

Academia de Studii Economice București
Facultatea de Contabilitate și Informatică de Gestiune
Societatea Română de Analiză Economico-Financiară (SRAEF)

Analiză și evaluare economico-financiară

Provocări pe piața imobiliară

Simpozion științific

București
Decembrie 2013

Comitetul științific

Ion ANGHEL – Academia de Studii Economice din București

Ioan BĂTRÂNCEA – Universitatea “Babeș-Bolyai” din Cluj Napoca

Lucian BUȘE – Universitatea din Craiova

Eduard DINU – Academia de Studii Economice din București

Silvia PETRESCU – Universitatea “Al.I. Cuza” din Iași

Vasile ROBU – Academia de Studii Economice din București

Elena Claudia ȘERBAN – Academia de Studii Economice din București

Petru ȘTEFEA – Universitatea de Vest din Timișoara

Cuprins

Evoluția demografică, dinamica fondului de locuințe în România și evoluția prețurilor proprietăților imobiliare din România Ion Anghel, Anca Maria Hristea	5
Provocările pe care le înfruntă sistemul bancar pe piața imobiliară românească Dan Dumitru Popescu.....	13
Efectele crizei financiare și ale evoluției pieței imobiliare asupra sectorului construcțiilor din România Mihaela Diana Oancea Negescu	28
Tendențe în evoluția pieței imobiliare în contextul actualei crizei economice – parte integrată a crizei economice Ana Maria Popescu, Irina Daniela Cișmașu	43
Piața imobiliară și evoluția dobânzii la creditele imobiliare Adrian Anica-Popa	53
Particularități ale evaluării proprietăților imobiliare generatoare de afaceri Ana Maria Popescu.....	65
Utilizarea analizei de sensibilitate în estimarea valorii afacerii în condiții de incertitudine Adrian Anica-Popa, Raluca-Florentina Crețu.....	72
Abordarea prin venit în evaluarea proprietăților imobiliare Raluca-Florentina Crețu, Ștefania-Cristina Cărea	88
Practici și tratamente contabile privind activele imobiliare. Repere în procesul decizional Iulia David-Sobolevski, Monica Aureliana Petcu, Ovidiu Bunget, Marian Lăpuște	97

Evoluția demografică, dinamica fondului de locuințe în România și evoluția prețurilor proprietăților imobiliare din România

Ion ANGHEL

Academia de Studii Economice din București
ion.anghel@cig.ase.ro

Anca Maria HRISTEA

Academia de Studii Economice din București
ancahristea@cig.ase.ro

Rezumat. *Scopul cercetării este acela de a identifica modificarea variabilelor demografice, construcții de locuințe și prețuri ale proprietăților imobiliare pentru a avea o bază de înțelegere și estimare a evoluției industriei imobiliare din țara noastră.*

În acest scop am ales cele trei componente majore pe care le vom analiza din prisma evoluției concomitente în perioada de după 1989. Rezultatul cercetării ne arată existența unor corelații importante între variabilele demografice, evoluție a construcțiilor și prețurile proprietăților imobiliare, precum și a unui pattern care evidențiază ciclul economic specific industriei imobiliare. În concluzie, analiza corelată poate oferi un potențial ridicat pentru previzionarea evoluției viitoare a industriei imobiliare și a sectorului construcțiilor. Utilitatea studiului constă în faptul că înțelegerea mediului economic, în general, și a industriei imobiliare, în special, necesită o abordare holistică.

Cuvinte-cheie: evaluare; incertitudine; risc; proprietăți imobiliare; demografie.

Clasificare JEL: L83, O18, Q56, R11, M15.

Clasificare REL: 14I, 14K, 15B, 15E.

Introducere

România a trecut printr-o etapă importantă și greu repetabilă în perioada de după anul 1989 îndeosebi prin faptul că o pondere majoră a proprietăților imobiliare (rezidențiale, comerciale industriale, agricole etc.) au trecut din proprietatea statului în proprietate privată.

Ne așteptam ca această etapă să evidențieze evoluții profunde în domeniul imobiliar, atât în ceea ce privește evoluția demografică, cât și în dinamica fondului de locuințe și a prețurilor proprietăților imobiliare, contextul fiind extrem de volatil în perioada analizată.

Studiul urmărește să evidențieze cum au evoluat în perioada de după anul 1989 trei competențe majore în înțelegerea și estimarea evoluției industriei imobiliare, și anume factorul demografic, fondul de locuințe și prețurile proprietăților imobiliare.

1. Evoluția demografică în România

Un element major în analiza domeniului imobiliar îl reprezintă evoluția demografică.

Evoluția acestei componente (structura demografică) în ultimele două decenii evidențiază două tendințe semnificative :

a) reducerea destul de importantă a populației României în perioada 1990-2009 de la 23,2 milioane locuitori până la 21,5 milioane locuitori;

b) fenomenul îmbătrânire a populației; o evoluție structurală majoră este diminuarea ponderii persoanelor cu vârsta sub 20 de ani cu aproape 40%, de la 7,3 milioane locuitori în anul 1990 până la 4,5 milioane locuitori în anul 2009.

Se observă așadar că fenomenul de „îmbătrânire” a populației este și în cazul României o realitate consistentă.

Deși nu am avut la dispoziție date suficient de credibile privind fenomenul migrației, este probabil ca un număr important al persoanelor cu vârsta între 31 și 50 de ani să lucreze în străinătate.

Tabelul 1

Structura populației României pe vârste (1990-2009)

(mii persoane)

INDICATOR Grupa de vârstă	An 1990 Mii pers.	%	An 2009 Mii pers.	%	Dinamica 2009 vs 1990 %
0 – 9	3.503	15,1	2.139	9,2	-39
10-19	3.845	16,6	2.432	10,5	-37
20-29	3.368	14,5	3.351	14,4	-1
30-39	3.428	14,8	3.453	14,9	1
40-49	2.634	11,4	2.870	12,4	9
50-60	2.794	12,0	2.950	12,7	6
60-70	2.201	9,5	1.994	8,6	-9
peste 70	1.432	6,2	2.280	9,8	59
TOTAL	23.207	100,0	21.470	92,5	-7

Sursa: Institutul Național de Statistică (www.insse.ro).

Pentru dezvoltatorii imobiliari, analiza structurală a populației este importantă pentru că oferă informații utile în orientarea deciziilor de dezvoltare. Astfel, în România populația cuprinsă între 31-50 de ani reprezintă ponderea majoră (circa 6 milioane locuitori), această categorie fiind urmată de populația între 51-70 de ani (aproape 5 milioane locuitori) și populația cu vârsta sub 20 de ani (peste 4,5 milioane locuitori).

O categorie de vârstă importantă din prisma achiziției primei locuințe (între 20-29 ani) este de circa 3,4 milioane locuitori, aceasta în condițiile în care numărul de locuințe noi realizate în perioada de boom imobiliar a fost de 50-60 mii locuințe anual.

De remarcat totodată faptul că ponderea populației cu vârsta de peste 70 de ani a crescut semnificativ, fiind de circa 10% în anul 2009, respectiv de aproape 2,3 milioane locuitori. Această situație determină firesc creșterea cererii de medicamente și servicii medicale și ar putea reprezenta o cauză pentru cererea în creștere de spații din partea farmaciilor și clinicilor medicale.

2. Evoluția fondului de locuințe

Evoluția observată a fondului de locuințe în perioada 1991-2009 a fost de creștere constantă, numărul de locuințe fiind de 8,4 milioane unități în anul 2009 față de 7,7 milioane unități în anul 1991. Practic o locuință revine la 2,6 locuitori în anul 2009 față de o locuință la 3 locuitori în anul 1991, iar suprafața locuibilă a înregistrat și ea o dinamică importantă, de la 11,1 mp suprafața locuibilă pe locuitor în anul 1991 până la 15,2 mp în anul 2009.

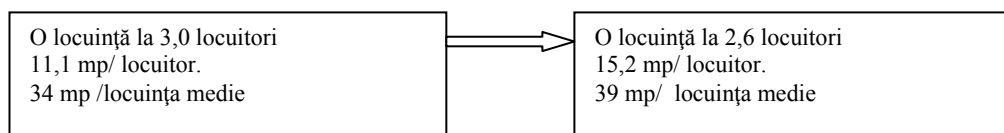


Figura 1. Evoluția numărului de locuințe în România în perioada 1991 – 2009

Trebuie remarcat faptul că în intervalul analizat s-a produs și o schimbare structurală majoră a proprietății fondului de locuințe, de la o pondere a locuințelor de stat de aproape 21% în anul 1991 (și un nivel semnificativ mai important în anul 1990) până la doar 2% ponderea proprietății de stat în cadrul fondului de locuințe al României.

Analiza fondului de locuințe arată o creștere mai rapidă a suprafeței locuibile în comparație cu evoluția numărului de locuințe, practic această evoluție fiind sintetizată în dinamica suprafeței medii a unei locuințe, aceasta fiind de 33,8 mp în anul 1991, respectiv de 38,9 mp în anul 2009.

În perioada ultimilor trei ani analizați (2007 – 2009) rata de creștere a suprafeței locuibile a avut o evoluție semnificativ mai importantă față de media intervalului, aceasta fiind o expresie a perioadei de „boom imobiliar”, creșterea fiind de circa 4,3 milioane mp în anul 2008 și de 4,2 milioane mp în anul 2009. Considerând un cost mediu de 600 Euro/mp, rezultă ca această creștere a fondului de locuințe echivalează cu circa 2,5 mld. Euro, respectiv 2% din produsul intern brut (PIB).

Tabelul 2

**Dinamica numărului și suprafeței locuințelor în România
în perioada 1991-2009**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Nr. locuințe (mii)	7.659	7.683	7.710	7.749	7.782	7.811	7.837	7.860	7.885	7.908
a) de stat	1.603	867	707	609	565	515	449	412	392	380
b) privat	6.056	6.816	7.003	7.140	7.217	7.296	7.388	7.448	7.493	7.528
Camere de locuit (mii)	18.848	18.923	19.009	19.125	19.230	19.328	19.420	19.510	19.603	19.689
a) de stat	3.388	1.703	1.408	1.196	1.123	1.012	872	802	761	734
b) privat	15.460	17.220	17.601	17.929	18.107	18.316	18.548	18.708	18.842	18.955
S. locuibilă (mii mp)	258.518	259.854	261.377	263.271	265.036	266.731	268.860	270.514	272.231	273.923
a) de stat	48.894	22.976	19.629	16.655	15.683	13.878	12.049	10.830	10.168	9.742
b) privat	209.624	236.878	241.748	246.616	249.353	252.853	256.811	259.684	262.063	264.181
Dinamica nr. locuințe		0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
a) de stat		-45.9%	-18.5%	-13.9%	-7.2%	-8.8%	-12.8%	-8.2%	-4.9%	-3.1%
b) privat		12.5%	2.7%	2.0%	1.1%	1.1%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%
Evoluția supr. locuibilă		0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
a) de stat		-53.0%	-14.6%	-15.2%	-5.8%	-11.5%	-13.2%	-10.1%	-6.1%	-4.2%
b) privat		13.0%	2.1%	2.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.1%	0.9%	0.8%
Nr. cam./locuință	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
a) de stat	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
b) privat	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Supraf. medie locuință	33.8	33.8	33.9	34.0	34.1	34.1	34.3	34.4	34.5	34.6
a) de stat	30.5	26.5	27.8	27.3	27.8	26.9	26.8	26.3	25.9	25.6
b) privat	34.6	34.8	34.5	34.5	34.6	34.7	34.8	34.9	35.0	35.1

Sursa: Institutul Național de Statistică (www.insse.ro), date prelucrate.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nr. locuințe (mii)	8.107	8.129	8.152	8.176	8.201	8.231	8.270	8.329	8.385
a) de stat	212	203	202	199	197	195	191	191	193
b) privat	7.895	7.926	7.950	7.977	8.004	8.036	8.079	8.138	8.192
Camere de locuit (mii)	20.791	20.876	20.963	21.054	21.153	21.273	21.428	21.638	21.841
a) de stat	401	380	376	368	361	355	346	344	347
b) privat	20.390	20.496	20.587	20.686	20.792	20.918	21.082	21.294	21.494
S. locuibilă (mii mp)	304.454	306.158	308.012	309.938	312.020	314.542	317.834	322.205	326.413
a) de stat	6.484	6.129	6.074	5.935	5.803	5.690	5.525	5.521	5.627
b) privat	297.970	300.029	301.938	304.003	306.217	308.852	312.309	316.684	320.786
Dinamica nr. locuințe	2.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
a) de stat(%)	-44.2	-4.2	-0.5	-1.5	-1.0	-1.0	-2.1	0.0	1.0
b) privat	4.9%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%
Evoluția supr. locuibilă	11.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%	1.3%
a) de stat(%)	-33.4	-5.5	-0.9	-2.3	-2.2	-1.9	-2.9	-0.1	1.9
b) privat	12.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.4%	1.3%
Nr. cam./locuință	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
a) de stat	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
b) privat	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Supraf. medie locuință	37.6	37.7	37.8	37.9	38.0	38.2	38.4	38.7	38.9
a) de stat	30.6	30.2	30.1	29.8	29.5	29.2	28.9	28.9	29.2
b) privat	37.7	37.9	38.0	38.1	38.3	38.4	38.7	38.9	39.2

În perioada analizată (1990 – 2009) în România au fost finalizate peste 715 mii locuințe ce însumează o suprafață construită de aproape 89 milioane de mp, din care în ultimii ani analizați s-au înregistrat cele mai importante investiții (9,8 milioane mp suprafața construită în anul 2008 și 9,1 milioane mp în 2009).

Perioada analizată evidențiază creșterea suprafeței construite a locuințelor, în medie aceasta fiind de 91 mp în anul 1990, dar de 145 mp în anul 2009, în vreme ce suprafața utilă a evoluat de la 65 mp în anul 1990 până la 113 mp în anul 2009.

Tabelul 3

Situația locuințelor terminate în România în perioada 1991 – 2009

	Locuințe terminate	Urban %	Rural %	S. constr. mii mp	S. utilă mii mp	mp locuințe noi	S. constr. mp/locuință	S. utilă mp/locuință
1990	48.599	85	15	4.425	3.136	1,2	91	65
1991	27.958	79	21	2.577	1.853	0,7	92	66
1992	27.538	58	42	2.944	2.175	0,8	107	79
1993	30.071	49	51	2.859	2.154	0,8	95	72
1994	36.743	49	51	3.493	2.687	1,0	95	73
1995	35.822	42	58	3.355	2.613	1,0	94	73
1996	29.460	34	66	2.935	2.276	0,9	100	77
1997	29.921	35	65	3.202	2.480	0,9	107	83
1998	29.692	35	65	3.388	2.617	1,0	114	88
1999	29.517	35	65	3.451	2.682	1,0	117	91
2000	26.376	35	65	3.403	2.632	1,0	129	100
2001	27.041	35	65	3.617	2.795	1,0	134	103
2002	27.722	42	58	3.793	2.909	1,0	137	105
2003	29.125	50	50	4.018	3.059	1,0	138	105
2004	30.127	53	47	4.369	3.314	1,1	145	110
2005	32.868	47	53	4.827	3.718	1,2	147	113
2006	39.638	47	53	5.870	4.515	1,4	148	114
2007	47.299	50	50	7.374	5.702	1,8	156	121
2008	67.255	48	52	9.874	7.628	2,4	147	113
2009	62.520	50	50	9.140	7.038	2,2	146	113
TOTAL	715.292			88.914	67.983		124	95

Sursa: Institutul Național de Statistică (www.insse.ro).

3. Evoluția prețurilor medii ale proprietăților imobiliare în România

Prețul mediu al celor mai tranzacționate proprietăți rezidențiale (apartamente cu 2 camere) a avut o dinamică extrem de volatilă în intervalul 1996-2013 (perioada pentru care am putut obține și prelucra date credibile).

Astfel, în intervalul 1996-2008 asistăm la o creștere aproape constantă a prețului mediu al unei unități rezidențiale de două camere, valoarea mediană crescând de la 13.078 euro până la 108.287 euro. După această perioadă apare un declin semnificativ, practic prețul mediu al unui apartament fiind estimat pentru anul 2013 la circa 51 mii euro.

Tabelul 4

Evoluția prețurilor apartamente 2 camere în perioada 1996 - 2013

Anul	Preț 2 camere (mediu) (euro)	Preț 2 cam (median) euro	Index (val. mediană) %
1996	10.251	13.078	
1997	10.802	14.352	9,7
1998	10.552	14.438	0,6
1999	10.682	15.166	5,0
2000	11.090	15.131	-0,2
2001	11.171	15.131	0,0
2002	11.588	15.040	-0,6
2003	15.233	16.687	10,9
2004	25.892	26.790	60,5
2005	40.118	43.027	60,6
2006	54.708	58.111	35,1
2007	82.021	85.295	46,8
2008	99.992	108.287	27,0
2009	66.883	70.523	-34,9
2010	40.364	60.000	-14,9
2011	54.112	57.130	-4,8
2012	51.090	53.462	-6,4
2013	48.986	51.417	-3,8

Sursa: date prelucrare oferte www.anuntul.ro.

Analiza datelor prelucrate evidențiază un index imobiliar care a avut creșteri de două cifre în intervalul 2003 -2008 și scăderi de două cifre în intervalul 2008-2010. Creșterea maximă a fost înregistrată în perioada 2004-2005, când rata de creștere a prețului mediu a fost de peste 60% pe an, iar scăderea maximă a fost în anul 2009, când a avut loc un recul de aproape 35%.

Evoluția este practic similară cu cea a industriei imobiliare la nivel global, fiind însă observată o perioadă mai lungă și mai puternică de recesiune, chiar și în anul 2013 fiind așteptată o scădere importantă a prețului proprietăților rezidențiale.

Analiza corelată a prețurilor și dinamicii construcțiilor evidențiază corelația între aceste două variabile, fiind observat o creștere rapidă a ritmului construcțiilor concomitent cu un decalaj normal între cele două variabile.

Indexul de corelație între variabila preț al proprietăților rezidențiale și index al numărului de locuințe terminate este de 0,513, confirmând o legătură puternică între cele două variabile.

Tabelul 5

Evoluția corelată a prețurilor proprietăților rezidențiale și a construcției de locuințe în perioada 1996-2009 (%)

Anul	Index preț proprietăți rezidențiale	Dinamica supraf. locuințe private	Dinamica nr. locuințe terminate
1997	9,7	1,6	1,6
1998	0,6	1,1	-0,8
1999	5,0	0,9	-0,6
2000	-0,2	0,8	-10,6
2001	0,0	12,8	2,5
2002	-0,6	0,7	2,5
2003	10,9	0,6	5,1
2004	60,5	0,7	3,4
2005	60,6	0,7	9,1
2006	35,1	0,9	20,6
2007	46,8	1,1	19,3
2008	27,0	1,4	42,2
2009	-34,9	1,3	-7,0

Concluzii

După o perioadă de boom economic și imobiliar, după anul 2008 a urmat o perioadă de puternic recul în industria imobiliară și sectorul construcțiilor (sectorul extrem de important ce reprezintă circa 10% din PIB ul României).

Scopul cercetării a fost acela de a identifica evoluția unui set de trei variabile considerate corelate: evoluția demografică, dinamica sectorului de construcții de locuințe și evoluția prețurilor proprietăților imobiliare, aceasta pentru a avea o bază de înțelegere și estimare a evoluției industriei imobiliare din țara noastră.

Cele trei componente analizate indica existența unor corelații importante între evoluția demografică, ritmul construcțiilor și prețurile proprietăților imobiliare. Indicele de corelație între prețul proprietăților rezidențiale și evoluția numărului de locuințe terminate este de 0,513, ceea ce confirmând o legătură pozitivă și destul de puternică între cele două variabile.

Totodată, cercetarea a evidențiat un model ce confirmă existența unui ciclu economic specific industriei imobiliare, marcat de volatilitate accentuată. În concluzie, analiza corelată a celor trei componente poate oferi un potențial ridicat pentru previzionarea evoluției viitoare a industriei imobiliare și a sectorului construcțiilor.

Bibliografie

- Anghel, I., Onofrei, M. (2013). *Dezvoltarea proprietăților imobiliare*, Editura Economică, București, 2013
- Anghel, I. (coordinator) Negescu, O.M., Anica-Popa, A., Popescu, A.M. (2010). *Evaluarea Întreprinderii*, Editura Economică, pp. 161-162, 217-220
- Anica-Popa, A., Motofei, Cătălina (2010). „Înființarea și modernizarea diferitelor tipuri de infrastructuri și implicațiile asupra actorilor din industria materialelor de construcții”, *Romanian Statistical Review Supliment*, nr. 3, pp. 266-272
- Bernanke, B. (2007). *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Crețu, Raluca Florentina, Șerban, Elena Claudia (2011). “Analysis of the facts that have generated crisis and their impact on the SMEs in Romania”, Universitatea “Lucian Blaga” din Sibiu, Facultatea de Științe Economice, *Conferință ISI Proceedings, 18th International Economic Conference IECS 2011 „Crises after the crisis. Inquiries from a national, European and global perspective”* Sibiu, România, May 19-20, 2011, ISBN CD 978-606-12-0139-6, pp. 160-166, categoria A, lucrare publicată în *Revista Economica* indexată BDI, http://iecs.ulbsibiu.ro/archive/2011/iecs_2011_program.pdf, http://economice.ulbsibiu.ro/revista_economica/archive/RE%202-55-2011.pdf accesată în 5.11.2012;
- Popescu, D.D. (2009). “Market risk assessment of a bank. Methods and measurements”, *Theoretical and Applied Economics-Supplement, Economic-Financial Analysis and Property Valuation*, Bucharest May 29-31
- Institutul Național de Statistică (2011). *Anuarul statistic al României*, ediția 2011
- Urban Land Institute and Pwc, *Emerging Trends in Real Estate® Europe 2012*

Provocările pe care le înfruntă sistemul bancar pe piața imobiliară românească

Dan Dumitru POPESCU

Academia de Studii Economice din București
dumitrud.popescu@brd.ro

Rezumat. *Tumultul provocat de tensiunile pieței de credite ipotecare subprime din Statele Unite este ultima dovadă a perturbărilor piețelor financiare din ultimele decenii ce expun disfuncționalitățile și vulnerabilitățile sistemul financiar global și pericolul pe care îl reprezintă crizele financiare pentru economia reală. Economii imprevizibile și piețele financiare volatile prezintă provocări pentru sistemul bancar european.*

Conform Global Financial Stability Report (GFSR) publicat de Fondul Monetar Internațional în Aprilie 2011, criza financiară provocată de căderea pieței imobiliare ar putea fi mai severă și mai persistentă decât alte tipuri de crize. FMI consideră că perioadele de volatilitate accentuată de pe piața imobiliară pot fi determinate de o competitivitate excesivă a instituțiilor financiare, de o reglementare și supraveghere inadecvate, fluxuri masive de capital străin, rate scăzute de politici monetare pentru perioade lungi, dar și de creșterile veniturilor medii ale populației.

În ultimii ani, cu fluxurile de capital străin (FDI) aproape epuizate și cu insuficiente depozite locale, băncile românești au apelat din ce în ce mai mult la împrumuturi de la banca centrală. Astfel băncile au poziționat lichiditatea ca al doilea mare risc ce amenință industria bancară locală. Finanțări noi de dezvoltare pentru toate sectoarele vor continua să fie limitate în absența semnificativă a prefinanțării prin leasing. Luând în considerare noile criterii de împrumut (LTV – valoarea împrumutului raportată la valoarea de piață), precum și marjele mari de finanțare, considerăm că multe fonduri de investiții, în special cele oportuniste, vor fi puse în situația de a-și reanaliza strategia de investiții și profit atât din punct de vedere al zonei geografice, cât și al tipului de activ imobiliar.

Produsele de investiții imobiliare continuă să reprezinte singurul obiectiv al investitorului oportunist într-o încercare de a se proteja împotriva potențialelor variații inflaționiste pe termen mediu și lung. Pentru restul anului, în contextul anunțării creșterii PIB-ului țării peste media Uniunii Europene și pe fondul creșterii disponibilității acțiunilor, noi previzionăm o creștere a atractivității pentru piață românească, cu toate că volumul tranzacțiilor va rămâne direct dependent de factori globali macro-economici și de finanțarea investițiilor.

Cuvinte-cheie: competitivitate bancară; finanțare bancară; bănci; cost de finanțare (al băncilor); costul creditelor imobiliare; serviciul datoriei; finanțarea proiectelor imobiliare rezidențiale; loan maturity; loan-to-value ratio; transmisia politicii monetare; ipotecă; depozite retail; securitizare.

Clasificare JEL: D53, E3, E5, E42, E44, E51, E52, E58, G01, G21, R21.

Introducere

Tumultul provocat de tensiunile pieții de credite ipotecare subprime din Statele Unite este ultima dovadă a perturbărilor piețelor financiare din ultimele decenii ce expun disfuncționalitățile și vulnerabilitățile sistemului financiar global și pericolul pe care îl reprezintă crizele financiare pentru economia reală. De la criza financiară asiatică, îngrijorările s-au concentrat asupra faptului următor: dacă cei ce stabilesc politicile au suficiente instrumente pentru a păstra stabilitatea financiară. Economii imprevizibile și piețele financiare volatile prezintă provocări pentru sistemul bancar european. Puși în față unor provocări fără precedent, cei ce stabilesc politicile financiare din EU au decis să lărgească cadrul de lucru economic prin: (i) introducerea monitorizării proactive și mai stricte a dezechilibrelor fiscale și macroeconomice; (ii) întărirea a măsurilor de corectură a derapajelor fiscale; (iii) crearea de fonduri adiționale disponibile statelor membre; (iv) redarea fondurilor europene de salvare mai flexibile. Grecia era pe agendă cu restructurarea datoriilor și cu al doilea program de ajustare economică. BCE a decis să dirijeze operațiuni de refinanțare pe trei ani (Decembrie 2011 și Februarie 2012) și să taie rata dobânzii la 0,75% în Iulie 2012) pentru a preveni orice corecții în condițiile de împrumut în UE. Înainte de criză, băncile locale aveau un exces de lichidități datorită fluxurilor de investiții străine directe ce s-au orientat către România. Banca Națională s-a străduit să sterilizeze aceste sume uriașe de valută ce au întărit RON, dar care în același timp a avut și un efect inflaționist. Criza financiară care a lovit sistemul la sfârșitul anului 2008 a susținut politicile monetare din ce în ce mai restrictive ale Băncii Naționale. Noile reglementări elaborate de banca centrală au restrâns semnificativ condițiile de creditare; băncile comerciale au redus finanțările pentru cerințele imobiliare și au început să se redirecționeze către împrumuturi pe termen scurt, mai puțin riscante în timpuri atât de nesigure. Criza financiară poate fi văzută ca o oportunitate pentru bănci să își echilibreze portofoliile prin redirecționarea către produse și servicii inovative, în final cu scopul de a ajuta clientul. Acest punct de cotitură va determina de altfel competitorii să analizeze costurile poziționării vis-a-vis de dobânda investițiilor anterioare expansiunii cotei de piață.

În ultimii ani, cu fluxurile de capital străin (FDI) aproape epuizate și cu insuficiente depozite locale, băncile Românești au apelat din ce în ce mai mult la împrumuturi de la banca centrală. Astfel băncile au poziționat lichiditatea ca al doilea mare risc ce amenință industria bancară locală. În strânsă concordanță cu acest risc este vulnerabilitatea dispoziției de capital, întrucât bancherii locali sunt preocupați de cum noile reglementări bancare impuse la nivel european pot afecta finanțarea băncilor locale de la băncile mame, iar acest fenomen poate determina un alt blocaj al creditelor. Al treilea risc important identificat de bancherii români este unul macroeconomic, în strânsă legătură cu criza datoriilor suverane din zona euro ce ar putea avea consecințe și în România și ar putea împinge economia locală înapoi în recesiune. Mai mult decât atât, bancherii se tem că intervențiile

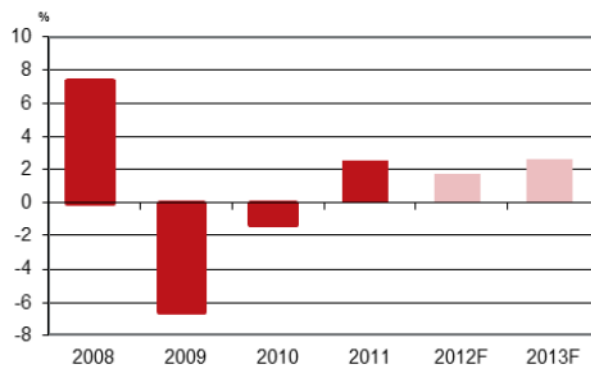
politice alături de noile reglementări prudențiale pun o presiune deosebită pe resursele limitate de finanțare și în consecință pot afecta profitabilitatea, dar și furnizarea de credite către economie ca măsură de redresare economică.

