare;
 - gratuite;
 - populare.

În managementul capitalurilor firmei acțiunilor pot fi întâlnite la diferite valori:

- la valoare nominală:

$$V_n = \frac{C_s}{N_a}$$

unde:

V_n = valoarea nominală;

C_s = capital social;

N_a = număr de acțiuni;

- la valoare contabilă sau patrimonială:

$$V_p = \frac{A_n}{N_a}$$

unde:

V_p = valoarea patrimonială;

A_n = activul net;

N_a = număr de acțiuni.

- la valoare intrinsecă:

$$V_i = \frac{A_{nc}}{N_a}$$

unde:

V_i = valoarea intrinsecă;

A_{nc} = activul net corectat;

N_a = număr de acțiuni.

- la valoare financiară:

$$V_f = V_n \times \frac{R_{div}}{R_{dob}}$$

unde:

V_f = valoarea financiară;

V_n = valoarea nominală;

R_{div} = rata dividendelor;

R_{dob} = rata dobânzii.

- la valoarea de randament:

$$V_r = V_n \times \frac{R_{pn}}{R_{dob}}$$

unde:

V_r = valoarea de randament;

V_n = valoarea nominală;

R_{dob} = rata dobânzii;

R_{pn} = rata profitului net.

Emisiunea de acțiuni noi presupune două alternative: *emisiunea la valoarea nominală a vechilor acțiuni* (această metodă este mai greu de aplicat în situația în care firma are un număr mai mare de acționari) și *emisiunea de noi acțiuni*.

Creșterea valorii nominale a acțiunilor vechi presupune apelul la economiile acționarilor existenți și acordul acestora de a subscrie.

Emisiunea de acțiuni noi presupune emiterea și vânzarea de noi acțiuni, care pot fi cumpărate de oricine dorește, vechii acționari având un drept preferențial de subscriere.

Valoarea de emisiune a unei acțiuni noi trebuie să fie apropiată de valoarea de piață a unei acțiuni vechi pentru a limita "efectul de diluare" a rentabilității acțiunilor, prin împărțirea profitului la un număr mai mare de acțiuni.

Prima de emisiune, diferența între valoarea de emisiune și cea nominală, este folosită pentru acoperirea cheltuielilor ocazionate de emisiune și este o rezervă în pasivul bilanțier alături de capitalul social sau se încorporează în acesta printr-o nouă creștere de capital.

Diferența dintre valoarea de piață înainte de creșterea de capital și valoarea după creșterea de capital reprezintă *dreptul de subscriere*.

Dreptul de subscriere este de fapt pierderea de valoare a acțiunii vechi cu care trebuie recompensat deținătorul acesteia pentru a nu fi afectat de suplimentarea capitalului social.

Creșterea de capital prin încorporarea rezervelor, a primelor de emisiune și a profiturilor nerepartizate, nu aduce un aport nou, ci dă posibilitatea atribuirii gratuite de acțiuni noi sau de creștere a valorii nominale a acțiunilor vechi.

Drepturile pe care acțiunile le conferă deținătorilor sunt:

- să transfere acțiunile deținute (în funcție de felul acțiunii) liber, inclusiv prin vânzare, fără restricții;
- să participe prin vot, la alegerea membrilor consiliului de administrație al firmei;
- dreptul de a participa la managementul firmei, în luarea deciziilor de dezvoltare, divizare sau lichidare etc.;
- dreptul de remunerare a acțiunii;
- dreptul de participare la majorarea capitalului social;
- să participe la profiturile și pierderile societății, inclusiv la împărțirea activelor rămase în cazul în care societatea devine falimentară.

Majorarea capitalului social se poate realiza printr-un aport în natură sau prin aport în bani, prin convertirea unor noi creanțe, prin fuziune.

Principalele avantaje pe care le generează majorarea capitalului social sunt:

- majorarea capitalului social soluționează o criză de fonduri prezentă;
- un capital social superior promovează o bună imagine a firmei;
- majorarea capitalului social diminuează în mod corespunzător riscul de firmă.

Formarea capitalurilor firmei prin împrumuturi obligatate

Formarea capitalurilor firmei prin împrumuturi obligatate este a doua sursă externă principală de formare a capitalurilor.

Obligațiunile sunt titluri de valoare, negociabile, reprezentând un drept de creanță asupra capitalurilor împrumutate unei societăți. De obicei, aceste împrumuturi au un cost de procurare mai mic decât subscrierile la capitalul social și nu afectează dreptul de proprietate al acționarilor.

Obligațiunile sunt remunerate cu venit fix, sigur (dobândă) de către cei care le-au pus în circulație publică sau închisă.

Obligațiunile pot fi clasificate în următoarele categorii:

- după formă:
 - nominative;
 - la purtător;
- după remunerare:
 - clasice;

- indexate;
- participante;
- convertibile în acțiuni;
- convertibile în bani.

Decizia privind emisiunea de obligațiuni aparține Adunării Generale a Acționarilor și se realizează prin instituții care acționează ca intermediar (societățile de valori mobiliare), în nume propriu sau ca și garant al emisiunii.