Băncile ar trebui să inițieze un proces prin care să inspire din nou încredere și siguranța, să țină în frâu cheltuielile, să se concentreze pe activitatea de bază, să absoarbă cerințele regulatorii, să crească împrumuturile și să minimizeze riscul din bilanțurile lor, toate acestea în paralel cu creșterea remunerării acționarilor. Noile reglementări elaborate de banca centrală au restrâns semnificativ condițiile de creditare; băncile comerciale au redus finanțările pentru cerințele imobiliare și au început să se redirecționeze către împrumuturi pe termen scurt, mai puțin riscante în timpuri atât de nesigure. Criza financiară poate fi văzută ca o oportunitate pentru bănci să își echilibreze portofoliile prin redirecționarea către produse și servicii inovative, în final cu scopul de a ajuta clientul. Acest punct de cotitură va determina de altfel competitorii să analizeze costurile poziționării vizavi de dobânda investițiilor anterioare expansiunii cotei de piață.

Statusul pieței imobiliare și bancare

Climatul economic

O estimare oficială a determinat o creștere anuală a PIB-ului de 2,5% în 2011. Creșterea în 2012 este estimată să scadă la 1,2%, dar creșterea este așteptată să accelereze din nou la 2,6% în 2013 și în intervalul 3- 3,5% mai departe, în contextul în care economia globală dă semne de revenire. Pentru anul 2012, Banca Națională a României a stabilit rata inflației la 3,2%, plus minus un punct procentual pentru sfârșitul anului. Totodată, previziunile sumbre pentru vestul Europei în 2012 au potențialul de a pune frână pe creșterea exporturilor într-o anumită limită. Estimările pentru piața imobiliară într-o țară dată rămân în general legate de viitorul macroeconomic al acelei țări.



Sursa: IHS Global Insight, April 2012 Country Report.

Figura 1. Creșterea PIB (%)

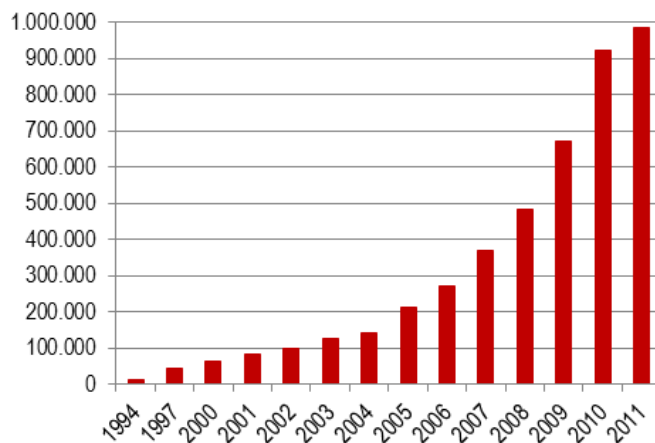
Climatul investițiilor

Volumul total pentru investiții în primul trimestru al anului 2012 a atins aproape 90 milioane euro semnaland totodată un început promițător pentru piața locală de investiții imobiliare. Tranzacția emblematică ce a reprezentat 90% din volumul investițiilor din primul trimestru al anului 2012 este reprezentată de transferul complexului de birouri din Timișoara: City Business Centre.

Piața finanțării rămâne, în continuare, limitată, iar băncile comerciale locale își reajustează situațiile bilanțiere înainte de raportarea financiară semestrială conform prevederilor Basel. Previzionăm că în încercarea de a maximiza recuperarea capitalurilor proprii investite, băncile se vor orienta în direcția gestionării activelor imobiliare deținute în proprietate sau a portofoliilor aflate în dificultate. Odată cu numărul mare de împrumuturi ce vor ajunge în situația de refinanțare în a doua jumătate a anului 2012, procesul de creditare va viza numai activele imobiliare de tip prime. Finanțarea pentru dezvoltarea proiectelor noi va fi extrem de dificilă în absența securizării contractelor de preînchiriere. Având în vedere noile criterii de împrumut (LTV – valoarea împrumutului raportată la valoarea de piață), precum și marjele mari de finanțare, considerăm că multe fonduri de investiții, în special cele oportuniste, vor fi puse în situația de a-și reanaliza strategia de investiții și profit atât din punct de vedere al zonei geografice, cât și al tipului de activ imobiliar. În contextul în care ritmul de creștere al economiei locale se va plasa peste media Uniunii Europene și al unui stoc în creștere de produse prime care urmează să vină pe piața în anul 2012, ne așteptăm ca piața locală să devină din ce în ce mai atractivă pentru investitorii instituționali, dar totuși finalizarea tranzacțiilor va fi influențată de evoluția factorilor macroeconomici globali și pieței finanțării.

Oferta spațiilor de birouri

Cu numai două imobile finalizate în T1 2012, stocul modern de spații de birouri (clasa A&B) este estimat la 1.881.000 m², o creștere nesemnificativă cu numai 10.600 m² față de trimestrul anterior. Finalizarea celor două imobile, BVO (2.400 m²) și DV24 (8.200 m²) inaugurează de fapt o lungă serie de imobile de talie mică și mijlocie ce urmează a fi finalizate în următorii doi ani. De altfel, sunt așteptate a fi finalizate și clădiri cu suprafețe mari, dar lipsa unor importante contracte de preînchiriere poate afecta momentan dezvoltarea acestui segment de piață.

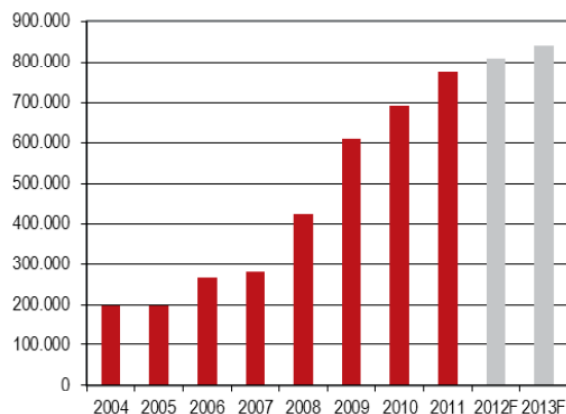


Sursa: Jones Lang LaSalle.

Figura 2. Clasa A de stocuri

Oferta

La nivel național stocul modern de spații comerciale este estimat la 2,3 milioane m² cu numai o singură inaugurare semnalată în T1 2012 – un retail parc de dimensiuni mici, 5.300 m², dezvoltat de NEPI la Brașov. Bucureștiul este cea mai mare piață de retail din România, cu un stoc modern de spații comerciale estimat la 775.000 m². Pentru anul 2012, la nivel național, vor fi finalizate între cinci și șapte proiecte, însumând 180.000 m². Cel mai important și reprezentativ proiect al anului în curs îl reprezintă Palas din Iași, a cărui inaugurare este programată pentru sfârșitul lunii mai. În București, ne așteptăm la deschiderea a doar două hypermarket-uri împreună cu galeriile comerciale atașate acestora, cu o suprafață închiriabilă de aproximativ 32.000m².

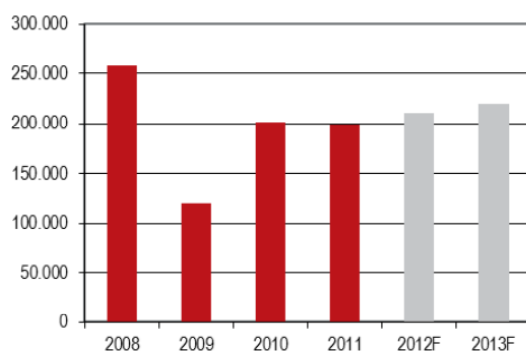


Sursa: Jones Lang LaSalle.

Figura 3. Stocul de spații comerciale moderne din București

Previziuni

În timp ce oferta anului 2012 este estimată la 180.000 m², proiectele anunțate pentru anul 2013 însumează 250.000 m². Având în vedere că puține proiecte programate pentru 2013 se află în prezent în construcție sau și-au asigurat un nivel confortabil de preînchiriere, suntem de părere că oferta anului 2013 trebuie redusă cu cel puțin 30-40%.



Sursa: Jones Lang LaSalle.

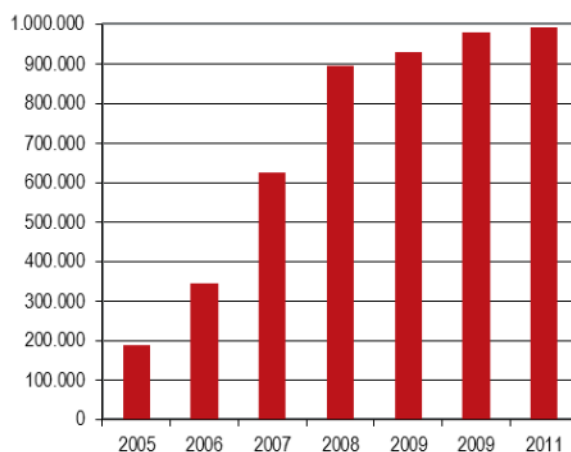
Figura 4. Evoluția duratei

În continuare, va fi un decalaj important între proiectele performante și restul proiectelor comerciale, în condițiile în care prima categorie va dispune de puține spații disponibile, iar cea de-a doua va lupta pentru menținerea gradului de

ocupare cu chiriași performanți, precum și al cumpărătorilor deja fidelizați. Cererea va fi, în principal, generată de retailerii internaționali, cei cu prezență directă pe piață, și care vor fi interesați să-și asigure cota de piață în principalele orașe ale țării.

Oferta spațiilor industriale

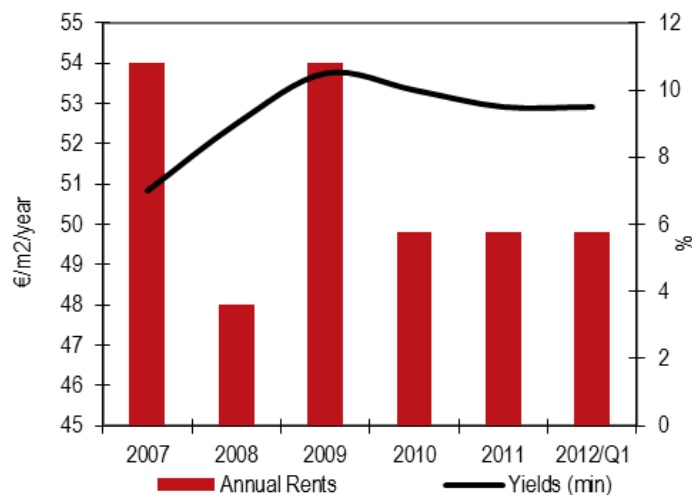
Stocul modern de spații industriale nu a înregistrat modificări notabile. Datorită unei piețe industriale puțin transparente este destul de dificil să furnizăm cifre exacte. În continuare, în București estimăm stocul modern de spații industriale ca fiind în jur de 1 milion m².



Sursa: Jones Lang LaSalle.

Figura 5. Stocul modern industrial din București

Activitatea speculativă de construcție este redusă, cu majoritatea noilor proiecte industriale dezvoltate la cerere. Totuși, la nivel național, în cadrul proiectului Ploiești West Park au fost finalizate două unități, una frigorifică de 6.000 m² și o altă unitate de 8.000 m² pretabilă întreprinderilor mici și mijlocii. În general, dezvoltatorii de spații industriale cu experiență pe piața locală dețin deja în proprietate suprafețe generoase de teren, în cele mai multe cazuri deservite de utilități, și au capacitatea să dezvolte la cerere, într-un interval de 6-9 luni, importante unități de producție și/sau industriale. Ca urmare, chiar dacă sunt puține proiecte în derulare, acest lucru nu trebuie interpretat că și cererea sau preluarea de spații industriale este scăzută. Pe de altă parte, în cazul chiriașilor care dețin în chirie suprafețe mari de spații logistice, ne așteptăm la optimizarea rețelelor, consolidarea operațiunilor, precum și renegocierea termenilor financiari la reînnoirea contractelor de închiriere.

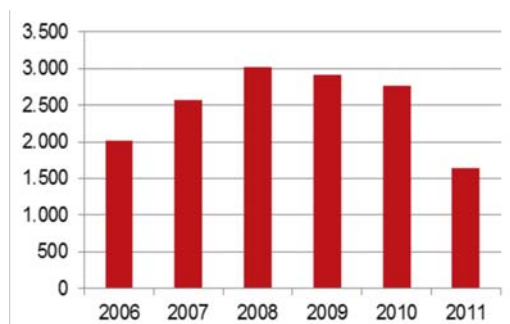


Sursa: Jones Lang LaSalle.

Figura 6. Chiriile și randamentele industriale prime

Oferta rezidențială

Anul trecut Bucureștiul a înregistrat o scădere semnificativă în ceea ce privește numărul unităților rezidențiale finalizate. În jur de 1.600 de unități locative au fost finalizate în municipiul București, o scădere cu 41% față de anul 2010. În același timp reprezintă cel mai mic număr de unități locative finalizate în ultimii opt ani. De fapt, rezultate slabe au fost raportate și în alte capitale din zona CEE. Cu toate acestea, numărul unităților locative finalizate în Varșovia, oraș cu o populație similară cu a Bucureștiului, a atins 9.700 unități în 2011, iar în Budapesta, oraș atât de mult atins de criza economică, au fost finalizate de două ori mai multe unități locative comparativ cu Bucureștiul. Este surprinzător ca un oraș cu o cerere atât de mare de unități locative și cu un decalaj atât de mare între unitățile noi și cele vechi nu a reușit în era postcomunistă să depășească, în medie, nivelul de 3.000 unități finalizate anual.



Sursa: Jones Lang LaSalle.

Figura 7. Numărul de locuințe finalizate în București

Pe de altă parte, nu au lipsit declarațiile dezvoltatorilor rezidențiali de a construi mii de unități în proiecte nenumărate în anii de boom imobiliar, dar multe dintre acestea au rămas în fază de proiect și/s-au dovedit a nu fi economic fezabile.

Statusul industriei bancare

Băncile române înfruntă mai multe constrângeri ce apar din climatul economic turbulent și din piețele financiare volatile influențate de un cadru de reglementare mai strict. Agenda de reformă de reglementare conduce la o reanalizare fundamentală a modului de business al băncilor. În particular, a combinației de capital sigur și standardele de lichiditate, împreună cu cerințele internaționale de recuperare și de planificare soluționărilor, forțează băncile să își restructureze business-ul și modul de operare. Aceste schimbări vor conduce la potențiale costuri ce vor forța multe bănci să își adapteze business-ul în vederea generării de benficii mai mari pentru anii următori (deși aceste modificări sunt de asemenea decise din motive economice și de business).

Sistemul bancar local continuă să se înfrunte cu o activitate slabă a împrumuturilor, creșterea volumului creditelor neperformante (NPL) și rețrangerarea suportului acordat bancilor având acționari externi de către bancile mamă. Gospodăriile puternic îndatorate (în special în valută), îngrijorate de rate crescătoare ale șomajului și perspective economice slabe, și-au schimbat ușor comportamentul consumerist către o abordare precaută pe viitor. Activitatea economică a arătat semne de încetinire în a doua jumătate a lui 2012, temperând cererea de credite a companiilor.

Scăderea calității creditelor în relație cu creșterea cererii acestora în ultimele patru luni conduse de o activitate economică mai slabă decât anticipată inițial și de

asemenea de o depreciere neașteptată a RON-ului în relație cu alte valute în iulie și august 2012. NPL a fluctuat puternic de la 15,9% la sfârșitul lui martie 2012 la 17,3% la sfârșitul lui august 2012, ceea ce indică un management mai activ al NPL (incluzând ștergerea unor credite neperformante) aplicat de către bănci, dar ar trebui să fie pregătite să absoarbă potențiale pierderi. Rata de acoperire (calculată pentru pierderi mai mari de 20.000 RON) este de 77,8% la sfârșitul lui iunie 2012, nivelul relativ ridicat al rației valorii împrumutului (loan to value - LTV) de aproximativ 85%, și al ratei de solvabilitate fiind de 14,7% la sfârșitul lunii iunie 2012, indică abilitatea potrivită a băncilor de a absorbi posibilele pierderi, în timp ce pierderile neașteptate ar trebui limitate.

Acesta este rezultatul împrumuturilor exuberante de dinainte de criza economică, când normele interne de credit erau relaxate pentru cele mai multe bănci locale, ce a rezultat într-o creștere a expunerii și a vulnerabilității către creditele neperformante individuale. La sfârșitul anului 2012, rata creditelor neperformante era de peste 14%, iar acum este peste 19%. Conform practicilor contabile curente, aceste active sunt clasificate ca pierderi și băncile sunt nevoite să le provizioneze. În timp ce economia este încă vulnerabilă și consumatorii se luptă cu costurile de trai din ce în ce mai mari și în același timp cu o creștere nesemnificativă sau nulă a venitului, venitul disponibil fiind forțat la limită, băncile se tem ca situația să nu devină și mai gravă.

Condițiile de împrumut sunt așteptate să se comporte normal având în vedere următorii factori: (i) promovarea echilibrului politicilor macroeconomice conform reglementărilor EU-FMI-BM; (ii) strategia de împrumuturi ale grupurilor bancare de top ce operează în România prevăd conservare investițiilor locale; (iii) implementarea la nivel european a noilor reglementări ce presupun prevenirea unor ieșiri și restrângeri de activitate necontrolate, piesa centrală a European Bank Coordination Vienna Inițiativa 2.0 fiind de a consolida cooperarea dintre autoritățile de supraveghere în țările de origine și gazdă.

Soliditatea financiară a sectorului companiilor s-a îmbunătățit, cu evoluții mixte din punct de vedere al structurii. Schimbarea sustenabilă în modelul de creștere economică continuă, în linie cu așteptările. Aranjamentele de finanțare semnate de România cu UE, FMI și cu Banca Mondială au pus fundația pentru îmbunătățirea disciplinei plăților la nivel european și au limitat vulnerabilitățile statului în ceea ce privește stabilitatea financiară a bugetului. Mai mult, riscurile sectoarelor nonfinanciare către stabilitatea financiară au rămas aceleași observate în anii precedenți, mai precis, capacitatea (în scădere) de plată a datoriilor către bănci și NBFİ și lipsa disciplinei de plată față de partenerii de afaceri.

În 2011, rezultatele corporațiilor nonfinanciare au adus două puncte procentuale an de an la un total de 8,2% și fluxurile monetare pozitive și în creștere. Dezvoltările sunt totuși inegale pentru diferitele tipuri de companii. Vulnerabilități structurale semnificative au fost găsite pentru: (i) societăți mici și

mijlocii ce au raportat un credit risc crescător (rația împrumuturilor neperformante a atins nivelul de 23,2% în iulie 2012 de la 15,1% la sfârșitul anului 2010), mult mai mare decât pentru corporații (4,3% în iulie 2012); (ii) companiile ce se ocupă de comerț, construcții și de piața imobiliară (ce reprezintă 50% din totalul împrumuturilor bancare către companii) ce au un profil financiar mai riscant și rată mare de îndatorare; (iii) companii domestice private și de stat ce înregistrează performanțe slabe; și (iv) companii ce sunt în curs de insolvență sau faliment ce amenință stabilitatea financiară datorită stocului de împrumut, numărul mare de incidente cu plată și nivelul mare de datorii trecute de data de maturitate către partenerii de afaceri (BNR 2012).

Datorită lipsei echilibrului dintre credite și depozite, băncile române se simt expuse la un potențial blocaj al creditelor ce ar limita fluxurile financiare către regiunea CEE (Central and Eastern Europe).

În strânsă legătură cu acest risc, există o frică referitoare la indisponibilitatea capitalului sau costului foarte mare de accesare a acestuia în mod special de când cerințele de compatibilitate ale noilor capitaluri precum Basel III vor forța și mai mult situațiile financiare ale băncilor. Mai îngrijorător este faptul că pierderile nu sunt distribuite în mod egal printre jucătorii de pe piața bancară locală, câteva bănci înregistrând cele mai mari pierderi. De aceea, este foarte probabil ca aceste instituții să fie nevoite să aducă capital nou ca să facă față noilor reglementări prudentiale ale Băncii Naționale Române, și ar putea fi forțate să renunțe la cota de piață sau chiar să părăsească piața românească.

Pe lângă aceste griji mai există pericolul de a cădea din nou în recesiune deoarece în zonă euro continuă să apăra probleme, în timp ce economia locală rămâne vulnerabilă față de factori externi, iar revenirea este fragilă.

Băncile sunt forțate de presiunea reglementărilor să își reducă activele pentru a atinge cerințele de capital și în consecință creditele imobiliare vor fi afectate disproporționat de nevoia băncilor de a-și echilibra portofoliile. Când îndatoririle vor fi disponibile, vor fi foarte scumpe deoarece costul de finanțare al băncilor continuă să crească chiar și fără costul de capital necesar satisfacerii cerințelor de reglementare. Pe acest fundal, și în contextul în care nu se cunosc efectele Basel III, Solvency II și Alternative Investment Fund managers Directive, băncile vor avea dificultăți în elaborarea de strategii și în a rămâne sigure în privința oricărui sector imobiliar din țară. Deciziile investiționale urmăresc un proces gradual și foarte puține locuri sunt considerate investiții sigure.

Cu toate acestea, sectorul bancar românesc rămâne într-o poziție bună cât privește acoperirea riscului provocat de împrumuturile acordate corporațiilor; rația de capital adecvat (14,7% în iunie 2012) rămâne cu mult peste media acceptată; provizionarea pentru riscurile așteptate asociate cu sectorul companiilor rămâne la un nivel adecvat (aproximativ 92% în iunie 2012); valoarea colateralului în general acoperă valoarea riscului (loan-to-value, LTV ratio, de exemplu valoarea

procentuală a împrumutului împărțită la valoarea colateralului folosit pentru împrumut, este aproximativ 85%). Persistența provocărilor mediului global necesită menținerea indicatorilor mai sus menționați la nivele adecvate. În acest sens, cota mare de împrumuturi în valută oferite SME (în mare parte clienți neasigurați) este probabil să se extindă prevederile asigurătorii prin cuprinderea și a creditării în valută acoperindu-se astfel toți clienții incluzând IMM-urile în conformitate cu recomandările ESRB. Disciplina de plată a companiilor în relație cu entitățile nonbănci s-a îmbunătățit în termeni de parteneri de afaceri, dar rămâne vagă vizavi de entitățile publice. Sectorul gospodăriilor este afectat în principal de gradul mare de îndatorare, în special în ceea ce privește împrumuturile în valută, în timp ce capacitatea de a plăti datoriile scade, dar într-un ritm mai încet. A doua vulnerabilitate a sectorului gospodăresc este persistența poziției scurte de schimb valutar în raport cu sectorul financiar, în ciuda trendului descrescător observat în 2012. Gradul de îndatorare a gospodăriilor tindea să se stabilizeze în perioada observată de acest raport, sub efectul ușor pozitiv oferit de condițiile de împrumut, ce se traduc într-o cerere mai ușoară de noi credite la dobânzi mai mici. Vulnerabilitățile gospodăriilor este întreținută de proporția mare pe care o ocupă creditele în valută (68% în iunie 2012), în principal credite imobiliare și credite ipotecare, dar și de faptul că noile businessuri sunt denominate în principal în alte valute decât cea națională (56% din totalul împrumuturilor în 2011 și în perioada ianuarie - iulie 2012). Noile credite împrumuturi în valută sunt folosite în principal pentru scopuri imobiliare (60% pentru noile afaceri în aceeași perioadă). Ratele creditelor non-performante ale băncilor pentru creditele imobiliare au crescut la 9,5% în iunie 2012. Prognoza pentru evoluția rației împrumuturilor nonperformante este mixtă: numărul de debitori care au întârziat cu plata pentru prima dată pentru mai mult de 90 de zile în 2011 și prima jumătate a lui 2012 a scăzut considerabil cu 11%; probabilitatea de a include împrumuturile în categoria creditelor cu tendință descrescătoare a scadențelor medii sau de a le păstra în aceeași categorie a crescut; așteptările gospodăriilor asupra așteptărilor financiare s-au îmbunătățit.

Pe de altă parte, măsurile de reeșalonare a datoriilor țintite să îmbunătățească capacitatea gospodăriilor de a își plăti datoriile s-a dovedit a fi ineficace, în timp ce previziunile de creștere economică nu sunt optimiste, iar riscul provocat de împrumuturile în valută rămâne ridicat.

Concluzii

Sectorul împrumuturilor imobiliare și ipotecare continuă să afișeze vulnerabilități notabile vizavi de stabilitatea financiară datorită scăderii calității împrumuturilor către gospodării și companii și datorită expunerii băncilor și alor NBFİ (mai mult de 59% în iunie 2012) și ajustarea continuă negativă a prețurilor

proprietăților. Evoluțiile mai sus menționate, împreună cu provocările pe care le înfruntă diverse tipuri de afaceri în condițiile internaționale curente necesită menținerea unei politici precaute a împrumuturilor în privința: (i) nevoii de a menține rația LTV prudentă; (ii) ajustarea continuă a balanțelor băncilor; și (iii) îmbunătățirea culturii financiare a gospodăriilor pentru a înțelege pe deplin riscurile ce apar din împrumuturile forex.

Suplimentarea cadrului de reglementare pentru instituțiile de credit cu provizioane permite băncii centrale să ia măsuri de stabilizare pentru băncile aflate în dificultăți, instrumentele necesare pentru a conserva stabilitatea sistemului financiar via minimalizarea riscului sunt puse la dispoziția instituțiilor. Măsurile de stabilitate sunt destinate să asigure protecția depozitorului și continuitatea serviciilor bancare, implicând un transfer total sau parțial al activelor și obligațiilor către una sau mai multe instituții eligibile sau către o bancă punte creată special în acest scop, precum și un rol mai proeminent pentru Banca de Garantare a Depozitelor. Acest efort face parte din inițiativa UE de a construi un cadru de lucru pentru recuperarea băncilor și soluționarea ca o alternativă la legislația falimentului. Măsurile de stabilizare sunt destinate pentru a evita fluctuații mari în funcționarea fluentă a sistemului financiar și a economiei; ele se trag preponderent din resursele sectorului privat și pot fi aplicate numai către instituțiile creditoare aflate în dificultăți ce pot provoca fluctuații puternice ce amenință stabilitatea financiară. BNR evaluează natura sistematică a instituțiilor de credit din România în mod regulat din perspectiva conservării unui sistem financiar robust.

Basel III va crește cel mai probabil costurile de finanțare ale băncilor.

Băncile sunt în continuare interesate să finanțeze proiecte generatoare de venit decât proiecte de dezvoltare, chiar dacă deschiderea către finanțarea noilor proiecte de dezvoltare a crescut în comparație cu 2010.

Așteptările băncilor legate de creșterea potențială a mărimii portofoliilor de împrumut se îmbunătățesc semnificativ.

Sectorul hotelier rămâne cel mai puțin preferat de către bănci în termeni de finanțări, dar proiectele bune pot primi termeni rezonabili de finanțare.

Acest an și anii următori vor fi anii în care finanțarea proprietăților va deveni victima principală a măsurilor luate de către bănci pentru a face față măsurilor de reglementare și presiunilor macroeconomice.

Va fi anul în care piața va afla că în timp ce băncile se vor axa pe răscumpărarea datoriilor, procesul nu va pune la dispoziție capital nou pentru creditele imobiliare deoarece va fi redirecționat către investiții mai sigure sau industrii acceptabile din punct de vedere politic.

Va fi anul în care piața va observa cum datoriile se vor transforma pe termen scurt și vor deveni mai scumpe, deoarece creditorii vor transfera costul reglementărilor către debitori. Și datorită deficitului de furnizori tradiționali de

împrumuturi, 2012 va fi anul când nevoia de a găsi surse alternative de finanțare va deveni imperativă.

Investitorii imobiliari au dificultăți în a se face auziți de către bănci pe lângă multitudinea de probleme pe care băncile deja le înfruntă din toate direcțiile, iar acest trend este programat să se intensifice. Noi jucători de pe piața bancară se vor dovedi a fi pretențioși în acordarea de credite imobiliare.

Asiguratorii sunt așteptați să își mărească activitatea în acest an, dar numai în termeni ce îi avantajează în totalitate. În momentul de față, zece asiguratorii de viață sunt activi în Anglia și Europa Continentală conform DTZ Research - printre aceștia se numără AIG, Allianz, AXA, Aviva, Legal & General, Met Life, M&G, și Canada Life – un număr ce se așteaptă să se dubleze în următorii trei ani. Ca să facă față obligațiilor contractuale, investitorii precum cei de mai sus se vor înfrupta dintr-un meniu generos de proiecte prime, de calitate, pe termen lung (mai mult de cinci ani), și cu o datorie cu dobândă fixă ce va fi în beneficiul celor din piață care nu vor avea nevoie de acestea.

Bibliografie

- Anghel I., Onofrei, M. (2013). „Dezvoltarea imobiliară. Analiză și principii”, „*Economia Proprietăților Imobiliare*”, ISBN 978-973-709-659-3
- Bernanke, B. (2007). *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming
- Bucharest City Report Q1 2012*, Jones Lang Lasalle
- CEE Property Lending Barometer 2012 - *A survey of banks on the prospects for real estate sector lending in CEE*-by KPMG
- Dedu, V., Stoica, T. (2011). “The Monetary Policy and the Real Estate Market”, *Theoretical and Applied Economics*, Volume XVIII (2011), No. 12(565), pp. 5-14
- ECB- HOUSING FINANCE IN THE EURO AREA- OCCASIONAL PAPER SERIES NO 101 / MARCH 2009-*Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks*
- Emerging Trends in Real Estate® Europe 2012*, Urban Land Institute and PwC
- European Commission (2008). *Towards a Common Operational European Definition of Over-Indebtedness*.
- Georgescu, F. (2006). „*Stadiul pregătirii pentru aplicarea reglementarilor Basel II în sistemul bancar românesc*” – prezentare Finmedia, București
- Georgescu, F. (2007). „*Stadiul actual al aplicării Acordului Basel II*” – prezentare Finmedia, București
- Goldman, S. et al. (2004). *The Practice of Risk Management*, Euromoney Books, London
- Greuning, H. (2004). *Analyzing and managing banking risk*, Editura Irecson, București
- James, T. (2003). *Energy Price Risk: Trading and Price Risk Management*. Gordonsville, VA, USA: Palgrave Macmillan
- Jorion, P. (2001). *Value at Risk*, Editura Mc. Graw-Hill
- National Bank of Romania-*Financial Stability Report for 2012*
- Popescu, D.D. (2009). “Market risk assessment of a bank. Methods and measurements”, *Theoretical and Applied Economics-Supplement, Economic-Financial Analysis and Property Valuation*, Bucharest May 29-31

Efectele crizei financiare și ale evoluției pieței imobiliare asupra sectorului construcțiilor din România

Mihaela Diana OANCEA NEGESCU
Academia de Studii Economice din București
mnegescu@yahoo.com

Rezumat. *În ultimii ani dezvoltatorii imobiliari, firmele care oferă materiale de construcție și firmele de construcții au cunoscut un regres ca urmare a declanșării crizei financiare la finele anului 2008. Studiul are ca scop identificarea corelațiilor dintre conjunctura economică identificată la nivel internațional și național și evoluția sectorului construcțiilor. S-au pus în evidență efectele nefavorabile ale crizei imobiliare asupra domeniului construcțiilor.*

Cuvinte-cheie: piața imobiliară; criza economică; industria construcțiilor.

Introducere

La nivelul pieței imobiliare și al domeniului construcțiilor efecte crizei financiare s-au resimțit profund începând cu trimestrul al patrulea al anului 2008, când pe fondul crizei internaționale piața imobiliară a înregistrat o blocare și chiar o reducere a acesteia, cu repercusiuni la nivelul agențiilor imobiliare și al dezvoltatorilor imobiliari. Efectele imediate s-au resimțit în cadrul firmelor de construcții și al producătorilor de materiale de construcții, prin restrângeri de activitate și implicit prin reducerea performanțelor la nivel de firmă.

Din studiile efectuate și din rezultatele înregistrate la nivelul domeniilor de activitate s-a observat că principalele canale de extindere a crizei sunt reprezentate de cel financiar – cu restrângerea accesului la creditare prin limitarea finanțării externe, de cel comercial – încetinirea creșterii sau chiar reducerea exporturilor, și de cel al cursului de schimb – deprecierea monedei naționale. Criza financiară (Crețu, 2011) nu este decât o formă de manifestare a crizei economice și reflectă o neîncredere în sistemul financiar, o scădere semnificativă a volumului tranzacțiilor la bursă, o dereglare a mecanismelor de piață.

În condițiile economiei de piață, orice întreprindere își concepe o politică proprie de acțiune prin care își stabilește direcțiile de evoluție în prezent și viitor, precum și modalitățile concrete de îndeplinire a acesteia, care să îi asigure menținerea pe piață și dezvoltarea în ansamblu. Mai mult, pentru a crește performanțele lor, este necesar ca deciziile adoptate să se bazeze pe date actualizate, informații și cunoștințe (Anica-Popa, 2011).

Cu o creștere spectaculoasă în ultimii ani, industria construcțiilor din România a reușit să domine acest sector la nivelul Uniunii Europene. Începând cu anul 2000, piața construcțiilor din România a început să crească foarte ușor, dar constant. În toți acești ani, sectorul privat a fost cel care a investit masiv în domeniu, deținând o pondere de peste 80% din totalul lucrărilor finanțate din surse private.

În contextul actual, nicio întreprindere nu își permite să desfășoare o activitate cu scop lucrativ fără să aibă o perspectivă clară atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu și lung, care să îi asigure subzistența, dar și eficiența, în condițiile în care mediul economic devine tot mai complex și mai dinamic. Competitivitatea în acest mediu poate fi influențată atât de creșterea productivității, cât și de dinamica costurilor de producție, cu impact direct asupra prețurilor de vânzare. În acest sens, previzionarea costurilor de producție din domeniul construcțiilor și a implicațiilor acestora asupra performanțelor economice poate constitui un puternic instrument managerial pentru firmele din domeniul construcțiilor.

1.1. Momentul declanșării crizei financiare

Declanșarea crizei financiare care a avut loc în urmă cu patru ani, în 2008, a avut diferite elemente care au anunțat pericolul iminent al prăbușirii pieței imobiliare:

Primele semne care s-au regăsit atât la nivelul României, cât și la nivelul altor țări au fost reprezentate de supraproducția existentă mai ales în Spania și Irlanda, țări care raportau un nivel al lucrărilor mult depășit în raport cu demografia națională și cererea reală de pe piață. Mai mult, prețurile în segmentul imobiliar creșteau, devenind din ce în ce mai mult incompatibile cu mijloacele financiare ale cumpărătorilor. Din dorința de a rezolva problema locuințelor, băncile au dus în anii dinainte de 2008 o politică care s-a transpus printr-o îndatorare accentuată a achiziționarilor. Această criză de adaptare începuse să dea semne încă din 2007 în special în aceste două țări, Spania și Irlanda, generalizându-se apoi în primul semestru al anului 2008.

La nivelul Statelor Unite situația a fost oarecum ameliorată cu ajutorul așa-numitelor „subprime”, prin care băncile acceptau să acorde credite în schimbul unor garanții minime. Astfel băncile americane au oferit împrumuturi masive în acele condiții, ceea ce a condus la situația în care, cu timpul, populația nu a mai putut să-și ramburseze creditele.

Pasul următor a fost reprezentat de criza creditelor. Criza s-a agravat din ce în ce mai mult începând cu luna iulie a anului 2008, transformându-se într-o criză a creditelor. În aceste condiții băncile nu au dorit să-și asume riscul de a împrumuta o instituție care ascundea creanțe dubioase, afectate de produsele derivate bazate pe principiul „subprimelor”. Efectul imediat a fost acela al de a stopa oferta creditelor pentru locuințe și către întreprinderi. Creditele pentru locuințe au scăzut cu 33% în anul 2008 comparativ cu anul 2007.

Cele două elemente prezentate anterior supraproducția și criza creditelor au fost completate pe parcursul celui de-al patrulea trimestru al anului 2008, la nivelul pieței imobiliare rezidențiale, cu un al treilea element, și anume cel al anticipărilor negative din partea majorității agenților imobiliari. În aceste condiții, băncile, din dorința de a-și diminua riscurile la care se expun, n-au mai acordat împrumuturi de refinanțarea, ci au înăspriț condițiile de creditare. Efectul a fost acela de stopare a creșterii prețurilor, iar cumpărătorii au constatat chiar o tendință de scădere a prețurilor locuințelor, devenind totodată mult mai răbdători în a face investiții, așteptând în continuare scăderea prețurilor. Reducerea drastică a tranzacțiilor imobiliare i-a determinat pe dezvoltatori să devină mult mai prudenți, reducând sau chiar renunțând la proiectele noi care urmau a fi demarate în viitorul apropiat. Pentru dezvoltatorii imobiliari efectele crizei au însemnat o creștere a stocurilor, iar în final aceștia s-au retras de pe piață în așteptarea unor oferte suficiente de rentabile.

1.2. Piața imobiliară la nivelul României

Sectorul construcției de locuințe a fost lovit puternic de criza economică din România. Astfel, după patru ani de criză, numărul locuințelor finalizate în România s-a redus cu 34% în 2011, față de perioada de vârf atinsă pe acest segment – anul 2008.

Din punct de vedere statistic reprezintă a patra cea mai mare scădere din Europa Centrală și de Est, potrivit unui studiu al companiei poloneze de cercetare PMR. Conform studiului PMR în România au fost finalizate 44.456 de locuințe noi în 2011, față de 67.255 de unități în 2008, când a fost atins nivelul maxim.

Din punct de vedere al numărului de locuințe, constatăm o creștere a acestuia, în sensul că de la un an la altul, în cifre absolute, acest număr a sporit până în 2008, ducă care s-a instaurat declinul investițiilor.

Anul 2006 reprezintă un an în care, prin locuințele pentru sinistrați, sporul a fost net superior anilor anteriori. Același ritm se înregistrează și în ceea ce privește realizarea de construcții ingineresti, clădiri rezidențiale, locuințe în curs de execuție etc., la care creșterile sunt constante, dar sigure.

Investițiile au provenit, în cea mai mare parte, din fondurile integral private, un rol însemnat avându-l, în ultimii doi ani, posibilitatea construcțiilor civile, inclusiv de locuințe pe bază de credite, care s-au acordat mai ușor și care, prin acest credit ipotecar, poate să însemne un avantaj în perioadele ce vor urma.

Construcțiile rezidențiale și nerezidențiale au înregistrat scăderi în anul 2011 și rămân într-o situație dificilă în continuare.

Tabelul 1

Indicii lucrărilor de construcții, pe obiecte de construcții - % (2005=100)

ACTIVITATE	2011				2012									
	09	10	11	12	01	02	03	04	05	06	07	08	09	
Clădiri rezidențiale	B	110,8	112,5	174,2	174,9	39,0	40,9	73,7	79,7	89,1	103,0	90,2	80,4	97,0
	S	97,7	97,3	132,3	126,8	71,3	64,4	91,4	92,0	97,2	98,5	86,7	81,3	86,3
Clădiri nerezidențiale	B	200,0	185,1	213,8	250,7	87,8	81,7	127,6	155,8	168,0	185,8	174,2	175,1	194,4
	S	169,8	165,5	177,9	191,3	174,3	137,0	153,9	178,0	171,9	167,5	170,5	161,2	170,1

B= serie brută; S= serie ajustată în funcție de număr zile lucrătoare și de sezonabilitate

Sursa: Institutul Național de Statistică a României.

În luna septembrie 2012, volumul lucrărilor de construcții rezidențiale a crescut față de luna august 2012, ca serie brută, cu 20,65%, iar ca serie ajustată în funcție de numărul de zile lucrătoare și de sezonabilitate, a crescut cu 6,15%.

Față de luna corespunzătoare a anului precedent, volumul lucrărilor de construcții rezidențiale a scăzut, atât ca serie brută, cât și ca serie ajustată în funcție de numărul de zile lucrătoare și de sezonabilitate, cu 12,45%, respectiv cu 11,67%.

Scăderea din 2009, 2010 și 2011 a numărului locuințelor terminate a fost determinată de reducerea atât a fondurilor private, cât și a fondurilor publice. În 2010 și 2011 s-au eliberat mai puține autorizații de construire pentru clădiri rezidențiale, față de semestrul II din anul precedent. Investițiile în economia națională au scăzut cu aproape 10 procente în 2010 față de 2009, această scădere înregistrându-se după o reducere și mai accentuată în 2011, care atinsese doar 72% față de 2009. În acest fel, în 2011 s-a înregistrat o diminuare a investițiilor pe total de aproape 21,3%.

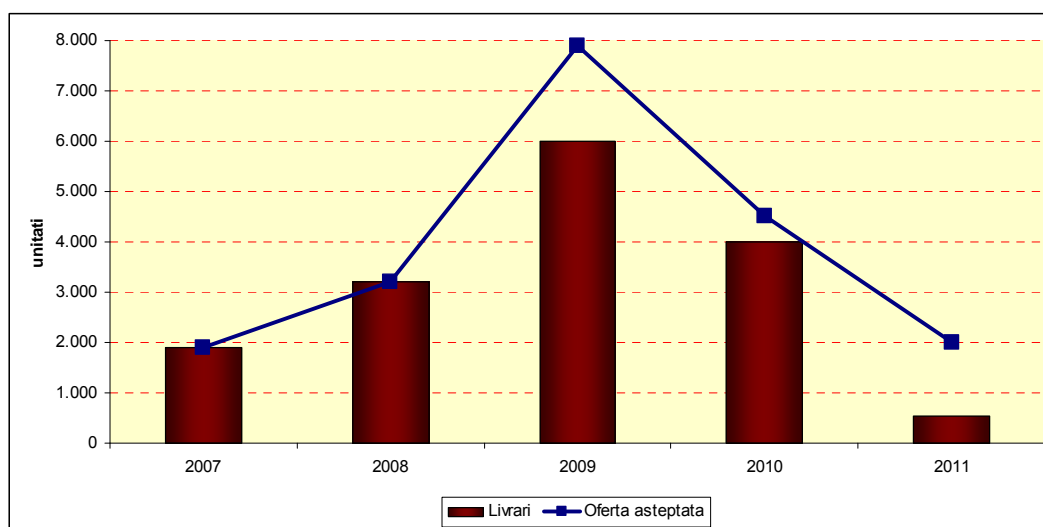


Figura 1. Evoluția ofertei estimate comparativ cu livrările de noi apartamente

La finele anului 2011 exista un stoc de 15.500 apartamente, cu peste 200 de apartamente mai mult față de anul 2010. Din cele 15.500 de apartamente peste 64% au fost livrate în anii 2009-2010. Anul 2011 a adus noi livrări de 16% din media ultimilor ani.

Prețul mediu a scăzut de la 1630 euro/mp în semestrul I al anului 2008 la 1.000 euro/mp în semestrul al doilea al anului 2011, valoare care s-a menținut în primele șase luni ale anului 2012.

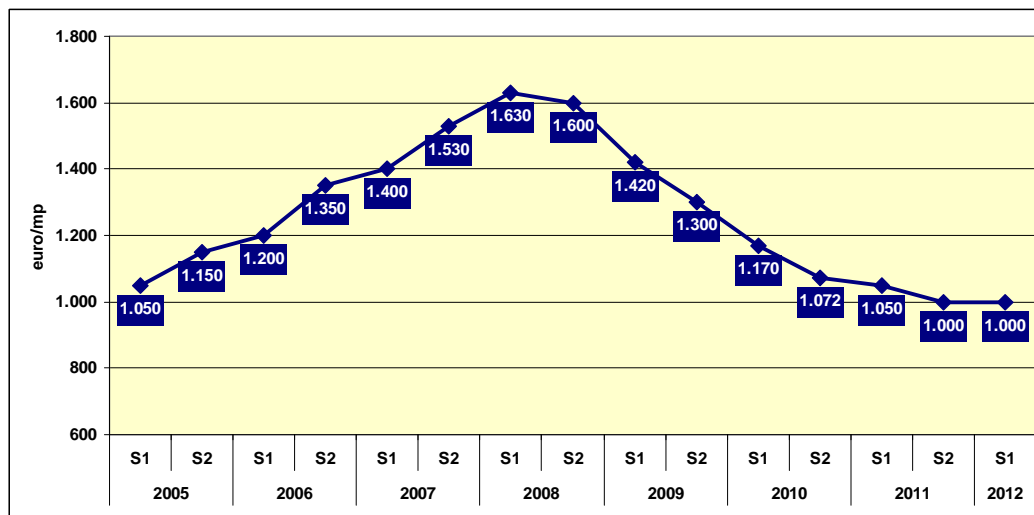


Figura 2. Evoluția prețului pe metrul pătrat construit

Din punct de vedere al stocului de spații de birouri, în București, în prima jumătate a anul 2011 s-au adăugat doar 40.000 mp comparativ cu valoarea de 114.000 mp înregistrată în 2011.

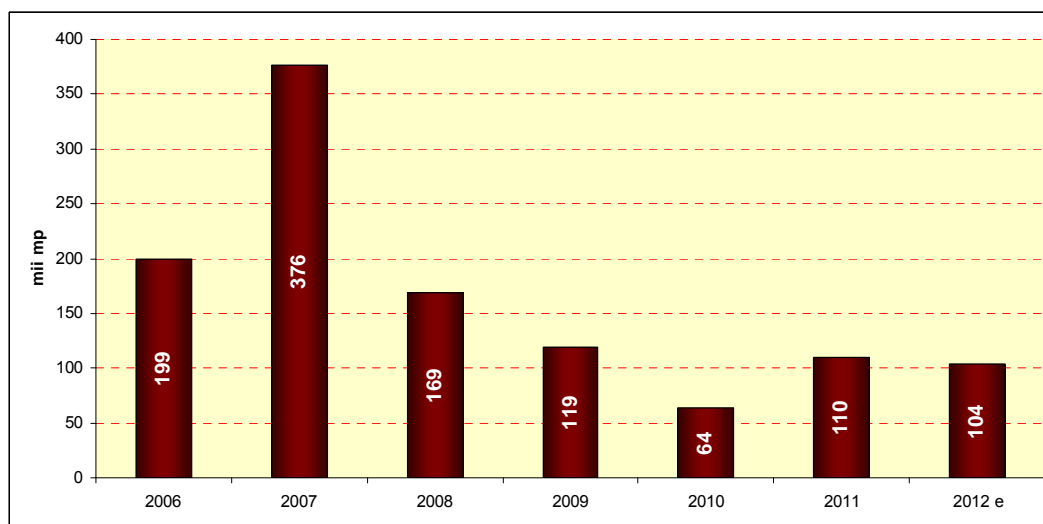


Figura 3. Valoarea suprafeței de noi spațiilor de birouri în București

La nivelul Bucureștiului gradul de neocupare era de aproximativ 17,50% în iunie 2012, comparativ cu 16,50% înregistrat la finele anului 2011.

La nivelul României în 2011 stocul de spații industriale a crescut cu 95.000 mp, din care aproximativ 10.000 mp se regăsesc în București.

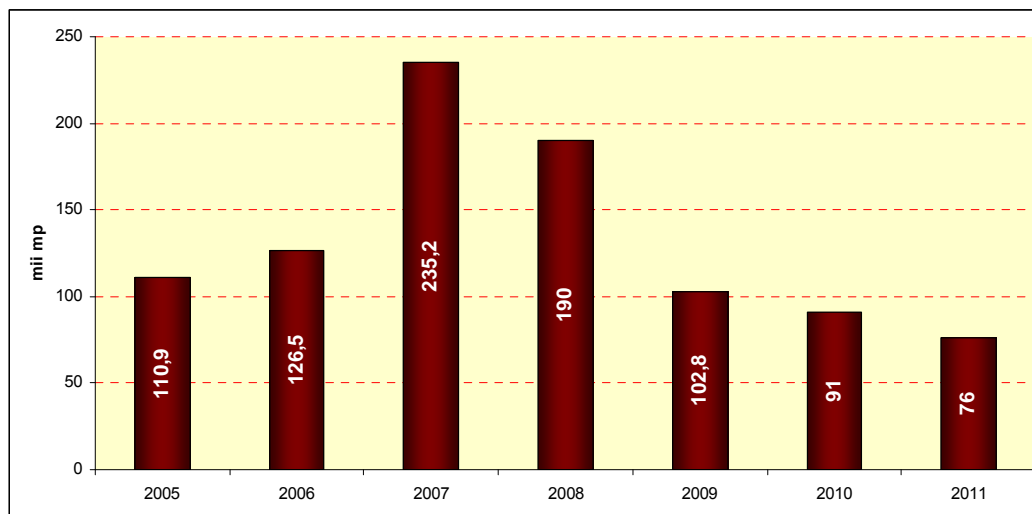


Figura 4. *Evoluția cererii pentru spații industriale și logistice*

Tot la nivelul Bucureștiului gradul de neocupare pentru spațiile industriale era de aproximativ 16,30% în iunie 2012. Comparativ cu anul 2010 cererea pentru spații industriale și logistice a scăzut cu 10% în 2011.

În România, din punct de vedere al sectorului construcției de locuințe este puțin probabil ca situația să se schimbe semnificativ în următorii ani. Este necesară o perioadă mai mare de timp pentru a înregistra progrese mai ales în situația în care s-au înăspriț condițiile de creditare. O prima precondiție pentru îmbunătățirea situației este creșterea economică, cu efecte pozitive asupra puterii de cumpărare a consumatorilor. Creșterea puterii de cumpărare ar putea determina creșterea absorbției unei părți din oferta mare existentă pe piața imobiliară rezidențială. Ulterior, acest fapt ar putea încuraja băncile să reia finanțarea și astfel ar constitui un factor declanșator pentru creșterea activității dezvoltatorilor. În ciuda scăderii prețurilor materialelor de construcții din România, dezvoltatorii nu sunt încă capabili să finalizeze proiectele deja începute și nici să inițieze altele noi.

1.3. Sectorul construcțiilor din România

Piața construcțiilor are un pronunțat caracter sezonier. Astfel, de exemplu, anul 2005 a fost un an defavorabil construcțiilor, datorită evenimentelor meteo care nu au permis realizarea unui număr de lucrări (inundații, surpări de teren).

Evoluția pieței construcțiilor a înregistrat la nivelul României o evoluție spectaculoasă, de la 7 miliarde euro în 2006, la 10,5 miliarde euro în 2007. Din acest punct de vedere, se afla pe locul al treilea în Europa Centrală și de Est, fiind devansată de Polonia și Cehia.

Creșterea puternică înregistrată în anul 2007 de sectorul construcțiilor din România, care a avansat cu 35% față de anul 2006, fiind cel mai alert ritm după 1990, a determinat o creștere cu 26% a vânzărilor de materiale de construcții și în special de ciment de pe piața locală, până la un volum de 9,7 milioane de tone.

În anul 2008, la nivelul Uniunii Europene s-a înregistrat o reducere de 3% a sectorului construcțiilor indusă de declinul sectorului imobiliar.

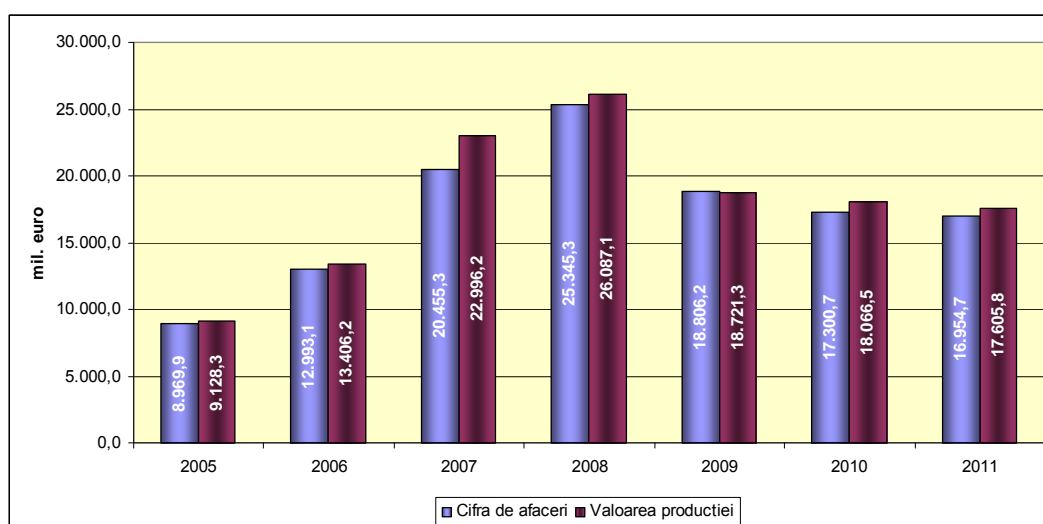


Figura 5. Evoluția cifrei de afaceri și a valorii producției în sectorul construcțiilor în 2008-2011

Expansiunea din 2006-2007 a sectorului românesc al construcțiilor a condus la dezvoltarea la fel de spectaculoasă a afacerilor. În 2009, în România activau peste 60.000 de companii în domeniul construcțiilor, dar numărul acestora s-a redus treptat cu peste 18% până la finele anului 2011

Tabelul 2

Evoluția numărului de firme și a personalului în perioada 2005-2011

Denumire	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nr. întreprinderi	31.023	37.111	48.562	59.389	60.135	49.348	43.503
Nr. de salariați	390.221	430.731	518.514	564.776	479.255	402.868	418.202
Nr. de salariați pe întreprindere	12,6	11,6	10,7	9,5	8,0	8,2	9,6

Sursa: Institutul Național de Statistică a României și Eurostat.

Analizând rezultatele obținute de România în perioada 2008-2011 constatăm că pe total investițiile au înregistrat o scădere față de anul precedent.

Tabelul 3

Indicii investițiilor realizate în România în perioada 2008-2011					
Denumire	Anii	În % față de perioada corespunzătoare din anul precedent			
		trim. I	trim. II	trim. III	trim. IV
Investiții – total	2008	134,3	130,2	123,2	102,3
	2009	102,7	70,3	69,4	60,1
	2010	72,0	93,0	82,9	94,7
	2011	96,3	93,5	115,6	122,1

La nivelul lucrărilor de construcții noi trendul este similar celui înregistrat pe total.

Pentru anul 2012 volumul lucrărilor de construcții, serie brută, a scăzut în primele nouă luni ale acestui an cu 3,2%, comparativ cu cel din perioada similară a anului trecut, ca serie ajustată în funcție de numărul de zile lucrătoare și de sezonabilitate, creșterea fiind de 4,6%.

Pe elemente de structură, la lucrările de construcții noi, volumul lucrărilor de construcții a crescut cu 12,5%. S-au înregistrat scăderi la lucrările de reparații capitale (-13,4%) și la lucrările de întreținere și reparații curente (-11,7%).

Pe obiecte de construcții, volumul lucrărilor de construcții a scăzut la clădirile rezidențiale și la clădirile nerezidențiale cu 15,1%, respectiv cu 6,9%. La construcțiile inginerești, volumul lucrărilor de construcții a crescut cu 13,5%.

În această perioadă se observă o creștere la lucrările de construcții noi (+17,5%). La lucrările de reparații capitale și la lucrările de întreținere și reparații curente s-au înregistrat scăderi cu 14,7%, respectiv cu 6,5%.

Pe obiecte de construcții s-au înregistrat scăderi la clădirile rezidențiale și la clădirile nerezidențiale cu 17,6%, respectiv cu 5,3%. La construcțiile inginerești, volumul lucrărilor de construcții a crescut cu 17,5%.

Tabelul 4

Indicii investițiilor realizate în construcții noi în România în perioada 2008-2011					
Indicatorul	Anii	În % față de perioada corespunzătoare din anul precedent			
		trim. I	trim. II	trim. III	trim. IV
Investiții – construcții noi	2008	132,5	134,8	127,8	107,3
	2009	106,6	91,4	81,4	77,4
	2010	70,6	83,2	77,9	89,0
	2011	93,4	91,5	104,3	114,5

Înainte de 2008 eram obișnuiți să caracterizăm construcțiile ca sectorul cel mai dinamic al economiei, concluzie firească în urma unei evoluții de-a dreptul fulminante, urmată de o cădere începută în ianuarie 2009 și continuată apoi în perioada 2010 - iunie 2012.

În prezent, cea mai mare parte a materialelor de construcții de pe piață, circa 60% - 70%, sunt produse în România.

Costurile de producție în acest sector de activitate s-au majorat ca urmare a creșterii tarifelor la energie electrică și gaze cu 1,5% - 1,6%. Prețurile materialelor de construcții sunt cu 5% mai mari. Din punct de vedere al vânzărilor, cimentul va fi pe primul loc, cu circa 600 milioane de euro, urmat de produsele de termoizolare și de prefabricate.

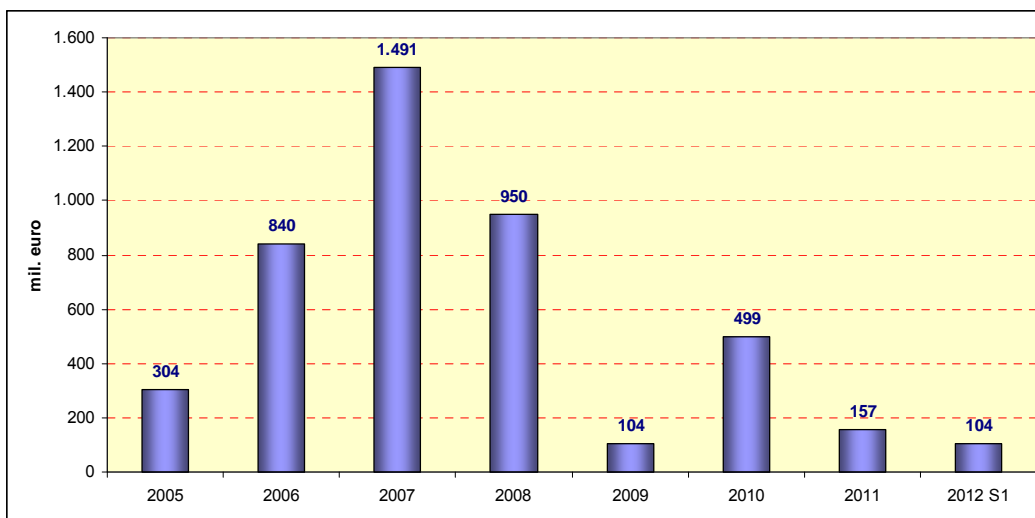
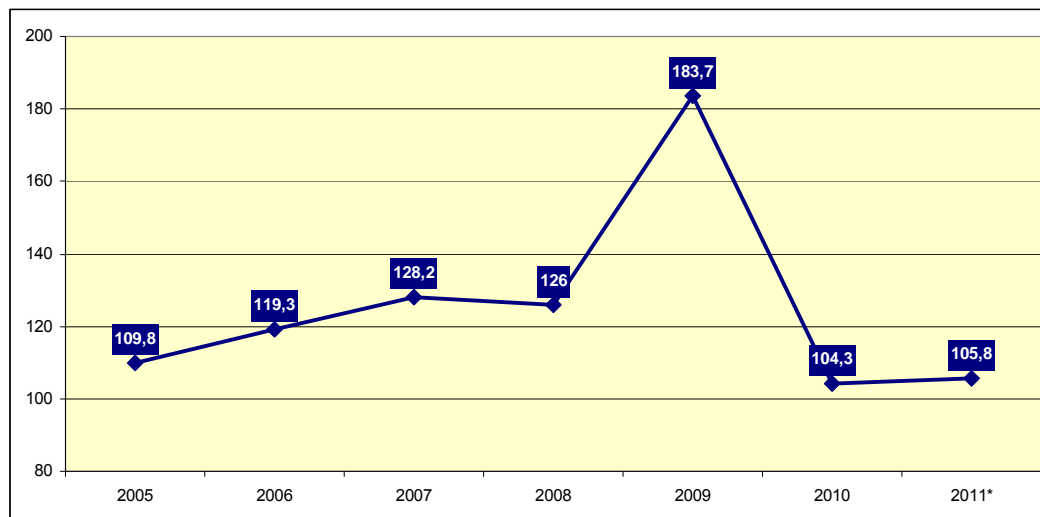


Figura 6. Volumul investițiilor în sectorul construcțiilor

Construcțiile industriale și cele de pe segmentul de retail sunt cele mai profitabile, în timp ce segmentul rezidențial se confruntă cu probleme în ceea ce privește respectarea normativelor și, implicit, siguranța utilizatorilor finali.