Emisiunea de obligațiuni presupune pe de o parte existența unui compartiment cu sarcina de urmărire a răscumpărării și remunerării obligațiunilor emise și agregarea emisiunii de către o bancă, ca și condiții obligatorii, iar pe de altă parte existența unei documentații de emisiune.

Oferta de obligațiuni este realizată de către stat, instituții publice, firme și alte persoane juridice, iar cererea este formulată, de regulă, de persoanele fizice și juridice.

Prospectarea pentru emisiune ia în considerare elemente ca: volumul obligațiunilor emise anterior, modul și condițiile de răscumpărare a noilor obligațiuni, valoarea nominală, rata dobânzii, durata împrumutului și modalitatea de rambursare, prețul de emisiune, prețul de rambursare.

Mărimea împrumutului obligatar se stabilește în funcție de necesitățile de finanțare, valoarea de emisiune a unei obligațiuni putând fi egală cu valoarea nominală (la paritate) sau mai mică (sub paritate), ceea ce le face mai atractive.

Emisiunea nu poate depăși o pătrime din patrimoniul emitentului.

Durata împrumutului și modalitatea de rambursare reprezintă perioada de timp cuprinsă între data emiterii și data rambursării. Împrumutul este rambursat potrivit unui calendar indicat în obligațiune. Se stabilește în funcție de nevoile de acoperit și de eșalonarea în timp a acestor nevoi.

Rambursarea unui împrumut obligatar se poate realiza prin următoarele modalități:

- amortizări constante și anuități variabile – rambursarea se face prin tranșe egale de împrumut;
- anuități constante și amortizări variabile – pentru a avea anuități constante este necesar ca rambursările împrumutului să varieze crescător și compensator cu variația descrescătoare a dobânzii;
- rambursarea integrală;
- răscumpărarea prin bursă.

Rata dobânzii este stabilită de către întreprinderea, în funcție de condițiile pieței financiare și este înscrisă pe obligațiune. Dobânda se stabilește și se poate ridica, de către deținători, anual sau semestrial prin intermediul unui cupon atașat fiecărei obligațiuni.

Valoarea nominală este valoarea înscrisă pe obligațiune, funcție de care se stabilește dobânda.

Diferența între valoarea de emisiune și valoare nominală reprezintă *prima de emisiune*, iar diferența între valoarea rambursată (mai mare) și valoarea de emisiune reprezintă *prima de rambursare*.

Formarea capitalurilor firmei prin împrumuturi bancare pe termen mediu și lung

Nivelul structura și costul împrumuturilor bancare rezultă din negocierea dintre solicitant cererii de fonduri și societatea bancară.

Condițiile de negociere a creditelor are în vedere următoarele elemente:

- necesarul total de resurse pentru realizarea proiectului;

- contribuția cu resurse proprii a investitorului și alte cofinanțări existente;
- mediul economic;
- caracteristicile investiției și domeniul în care se realizează;
- piața noilor produse;
- fezabilitatea proiectului etc.

Elementele creditului care se negociază cu banca sunt: mărimea creditului, rata dobânzii, comisioane, eșalonarea tranșelor de punere la dispoziție a creditului, perioada de grație, termenul de rambursare și eșalonarea rambursării creditului, eventualele penalizări, dimensiunea și structura garanțiilor creditului

Procesul de negociere trebuie foarte bine realizat ținând seama de planurile de afaceri, demonstrațiile privind indicatorii de performanță, demonstrațiile privind ofertele de niveluri de dobânzi, de comisioane, de condiții de angajare și rambursare etc.

Scopul final al acestui proces de negociere îl reprezintă avantajul reciproc client-bancă, creșterea economică generală și progresul economico-social.

Sursele externe mai pot îmbrăca forma:

- fondurilor nerambursabile
 - subvenții și alocații de la bugetul de stat;
 - din sponsorizări;
 - de la instituții bancare sau financiare internaționale.
- emisiunii și plasării acțiunilor străine pe piața națională;
- emisiunii și plasării obligațiunilor străine pe piața națională.

TEST DE AUTOEVALUARE

1. În managementul capitalurilor firmei acțiunilor pot fi întâlnite la diferite valori. Care sunt acestea?

.....

.....

.....

.....

2. Care sunt modurile de exprimarea a autofinanțării?

.....

.....

.....

.....

3. Care sunt cele mai cunoscute metode de amortizare?

.....

.....

.....

.....

4. Care sunt sursele externe de formare a capitalurilor?

.....

.....

.....

.....

BIBLIOGRAFIE :

- Bătrâncea I.** Analiză financiară, Editura Dacia, Cluj – Napoca, 2000
- I. Bogdan** Tratat de management financiar banacar, Editura Economică, București, 2002
- V. Dragotă** Management financiar, Vol I. Analiza financiară și gestiunea financiară operațională, Editura Economică, București, 2003
- V. Dragotă** Management financiar, Vol II. Politici financiare de întreprindere, Editura Economică, București, 2003
- I.M. Pantea, L.E Stark** Analiza situației financiare. Studiu de caz, Editura Marineasa, Timișoara, 1999
- S. Robinson** Management financiar, Editura Teora, București, 1998
- D. Tudorache** Finanțele generale și finanțele firmei, Editura Sylvi, București, 2000
- G. Vintilă** Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Didactică și Pedagogică, București, 2000