În mediul rural 65% din construcțiile rezidențiale nu au autorizații de construcție.

Una dintre probleme cu care se confruntă în prezent proiectanții este dată de lipsa tuturor caracteristicilor tehnice ale materialelor de construcții nou intrate pe piață. La rândul lor, producătorii reclamă prețul mare de testare al produselor noi în laborator.



*) Date provizorii.

Sursa de date: Institutul Național de Statistică.

Figura 7. Indicii lucrărilor de construcții 2005-2011 (anul precedent = 100)

Din anul 2005 și până în 2008, investițiile au urmat un curs ascendent, înregistrându-se creșteri de peste 9% de la un an la altul. Din anul 2009, investițiile și producția au marcat un curs descendent, cu scăderi foarte mari în 2010, 2011 și prima jumătate a anului 2012.

Specialiștii din domeniul construcțiilor afirmă că fondurile europene pot fi folosite cu succes pentru testarea noilor materiale, că cea mai importantă idee a politicii de produs este orientarea către consumator, iar produsul trebuie să fie astfel conceput pentru a satisface la maximum necesitățile clientului, un obiectiv foarte promovat de programele europene de finanțare.

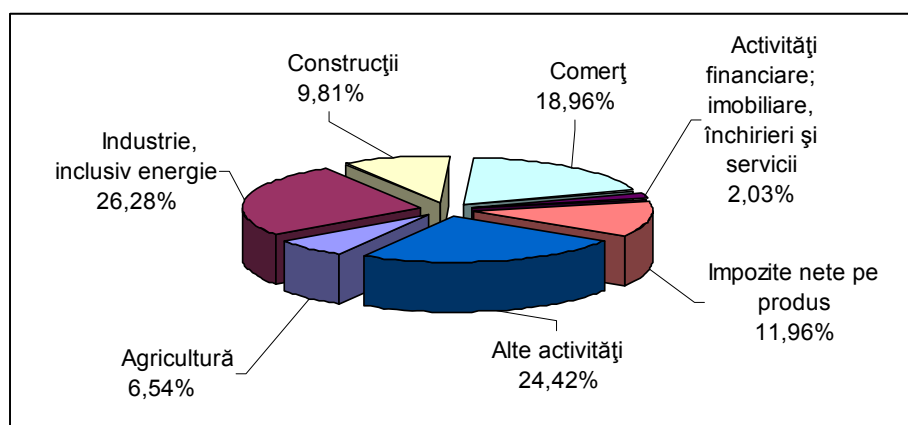
Volumul lucrărilor de construcții a crescut în primele opt luni din 2012 cu 4,9% în serie brută, comparativ cu perioada similară a anului trecut.

1.4. Tendințe privind piața imobiliară și sectorul construcțiilor

Sectorul construcțiilor joacă un rol important în economia europeană. Acesta generează aproape 10% din PIB și oferă peste 20 de milioane de locuri de muncă în cadrul a peste 3,29 milioane întreprinderi, în special pentru microîntreprinderi și întreprinderi mici. De asemenea, construcțiile reprezintă unul dintre principalii consumatori de produse intermediare (materii prime, produse chimice, echipamente electrice și electronice etc.) și de servicii conexe. Datorită importanței sale economice, performanța sectorului construcțiilor poate influența în mod semnificativ dezvoltarea economiei în ansamblu.

La nivelul României sectorul construcțiilor reprezintă aproximativ 9,81% din produsul intern brut.

În anul 2007, produsul intern brut a fost în cifre absolute și prețuri curente de 404.708,8 milioane lei, ceea ce reprezintă o creștere de 6,1% față de anul precedent. În anul 2008, PIB a ajuns la 514.654 milioane lei. Comparativ cu 2007, PIB a crescut în 2008 cu 7,1%. În anul 2009, pe fondul lipsei de programe care să stimuleze activitatea economică și sub efectul devastator al crizei, PIB-ul a scăzut la 491.273,7 lei, înregistrând o scădere, în date comparabile, de 7,1%. În 2010 PIB-ul a ajuns la 522.561,1 milioane lei, iar în 2011 a fost de 578.551,9 milioane lei. În primul trimestru al anului 2012, valoarea curentă a PIB-ului trimestrial a fost de 109.468,8 milioane lei.



*) Date provizorii.

Sursa de date: Institutul Național de Statistică.

Figura 8. Structura produsului intern brut – PIB în 2011

Având în vedere faptul că numărul autorizațiilor de construire pentru clădiri rezidențiale a scăzut în primele nouă luni ale anului 2012 cu 4,6% față de aceeași perioadă a anului trecut, la 29.587 conform datelor oferite Institutul Național de Statistică (INS), tindem să credem că sectorul construcțiilor nu-și va reveni destul de curând.

Scăderi importante s-au înregistrat în regiunile de dezvoltare Nord-Est (499 autorizații), Sud-Muntenia (374 autorizații), Sud-Est (372 autorizații) și Nord-Vest (208 autorizații). În regiunea de dezvoltare Vest s-a înregistrat o creștere cu 189 autorizații.

Având în vedere evoluția economiei României în perioada următoare considerăm că se va înregistra o scădere și în perioada următoare. Managerii firmelor de construcții estimează pentru următoarele trei luni o scădere a volumului producției și a stocului de contracte și comenzi. Reducerea volumului

de activitate ar putea determina reducerea numărului de salariați ca efect al contracției pieței.

În schimb, decalajul dintre cerere și ofertă generat de scăderea volumului producției industriale în următoarea perioadă va conduce la o creștere moderată a prețurilor lucrărilor de construcții.

De asemenea, programele de infrastructură cu fonduri europene și investițiile în agricultură, în special în proiectele de irigații, constituie un sprijin real pentru piața construcțiilor. Tendința acesteia, cel puțin până în luna octombrie 2012, este de reducere sub nivelul din 2011. Potrivit estimărilor specialiștilor, în 2012 piața construcțiilor ar putea scădea puțin sub nivelul din 2011 în ceea ce privește afacerilor constructorilor.

Din punct de vedere al construcțiilor rezidențiale acestea afectează mai puțin sectorul construcțiilor, cu toate că se înregistrează o ușoară revigorare în anumite zone, mai ales în zonele cu potențial economic deosebit.

Existența fondurilor europene și a proiectelor de infrastructură sunt singurele care pot impune sectorului construcțiilor o creștere anuală în următorii ani. Motorul principal al acestei creșteri îl constituie continuarea și chiar demararea lucrărilor la autostrăzi, lucrările de reabilitare a aeroporturilor, porturilor, lucrările de modernizare a drumurilor naționale, județene și comunale, lucrările de construcție de locuințe, spații de birouri și depozite și, nu în ultimul rând, continuarea proiectelor de reabilitare termică a locuințelor existente (Anica-Popa, Motofei, 2010).

Sectorul lucrărilor de infrastructura rutieră nu a avut scăderi semnificative în 2009 și 2010, în pofida declinului economic sever remarcat în România, și a crescut în 2011 la 18,7 miliarde lei (4,4 miliarde euro), cifra de afaceri de aproape nouă ori mai mare față de nivelul din 2002 și cu peste 20% mai ridicată decât în 2010.

Până în anul 2021, se preconizează România are nevoie de peste 10 miliarde de euro, numai pentru modernizarea coridoarelor feroviare IV și IX, cele care tranzitează România, legând nordul cu sudul Europei și estul cu sudul. Potrivit strategiei pe termen lung a sectorului feroviar, costurile tuturor programelor de modernizare și reînnoire a infrastructurii feroviare depășesc 17 miliarde de euro. Eforturile financiare, până în 2021, vor fi din mai multe surse, cum ar fi bugetul de stat, fonduri europene și împrumuturi bancare.

Datele necesare pentru analiza pieței imobiliare și a sectorului construcțiilor pot fi prelucrate într-un depozit de date. De exemplu, setul SQL Server permite, prin intermediul instrumentelor sale de Business Intelligence, utilizarea unor tehnici specifice de analiză economică și financiară a datelor colectate de la diferite sisteme informatice.

Concluzii

După o creștere continuă a pieței construcțiilor în perioada 2005-2008, volumul construcțiilor din România a scăzut în continuu până la jumătatea anului 2012. Construcțiile rezidențiale și nerezidențiale au înregistrat scăderi în anul 2011 și rămân într-o situație dificilă în continuare. Având în vedere evoluția economiei României în perioada următoare considerăm că se va înregistra o scădere și în perioada următoare. În România, din punct de vedere al sectorului construcției de locuințe, este puțin probabil ca situația să se schimbe semnificativ în următorii ani. Este necesară o perioadă mai mare de timp pentru a înregistra progrese mai ales în situația în care s-au înăspriț condițiile de creditare. La nivelul României sectorul construcțiilor reprezintă aproximativ 9,81% din produsul intern brut.

Pentru revigorarea domeniului sunt necesare investiții sau alte măsuri menite să stimuleze construcția de locuințe, care în plus vor avea efect amplificat asupra creșterii economice a României. Doar prin creșterea cererii este posibilă majorarea volumului de lucrări și, implicit, a cifrei de afaceri.

Bibliografie

- Anghelache, C-tin (2011). *România 2011. Starea economică în malaxorul crizei*, Editura Economică, București
- Anica-Popa, I. (2011). "Development life cycle of the organizational memory for accounting domain", *Proceedings of Creating Global Competitive Economies: A 360-Degree Approach* (17th IBIMA), Milan, Italy, 14-15 november 2011
- Anica-Popa, A., Motofei, Cătălina (2010). „Înființarea și modernizarea diferitelor tipuri de infrastructuri și implicațiile asupra actorilor din industria materialelor de construcții”, *Romanian Statistical Review Supliment*, nr. 3, pp. 266-272, ISSN 1018-046X
- Bărbulescu, A., Mecu, D.G. (2011). *Managementul fondurilor structurale - de la idee la proiect*, Editura Artifex, București
- Crețu, Raluca, Florentina, Șerban, Elena, Claudia (2011). "Analysis of the facts that have generated crisis and their impact on the SMEs in Romania", Universitatea "Lucian Blaga" din Sibiu, Facultatea de Științe Economice, *Conferință ISI Proceedings, 18th International Economic Conference IECS 2011 „Crises after the crisis. Inquiries from a national, European and global perspective”*, Sibiu, România, May 19-20, 2011, ISBN CD 978-606-12-0139-6, pp. 160-166, categoria A, lucrare publicată în Revista Economica indexată BDI, http://iecs.ulbsibiu.ro/archive/2011/iecs_2011_program.pdf, <http://economice.ulbsibiu.ro/revista.economica/archive/RE%202-55-2011.pdf> accesată în 5.11.2012;

- Manole, Al. (2007). "Techniques of Turnovers' Evolution and Structure Analysis Using SQL Server 2005", *Theoretical and Applied Economics*, Volume 7, Issue 7 (July), pp. 41-46
- Colliers international (2012). *2012 Eastern Europe Real Estate Review*, www.colliers.com
- Colliers international (2012). *Romania, Research & forecast report mid-year 2012*, www.colliers.com
- Institutul Național de Statistică (2011). *Anuarul statistic al României, ediția 2011*
www.insse.ro
www.epp.eurostat.ec.europa.eu

Tendențe în evoluția pieței imobiliare în contextul actualei crizei economice – parte integrată a crizei ecologice

Ana Maria POPESCU

Academia de Studii Economice din București
contact.ana@gmail.com

Irina Daniela CIȘMAȘU

Academia de Studii Economice din București
analizaecfin2004@yahoo.com

Rezumat. *Criza economică actuală face parte integrantă din criza ecologică, pentru că economia este parte integrantă a ecologiei. Ceea ce la început debuta ca o criză financiară s-a amplificat, cuprinzând pe lângă piața imobiliară și alte piețe și transformându-se într-o criză economică globală. Toate aceste sisteme sunt în interacțiune și interrelații, comportându-se ca un întreg, dar cu particularități specifice fiecăruia.*

Cuvinte-cheie: criza ecologică; criza economică globală; piața imobiliară; caracteristici.

Introducere

În evoluția oricărui element al viului natural sau creat de om, interacțiunea dintre sănătate și criză face parte din desfășurarea firească a lucrurilor.

La nivelul planetei Pământ, suntem „întregi vii integrați”, mediul creat de om făcând parte organică din mediul natural. Expresia „cosmeostaziilor” coexistente, din perspectiva filosofie Hwa Jen, se poate reda prin formule: „unul în unul; unul în toate; totul în unul; totul în toate”.

În mediul creat de om, ca și în interacțiunile dintre acesta și mediul natural, omul, prin comportamentul său, este considerat factorul din „interior” ce tulbură „cosmeostaziile” coexistente, provocând pericolele ce declanșează crizele, dar și oportunitățile pentru depășirea lor.

Excesele și deficitul comportamentului uman, ce se reflectă și în cel instituțional, dincolo de sursa critică a „intregilor integrați” de a se autoregla sunt cele care pregătesc tulburările numite crize. Ele pot fi la nivelul ființei umane, familiei, comunității, organizației de afaceri, vieții economice și sociale, instituțiilor ce definesc regulile jocului vieții în societate în cadrul relațiilor dintre state etc.

Azi, numim criza ecologică, sistemică ceea ce se întâmplă la scară planetară, deoarece pericolele aparute afectează negativ și grav toate componentele mediului creat de om, inclusiv interacțiunile lui cu analogia lumii vii.

Criza vieții economice este o parte organică a crizei ecologice, având cauze specifice legate excesele și deficitul comportamentului uman în lumea afacerilor care au rupt rezultatele economice de așteptările oamenilor, de „a avea” și de „a fi” la nivelul persoanei umane.

Criza pieței imobiliare, parte organică a crizei vieții economice și sociale, își are cauzele în excesele de lăcomie – guvernate de maximizarea profitului financiar și în deficitul de împlinire umane, determinate de pierderea încrederii în credite și venituri, în valorile ce domină lumea afacerilor și societatea.

Depășirea crizei pieței imobiliare este un proces ce trebuie să facă parte organică din eliminarea exceselor și deficitelor comportamentelor umane și instituționale ce au provocat lăcomie fără omenie, libertate fără responsabilitate, politică fără principii sănătoase, piață fără responsabilitate economică, știință fără umanism etc.

Oportunitățile depășirii actualei crize ecologice, din care face parte și criza vieții economice și sociale, își au rădăcinile în cauzele ce au generat pericolele, toate fiind legate de „căderea omului”, reflectată într-o evoluție neproportională, cunoașterea în „sus” și moralitatea aplicării ei, în „jos”.

Respiritualizarea valorilor pe sensul așteptărilor umane reprezintă cheia tranziției de la afacerile pentru profit la afacerile pentru oameni.

1. Criza piețelor – componența organică a crizei economice actuale

Cercetările din perspective noi paradigme intitulată „sănătatea întregului viu” pun în evidență nevoia de a interpreta viața, în general, pe cea economico-socială, în special ca pe un sistem de interrelații și interacțiuni între „întregii vii integrați”.

Prin „întregul viu comun” înțelegem interrelațiile dintre „viața viului” în natural preexistent și în „viața viului” din mediul creat de om, sub forma familiilor umane, comunităților umane, organizațiilor de afaceri, instituțiilor ce guvernează jocul comportamentelor în viața economico-socială și politică a statului și în relațiile dintre ele.

Omul, ca individ uman, devenit în timp persoana umană, este atât natură, cât și societate. Aceasta înseamnă că în ființa umană integrală se află principiile propriei homeostazii, ce țin de legile naturii viului, dar și de valorile-principiile societății în care acesta trăiește, muncește și iubește. Pentru armonia dintre legile naturii din om și legile societății din om, „înțelepciunea sistemică” a înzestrat ființa umană cu creier, ochi, gură, mâini, picioare etc. spre a putea exercita concomitent atât funcțiile biologice specifice, cât și funcțiile sociale specifice.

Când între aceste funcții domnește armonia spunem că sănătatea omului ca „întreg viu integrat” asigură folosire potențialului energetic la maximum, fiind în măsură să țină sub control consecințele negative ale exceselor și deficitelor de comportament ce se reflectă în interacțiunile ce apar, pe verticala viului uman, dar și pe orizontala prin care coexistă și se succede.

În sens economic, o ființă umană sănătoasă nu poate crește decât în familii sănătoase, în comunități sănătoase, în organizații de afaceri sănătoase, în instituții sănătoase, într-un mediu natural sănătos.

Spre exemplu, o organizație de afaceri sănătoasă, care este de fapt „familia muncii”, poate fi considerată atunci când rezultatele ei – bunuri și servicii, veniturile obținute din realizarea lor: salarii, profit, dobânzi, dividende, impozite etc. – sunt expresia unei armonii cu mediul natural, între salariați și patroni, între respectiva organizație și comunitatea în care se află, între ea și familiile celor care lucrează în acea societate economică etc.

Când afacerile fac bine oamenilor, spune Richard Branson, când bunurile obținute sunt produse în armonie cu exigențele mediului și în responsabilitate cu aspirațiile oamenilor, comunităților și familiilor, atunci și numai atunci putem vorbi de profituri sănătoase economic.

În viața economică, sau în viața afacerilor, comportamentele umane manifestate prin cerere și ofertă se află integrate în cadrul unor piețe aflate în interrelații și interacțiuni, guvernate de intrări, transformări și ieșiri specifice diferitelor procese economice, ce fac parte dintr-o anumită diviziune socială a muncii.

Fiecare dintre aceste piețe ale vieții economice, unde participanții (familii, întreprinzători, administrării publice etc.) vând și cumpără cele necesare propriilor interese: au propria lor „homeostazie” acea parte organică a „mâinii invizibile” care dirijează alegerile noastre folosind resursele limitate în condiții de incertitudini.

Când aceste alegeri făcute de participanții la viață economică în conformitate cu propriile lor nevoi-interese au la bază principiile vieții în armonie, bazate pe libertatea în răspundere, pe libertatea în solidaritate și comuniune socială, excesele și deficitale de comportament aproape că sunt „invizibile” ca influențe negative, regula „câștig-câștig” devine motorul motivației pentru toți cei implicați.

Pericolele care prevestesc apariția crizelor apar atunci când excesele și deficitale de comportament uman, în diferitele lui forme de manifestare, tulbură „homeostaziile” pe piețele vieții economice rupând armoniile dintre „a avea” și „a fi” la nivelul salariaților și patronilor, familiilor și comunităților, instituțiilor statului etc.

În esență, aceste pericole provin din excesele de libertate și deficitale de responsabilitate, excesele de lăcomie și deficitale de omenie; excesele de câștig financiar și pierderile ecologice, familiale, comunitare provocate prin poluare, șomaj, evaziune fiscală, corupție etc.

Atunci când excesele și deficitale de comportament pe diferitele piețe ale vieții economice se întrepătrund, se adâncesc și devin atotcuprinzătoare, întreaga viață economică intră în criza, iar când acestea se răspândesc la nivelul „întregii vieți economice”, apare criza ecologică. Sunt afectate toate componentele viului create de om, sănătatea acestuia ca întreg viu integrat și prin el „sănătatea întregului viu comun”.

Soluția la ceea ce se întâmplă astăzi nu este o problemă doar a vieții financiare, cum se afirmă din păcate, ci a întregii vieți economico-sociale, instituționale la scara globală, care și-a pierdut busola. Adică, și-a pierdut valorile și principiile ce se află la baza „sănătății întregului viu uman”. În locul unor valori și principii sănătoase s-au manifestat „durabil” valori și principii nesănătoase, pentru oamenii și familiile lor, pentru comunitățile umane și organizațiile de afaceri, pentru instituțiile jocului vieții și mediului „natural care ne garantează supraviețuirea”. Ne referim la: lăcomie mână de un egosim egocentrist, la un individualism patologic, voința de a domina cu orice preț și pe oricine, voința de putere folosind cunoașterea științifică.

Și pentru a ne folosi de înțelepciunea lui Einstein, în soluționarea actualei crize economice, sistemice universale spunem că pentru a găsi oportunitățile pe care le conține chiar criza, avem nevoie de o altă minte umană și instituțională diferită total de cea care ne-a aruncat în cel mai grav deficit de iubire, de încredere și credință din istoria cunoscută a omenirii, exprimat sub forma „căderii omului”.

Ridicarea omului prin respiritualizare conștiinței acestuia punând bazele unui nou model educațional care să integreze valoarea iubirii în formarea omului de valoare în locul omului de succes, valoarea libertății în răspundere și a credinței în certitudine, ca elemente definitorii ale armoniei universale reprezintă și în opinia noastră soluția actualei crize economice.

În baza acestei viziuni, ne permitem să interpretăm criza pieței imobiliare, să conturăm unele tendințe și să găsim în cauzele ei acele oportunități care, privite din perspectiva întregii vieți economice, sociale și instituționale, pot ajuta la respiritualizarea comportamentelor umane ce se manifestă și în acest domeniu.

2. Particularități ale crizei pe piața imobiliară

Așa cum am precizat, criza pe piața imobiliară face parte integrantă din „criza piețelor” ce compun viața economică și, ca urmare, cauzele generatoare de excese și deficite de comportament uman și instituțional se regăsesc și în acest domeniu, însă în forme specifice determinate de natura intereselor economice ce însoțesc cererea și oferta pe o asemenea piață.

Lăcomia, excesul de libertate și lipsa de responsabilitate instituțională, voința de a domina concurența prin orice mijloace, evaziunea fiscală, corupția, îndatorarea dincolo de capacitatea reală de economisire și de control al mișcărilor ocupării etc. reprezintă cauze generale aplicate specific la piața imobiliară, unde toți oamenii, întreprinzători sau reprezentanți ai cererii au adoptat comportamente de contrasens, într-un stat societate slab structurată instituțional și moral.

Astfel că, piața imobiliară în contextul crizei financiare actuale, denumită și criza creditului de către unii autori, are drept cauza principală scăderea încrederii investitorilor în obligațiunile ipotecare, obținute prin încercarea de securizarea a portofoliului de credite ipotecare, fenomen ce a condus la dezechilibre în lanț, în dezavantajul tuturor participanților pe o asemenea piață.

În esență, mecanismul acordării creditului ipotecar, garantat cu proprietăți imobiliare (subprime), constă în aceea că persoana fizică, cea care ulterior este deținătorul proprietății imobiliare, solicită obținerea unui împrumut pentru achiziționarea unui imobil, banca acordă acest împrumut, fără o analiză riguroasă a bonității clientului, asigurându-și însă restituirea împrumutului doar prin ipotecarea imobilului. Ca urmare a acestui mecanism, guvernat de valori și principii nesănătoase, deși persoana fizică sau juridică este proprietarul imobilului în acte, în realitate ea este cea care va suporta toate riscurile, inclusiv pe cel de a pierde locuința, dacă nu poate plăti creditul. Iată un exemplu de afacere ce nu are legătură cu respectul față de oameni ci, mai mult, se urmărește ca, în cazul neplății creditului, proprietarul va pierde nu doar imobilul, ci și banii achitați până la data apariției neplății. Faptul că printr-un asemenea mecanism financiar proprietarii erau doar în

acte, până la achitarea integrală a creditului, arată că toate riscurile erau rostogolite unilateral, doar asupra purtătorilor cererii de credite pentru locuințe.

Spre exemplu, în SUA, Societatea Ameriquest, deținută de Roland Arnal, a acordat, inițial, credite ipotecare pentru refinanțarea creditelor ipotecare deja existente, ulterior acordând și credite pentru finanțare fără a ține seama de bonitatea clientului, folosind tehnici de falsificare a dosarului de creditare, dezinformare a clientului privind variabilitatea ratei dobânzii, cu consecințe grave, în principal, asupra celor care intenționau să-și cumpere o locuință. Ba, mai mult, această instituție financiară a vândut obligațiunile ipotecare rezultate ca pe instrumente financiare sigure multor bănci, fonduri de investiții cu sediul pe Wall Street, de unde a apărut propagarea în lanț a unor comportamente bazate pe lăcomie și înșelăciune. Rezultatul a fost ca cea de a patra banca din lume, Lehman Brother, cea care a deținut cel mai mare portofoliu de astfel de obligațiuni, a dat faliment în aprilie 2008. Interesant este că și măsurile guvernamentale anticriză ce au urmat, în loc să atenueze șocurile crizei, le-au adâncit și extins în Europa și nu numai.

În contextul globalizării lumii afacerilor, asemenea comportamente umane și instituționale au antrenat reacții în lanț, cu consecințe negative asupra crizei pe o asemenea piață, și nu numai. Da fapt, modul de manifestare a fenomenului globalizării lumii afacerilor este nu numai expresia unor comportamente nesănătoase, ci și un factor care le antrenează, prin scăparea lor de sub controlul instituțional al statelor suverane. Astfel, din modul de interpretare a fenomenului globalizării afacerilor putem să înțelegem că acesta este atât expresia, cât și condiția actualii crize.

După Martin Allrow „globalizarea se referă la toate acele procese prin care popoarele lumii sunt încorporate într-o singură societate mondială, societatea globală”. În viziunea lui Anthony Gidees „globalizarea poate fi definită ca intensificarea relațiilor sociale în lumea întreagă care leagă într-o asemenea măsură localitățile îndepărtate, încât evenimentele care au loc sunt privite prin prisma altora similare, petrecute la multe mile depărtare și invers”. În același spirit, Emanuel Richter este de părere că „globalizarea este rețeaua globală care a adunat laolaltă comunități pe această planetă, altădată dispersate și izolate, într-o dependență mutuală și o unitate ale unei singure lumi”.

Nicholas Taleb Nassim, autorul celebrei lucrări *Lebada Neagră—Teoria puțin probabilului*, încearcă o analiză echilibrată a fenomenului globalizării aducând atât elemente pozitive, cât și negative. Prin interviurile sale Nicholas Taleb Nassim a avertizat, cu mult înaintea începerii crizei economice, despre efectul negativ al globalizării, care poate provoca pierderi pentru cei mai mulți față de beneficiile pe care le aduce. Efectele negative pe o asemenea piață globală sunt amplificate, spune profesorul Nicholas Taleb Nassim, ca urmare a relațiilor de interdependență tot mai puternice, a faptului că informațiile privind creditele

bancare ipotecare și facilitatea accesului la aceste surse de finanțare au fost accesate prin intermediul TV, internet, precum și prin alte surse de publicitate.

Interpretarea crizei pe o asemenea piață devenită globală este organic ajutată și de înțelegere mecanismelor pe care se bazează interacțiunile între oferta de proprietăți imobiliare și cererea pentru aceste produse. Astfel, fiecărei proprietăți imobiliare îi sunt specifice anumite caracteristici fizice, legale, de localizare, de design etc. care o fac potrivită pentru o anumită utilizare. În esența lor, aceste caracteristici reprezintă mijloacele de negociere ale vânzătorilor, elemente ce definesc oferta de pe o asemenea piață. În același timp aceste atribute sunt și expresia a ceea ce-și doresc cumpărătorii, definesc în fond relația dintre prețul pe care l-ar plăti și calitatea pe care o doresc.

În baza acestor elemente definitorii, tranzacțiile pe o asemenea piață au ca obiect vânzarea/cumpărarea acestor caracteristici (fizice, legale de locație, design etc.) ce se întâlnesc atât în ofertă, cât și în cerea de asemenea produse economice, de purtătorii ofertei, ele sunt în sprijinul intenției de a le vinde, iar la purtătorii cererii sunt așteptări care le sunt implinite, susținând cererea de a le cumpăra.

Data fiind complexitatea relațiilor pe o asemenea piață participanții, ca purtători de interese, sunt foarte diverși. Avem în vedere vânzătorii și cumpărătorii, intermediarii, instituțiile financiare, constructori, notari, cadastrisți, instituțiile statului (administrația financiară, agenția de cadastru și publicitate imobiliară, oficiul de cadastru, biroul de carte funciară etc.) și alții. Din această complexitate de relații decurge și modul în care fiecare interacționează, spre a cunoaște, înțelege și realiza propriile interese economice.

Cunoașterea acestor variabile este deosebit de importantă pentru a face unele predicții pe o asemenea piață. În teoria și practica de specialitate există două viziuni pentru a stabili tendința pe o asemenea piață: viziunea pe termen scurt și viziunea pe termen lung. Cele două termene scurt și lung sunt în funcție de capacitatea de a sesiza acțiunea unor factori, de a cuantifica influența lor asupra cererii și ofertei.

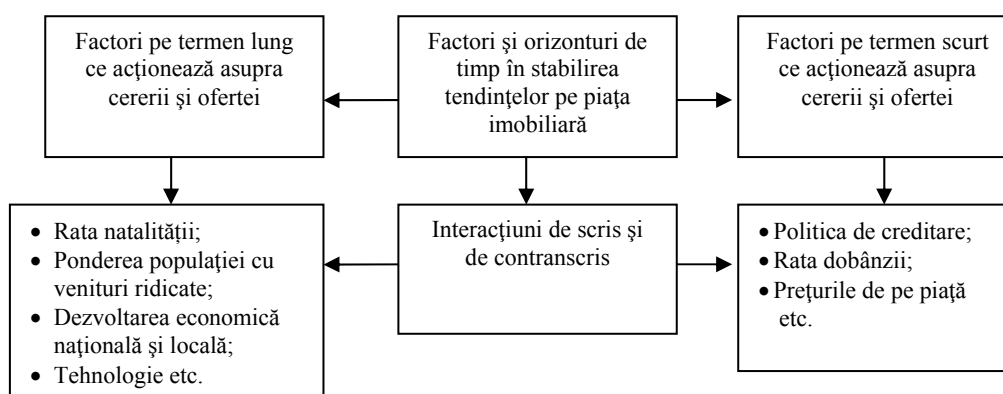


Figura 1. Factori și orizonturi de influențe pe piața imobiliară

3. Impactul crizei din perspectiva imobiliară

Orice criză, ca și cea din domeniul pieței imobiliare, nu se manifestă la fel în toate componentele ei. Deși cauzele pot fi aceleași, impactul factorilor asupra a ceea ce se întâmplă, ca și modul în care răspundem la ceea ce ni se întâmplă, formează o arie de mare diversitate culturală, tradițională și instituțională. Dacă este numai să evidențiem că hotelurile pot fi împărțite în: hoteluri de lux, hoteluri cu dotări pentru conferințe, moteluri de la marginea drumului etc; că, magazinele se împart în: malluri, cu desfacere la stradă, cu vânzare de solduri etc., că locuințele sunt pentru o singură familie, pentru mai multe familii, pentru vânzare/închiriat, atunci ne putem da seama că impactul crizei este în funcție de interacțiunile pe care le generează alegerile realizate în context. În funcție de criteriile de segmentare a pieței imobiliare, legate de localizare, tipul de proprietate și atributele fizice, atributele legale, design, confort și altele, putem să ne apropiem cu cunoaștere și înțelegere, de impactul crizei, diferențiind consecințele, în raport cu acestea, evident, din perspectiva modului în care comportamentelor umane răspund la aceste alegeri.

Interpretarea crizei pieței imobiliare în România, ca și a impactului acesteia asupra crizei vieții noastre economice, nu poate să facă abstracție de particularitățile modului în care s-a format și evoluat aceste în perioada de tranziție.

Una din particularitățile pieței imobiliare o constituie caracterul limitat al factorului teren, însoțit de posibilitățile de dezvoltare ale acestuia prin construirea de locuințe, birouri, spații comerciale, industriale, care constituie și ele noi limitări. Asemenea condiționalitate trebuie privită și din punctul de vedere al ciclicității pieței imobiliare, deoarece limitarea ofertei de proprietăți imobiliare ridică prețurile pe acea piață, pentru ca alternativele de dezvoltare (care sporesc oferta specifică acestei piețe) să impună, ulterior, o reducere de prețuri.

Cunoașterea principalelor caracteristici ce definesc oferta și cererea pe o asemenea piață este esențială spre a putea participa în cunoștință de cauză, apt de automatizare și asumarea riscurilor.

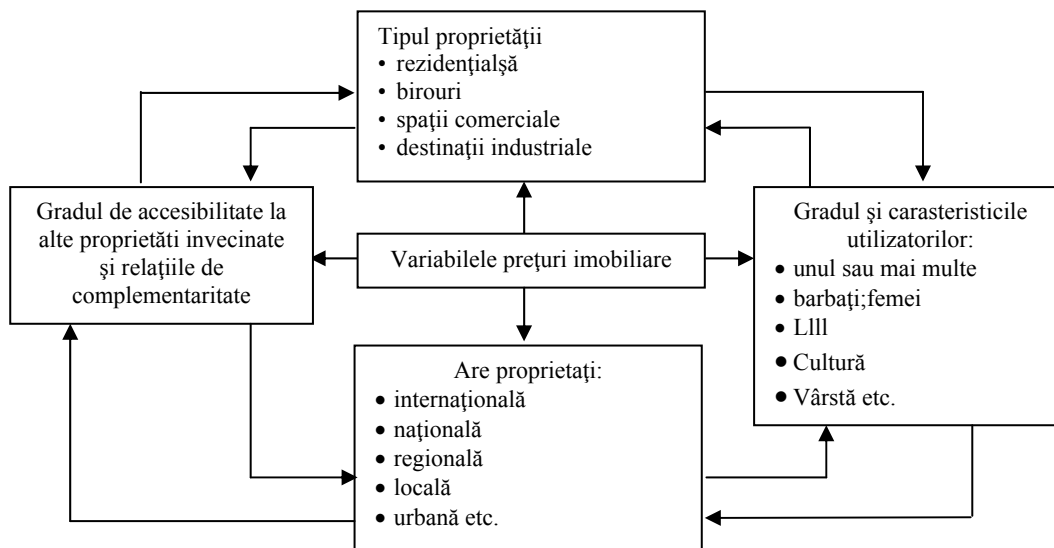


Figura 2. Variabile ale pieței imobiliare

Sintetizând cele prezentate putem să concluzionăm următoarele:

- piața imobiliară din România, prin prețurile excesive, a reflectat atât lăcomia întreprinzătorilor-ofertanți, cât și încurajarea excesivă a băncilor de a oferi credite;
- perioada de criză pe o asemenea piață încă nu a reușit să potolească setea de câștig a întreprinzătorilor, nivelurile de prețuri existente nu s-au redus, în opinia noastră, la nivelul unei rate de profit decente;
- în perioada ce urmează vom asista la un comportament restrictiv deosebit de acut din partea cererii, dacă avem în vedere ce se întâmplă pe piața muncii de la noi și nu numai;
- credem că o stabilizare a cererii pe o asemenea piață ar putea să fie influențată pozitiv de o politică a creditului în limitele bunului-simț ducând dobânda bancară la un nivel apropiat de rata încrederii populației în acest produs;
- apreciem că în domeniul pieței imobiliare se impune din partea guvernului o intervenție substanțială, dincolo de Programul Prima Casa existent, care să armonizeze așteptările tinerilor absolvenți cu ofertele de locuințe într-un orizont de timp suficient de atractiv;
- încrederea pe piața imobiliară va depinde de ceea ce se întâmplă pe celelalte piețe, cu deosebire pe piața bunurilor și serviciilor, unde se află ocupată cea mai mare parte a forței de muncă. Creșterea gradului de încredere pe o asemenea piață în perioadă ce urmează ar putea fi

favorizată de intensificarea atragerii fondurilor europene și de folosirea lor cu eficiența ridicată.

În baza acestor elemente, apreciem că și pe piața imobiliară, ca și pe celelalte piețe, criza provocată prin excesele de lăcomie și deficitul de prudență pot conține și oportunitățile de depășire dacă și numai dacă cei ce se întâlnesc pe o asemenea piață își ponderează comportamentele în limitele decenței și al unor așteptări raționale de tip câștig-câștig pentru toți participanții.

Bibliografie

- Branson, R. (2012). *Afacerile, pentru om*, Editura Publica, București
- Capra, F. (2004). *Momentul adevărului*, Editura Tehnică, București
- Grof, S. (2007). *Dincolo de rațiune*, Editura Curtea Veche, București, 2008
- Nassim, N.T. (2010). *Lebăda neagră*, Editura Curtea Veche, București
- Papa Ioan Paul al II-lea (2008). *Enciclice*, Editura ARCB, București
- Popescu, C., Tașnadi, Al. (2011). *Respiritualizarea. Învăț să fi Om. Ei despre Noi*, Ediție adăugită și îmbunătățită, Editura ASE, București
- Popescu, C. (2006). *Raționalitatea și speranța. Paradigma întregului viu*, Editura Renaissance, București
- Popescu, C. (2011). *Viața ca optimism tragic. Perspectiva economică*, Editura ASE, București

Piața imobiliară și evoluția dobânzii la creditele imobiliare

Adrian ANICA-POPA

Academia de Studii Economice din București
adrian_anica@yahoo.com

Rezumat. *În ultimii ani piața imobiliară, dezvoltatorii imobiliari și firmele de construcții au cunoscut un regres că urmare a declanșării crizei financiare la finele anului 2008. Studiul are ca scop identificarea corelațiilor dintre conjunctura economică identificată la nivel internațional și național și evoluția pieței imobiliare. De asemenea, s-a pus în evidență corelația dintre evoluția prețurilor proprietăților imobiliare și nivelul ratei dobânzii la creditele ipotecare.*

Cuvinte-cheie: piața imobiliară, criza economică, credite ipotecare, dobândă.

Introducere

Ultima parte a anului 2008 a fost marcată de scăderi ale investițiilor imobiliare în toată Europa pe fondul crizei creditelor, iar previziunile pentru 2012 și 2013 arată că activitatea în acest domeniu se va confrunta cu o continuă recesiune.

În prezent dezvoltatorii imobiliari au redus prețurile din dorința de a vinde cu orice preț proiectele, în condițiile în care la jumătatea anului 2012 asistăm la atingerea prețurilor minime de vânzare. Majoritatea proiectelor imobiliare sunt dezvoltate în baza accesării de credite bancare, iar scadența dobânzilor se apropie iminent. Acesta este și motivul pentru care dezvoltatorii vor încerca strategii de vânzare prin finanțări proprii acordate clientului sau prin reducerea suprafeței imobilelor. Aproximarea scadențelor bancare va conduce la dorința unei capitalizări a dezvoltatorilor prin vânzarea „angro” de locuințe, substituită prin cedarea de părți sociale din cadrul diverselor firme care au fost înființate pentru respectivele proiecte.

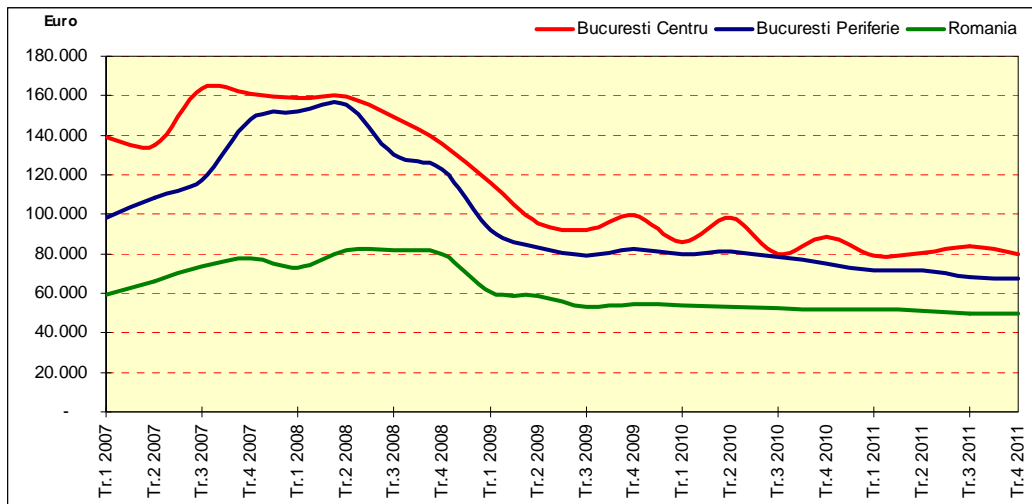
Piața locuințelor noi rămâne afectată de situația accesibilității creditelor bancare, dar și de lipsa unui ciclu tranzacțional corect din piață. Scăderea a fost destul de lentă, dar sigură până în luna iulie 2012 și specialiștii din piața imobiliară, precum și dezvoltatorii se așteaptă la o scădere ponderată în continuare. În plus, nici instituțiile de finanțare nu au mesaje încurajatoare, iar evoluția economiei este fragilă, fiind influențată de conjunctura internațională.

În contextul actual, cumpărătorii au anticipat acest refuz de creditare, renunțând practic la a-l mai solicita, chiar dacă unii dintre ei ar putea beneficia în continuare de aceste creditări. Acest fapt i-a afectat mai mult pe dezvoltatori, care s-au văzut nevoiți să renunțe la proiectele care urmau a fi continuate sau demarate. Prin urmare, acest fenomen de anticipare s-a conjugat cu scăderea efectivă a ofertei, accentuând și mai mult fenomenul.

Criza financiară a afectat sectorul construcțiilor în mod deosebit; s-au înregistrat scăderi severe ale cererii, în special pe piața imobiliară rezidențială, dar și pe alte piețe, de exemplu pe piața construcțiilor de infrastructuri. În România explozia bulei imobiliare a fost unul din principalele cauze ale prăbușirii cererii și a continuat să reducă în mod semnificativ activitatea în acest sector. Mai mult, sectorul imobiliar este afectat în mod special de contracția piețelor de credit. Constrângerile care apăsă asupra cheltuielilor publice din cauza crizei vor exercita o presiune și mai mare asupra investițiilor în infrastructură.

1.1. Evoluția pieței imobiliare de după anul 2007

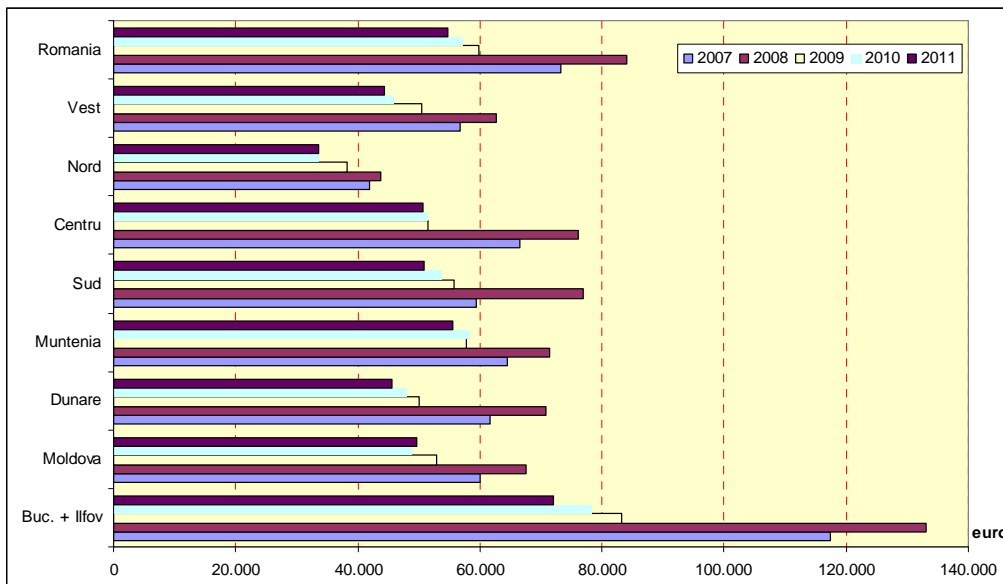
Prețurile pe piața imobiliară scad continuu de cel puțin trei ani, însă, pentru a avea o imagine de ansamblu asupra nivelului la care s-a ajuns în acest moment, trebuie să raportăm prețurile evoluției de ansamblu a economiei din România și la cel al nivelului dobânzilor.



Sursa: Eurobank.

Figura 1. Evoluția prețurilor medii ale proprietăților imobiliare rezidențiale

Potrivit indicelui imobiliar calculat de Eurobank, prețul mediu al locuințelor la nivel României la finele trimestrului al patrulea al anului 2011 a fost de 49.646 euro, în scădere cu 9% față de același trimestru al anului 2010, și cu 40% mai mic decât de maximum atins înainte de criză, respectiv 81.862 euro în trimestrul III. Calculat în RON, prețul mediu a scăzut cu 30%.



Sursa: Eurobank.

Figura 2. Evoluția prețurilor medii ale proprietăților imobiliare rezidențiale pe regiuni ale României

Efectul declanșării crizei financiare a fost acela de stopare a creșterii prețurilor, iar cumpărătorii au constatat chiar o tendință de scădere a prețurilor locuințelor, devenind totodată mult mai răbdători în a face investiții, așteptând în continuare scăderea prețurilor. Reducerea drastică a tranzacțiilor imobiliare i-a determinat pe dezvoltatori să devină mult mai prudenți, reducând sau chiar renunțând la proiectele noi care urmau a fi demarate în viitorul apropiat. În acest caz factorul psihologic acționează ca o frână, cumpărătorii fiind mult mai reticenți în privința cumpărăturilor și, cu atât mai mult, în privința locuințelor, privite de cea mai mare parte a populației drept cea mai importantă investiție din întreaga viață. Dacă până în septembrie 2008 se mergea pe principiul „orice cumpăr astăzi este mâine mai scump”, după această perioadă achizițiile nu se mai fac pe factori strict emoționali, aceștia au dispărut și au lăsat mai mult loc factorului rațional.

1.2. Evaluarea stării de sănătate a României

Evaluarea stării de sănătate a unei țări se răsfrânge asupra unui indicator macroeconomic denumit produsul intern brut - PIB. Produsul intern brut reflectă suma valorii de piață a tuturor mărfurilor și serviciilor destinate consumului final, produse în toate ramurile economiei în interiorul unei țări în decurs de un an.

Componentele produsului intern brut sunt:

- Consumul privat este în mod normal cea mai mare componentă a PIB, reprezentând cheltuielile gospodăriilor în economie. Aceste cheltuieli pot fi clasificate în: bunuri durabile, bunuri perisabile și servicii;
- Cheltuielile statului sau consumul sectorului public, reprezintă suma tuturor cheltuielilor guvernamentale pentru bunuri finite și servicii. Include salariile angajaților din sectorul public, cumpărarea de armament etc.;
- Investițiile includ investiții în fabrici, echipamente, inventar și nu includ schimburile de active existente;
- Exporturile reprezintă exporturile brute ale unei țări, incluzând bunuri și servicii, destinate consumului într-o altă țară;
- Importurile reprezintă importurile brute.

Declinul brusc al PIB-ului din România în 2009 a fost urmare a reducerii puternice a construcțiilor, agriculturii și serviciilor. Pe de altă parte, în 2010, rata de creștere reală a PIB-ului a fost ameliorată de industrie, construcțiile au rămas un sector cu rată de creștere negativă. Pentru următorii ani, există prognoza care vizează o rată pozitivă de creștere reală a PIB-ului, procesul de recuperare fiind susținut de construcții, industrie și servicii.

Tabelul 1

Produsul intern brut în perioada 2007-2011 – miliarde euro

Nr. crt.	Simbol	Denumire	2007	2008	2009	2010	2011
1	AT	Austria	274,02	282,74	276,15	286,40	300,71
2	BE	Belgia	335,81	346,37	340,78	356,13	369,84
3	BG	Bulgaria	30,77	35,43	34,93	36,05	38,48
4	CY	Cipru	15,90	17,16	16,85	17,41	17,98
5	CZ	Republica Cehă	131,91	154,27	142,20	150,27	156,22
6	DE	Germania	2.428,50	2.473,80	2.374,50	2.496,20	2.592,60
7	DK	Danemarca	227,53	235,13	223,99	235,61	239,24
8	EE	Estonia	16,07	16,24	13,76	14,32	15,95
9	EL	Grecia	223,16	233,20	231,08	222,15	208,53
10	ES	Spania	1.053,16	1.087,79	1.048,06	1.048,88	1.063,36
11	FI	Finlanda	179,83	185,67	172,32	178,80	189,37
12	FR	Franta	1.886,79	1.933,20	1.885,76	1.937,26	1.996,58
13	HU	Ungaria	99,42	105,54	91,42	96,59	99,82
14	IE	Irlanda	188,73	178,88	161,28	156,49	158,99
15	IT	Italia	1.554,20	1.575,14	1.519,70	1.553,08	1.579,66
16	LT	Lituania	28,74	32,41	26,65	27,61	30,81
17	LU	Luxemburg	37,50	37,37	36,03	39,91	42,62
18	LV	Letonia	21,03	22,89	18,52	18,04	20,21
19	MT	Malta	5,47	5,86	5,86	6,23	6,50
20	NL	Olanda	571,77	594,48	573,24	588,74	601,97
21	PL	Polonia	311,00	363,18	310,68	354,62	369,67
22	PT	Portugalia	169,32	171,98	168,50	172,67	170,91
23	RO	România	124,73	139,77	118,20	124,06	136,48
24	SE	Suedia	337,94	333,26	292,47	349,95	387,89
25	SI	Slovenia	34,59	37,24	35,56	35,61	36,17
26	SK	Slovacia	54,81	64,41	62,79	65,87	69,11
27	UK	Regatul Unit	2.063,47	1.809,58	1.573,47	1.709,61	1.750,40

Chiar dacă România a avut în anul 2011 o evoluție economică pozitivă și perspectiva pentru anul 2012 era favorabilă, evoluția pieței imobiliare este totuși una negativă. Pentru anul 2012 volumul lucrărilor de construcții, serie brută, a scăzut în primele nouă luni ale acestui an cu 3,2%, comparativ cu cel din perioada similară a anului trecut, ca serie ajustată în funcție de numărul de zile lucrătoare și de sezonabilitate, creșterea fiind de 4,6%.

Sectorul construcțiilor joacă un rol important în economia europeană și deci și la nivelul României. Acesta generează aproape 9,1% din PIB și oferă peste 418.202 locuri de muncă în cadrul a peste 43.503 întreprinderi, în special pentru microîntreprinderi și întreprinderi mici. De asemenea, construcțiile reprezintă unul dintre principalii consumatori de produse intermediare (materii prime, produse chimice, echipamente electrice și electronice etc.) și de servicii conexe. Datorită importanței sale economice, performanța sectorului construcțiilor poate influența în mod semnificativ dezvoltarea economiei în ansamblu.

Viața economică a fiecărei țări este din ce în ce mai animată de existența unor întreprinderi puternice, atât sub aspect financiar, cât și prin ponderea din piață pe care o domină. Acestea își extind permanent câmpul de acțiune dincolo de frontierele statelor de origine (Oancea-Negescu, Cișmașu, 2009).

O comparație mai realistă între țări se face prin luarea în considerare a valorilor PIB-ului pe cap de locuitor.

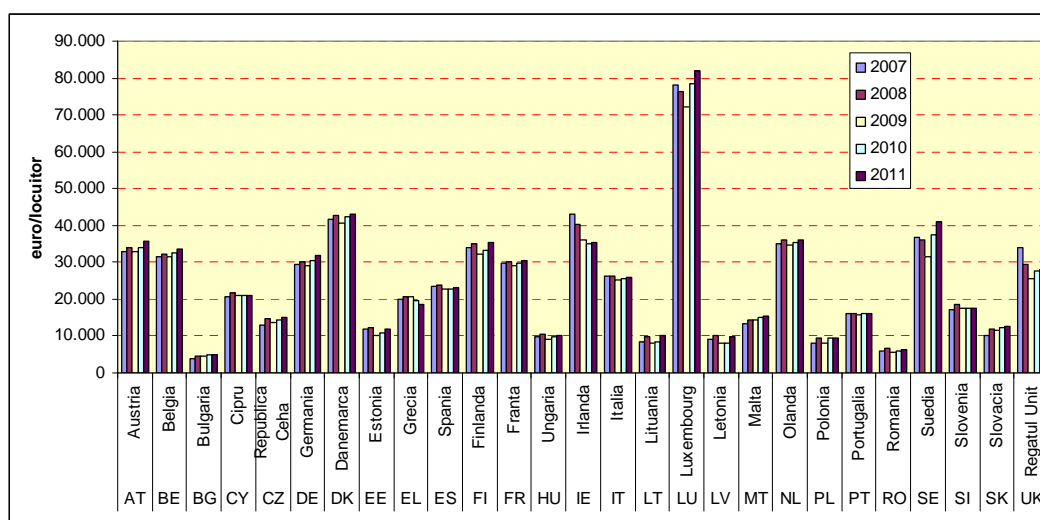


Figura 3. Evoluția produsului intern brut pe cap de locuitor în perioada 2007-2011

Valoarea produsului intern brut pe locuitor crește în perioada 2009-2011. Anul 2009 demonstrează din nou că România are probleme economice reale și planul de redresare are consecințe negative și grave – valoarea ratei de creștere reală a PIB-ului plasează România pe poziții în coada clasamentului UE-27, înaintea Greciei, dar după Irlanda, Letonia, Spania, Bulgaria. Structura PIB-ului relevă probleme și soluții reale ale economiei.

Starea actuală de sănătate în România este rezultatul interacțiunii mai multor factori (Crețu, 2010):

- Reducerea venitului real al familiilor;
- Structura dezechilibrată a bugetului familiei în sensul reducerii cheltuielilor destinate serviciilor (inclusiv celor pentru sănătate);
- Stresul, standardul de viață scăzut, șomajul, insecuritatea socială etc..

1.3. Evoluția dobânzilor în România înainte și după declanșarea crizei financiare

Ca răspuns la criză, unele țări ale Uniunii Europene au investit în pachete de stimulare, de exemplu prin investiții în proiecte de infrastructură anticipate, prin

rate reduse ale TVA pentru construcții noi și/sau renovări de clădiri, prin rate preferențiale ale dobânzii la creditele ipotecare etc. Este necesară elaborarea unor politici adecvate, care să stimuleze creșterea economică și ocuparea forței de muncă pe termen scurt, dar care să încurajeze în același timp o restructurare a sectorului de construcții pe termen lung. Creșterea puterii de cumpărare a populației poate insufla o anumită credibilitate în fața băncilor și dezmoțirii pieței imobiliare. În același timp, pentru a reduce costurile și a crește productivitatea, este necesar ca societățile care activează în industria construcțiilor să colaboreze în vederea implementării sistemelor informatice interorganizaționale (Anica-Popa, 2011)

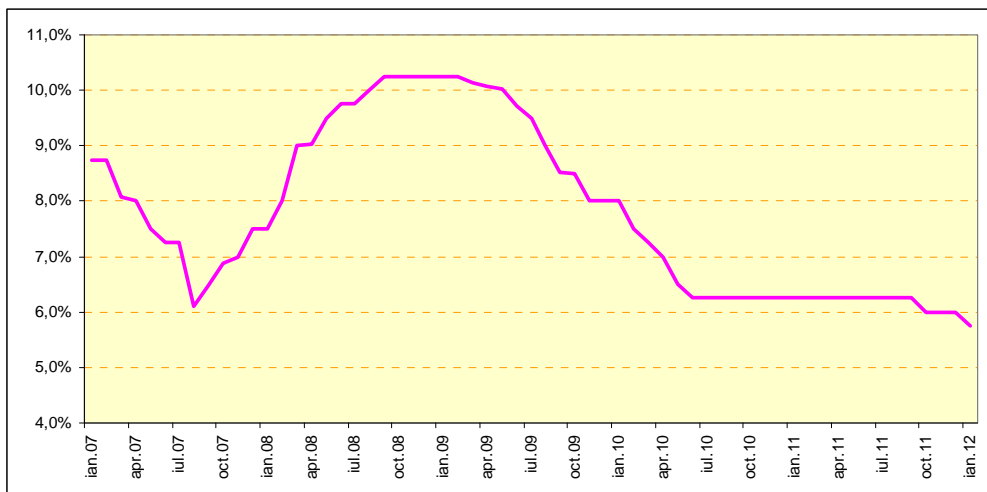
Punctul de plecare îl constituie nivelul ratei dobânzii de referință, oferit de Banca Națională a României.

Tabelul 2

Dobânda de referință a BNR în perioada 2007-2011(%)

Nr. crt.	Denumire	2007	2008	2009	2010	2011
1	ianuarie	8,75	7,50	10,25	8,00	6,25
2	februarie	8,75	8,00	10,25	7,50	6,25
3	martie	8,08	9,00	10,14	7,25	6,25
4	aprilie	8,00	9,03	10,07	7,00	6,25
5	mai	7,50	9,50	10,02	6,50	6,25
6	iunie	7,25	9,75	9,71	6,25	6,25
7	iulie	7,25	9,75	9,50	6,25	6,25
8	august	6,10	10,00	9,00	6,25	6,25
9	septembrie	6,48	10,25	8,53	6,25	6,25
10	octombrie	6,87	10,25	8,50	6,25	6,00
11	noiembrie	7,00	10,25	8,00	6,25	6,00
12	decembrie	7,50	10,25	8,00	6,25	6,00

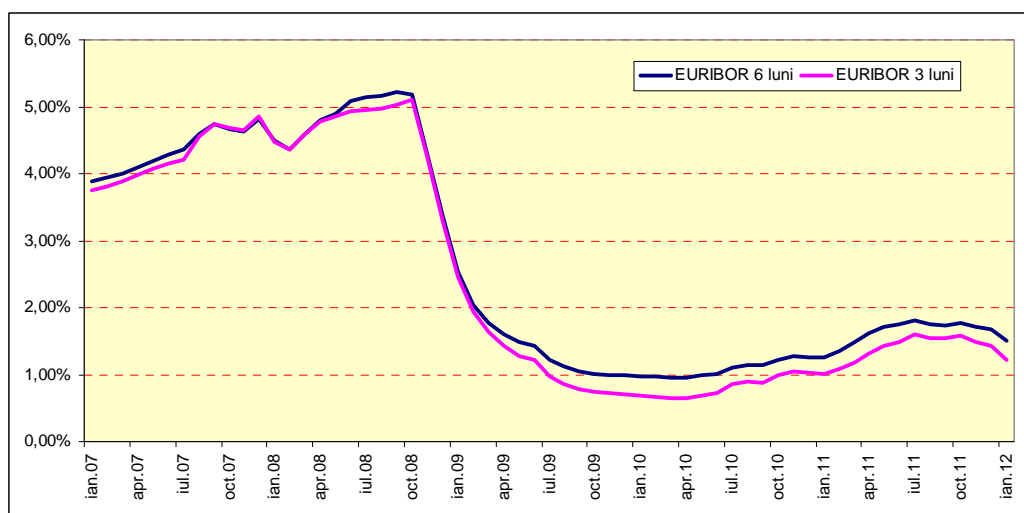
După cum se poate observa există o tendință, cel puțin până în acest moment, a reducerii dobânzii de referință a BNR.



Sursa: Banca Națională a României.

Figura 4. Evoluția dobânzii de referință a BNR pentru RON

Din punct de vedere al dobânzii la creditele pe termen lung evoluția în perioada 2007- 2011 a fost destul de sinuoasă ca efect al crizei financiare declanșate la finele anului 2008. Blocajele financiare din momentul respectiv au condus la o explozie a dobânzilor atât la creditele în lei, cât și la cele în euro. Nivelul ratelor dobânzilor la creditele oferite de către băncile comerciale depinde foarte mult de nivelul EURIBOR. În graficul următor este prezentată evoluția indicelui EURIBOR trei luni și șase luni aferent perioadei ianuarie 2007 - ianuarie 2012.

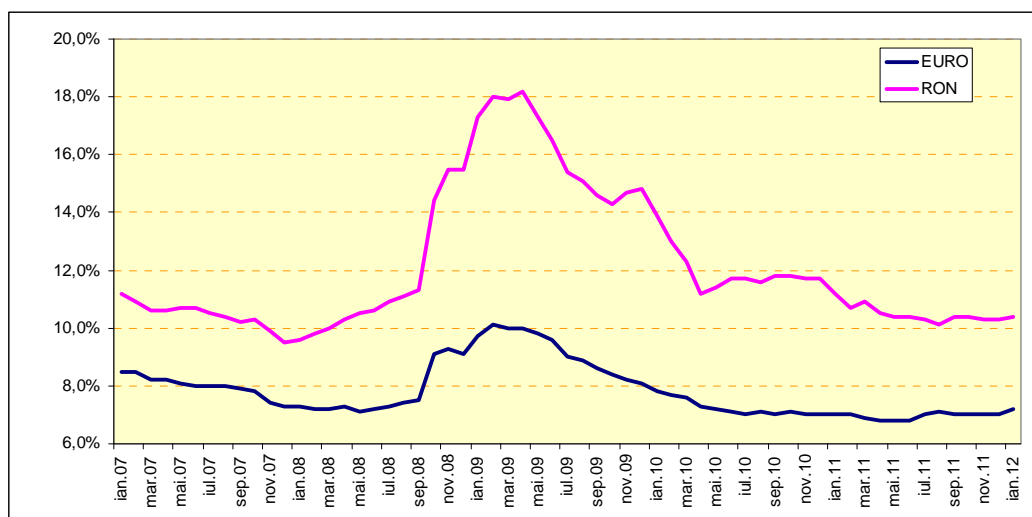


Sursa: European Central Bank.

Figura 5. Evoluția EURIBOR în perioada 2007 – 2011

După cum se poate observa declanșarea crizei financiare a determinat reducerea drastică a acestui indice ca urmare a pierderii interesului actorilor de pe piață de a se împrumuta deoarece nu ar fi putut face față rambursărilor aferente.

Semnificația EURIBOR - European Interbank Offered Rate este aceea că reprezintă un indice de referință independent recunoscut internațional care reprezintă ratele de dobânzi pentru împrumuturile în EURO la care băncile participante în zona monetară UE își acordă împrumuturi. În țara noastră se folosește ca indice de referință pentru variația dobânzii în timp (unele bănci iau aceasta rata ca punct de referință în calculul dobânzii, la care adăugă o marjă fixă). Cei mai importanți indici sunt EURIBOR 3m și EURIBOR 6m.



Sursa: Banca Națională a României.

Figura 6. Evoluția ratei dobânzii la credite ipotecare în perioada 2007-2011

Dacă în anii de glorie de dinaintea crizei creditele se acordau extrem de ușor în cazul cumpărării de imobile sau terenuri (existau chiar bănci care ofereau linie de credit pentru tranzacții imobiliare), acum situația s-a schimbat radical: băncile sunt extrem de reticente în a aproba orice credit imobiliar.

După prăbușirea cotațiilor din piața rezidențială și creșterea accelerată a ratei creditelor neperformante inclusiv pe segmentul ipotecar, creditarea imobiliară a suferit o slăbiciune prelungită în ultimii patru ani (2008-2012). Pentru revigorarea pieței imobiliare a fost nevoie de garanțiile de stat din seria programelor „Prima Casă” pentru ca băncile să reia, chiar și timid, creditarea în domeniul rezidențial.

În 2012 volumul de credite imobiliare deținut de băncile comerciale din România este de 7,7 miliarde euro.

1.4. Corelația dintre evoluția pieței imobiliare și rata dobânzii

Corelând evoluția prețului mediu al locuințelor la nivelul României cu cel al dobânzilor la creditele ipotecare rezultă că în general s-a respectat aceeași tendință. Evoluția creditării în acest moment ne arată că ponderea persoanelor cu credite este mult mai mare decât în perioada 2005-2007, însemnând că numărul celor care pot lua credite este mai mic. În plus, băncile acordă acum credite mult mai greu decât înainte de criză.

De asemenea, trebuie să ținem cont și de sumele de bani care intrau în țară din partea românilor care muncesc în străinătate. Aceștia au contribuit din plin la creșterea prețurilor pe piața imobiliară, dar efectele crizei resimțite și în afara granițelor au determinat reducerea sumelor de bani care ajungeau în România. Astfel, dacă în 2006-2008, în țară intrau anual 5-6 miliarde euro, în 2011 suma a scăzut la 3,6 miliarde euro, iar în condițiile în care piața muncii din Italia și Spania nu își va reveni în următorii ani, sumele trimise în țară vor continua să fie din ce în ce mai mici comparativ cu perioada de dinainte de criză.

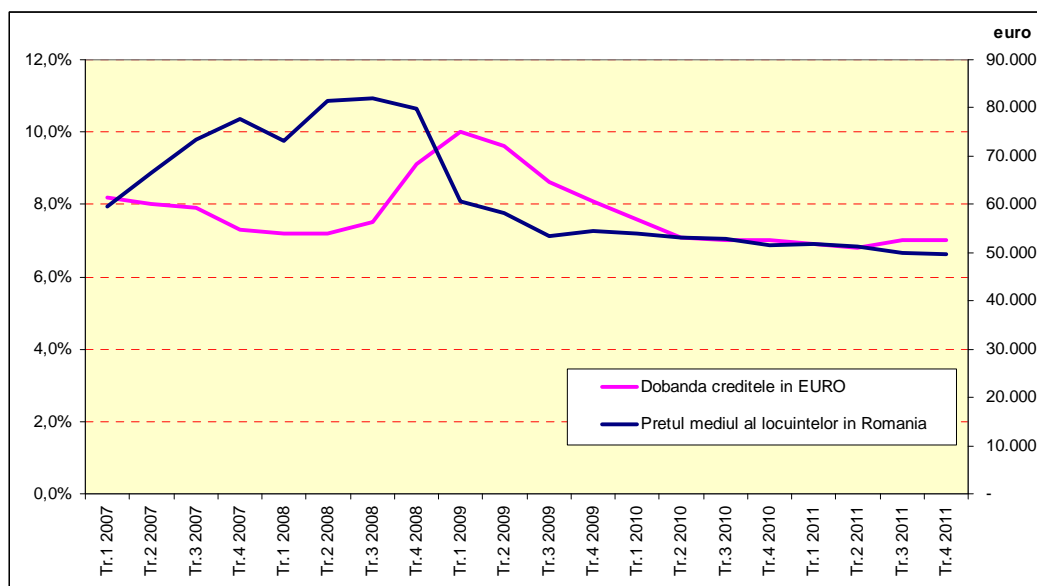


Figura 7. Evoluția comparativă a dobânzii la creditele ipotecare și prețul mediu al locuințelor

Politica conservatoare a Băncii Naționale a României de temperare a creditării prin menținerea dobânzii de referință și noul regulament de creditare, precum și problemele pe care le au majoritatea băncilor europene, dar în special cele din Grecia, fac să devină tot mai evidentă tendința de limitare a creditării și, implicit, a cererii pe piața imobiliară.

Problema cea mai importantă a pieței imobiliare nu este oferta, nivelul prețurilor sau încăpățânarea dezvoltatorilor sau a vânzătorilor, ci lipsa finanțării. Piața imobiliară a primit destul de multe șocuri în ultimii trei ani, iar lipsa finanțării îi va descuraja pe potențialii jucători. Mulți dintre aceștia au crezut în dezghețarea pieței, dar problemele legate de datoria suverană și cele de adecvare a capitalului au pus o presiune foarte mare pe bănci, iar finanțările au întârziat să apară. Prin urmare, tendința ar fi în continuare de reducere a prețurilor determinată de faptul că, deși sunt multe proiecte în dificultate, nu s-a ivit nimic nou pe piața finanțării. Mai mult, puterea de cumpărare este în scădere, iar băncile se protejează împotriva riscurilor prin faptul că nu mai acordă credite.

Concluzii

Dacă în anii de glorie de dinaintea crizei creditele se acordau extrem de ușor în cazul cumpărării de imobile sau terenuri (existau chiar bănci care ofereau linie de credit pentru tranzacții imobiliare), acum situația s-a schimbat radical: băncile sunt extrem de reticente în a aproba orice credit imobiliar. Ca urmare a acestui fapt și prețul locuințelor a scăzut simțitor, din simplul motiv că nu mai există cumpărători care să poată contracta creditul în valoare egală cu suma cerută de către vânzători. De asemenea, oamenii sunt mai precauți, evitând în acest moment să cumpere, deoarece speră la obținerea unui preț și mai scăzut sau pur și simplu le este teamă că își vor pierde locurile de muncă și nu vor mai putea plăti ratele. Având în vedere evoluția economiei României în perioada următoare considerăm că se va înregistra o scădere și în perioada următoare la nivelul pieței imobiliare. Este necesară o perioadă mai mare de timp pentru a înregistra progrese mai ales în situația în care s-au înăspriț condițiile de creditare. Pentru revigorarea sectorului imobiliar sunt necesare măsuri menite să stimuleze construcția de locuințe. Doar prin creșterea cererii, ca urmare a unor soluții de finanțare adecvată, este posibilă deblocarea pieței imobiliare.

Bibliografie

- Anica-Popa, I. (2011). "General Architecture of Fresh Fruits Supply Chain Systems", *Proceedings of 6th IASME/WSEAS International Conference on Economy and Management Transformation (EMT'11)*, Angers, France, 17-19 november 2011
- Colliers international (2012). *2012 Eastern Europe Real Estate Review*, www.colliers.com
- Colliers international (2012). *Romania, Research & forecast report mid-year 2012*, www.colliers.com
- Anghelache, C-tin (2011). *România 2011. Starea economică în malaxorul crizei*, Editura Economică, București

- Cișmașu, Irina, Oancea-Negescu, Mihaela Diana (2009). *Consolidarea și analiza economico-financiară la nivelul grupului de societăți*, Romanian Statistical Review Suppliment, No. 3/2009, pp. 296-302, ISSN 1018-046X
- Crețu, Raluca Florentina, Crețu, R.C. (2010). "Comparative analysis of the exposure level of population to certain environmental factors in various residentship circumstances", Fundația Academia Comercială din Satu Mare, Facultatea Management Financiar Bancar, *Simpozionul Internațional "Sustainable Development in Conditions of Economic Instability"* 18 – 19 iunie 2010, *Supplement of "Quality-access to success"* Journal year 11, no. 113 Special/ 2010. The journal is published by the Romanian Society for Quality Assurance, CNCSIS recognized, category B+ and it is included in SCOPUS and EBSCO, ISSN 1582-2559, Editura Cibernetica MC București, ISBN 978-973-88451-8-3, <http://www.academiacomerciala.ro/>, accesat 10.11.2012;
- Institutul Național de Statistică (2011). *Anuarul statistic al României, ediția 2011*
www.insse.ro
www.bnr.ro
www.epp.eurostat.ec.europa.eu

Particularități ale evaluării proprietăților imobiliare generatoare de afaceri

Ana Maria POPESCU

Academia de Studii Economice din București
contact.ana@gmail.com

Rezumat. *În ultimii 3-5 ani, dezbaterile cele mai ample în domeniul metodologiei evaluării s-au concentrat pe două subiecte. Primul se referă la evaluarea activelor necorporale ale entităților și s-a concretizat în două documente fundamentale, elaborate de Appraisal Foundation (2010) (Appraisal Foundation, Best practices for valuations in financial reporting – contributory assets,) și International Valuation Standards Council – IVSC (2012) (Îndrumar de evaluare 3, Evaluarea activelor necorporale, ANEVAR, 2012). Al doilea subiect se referă la evaluarea proprietăților imobiliare generatoare de profit și la alocarea valorii de piață a acestora (și a prețului plătit pentru dobândirea lor), denumite în continuare PIG, pe activele identificabile ale acestora. Între cele două subiecte există o legătură strânsă, deoarece o temă de discuție curentă este tocmai identificarea și evaluarea activelor necorporale separate ale entităților cu utilizare specifică și la tratamentul contabil și fiscal al fondului comercial rezultat din achiziția unei PIGP.*

Cuvinte-cheie: proprietăților imobiliare generatoare de profit (PIGP); alocarea valorii de piață.

Introducere

În acest articol o să ne rezumăm numai la câteva considerații de natură metodologică, referitoare la structura activelor proprietăților imobiliare generatoare de profit și la evaluarea acestora.

PIGP sunt definite identic de către IVSC și de the Royal Institute of Chartered Surveyors – RICS (2012), respectiv: „orice tip de proprietate imobiliară desemnată pentru un anumit tip de afacere, în care valoarea proprietății reflectă potențialul comercial pentru acea afacere” și cuprind hoteluri, teatre, benzinării, baruri, restaurante, campinguri, moteluri, parcaje supraterane și subterane, cinematografe, cluburi etc. Cele mai complexe PIGP sunt hotelurile, și ca urmare evaluarea acestora este cea mai abordată temă pentru analiză și exemplificare.

Referitor la evaluarea PIGP, există în prezent două documente foarte recente care oferă informații și recomandări, emise de Appraisal Institute (2012) (Guide Notes to the Standards of Professional Appraisal Practice of the Appraisal Institute, Effective May 8, 2012, GN5, Appraisals of real estate with related personal property, business property, or intangible assets) și RICS (2012), RICS Valuation – Profesional Standards, GN 2 Valuation of individual trade related properties). Menționăm că deși în manualul de Standarde Internaționale de Evaluare (IVS), ediția a opta, 2007, a existat un standard obligatoriu, respectiv GN 12, Evaluarea proprietăților generatoare de afaceri, în ediția 2011 a IVS-urilor IVSC nu a mai inclus un standard cu această temă, motivația fiind necesitatea unei revizuirii esențiale a structurii și conținutului acestui standard, în urma unei consultări ample a specialiștilor din acest domeniu specific de evaluare, IVSC a inclus în planul său de activitate ca acest standard să fie aprobat și editat în trimestrul 4 al anului 2013.

Pentru o misiune de evaluare a unei proprietăți generatoare de afaceri, un evaluator autorizat de proprietăți imobiliare, membru al ANEVAR, trebuie să stăpânească și să respecte cerințele celor 12 Standarde Internaționale de Evaluare 2011 (IVS-uri), precum și cele ale Ghidurilor metodologice de evaluare (GME-uri) și ale ghidurilor de evaluare (GE-uri), adoptate ca standarde obligatorii. În plus, deși nu au un caracter obligatoriu, cele trei îndrumare de evaluare, elaborate de IVSC în iulie 2012, sunt de an real sprijin pentru însușirea și aplicarea corectă a celei mai bune practici de evaluare. Toate aceste documente au fost editate și puse la dispoziția persoanelor interesate în teoria evaluarea și practica evaluării bunurilor corporale și necorporale.

Particularitățile evaluării PIGA

Există un larg consens referitor la complexitatea evaluării PIGA, din cauza predominării caracteristicilor proprietății imobiliare, dar și a existenței, în aproape toate cazurile, a bunurilor mobile și unor active necorporale. Ca urmare, o astfel de evaluare presupune și aplicarea standardelor referitoare la cele trei clase de active și, implicit, participarea la o misiune de evaluare a evaluatorilor specializați în evaluarea acestora. În continuare prezentăm câteva caracteristici specifice ale proprietăților imobiliare generatoare de profit care generează particularitățile evaluării unor astfel de entități.

În primul rând, caracteristica esențială a PIGP-urilor este faptul că au fost proiectate inițial sau au fost adaptate pentru o utilizare specifică și deci o altă utilizare nu este fezabilă financiar; așadar, rezultă că, din lipsa flexibilității utilizării, valoarea dreptului asupra proprietății imobiliare (deplin sau afectat de locațiune) este în funcție directă de mărimea profitului sau a chiriei pe care proprietarul le poate obține din acea utilizare specifică, fie prin utilizarea directă, fie prin cedarea dreptului de folosință (locațiune). Nucleul valorii pentru investitor este reprezentat de complexul de drepturi oferite acestuia. Ca urmare, ponderea cea mai mare în valoarea de piață a unei PIGP o are valoarea proprietății imobiliare (ca ordin de mărime, între 50-60%). Pentru evaluare, efectul direct al acestei particularități îl reprezintă posibilitatea și adecvarea aplicării „metodei profitului”, numită și metoda capitalizării profitului și datorită duratei lungii de viață economică rămasă a clădirilor și amenajărilor terenului. Se evită astfel controversele posibile generate de ipotezele pe baza cărora a fost calculată valoarea de reversiune (respectiv rata de capitalizare terminală, precum și argumentele care au stat la baza stabilirii duratei de previziune explicită). Pe de altă parte, metoda fluxului de numerar actualizat (DCF) nu este recomandată decât în cazul în care subiectul evaluării este o PIGP aflată în faza de proiect sau de construcție în curs de execuție. Dar chiar și în acest ultim caz, se poate aplica metoda capitalizării profitului, dar pe ipoteza că PIGP a ajuns la profitul stabilizat (așa cum se va vedea din exemplul care urmează).

În al doilea rând, ceea ce se evaluează nu este o proprietate imobiliară, ci o entitate operațională formată de obicei din toate sau numai o parte din cele șase clase de active listate mai jos:

1. proprietatea imobiliară invocată mai sus (dreptul deplin de proprietate sau dreptul de proprietate afectat de locațiune);
2. bunurile mobile, din care fac parte echipamentele care sunt instalate (și nu construite) de către ocupanți sau pentru aceștia și care la încheierea ocupării pot fi vândute, abandonate, luate de către proprietar sau de chiriaș, în funcție de prevederile din contractual de închiriere sau de contribuția părților la instalarea lor. Exemple reprezentative sunt instalațiile frigorifice, de aer condiționat și casele

de marcat din magazine și cabine, baruri, vitrine, spoturi luminoase din localurile publice, ca și instalațiile de încălzit, șemineele, ornamentele în cazul locuințelor;

3. amenajările chiriașului, formate din modificările făcute proprietății imobiliare în scopul de a fi utilizate de un chiriaș. Caracteristica lor este faptul că ele sunt construite pe un amplasament sau într-o clădire și devin parte componentă a proprietății imobiliare, neputând fi extrase și relocate la finalul ocupării decât cu cheltuieli nejustificate. Exemple de amenajări ale chiriașului, suportate de el, de proprietar sau de ambele părți sunt o compartimentare nouă a spațiilor închiriate, seifuri în perete, spațiul de recepție etc;

4. orice licențe, certificate, autorizații și permise transferabile;

5. active necorporale identificabile, de exemplu un brand, contracte avantajoase, inclusive de management; și

6. fondul comercial.

De obicei, stocurile de materiale consumabile și creanțele se evaluează separat și eventual se achiziționează separat de compărător.

În al treilea rând, evaluarea unei PIGP se face pe baza mai multor ipoteze extraordinare, în funcție de situațiile în care se găsește subiectul evaluat. Astfel de ipoteze extraordinare uzuale, prezentate în manualul RICS, sunt: idance notes

(a) ipoteza că afacerea a fost închisă și nu mai există documente despre activitatea trecută care să fie puse la dispoziția unor compărători sau chiriași potențiali;

(b) pe baza aceleiași ipoteze ca la litera a) de mai sus, dar și cu ipoteza că nu mai există stocurile necesare reluării activității;

(c) ca o entitate funcțională, înzestrată cu toate dotările necesare astfel încât poate să fie deschisă imediat pentru activitatea comercială; și

(d) pe baza unor previziuni ale afacerii, cu presupunerea că acestea sunt dovedite. Această ipoteză este adecvată pentru evaluarea unei PIGP aflată în curs de construire.

În al patrulea rând, metoda privilegiată de evaluare este așa-numita „metodă a profitului”, care este de fapt metoda capitalizării EBITDA (profitul brut din exploatare plus amortizarea) din anul în care acest indicator se stabilizează ca mărime. Capitalizarea EBITDA se face de obicei prin aplicarea unui multiplu de piață al EBITDA, selectat de la PIGP comparabile care au fost tranzacționate recent în aria de piață definite de evaluator. Avantajele aplicării acestei metode, sunt:

- este metoda aplicată pe piață și recunoscută de participanții pe piață pentru a se ajunge la valoarea de piață a unei entități operaționale;
- simplitatea și ușurința înțelegerii ei de către clienții și destinatarii rapoartelor de evaluare;
- de obicei EBITDA, fiind de mărime pozitivă, multiplul acestuia poate fi calculat și pentru entitățile care raportează pierderi;

- din aplicarea acestei formule rezultă valoarea întregii entități, deci a tuturor activelor necesare exploatarei, valoare care poate fi apoi alocată pe aceste active (prezentate anterior). Pe de altă parte, rezultând valoarea entității, aplicarea metodei profitului permite efectuarea unor comparații între entități cu grade de îndatorare diferite.

Etapele aplicării metodei profitului

Formula de calcul a valorii de piață (V_p) a unei PIGP este simplă:

$V_p = \text{EBITDA}_{\text{nst}} \times \text{Multiplu de piață al EBITDA}$, în care

$\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ reprezintă EBITDA anual normalizat și stabilizat la o valoare care se va menține pe o perioadă nedeterminată și deci poate fi capitalizat.

Deși formula de calcul este simplă, determinarea în mod credibil a $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ presupune o analiză financiară comparativă temeinică a evaluatorilor.

Aplicarea metodei profitului presupune parcurgerea următoarelor etape:

- estimarea cifrei de afaceri care poate fi generată de un operator de eficiență rezonabilă, din utilizarea PIGP;
- estimarea $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ pe baza veniturilor și cheltuielilor pe care un operator de eficiență rezonabilă se așteaptă să fie generate de funcționarea PIGP. $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ ar putea să fie mai mare sau mai mic decât EBITDA realizat de entitate în trecut, deoarece trebuie să reflecte condițiile predominante pe piața curentă a PIGA supusă evaluării;
- Selectarea unui multiplu de piață adecvat pentru $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ și calcularea valorii de piață a entității pe ipoteza unei entități aflate în funcțiune și înzestrate cu toate dotările și autorizațiile necesare;
- corectarea valorii de piață calculate în etapa anterioară cu cheltuielile actualizate de investiții sau de reparații capitale și modernizare și cu pierderea actualizată de EBITDA, în situația în care s-a estimat că $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ se va obține într-un an viitor, fiind condiționată de efectuarea unor cheltuieli de investiții.

Un exemplu sintetic cu aplicarea metodei profitului, pe cazul unui restaurant, este redat mai jos, pe baza următoarelor date de intrare pentru evaluare:

- restaurantul este o entitate independent, operată de un manager angajat de proprietar;
- toate activele funcționării restaurantului aparțin proprietarului acestuia;
- EBITDA din anul doi este considerat a fi $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$;
- pentru a realiza valoarea $\text{EBITDA}_{\text{nst}}$ sunt necesare cheltuieli de înlocuire a mobilierului și a veselei, în valoare de 22.000 euro; această cheltuială se va finaliza în anul 1;

- restaurantul are expusă o colecție unică de caricaturi ale unor persoane celebre care au vizitat restaurantul, executate de un caricaturist foarte cunoscut; valoarea estimată a acestei colecții este 400.000 euro;
- multiplul de piață al $EBITDA_{nst}$ selectat din prețurile de tranzacție ale restaurantelor comparabile este 7,5, ceea ce reflectă o rată de capitalizare de 13,33%.

Tabelul de mai jos sintetizează structura cifrei de afaceri, a cheltuielilor aferente cifrei de afaceri, precum și EBITDA realizabil în mod normal de un manager tipic de pe piața restaurantelor.

		An 1		An 2		EURO
Cifra de afaceri	Alimente		600.000	75,0%	800.000	72,7%
	Băuturi		200.000	25,0%	300.000	27,3%
		Total	800.000	100,0%	1.100.000	100,0%
Costuri bunuri vândute	Alimente		220.000	36,7%	270.000	33,8%
	Băuturi		80.000	40,0%	100.000	33,3%
		Total	300.000	37,5%	370.000	33,6%
Venit brut			500.000	62,5%	730.000	66,4%
Alte venituri			0	0,0%	0	0,0%
Venit brut total		Total	500.000	62,5%	730.000	66,4%
Cheltuieli variabile	Cheltuieli cu personalul		120.000	15,0%	160.000	14,5%
	Beneficii angajați		12.000	1,5%	16.000	1,5%
	Cheltuieli directe de exploatare		40.400	5,1%	50.000	4,5%
	Marketing		8.000	1,0%	12.000	1,1%
	Utilități		20.000	2,5%	30.000	2,7%
	Reparații și întreținere		22.000	2,8%	33.000	3,0%
	Generale și administrative		45.000	5,6%	55.000	5,0%
		Total	267.400	33,4%	356.000	32,4%
Profit brut înainte de costurile fixe			232.600	29,1%	374.000	34,0%
Costuri fixe	Impozit proprietatea imobiliară		5.200	0,7%	5.200	0,5%
	Asigurare proprietate		3.000	0,4%	3.200	0,3%
EBITDA			224.400	28,1%	365.600	33,2%

Valoarea de piață restaurantului (V_{pr}) se va calcula astfel:

$$V_{pr} = 365.600 \times 7,5 = 2.742.000 \text{ euro}$$

Pierderea actualizată de EBITDA, aferentă unei rate de actualizare de 13,33% este:

$$(365.600 - 244.400) \times 0,882 = 107.000 \text{ euro (rotunjit)}$$

$$\text{Cheltuielile de înlocuire actualizate sunt: } 22.000 \times 0,882 = 19.400 \text{ euro.}$$

Ca urmare valoarea de piață finală a restaurantului calculată prin metoda profitului este:

2.742.000 euro - 107.000 euro - 19.400 euro + 400.000 euro = 3.015.600 euro

Rotunjit, 3 milioane euro.

Concluzie

În cazul evaluării PIGP, subiectul supus evaluării este o proprietate imobiliară, care mai include și bunuri mobile, active necorporale separate atașate de proprietatea imobiliară și eventual un fond comercial al proprietății imobiliare. Prin metoda profitului, se determină valoarea totală a acestor active pe baza unor ipoteze speciale, care indică o situație ipotetică în care o PIGA poate fi evaluată. În aplicația de mai sus, această situație ipotetică se referă la condiția de stabilizare a valorii EBITDA, situație în care din valoarea de piață calculată prin tehnica capitalizării se scad cheltuielile actualizate necesare pentru a se atinge acel stadiu, precum și pierderile actualizate de EBITDA din aceeași perioadă. Dar în caz că o PIGP deține bunuri mobile deosebite, cu o valoare mai mare decât a bunurilor mobile similare deținute de PIGP-urile comparabile, valoarea suplimentară a acestora trebuie adăugată ca o valoare separată.

Bibliografie

Guide Notes to the Standards of Professional Appraisal Practice of the Appraisal Institute, Effective May 8, 2012, GN5, Appraisals of real estate with related personal property, business property, or intangible assets)
RICS Valuation – Profesional Standards, GN 2 Valuation of individual trade related properties), 2012

Utilizarea analizei de sensibilitate în estimarea valorii afacerii în condiții de incertitudine

Adrian ANICA-POPA

Academia de Studii Economice din București

adrian_anica@yahoo.com

Raluca-Florentina CREȚU

Academia de Studii Economice din București

raluca.cretu@cig.ase.ro

Rezumat. Scopul cercetării este acela de a identifica implicațiile modificării variabilelor asupra valorii afacerii. Tipul cercetării este un studiu de caz al cărui scop este acela de a identifica variabilele critice care pot influența valoarea afacerii, și determinarea probabilității de a atinge o anumită valoare, precum și identificarea intervalului de încredere în care poate evolua aceasta prin utilizarea modelelor stohastice dezvoltate pe baza metodei Monte Carlo. Toate aceste elemente sunt condiționate de un număr mare de criterii de ordin economic, politic și social. În acest scop am ales o întreprindere care activează în industria fabricării materialelor de construcții. Rezultatul cercetării ne arată existența unor elemente de incertitudine care au o puternică influență asupra valorii afacerii și o altă categorie de factori cu o influență nesemnificativă. În concluzie, modelarea performanțelor, identificarea riscurilor și simulările stohastice pot oferi un potențial ridicat pentru previzionarea valorii afacerii. Utilitatea studiului constă în faptul că evaluarea afacerii în condițiile în care mediul economic devine tot mai complex și mai dinamic poate fi influențată de o serie de incertitudini.

Cuvinte-cheie: evaluare; incertitudine; risc; sensibilitate.

Clasificare JEL: L83, O18, Q56, R11, M15.

Clasificare REL: 14I, 14K, 15B, 15E.

1. Introducere

Necesitatea evaluării afacerii derivă din necesitățile utilizatorilor actuali (acționarii) și potențiali, creditorii, instituțiile specializate ale statului și publicul larg, de a avea o dimensiune a afacerii analizate.

Conform Standardelor Internaționale de Evaluare sunt recunoscute trei abordări: abordarea prin active, abordarea prin venit și abordarea prin comparație. Pentru a identifica efectele variabilelor care pot influența valoarea unei afaceri am ales spre exemplificare abordarea pe bază de venit. Abordarea pe bază de venit presupune estimarea valorii unei întreprinderi sau a unui pachet de acțiuni prin calcularea valorii prezente a beneficiilor economice viitoare pe care investitorii sau proprietarii așteaptă să le genereze afacerea. Din punct de vedere tehnic, aceasta se realizează prin metoda capitalizării profitului net și/sau actualizării cash-flow-ului sau a dividendelor.

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

În cazul metodelor bazate pe tehnica actualizării, cash-flow-ul sau dividendele sunt estimate pentru fiecare din anii unei perioade explicite de previziune și apoi convertite în valoare prin aplicarea unei rate de actualizare. Pentru perioada neexplicită, de regulă, fluxul de numerar este înlocuit cu valoarea reziduală a afacerii, care este și ea actualizată.

În abordarea pe bază de venit valoarea afacerii sau unei părți a acesteia depinde de beneficiile economice viitoare generate de acea afacere.

Abordarea prin venit necesită estimarea unei rate de capitalizare, când venitul se capitalizează pentru a se transforma în valoare, sau a unei rate de actualizare, când se actualizează fluxul de numerar. Pentru estimarea ratei adecvate, evaluatorul trebuie să ia în considerare factori cum ar fi: nivelul ratelor dobânzii, ratele de rentabilitate așteptate de investitori din investiții similare și riscul inerent fluxului de beneficii așteptate.

2. Metoda actualizării fluxurilor de lichidități (DCF)

În analiza fluxului de numerar actualizat și/sau metoda dividendelor, încasările de numerar se estimează pentru fiecare din perioadele viitoare. Aceste încasări se convertesc în valoare prin aplicarea ratei de actualizare, folosind tehnicile valorii actualizate.

Pot fi utilizate mai multe definiții ale fluxului de numerar (cash flow). În practică, se utilizează în mod frecvent fluxul de numerar net (numerar care ar putea fi distribuit acționarilor) sau dividendele curente (mai ales în cazul

a acționarilor minoritari). Rata de actualizare trebuie să fie cea coerentă cu definiția fluxului de numerar utilizat.

Estimarea valorii întreprinderii prin metoda actualizării fluxurilor de disponibilități (DCF) se bazează pe următoarea relație de calcul:

$$V_{DCF} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+a)^i} + \frac{Vr}{(1+a)^n}$$

unde:

V_{DCF} – valoarea întreprinderii prin metoda DCF;

CF – cash-flow disponibil pentru acționari (dacă se estimează valoarea capitalului acționarilor) sau pentru furnizorii de capital (dacă se estimează valoarea capitalului investit);

a – rata de actualizare (costul capitalului);

Vr – valoarea reziduală;

i – anul de previziune;

n – intervalul de previziune (număr de ani).

Metoda se bazează pe actualizarea tuturor beneficiilor economice proiectate (fluxuri de lichidități sau alte variabile asimilate) ale întreprinderii utilizând o rată de actualizare ce reprezintă costul capitalului pentru acea investiție.

Ratele de capitalizare și ratele de actualizare se preiau din piață și se exprimă ca multipli de preț (determinați pe baza informațiilor despre întreprinderile cotate sau din tranzacții) sau ca o rată a rentabilității investiției (estimată pe baza informațiilor despre investițiile alternative).

Venitul anticipat sau beneficiile anticipate sunt convertite în valoare folosind calcule care iau în considerare creșterea estimată a acestora, precum și anii viitori de încasare a beneficiilor, riscul asociat cu fluxul de beneficii și valoarea banilor în timp. Venitul sau beneficiile anticipate trebuie estimate luând în considerare structura capitalului și performanțele anterioare ale întreprinderii, evoluția sperată a acesteia, precum și factorii economici și domeniul de activitate.

Din punct de vedere tehnic este una dintre cele mai complexe metode de evaluare, ea bazându-se pe previziuni relativ detaliate asupra activității viitoare a companiei. Metoda presupune în final construirea unui tabel sintetic ce preia informații din proiecțiile detaliate realizate de către evaluator.

Specificul metodei randamentelor este acela că ține cont de riscurile cu care se confruntă o entitate și modul de valorificare a resurselor sale. Deci în modelul de evaluare pe bază de randament riscul va fi inclus și dimensionat urmând să influențeze valoarea estimată a afacerii.

În previziunile cu privire la evoluția macroeconomică, în special a pieței globale, a sectorului de activitate, a concurenței, a prețurilor, a veniturilor consumatorilor, a comportamentului consumatorilor, a ratei dobânzii, se acordă o

importanță majoră organismelor naționale abilitate cum ar fi Institutul Național de Statistică și Banca Națională a României, care pun la dispoziția persoanelor interesate baze de date statistice cu astfel de informații caracterizate de un grad ridicat de certitudine, dar și alte estimări exprimate de analiști financiari și economici recunoscuți cu privire la evoluția piețelor sunt prezentate și în presa de specialitate reprezentată de Ziarul Financiar, Ghidul Afacerilor, Revista Capital, Business Magazin, Business Standard.

3. Riscurile generale vizate în activitatea de evaluare a afacerii

Riscul reprezintă un set de circumstanțe sau evenimente care pun în pericol atingerea unor obiective (Dobroțeanu, Dobroțeanu, 2007).

Privitor la firmă, riscul este datorat direct incapacității de a se adapta, în timp și la cel mai mic cost, la variația condițiilor de mediu. El include nu doar potențialitatea unei efect advers, ci și pe cea a unei oportunități.

În analiza riscului trebuie ținut cont de următoarele elemente:

- frecvența apariției evenimentelor care definesc riscul;
- severitatea acestor evenimente, măsurată prin mărimea consecințelor;
- percepția acestor evenimente;
- încrederea în estimările privitoare la risc.

Aceste patru elemente - frecvența evenimentelor de risc, severitatea evenimentelor de risc, percepția riscului și încrederea în estimările riscului - sunt esențiale pentru orice analiză a riscului, deoarece ele includ și modul de răspuns la evenimentele de risc și, prin urmare, și cealaltă fațetă a riscului - oportunitățile. Deseori, răspunsuri inteligente la provocările evenimentelor de risc schimbă un dezastru într-o nouă oportunitate.

Atunci când se analizează situația unei întreprinderi trebuie să se înțeleagă foarte bine circumstanțele sau evenimentele care reprezintă riscuri pentru ea, deoarece nu se pot generaliza la nivelul tuturor întreprinderilor.

Clasificarea riscurilor se realizează din mai multe puncte de vedere:

În funcție de poziția de analiză⁽¹⁾ (Halpern et al., 1998, Emery, Finnerty, 1998):

- de pe poziția investitorilor firmei, riscul se poate clasifica în:
 - riscul pieței („market risk”), numit și risc sistematic. Acest risc este determinat de evenimentele aleatoare nefavorabile care afectează întreaga piață din care face parte firma: recesiune economică; variații nefavorabile ale ratelor dobânzii sau ale ratei inflației; conflicte militare etc.;
 - riscul specific al firmei, numit și risc nesistematic, fiind determinat de factori specifici firmei. Acest risc este generat de evenimentele aleatoare nefavorabile care pot afecta o firmă: pierderi de contracte importante; insuccesul programelor de marketing ale firmei; acțiuni în justiție; greve etc.;

- riscul total, compus din riscul sistematic al pieței și din riscul nesistematic al firmei.
- de pe poziția firmei, riscul unei firme se poate clasifica în:
 - riscul specific afacerii unei firmei, corespunzător riscului economic sau riscului de exploatare;
 - riscul financiar al firmei, rezultat al deciziei firmei de a apela la capital împrumutat;
 - riscul total al firmei, suportat de proprietarii acesteia și compus din riscul economic și riscul financiar.

În evaluarea unei întreprinderi se va ține cont de următoarele categorii de riscuri:

- Riscuri economice – vizează modul în care va fi afectată întreprinderea de schimbările din mediul economic în care aceasta operează. De exemplu, ce efect vor avea schimbările anticipate ale ratei dobânzii asupra companiei și a industriei.

- Riscurile afacerii (de business) – analistul poate investiga compania în ceea ce privește riscul asociat cu factori precum vânzările și creșterea volatilității.

- Riscuri operaționale – se va analiza întreprinderea în cauză pentru a determina la ce riscuri se expune aceasta ca rezultat al angajamentelor și costurilor asociate cu operațiunile sale. Această evaluare include și analiza costurilor fixe în comparație cu costurile variabile.

- Riscuri financiare – riscurile financiare asociate unei întreprinderi sunt legate de valoarea îndatorării și de capacitatea acesteia de a-și acoperi datoriile. Se poate analiza structura de capital a companiilor similare pentru a compara întreprinderea în cauză și profilul ei de risc.

- Riscuri legate de active – aceste riscuri se referă la durata de viață economică și starea activelor deținute de întreprindere. Activele învechite prezintă un grad mai ridicat de risc pentru o întreprindere, deoarece au costuri de mentenanță mai ridicate, productivitate scăzută și uzură din punct de vedere funcțional și tehnologic.

- Riscuri de produs – riscurile de produs se referă la diversificarea liniei de produse a întreprinderii, incluzând linii de produs care ar putea să dispară ca urmare a introducerii unor produse mai noi de către competitori.

- Riscuri de piață – acest tip de risc se referă la cât de bine este poziționată o întreprindere din punct de vedere geografic. Dacă întreprinderea operează pe o piață locală, schimbările locale o pot afecta foarte mult. O piață mai diversificată geografic poate reduce acest tip de risc.

- Riscuri tehnologice – noile tehnologii pot avea un impact advers pentru o întreprindere dacă aceasta nu este capabilă să țină pasul cu alte întreprinderi din domeniu (în ceea ce privește dotările tehnologice).

- Riscurile privind reglementările în vigoare – agențiile care reglementează anumite prevederi pentru industria în care activează întreprinderea pot avea un impact negativ asupra acesteia. Cel mai bun exemplu de riscuri în ce privește reglementările îl constituie cele referitoare la mediu.
- Riscurile legislative – costurile determinate de litigii pot pune capăt unei afaceri de succes. Litigiile pot crea o presiune financiară atât de mare asupra unei afaceri, încât aceasta să nu mai poată funcționa pe principiul continuității activității.

4. Scurtă caracterizare a pieței și afacerii de evaluat

Piața românească este caracterizată de o concurență puternică, existând atât firme autohtone, cât și firme străine (societăți care în ultimii ani au apelat la importuri de ciment din China sau Bulgaria). Piața principală de desfacere este formată preponderent din societăți de dimensiuni mici, mijlocii și mari care activează în domeniul fabricării produselor din ciment, prefabricate din beton și beton armat sau chiar firme din domeniul construcțiilor, reprezentând o clientelă relativ sigură, iar riscul ca dispariția unui client să genereze disfuncționalități este foarte mic.

Subiectul de evaluat este reprezentat de unul dintre cei mai importanți producători de ciment din România. De asemenea, este primul producător de ciment din România care a introdus folosirea combustibililor alternativi în procesul de producție. Compania își distribuie produsele în toată țara. Expansiunea din ultimii ani a sectorului românesc al construcțiilor a condus la dezvoltarea la fel de spectaculoasă a afacerilor cu materiale de construcții care au înregistrat ritmuri anuale de creștere de 25 – 30% până la un nivel de circa 5,5 miliarde de euro în 2008. Prețurile materialelor de construcții au scăzut în toți cei trei ani analizați, în funcție de segmente. Totuși, în condițiile stagnării pieței imobiliare, cauzată de criza financiară globală, companiile producătoare de materiale de construcții vor practica și în continuare o politică de reducere a prețurilor în vederea compensării lipsei cererii de pe piață.

Principală resursă de dezvoltare a pieței de ciment vor fi lucrările de infrastructură și cele industriale, având în vedere că piața rezidențială este în prezent blocată. Dezvoltarea infrastructurii ar putea deveni pilonul principal de creștere a industriei construcțiilor. Deblocarea proiectelor de infrastructură poate fi un lucru foarte bun pentru industria construcțiilor și ar putea oferi multe locuri de muncă. La nivelul României există o reală piață de desfacere pentru produsele realizate în industria materialelor de construcții, și cu precădere a cimentului. Utilizarea materialelor de construcții solicită, pe lângă existența lucrărilor de construcții aferente imobilelor (rezidențiale, comerciale, industriale), și a altă categorie de lucrări, care se referă la infrastructură.

Din punct de vedere al performanțelor înregistrate de către afacerea analizată se constată o evoluție oscilantă a cifrei de afaceri în perioada 2008-2010, a productivității muncii, creșterea eficienței cheltuielilor în raport cu cifra de afaceri. Totuși, la nivelul sectorului de activitate și implicit la nivelul întreprinderii pot fi identificate câteva amenințări: creșterea presiunii concurențiale, existența crizei financiare, existența unei cereri mai mici decât oferta la nivelul produselor oferite.

În abordarea pe bază de venit pornind de la situația actuală a sectorului materialelor de construcții, în general, și de la performanțele întreprinderii analizate, în particular, am încercat să conturăm posibilitățile viitoare de evoluție, în așa fel încât să determinăm valoarea prezentă a afacerii.

Abordarea pe bază de venit, care are drept scop determinarea valorii afacerii prin capitalizarea profitului, sau actualizarea fluxurilor de numerar, este la fel de importantă pentru evaluarea întreprinderilor mari sau mici.

Atât în cazul estimării valorii întreprinderii prin actualizarea fluxurilor de lichidități, cât și prin capitalizarea profitului net este nevoie de estimarea riscurilor afacerii. Indiferent de domeniul de activitate, întreprinderile sunt supuse riscurilor de instabilitate politică, riscurilor generate de o posibilă și temporară instabilitate a cadrului legislativ și chiar a riscurilor legate de instabilitatea cursului de schimb valutar și a ratei inflației. Toate aceste riscuri se vor regăsi în costul capitalului aferent afacerii analizate.

În cazul subiectului de evaluat investițiile de menținere a capacității au un risc egal cu cel al întreprinderii, sunt autofinanțate din amortizare și, în consecință, au o rată de actualizare egală cu costul capitalurilor proprii ale întreprinderii. În stabilirea valorii finale a ratei de actualizare s-a ținut cont și de faptul că subiectul de evaluat nu este cotate pe piața bursieră, chiar dacă înregistrează performanțe remarcabile în domeniu, că nu depinde de existența împrumuturilor pe termen scurt, mediu și lung, că este lider de piață în ceea ce privește producția de ciment, iar investițiile realizate în ultimii ani îi permit o flexibilitate și adaptare a producției la noile condiții de livrare a cimentului impuse de Uniunea Europeană în mod obligatoriu din anul 2010.

5. Analiza riscului afacerii

Instabilitatea politică

Factorii care ar putea determina o instabilitate politică pot influența, de asemenea, în sens negativ și mediul de afaceri din România. Astfel, orice stagnare a reformelor asumate de România, orice măsură economică fără un fundament macroeconomic și alte măsuri care prin impactul lor pot conduce chiar și la posibila diminuare a ratingului de țară pot afecta în mod negativ mediul de afaceri local și implicit al afacerii analizate.

Riscurile generate de o posibilă și temporară instabilitate a cadrului legislativ

În mare măsură legislația României este armonizată cu legislația Uniunii Europene, reflectând recomandările impuse de liniile directoare și principiile acquis-ului comunitar. Cu toate acestea, pot interveni modificări ale legislației în vigoare în ceea ce privește aplicarea normelor UE, care ar putea impune societăților comerciale românești o adaptare la noile cerințe mai ales în condițiile în care legile și regulamentele în vigoare sunt uneori aplicate în mare măsură inconsecvent. Factorii care pot genera o instabilitate legislativă sunt:

- modificarea frecventă a actelor normative, inclusiv a celor cu impact asupra activității întreprinderilor din industria materialelor de construcții;
- lipsa unor criterii bine determinate în procesul decizional al autorităților administrative;
- riscuri generate de schimbări ale legislației privind societățile comerciale și piața de capital românească.

Riscuri legate de instabilitatea cursului de schimb valutar și a ratei inflației

Deși inflația se află pe un trend descendent, investitorii trebuie să fie conștienți că există riscul ca presiunile inflaționiste asupra economiei să persiste și în perioada următoare (ca de exemplu: creșterea prețurilor la utilități, creșterea salariilor). Presiunile inflaționiste determină în general măsuri de control din partea BNR (Banca Națională a României) cu impact asupra societăților comerciale din România (deci inclusiv asupra subiectului de evaluat).

Având în vedere particularitățile întreprinderii (producție, export), o parte din activitatea societății analizate poate fi afectată de riscurile generate de fluctuația raportului de schimb valutar.

În ceea ce privește rata inflației, aceasta continuă să fie mai mare decât media la nivel european. Riscurile legate de inflație conduc la creșterea volumului cheltuielilor, precum și necesitatea ajustării salariilor la inflație, putând genera în plus creșterea prețurilor produselor oferite de către societatea analizată.

Toate aceste riscuri se vor regăsi în costul capitalului aferent subiectului de evaluat.

6. Analiza de sensibilitate a valorii întreprinderii

Estimarea valorii întreprinderii este guvernată de un număr mare de factori de incertitudine. Stabilirea valorii unei afaceri se bazează frecvent pe informații incomplete, iar rezultatele sunt mai puțin precise. Studiile referitoare la incertitudini făcute pe baza sensibilității valorii întreprinderii se referă la examinarea efectului fiecăruia dintre factori în mod separat.

Valoarea unei întreprinderi este determinată de un număr mare de variabile, care se reflectă în elementul principal care stă la baza valorii determinate prin

metodele de randament – cifra de afaceri și profitul. Determinarea valorii întreprinderii necesită o estimare cât mai precisă a tuturor elementelor care intră în componența fluxurilor de numerar sau a profitului.

Folosindu-se modele stohastice dezvoltate pe baza metodei Monte Carlo, se pot atribui acele incertitudini estimării valorii întreprinderii, pentru ca apoi apelând la analiza de senzitivitate, să se determine care dintre variabile are o influență mai mare asupra acesteia. Modelul Monte Carlo poate include informații despre corelațiile statistice cunoscute între intrări, care pot distorsiona rezultatele finale. Analiza de senzitivitate a variabilelor de intrare poate fi folosită cu ușurință în determinarea căilor de creștere a valorii afacerii.

Scopul analizei senzitivității este de a selecta variabilele critice ai parametrilor modelului, ale cărui variații pozitive sau negative comparate cu valoarea utilizată ca cea mai buna estimare în cazul de bază, au cel mai mare efect asupra ieșirilor.

Tabelul 1

Proгноza fluxurilor de numerar (mil. lei)

Indicatori	2010 estimat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cash-flow din exploatare								
Rezultat brut	316,36	259,18	272,12	301,04	330,08	342,27	383,05	445,06
Impozit pe profit	50,62	41,47	43,54	48,17	52,81	54,76	61,29	71,21
Amortizare	64,95	64,95	64,95	64,95	64,95	64,95	64,95	64,95
Variația NFR	-14,93	-12,70	-5,14	-4,07	-2,03	-2,24	-1,76	-1,10
Flux de numerar din activitatea de exploatare	345,62	295,36	298,66	321,89	344,24	354,70	388,47	439,89
Cash-flow din finanțare								
Majorarea capitalului social	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intrări de credite	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rambursări de credite	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Plăți de dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux de numerar din activitatea de finanțare	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash-flow din investiții								
Vânzări de active	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Achiziții active	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux de numerar din activitatea de finanțare	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux de lichidități net al perioadei	345,62	295,36	298,66	321,89	344,24	354,70	388,47	439,89
Disponibil de numerar la începutul perioadei	40,78	386,40	681,76	980,42	1.302,31	1.646,55	2.001,25	2.389,72
Disponibil de numerar la sfârșitul perioadei	386,40	681,76	980,42	1.302,31	1.646,55	2.001,25	2.389,72	2.829,61
Rata de actualizare		15,5%						
Factor de actualizare		0,8658	0,7496	0,6490	0,5619	0,4865	0,4212	0,3647
Flux de numerar actualizat		255,72	223,88	208,91	193,44	172,56	163,63	160,42
Rata de creștere de după anul 2017		2%						
Valoarea reziduală								3.258,43
Valoarea reziduala actualizată								1.188,32
VALOARE AFACERE	2.566,89							

Sursa: Calcule proprii.

Din studiul datelor aferente anilor 2006-2009 rezultă o valoare a costului capitalului propriu cuprinsă între 11,55% și 21,46%. Aceste valori se întind pe un interval relativ mare datorită transformărilor care au avut loc la nivelul întreprinderii, existenței achizițiilor de noi fabrici sau stații de betoane, finalizării unor investiții de adaptare a tehnologiilor de fabricație la cerințele de mediu. În stabilirea valorii finale a ratei de actualizare s-a ținut cont și de faptul că subiectul de evaluat nu este cotate pe piața bursieră, chiar dacă înregistrează performanțe remarcabile în domeniu, că nu depinde de existența împrumuturilor pe termen scurt, mediu și lung, că este lider de piață în ceea ce privește producția de ciment, iar investițiile realizate în ultimii ani îi permit o flexibilitate și adaptare a producției la noile condiții de livrare a cimentului impuse de Uniunea Europeană în mod obligatoriu din anul 2010 (ca de exemplu cele referitoare la greutatea maximă a unui sac de ciment). În aceste condiții specialiștii din domeniu apelează la efectuarea unor corecții prin reducerea ratei de actualizare rezultate din calcule pur contabile cu aproximativ 20-30%. În consecință, pentru subiectul de evaluat s-a aplicat o corecție de aproximativ 28%, rezultând o rată de actualizare de 15,5%.

Valoarea afacerii la finele anului 2010 este dată de:

$$V_{DCF_{2010}} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+a)^i} + \frac{Vr}{(1+a)^n}$$

Valoarea reziduală (la finele anului 2017) este stabilită pe baza cash-flow-ului din ultimul an de previziune explicită.

$$VR = \frac{CF_{2017}}{a-g} = \frac{439.888.640 \text{ lei}}{15,50\% - 2\%} = 3.258.434.373 \text{ lei}$$

Valoarea afacerii la finele anului 2010 determinată prin metoda fluxurilor de lichidități actualizate este de aproximativ 2,567 miliarde lei.

Analiza de senzitivitate realizată în continuare va pune în evidență efectele modificării variabilelor critice asupra valorii afacerii.

Pentru a determina efectele variației elementelor, fiecare componentă care poate influența valoarea afacerii se va modifica față de situația de bază prin creșterea sau descreșterea separată a acesteia cu 1%-5%, celelalte elemente rămânând nemodificate, și recalcularea valorii afacerii.

Tabelul 2

Valoarea întreprinderii în corelație cu modificarea variabilelor critice

(mil. lei)

Elemente	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%
Preț de vânzare	2.258,94	2.320,53	2.382,12	2.443,71	2.505,30
Cerere	2.431,53	2.458,60	2.485,67	2.512,75	2.539,82
Cheltuielile cu materiile prime	2.686,16	2.662,31	2.638,45	2.614,60	2.590,74
Salarii	2.591,39	2.586,49	2.581,59	2.576,69	2.571,79
Rata de actualizare	2.734,80	2.699,56	2.665,19	2.631,63	2.598,88

Sursa: Calcule proprii.

Elemente	1%	2%	3%	4%	5%
Preț de vânzare	2.628,48	2.690,07	2.751,66	2.813,25	2.874,84
Cerere	2.593,96	2.621,03	2.648,10	2.675,17	2.702,25
Cheltuielile cu materiile prime	2.543,03	2.519,18	2.495,32	2.471,47	2.447,62
Salarii	2.561,99	2.557,09	2.552,19	2.547,29	2.542,39
Rata de actualizare	2.535,64	2.505,11	2.475,28	2.446,11	2.417,60

Sursa: Calcule proprii.

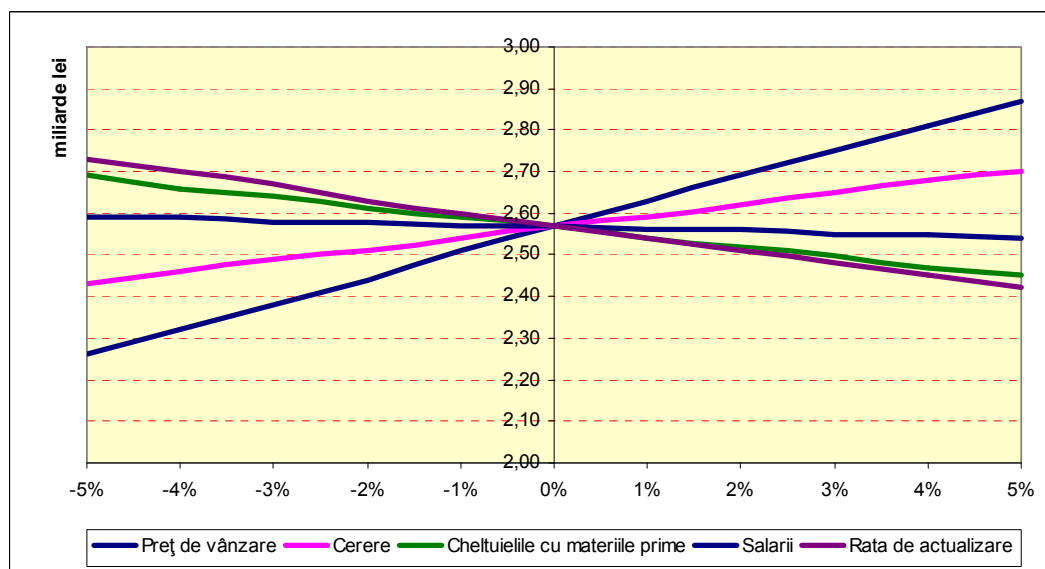


Figura 1. Sensitivitatea valorii întreprinderii la modificarea variabilelor critice

Având în vedere evoluția elementelor componente ale fluxurilor de lichidități se impune determinarea și urmărirea modificării valorii întreprinderii în aceleași condiții ale evoluției variabilelor critice. În condiții de relativă stabilitate valoarea afacerii analizate este de aproximativ 2,57 miliarde lei, dar prin schimbarea valorii variabilelor critice rezultă datele prezentate în tabelul anterior.

Din analiza datelor reiese faptul că cea mai mare valoare a întreprinderii se înregistrează fie în cazul creșterii prețului de vânzare sau a cererii, fie în cazul

reducerii ratei de actualizare, caz în care nivelul valorii afacerii ajunge până la 2,87 miliarde lei.

În determinarea valorii afacerii putem identifica următorii parametri cu tipul de elasticitate specificat.

Tabelul 3

Elasticitatea elementelor valorii întreprinderii

Elemente	Elasticitate
Preț de vânzare	2,3994
Cerere	1,0546
Cheltuielile cu materiile prime	-0,9293
Salarii	-0,1909
Rata de actualizare	-1,3083

Sursa: Calcule proprii.

Rezultatul indică două categorii de elemente: una care are un impact semnificativ asupra valorii întreprinderii, și alta care are un impact redus. În prima categorie se încadrează prețurile de vânzare, cererea și rata de actualizare (cu elementele de risc aferente), iar în cea de a doua categorie se includ: cheltuielile cu materiile prime și salariile.

Din valorile elasticității prezentate mai sus rezultă că modificarea variabilei preț determină o modificare de același sens, dar de o amplitudine mai mare a valorii afacerii. Evoluția prețului într-o anumită direcție este determinată în primul rând de dinamica pieței, de prețurile oferite de către firmele concurente. O eventuală creștere a prețurilor poate afecta mai mult decât proporțional cantitatea vândută, generând scăderea profitului și creșterea riscului operațional. Invers, diminuarea prețurilor de vânzare și, implicit, a marjei brute asupra costurilor variabile poate fi compensată prin creșterea volumului fizic al producției vândute. Prețul de vânzare poate avea o evoluție descrescătoare în raport cu cifra de afaceri, atunci când crește volumul vânzărilor ca urmare a acordării unor reduceri de preț.

În aceeași tendință se încadrează și modificarea variabilei cerere, datorită faptului că există o parte a costurilor de producție care nu se modifică semnificativ. Totuși trebuie avută în vedere corelația dintre cererea pentru materiale de construcții (ciment), posibilitățile de satisfacere a acesteia și capacitatea de producție. În cazul în care capacitatea de producție a utilajelor și echipamentelor s-ar afla sub nivelul cotei de piață se impune extinderea acesteia. În situația de față întreprinderea analizată nu utilizează la maximum capacitățile de producție, iar o creștere a cererii cu până la 5% poate fi acoperită cu utilajele existente.

Modificarea cheltuielilor cu materiile prime prezintă o elasticitate negativă, dar cu o valoare subunitară, ceea ce se explică prin faptul că asupra valorii întreprinderii acționează în același moment factori cu direcții de acțiune diferite.

O dinamică diferită față de valoarea afacerii o are evoluția variabilei salarii. Amplitudinea modificării acestei variabile determină a amplitudine mai mică a modificării valorii afacerii. Acestea se explică prin faptul că acestea dețin o pondere mai mică în rândul cheltuielilor totale aferente veniturilor realizate din vânzarea produselor finite.

Rata de actualizare determină o modificare de același sens, dar de o amplitudine mai mare a valorii afacerii. Evoluția ratei de actualizare într-o anumită direcție este determinată în primul rând de riscurile aferente afacerii. O eventuală creștere a riscurilor poate afecta mai mult decât proporțional valoarea afacerii în sensul diminuării acesteia.

Prin aplicarea metodei Monte-Carlo la nivelul valorii subiectului de evaluat rezultă următoarele probabilități individuale și cumulate de atingere a fiecărei valori a afacerii.

– Probabilitatea relativă: $P_i = \frac{f_i}{\sum_{i=1}^N f_i}$, $i = \overline{1, m}$, $p_0 = 0$

– Probabilitatea cumulată: $P_k = \sum_{i=1}^k p_i$, $k = \overline{1, m}$

Prin repetarea calculelor pentru fiecare valoarea a variabilelor critice, rezultă următoarea distribuție a probabilității și probabilității cumulate pentru valoarea afacerii.

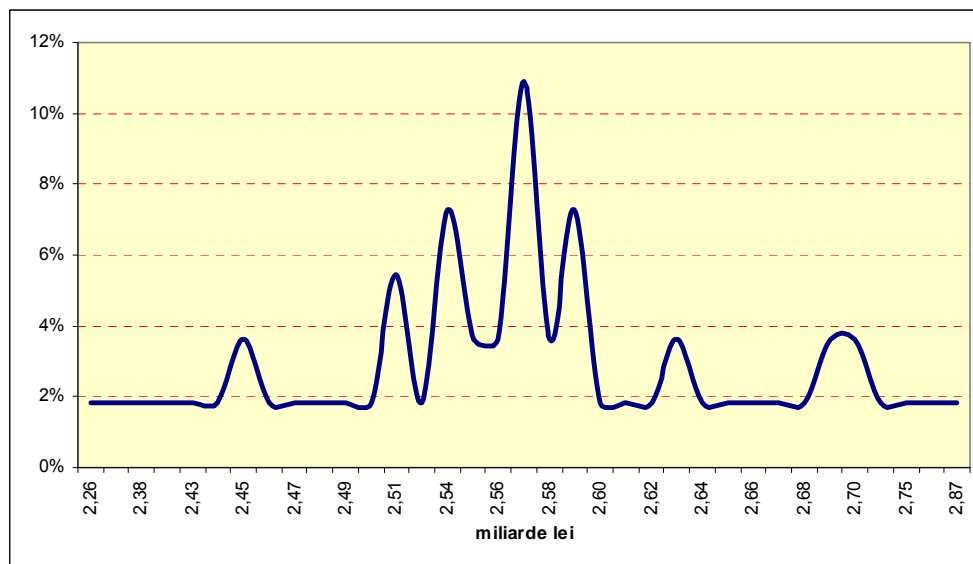


Figura 2. Probabilitatea relativă a valorii afacerii

Curba probabilității cumulate ne permite să atribuim un grad de risc, dacă probabilitatea cumulată este mai mare sau mai mică decât valoarea de referință, care este considerată ca fiind critică. De asemenea, se poate evalua care sunt probabilitățile ca valoarea întreprinderii să fie mai mică decât o anumită valoare care, și în acest caz, este adoptată ca limită.

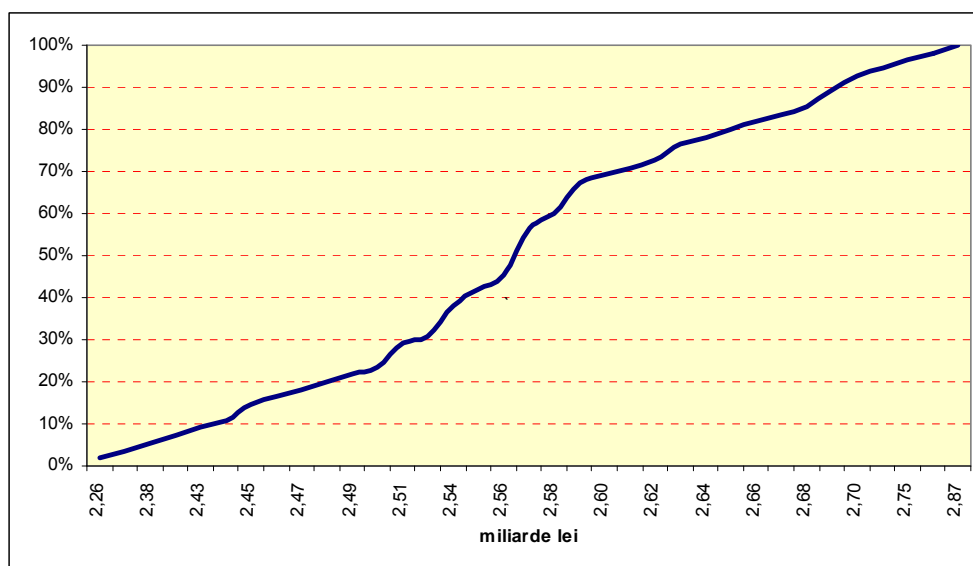


Figura 3. Probabilitatea cumulată a valorii afacerii

Asupra valorii subiectului de evaluat acționează două categorii de elemente: una care are un impact semnificativ (prețul de vânzare al produselor, cererea și rata de actualizare), și alta care are un impact redus (cheltuielile cu materiile prime și salariile). Toate aceste elemente sunt condiționate de o serie de criterii economice, politice, sociale. Toate acestea pot sta la baza fundamentării deciziilor de achiziționare/vânzare a unei astfel de afaceri.

Din studiul probabilistic rezultă că există o probabilitate relativ ridicată ca valoarea afacerii să se mențină în jurul valorilor de 2,57 miliarde lei.

Concluzii

Necesitatea evaluării întreprinderii și a unităților operaționale de natura întreprinderii derivă din necesitățile utilizatorilor, respectiv investitorii actuali (acționarii) și potențiali, personalul angajat, creditorii, instituțiile specializate ale statului și publicul larg.

Oportunitatea de investire pe piața de capital (activă și deci suficient de diversificată) reprezintă rentabilitatea cerută de investitori în întreaga lor masă (presupusă omogenă în privința rentabilităților așteptate) pentru mărirea riscului proiectului de investiții. Costul de oportunitate al capitalului este rentabilitatea la care investitorii renunță dacă investesc într-un anumit proiect de investiții și nu în valori mobiliare din aceeași clasă de risc.

Costul capitalului depinde, în principal, de utilizarea dată fondurilor și nu de sursele acestora, reprezentând rata minimă care poate fi acceptată pentru o afacere pentru a-i putea recompensa pe termen lung pe acționarii firmei pentru investiția făcută în momentul cumpărării acțiunilor firmei respective.

Valoarea totală a societății este de 2,567 miliarde lei având în vedere viabilitatea întreprinderii, continuitatea activității și posibilitatea acesteia de a genera profit. Această valoare a fost determinată pe baza actualizării fluxurilor de lichidități.

Folosindu-se modele stohastice dezvoltate pe baza metodei Monte Carlo, se pot atribui acele incertitudini estimării valorii întreprinderii, pentru ca apoi apelând la analiza de sensibilitate să se determine care dintre variabile are o influență mai mare asupra acesteia. Modelul Monte Carlo poate include informații despre corelațiile statistice cunoscute între intrări, care pot distorsiona rezultatele finale. Analiza de sensibilitate a variabilelor de intrare poate fi folosită cu ușurință în determinarea căilor de creștere a valorii afacerii.

În ceea ce privește analiza de sensibilitate, variabilele critice care au fost identificate la nivelul valorii subiectului de evaluat se referă la prețul de vânzare, cerere, materiile prime, salarii, rata de actualizare. Asupra valorii afacerii acționează două categorii de elemente: una care are un impact semnificativ (prețul de vânzare al produselor, cererea și rata de actualizare), și alta care are un impact redus (cheltuielile cu materiile prime și salariile). Toate aceste elemente sunt condiționate de o serie de criterii economice, politice, sociale, și pot sta la baza fundamentării deciziilor de achiziționare/vânzare a unei astfel de afaceri.

Din studiul probabilistic rezultă că există o probabilitate relativ ridicată ca valoarea afacerii să se mențină în jurul valorilor de 2,57 miliarde lei.

Am constatat că subiectul de evaluat are un potențial ridicat, iar creșterea valorii întreprinderii depinde, pe de o parte, de dinamica mediului economic în care acționează, iar, pe de altă parte, de deciziile echipelor de management.

Considerăm că în condiții de instabilitate economică și în lipsa unor informații pertinente de pe piață în vederea aplicării metodei comparației, pentru determinarea valorii unei afaceri metoda cea mai adecvată este actualizarea fluxurilor de lichidități, deoarece aceasta surprinde cel mai bine posibilele evoluții ale întreprinderii.

Notă

⁽¹⁾ *Dicționar Macmillan De Economie Modernă (1999)* Editura Codecs.

Bibliografie

- Antill, N., Lee, K. (2008). *Company valuation under IFRS*, Athenaem Press Limited, Tyne & Wear, Great Britain
- Dobroțeanu, C., Dobroțeanu, L. (2007). *Audit intern*, Editura Infomega, București
- Emery, D.R., Finnerty J.D. (1998). *Principles of Finance*, West Publishing Company
- Halpern, P., Weston, J.F., Brigham, E.F. (1998). *Finanțe Manageriale*, Editura Economică, București
- Hitchner, J.R. (2006). *Financial valuation: applications and models*, Second Edition, Published by John Wiley & Sona, Inc, United States of America
- Ioniță, I. (2009). *Evaluarea afacerilor*, Editura ASE, București
- Pratt, S., Niculita, A. (2008). *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies – Fifth Edition*, The McGraw-Hill Companies, United States of America
- Robu, V., Anghel, I., Șerban, E.C., Țuțui, D. (2003). *Evaluarea întreprinderii*, Editura ASE, București
- Robu, V., Anica-Popa A. (2007). „Sensitivity analysis for forecasting the cost and performance of the enterprises in the construction industry”, *Revista de contabilitate și informatică de gestiune, supliment 2007*, pp. 135-147
- Saltelli, A., Chan, K., Scott, E.M. (2000). *Sensitivity Analysis*, West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.
- Stan, S., Anghel, I. (2007). *Evaluarea întreprinderii*, București
- Thompson, T. (1996). *Is Cost of Capital an Outmoded Concept?*, Northwestern University
- Anuarul statistic al României (2008)
- Dicționar Macmillan de Economie Modernă (1999). Editura Codecs
- Standardele Internaționale de Evaluare (2007). Ediția a VIII-a
- www.insse.ro
- www.epp.eurostat.ec.europa.eu

Abordarea prin venit în evaluarea proprietăților imobiliare

Raluca-Florentina CREȚU

Academia de Studii Economice din București
raluca.cretu@cig.ase.ro

Ștefania-Cristina CUREA

Academia de Studii Economice din București
sneagu@ase.ro

Rezumat. *Abordarea prin venit este una din cele trei metode utilizate în evaluarea proprietăților imobiliare care oferă o indicație asupra valorii, prin schimbarea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare a capitalului. Fundamental pentru această abordare este principiul anticipării. Evaluatorul utilizează o serie de metode, tehnici și proceduri matematice în vederea analizării capacității proprietății de a genera beneficii și de a converti aceste beneficii într-o indicație asupra valorii actualizate a acestora.*

Pe baza acestor considerente generale ne propunem în această lucrare să prezentăm abordarea prin venit în situația unei entități agricole cu profil vegetal.

Cuvinte-cheie: evaluarea proprietăților imobiliare; venit; cheltuieli; entitate agricolă; rata de capitalizare.

Clasificare JEL: D14, D24, E32, G32, J43, L66, M41, O13.

Clasificare REL: 14I, 14K, 15B, 15E.

Introducere

Logica abordării pe bază de venit constă în estimarea valorii unei proprietăți imobiliare prin calcularea valorii prezente a veniturilor anticipate pentru proprietar/investitor (Ișvănescu, 2001, p. 156).

În țara noastră, Standardele Internaționale de Evaluare (IVS) au fost adoptate ca standarde obligatorii pentru membrii Asociației Naționale a Evaluatorilor din România (ANEVAR), începând cu 1 ianuarie 2004, iar aceasta a contribuit, pe de-o parte, la creșterea calității serviciilor evaluatorilor, iar, pe de altă parte, la creșterea credibilității rapoartelor de evaluare în sfera largă a utilizatorilor serviciilor de evaluare.

În România, IVS-urile au fost actualizate în anul 2011 și aduc o serie de schimbări, rezultate în urma a trei ani de activitate intensă a Standard Board al International Valuation Standards Council (IVSC) și a contribuțiilor multor personalități recunoscute pentru participarea lor la îmbunătățirea și simplificarea teoriei, metodologiei și practicii evaluării. Aceste schimbări au vizat aspectele formale, respectiv: denumire, numerotare, dimensiune și structura fiecărui standard, cât și aspecte de esență, cum ar fi concentrarea fiecărui standard pe explicarea principiilor de evaluare și a aplicării acestora.

Abordarea prin venit este una din cele trei metode de evaluare a proprietăților imobiliare care are la bază premisa continuității exploatarei, respectiv situația în care proprietatea evaluată își va continua activitatea operațională în viitor, fără a suferi.

Obiective

În această lucrare ne propunem să prezentăm modalitatea de determinare a valorii de piață a dreptului de proprietate asupra unei entități agricole cu profil vegetal, în conformitate cu Standardele Internaționale de Evaluare 2011. Vom identifica aspectele specifice privind estimarea ratei de capitalizare, metoda capitalizării venitului, respectiv tehnicile de bază folosite pentru obținerea unei opinii convingătoare privind valoarea, vom prezenta care sunt situațiile cele mai potrivite de aplicare a metodei, dar și limitele ei. De asemenea, vom prezenta relația dintre abordarea prin venit cu principiile evaluării, respectiv anticiparea și schimbarea.

Metodologie

Pentru determinarea valorii de piață a dreptului de proprietate asupra unei ferme agricole cu profil vegetal vom folosi metoda abordării prin venit pentru estimarea ratei de capitalizare și metoda capitalizării veniturilor. Vom prezenta opinia noastră finală cu privire la valoarea de piață a fermei prin identificarea

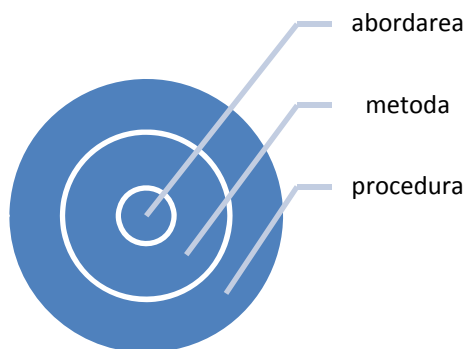
venitului net, calculat ca diferență între venitul brut și cheltuielile totale ale entității economice analizate coroborat cu rata de capitalizare.

Analiza

Orice proprietate care generează profit poate fi evaluată folosind abordarea prin venit. În cadrul acestei lucrări vom folosi trei concepte de bază în estimarea valorii de piață, și anume (Anghel, 2010, pp. 161-162):

- abordarea care reprezintă modalitatea generală de judecare și furnizare, o indicație asupra valorii;
- metoda, setul metodologic utilizat în cadrul abordării;
- procedura, tehnica de evaluare specifică în cadrul abordării.

Aceste concepte pot fi privite ca trei cercuri concentrice, conform figurii 1.



Sursa: Anghel, 2010, p. 162.

Figura 1. Conceptele fundamentale ale evaluării

Abordarea pe bază de venit presupune convertirea unor fluxuri viitoare de venit în valoarea lor prezentă.

Conform Standardelor Internaționale de Evaluare (IVS) 2011, metodele înscrise în abordarea prin venit sunt:

1) capitalizarea venitului sau metoda profiturilor, în care unui venit reprezentativ al unei singure perioade (un singur an) i se aplică o rată cu toate riscurile incluse sau rata de capitalizare totală;

$$V_{pp} = \frac{V_n}{c}$$

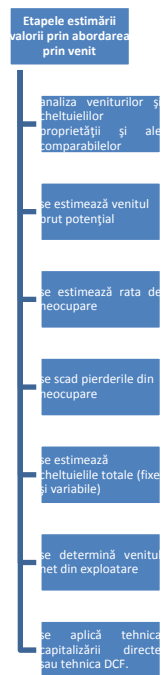
unde:

V_{pp} = valoarea de piață a proprietății;

V_n = venitul net al proprietății;

c = rata de capitalizare.

Pentru aplicarea oricărei tehnici de capitalizare a veniturilor, mai întâi trebuie să se determine venitul brut potențial, venitul net din exploatare. Etapele de lucru sunt prezentate în figura 2:



Sursa: Adaptare Appraisal Institut, 2011, pp. 20.22.

Figura 2. Etapele estimării valorii prin abordarea prin venit

2) fluxul de numerar actualizat (Discounted Cash-Flow – DCF), în care unei serii de fluxuri de numerar (5-10 ani) din perioadele viitoare i se aplică o rată de actualizare pentru a le actualiza la valoarea lor prezentă:

$$VA = \frac{V_v}{(1+a)^n}$$

unde:

VA = valoarea actualizată a proprietății;

V_v = valoarea viitoare a proprietății

a = rata de actualizare.

$$VA = \frac{CF_1}{(1+a)^1} + \frac{CF_2}{(1+a)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+a)^n}$$

unde:

CF = fluxul de numerar aferent perioadei analizate;

n = numărul de ani aferent perioadei analizate.

Stabilirea costului capitalului sau rata de actualizare (Anghel, 2010, p. 173) reprezintă un element esențial în aplicarea metodelor din cadrul abordării pe baza venitului.

Mulți economiști celebri au îmbrățișat în munca lor de cercetare provocarea de a găsi cea mai adecvată metodă de calcul a costului capitalului (Ciora, 2011, p. 684).

Analiza fluxului de numerar actualizat (DCF) se folosește pentru a calcula valoarea actualizată a proprietății prin aplicarea unei rate de actualizare unui set de fluxuri de venit și unei valori terminale previzionate.

$$V_{DCF} = \frac{CF_1}{(1+a)^1} + \frac{CF_2}{(1+a)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+a)^n} + \frac{V_T}{(1+a)^n}$$

unde:

V_{DCF} = valoarea proprietății;

V_T = valoarea terminală.

3. Diferite modele de evaluare a opțiunilor

Rata de capitalizare (Ișfănescu, 2001, pp. 159-160) este utilizată pentru a converti un flux constant și reproductibil în valoarea prezentă a proprietății. Rata de capitalizare preia toate modificările viitoare ale venitului considerat pentru estimarea valorii. Modificările în veniturile viitoare sunt preluate în capitalizare prin deducerea din rata de actualizare a ratei de creștere anuală a venitului prin intermediul relației Gordon-Shapiro:

$$c = a - g$$

unde:

c = rata de capitalizare;

a = rata de actualizare;

g = rata de creștere.

$$c = \frac{V_n}{V_{pp}}$$

unde:

V_{pp} = valoarea de piață a proprietății;

V_n = venitul net al proprietății;

c = rata de capitalizare.

Valorii unei proprietăți rezultate din abordarea prin venit trebuie să i se acorde o importanță mai mare decât valorii rezultate din alte abordări, pentru că utilizarea capitalizării este folosită pentru a simula motivațiile cumpărătorilor/investitorilor, care se bazează pe multiplicatorii venitului brut.

Iată de ce metoda capitalizării venitului nu se poate baza doar pe informațiile oferite de vânzarea comparabilelor, deși informațiile oferite de piață sunt foarte importante. Actualizarea venitului necesită stabilirea unei rate de actualizare adecvate, în sensul că aceasta trebuie să reflecte așteptările de câștig ale investitorilor.

Principiul fundamental în abordarea prin venit este anticiparea, întrucât toate metodele, tehnicile și procedurile de capitalizare iau în considerare beneficiile viitoare previzionate și estimează valoarea lor actualizată. Trebuie de asemenea să se anticipeze în mod corect modificarea veniturilor în timp, în abordarea prin venit.

În aplicarea procedurii de capitalizare trebuie să se estimeze corect atât veniturile cât și cheltuielile proprietății subiect.

În estimarea venitului se au în vedere următoarele forme (Appraisal Institut, 2011, p. 21.2):

- venit brut potențial (VBP), care reprezintă venitul total generat de proprietatea imobiliară analizată în condiții de utilizare maximă;
- venit brut efectiv (VBE), care reprezintă venitul ajustat cu pierderile de neocupare;
- venit net din exploatare (VNE), care reprezintă venitul obținut după deducerea tuturor cheltuielilor din exploatare;
- fluxul de numerar care revine capitalului propriu.

Cheltuielile de exploatare se împart în: cheltuieli fixe, cheltuieli variabile și alocarea pentru înlocuire.

Cheltuielile fixe sunt în general plătite indiferent de gradul de ocupare a proprietății analizate. Din această categorie fac parte impozitele și costurile cu asigurarea proprietății, valori care trebuie apreciate cât mai exact, pentru a nu denatura valoarea proprietății. La acestea se pot adăuga și alte tipuri de cheltuieli, respectiv: reparațiile și întreținerea clădirilor, cheltuieli cu apa, amortizarea, managementul etc.

Din categoria cheltuielilor variabile fac parte: utilități, salarii, comisioane, dobânzi pentru exploatare etc., care variază pe parcursul unui an.

Alocarea pentru înlocuire denumită și rezervă este prevăzută pentru înlocuirea periodică a unor componente ale clădirii: echipamente pentru bucătărie, grupuri sanitare, boilere, ascensor, mochetă, acoperiș (materialul de învelit), zugrăveli exterioare, trotuare, drumuri, parcuri etc.

Scenariu: În această lucrare ne propunem să determinăm valoarea de piață a dreptului de proprietate asupra unei ferme agricole moderne cu profil vegetal, care dispune de construcții și mașini agricole funcționale, inclusiv sistem de irigații și spații de depozitare a recoltei, utilizând abordarea prin venit. Aplicarea unei agriculturi ecologice la nivelul Uniunii Europene vizează, pe de o parte, creșterea calității producției agricole și identificarea variantelor optime de cultivare a

acestora (Oancea-Negescu, 2009, p. 137). Creșterea producției agricole (Anica-Popa, 2009, p. 169) și calitatea acesteia presupun folosirea îngrășămintelor și erbicidelor într-o măsură mai mică, asigurându-se astfel protecția culturilor, deci economia verde. Economia verde și politicile verzi evidențiază pozitiv crearea de alternative în toate domeniile vieții și în fiecare sector al economiei (Vîrjan, 2008, p. 56).

Entitatea economică dispune de 150 ha, cultivate cu patru culturi agricole, după cum urmează în tabelul 1:

Tabelul 1

Venitul realizat de entitatea economică

	Suprafața	UM	Tone/ha	Preț (euro/tonă)	Venit (euro)
Grâu panificație	60	ha	5,5	180	59.400,00
Porumb	40	ha	4,5	165	29.700,00
Rapiță	30	ha	2,5	395	29.625,00
Floarea soarelui	20	ha	2,0	410	16.400,00
TOTAL	150				135.125
ROTUNJIT					135.000

Sursa: calcule proprii.

Din tabelul 1 se poate constata că suprafețele sunt inegal distribuite pe cele patru culturi, iar venitul însumat este de 135.000 euro, valoarea rotunjită.

Soluție: Aplicarea abordării prin venit implică estimarea ratei de capitalizare. Rata de capitalizare a veniturii nete al entității agricole obținută de pe piață este de 6,4%. În tabelul 2 vom prezenta trei comparabile, după cum urmează:

Tabelul 2

Indicatori ai comparabilelor

INDICATOR	Vânzarea 1	Vânzarea 2	Vânzarea 3
Preț vânzare fermă (Euro)	145.500	110.000	130.500
Venit net fermă (Euro)	9.500	6.500	9.000
Rata de capitalizare totală (%)	6,53	5,91	6,90

Sursa: calcule proprii.

Pentru a determina venitul net anual vom prezenta în tabelul 3 cheltuielile înregistrate la nivel de entitate:

Tabelul 3

Tipuri de cheltuieli		
	CHELTUIELI	Euro
1	Salarii	5.500,00
2	Combustibil și reparații mașini agricole	7.500,00
3	Semințe	14.000,00
4	Îngrășăminte și erbicide	9.000,00
5	Servicii	1.500,00
6	Transport produse	2.000,00
7	Unelte diverse	1.500,00
8	Dobânzi pentru exploatare	3.000,00
I	TOTAL CHELTUIELI VARIABLE	44.000,00
9	Impozite proprietate	1.500,00
10	Asigurări	17.000,00
11	Reparații și întreținere clădire	2.000,00
12	Cheltuieli diverse	1.500,00
13	Apă	2.500,00
14	Cheltuieli comerciale	500,00
15	Amortizarea mașinilor agricole	6.000,00
16	Management	7.000,00
II	TOTAL CHELTUIELI FIXE	38.000,00
III	ALOCAREA PENTRU ÎNLOCUIRE	3.000,00
	TOTAL CHELTUIELI	85.000,00
	VENIT NET FERMĂ	50.125
	VENIT NET FERMĂ / rotunjit	50.000,00

Sursa: calcule proprii.

Opinia finală: La o rată de capitalizare de 6,4%, valoarea de piață a dreptului de proprietate asupra celor 150 ha de teren agricol și a dotărilor entității economice (rețea de irigații, spații de depozitare, mașini și utilaje agricole) este de 781.250 euro (50.000 euro/0,064), respectiv 5.200 euro/ha.

	euro	euro /ha
Opinie finală	781.250,00	5.208,33
Opinie finală rotunjit	781.250	5.200

Concluzii

Abordarea prin venit este una din cele trei metode de determinare a valorii de piață utilizate mai ales în situațiile în care proprietatea generează profit.

Pentru determinarea opiniei finale cu privire la valoarea de piață a dreptului de proprietate asupra entității economice analizate am determinat rata de capitalizare, am identificat veniturile și cheltuielile și am determinat în final venitul net al entității analizate, în conformitate cu Standardele Internaționale de Evaluare (IVS) 2011.

Bibliografie

- Anghel, I. (coordonator) Negescu, O.M., Anica-Popa, A., Popescu, A.M. (2010). *Evaluarea Întreprinderii*, Editura Economică, pp. 161-162, 217-220
- Anica-Popa, A., Cișmașu, I.D. (2009). "Adaptation of production technologies with the aim to increase the quality of the agricultural production and the respect towards the environmental norms", *Theoretical and Applied Economics*, pp. 165-173, accesată la data 5.11.2012, http://www.store.ectap.ro/suplimente/Simpozion-29-31.05.2009_en.pdf#page=189
- Appraisal Institute (2011). *The Appraisal of Real Estate*, 13th Edition, Edition in Romanian language, Bucharest
- Ciora C. (2011). "Cost of equity in emerging markets. Evidence from Romanian listed companies", *International Research Journal of Applied Finance*, Vol. II, No. 6, June, pp. 683-691, ISSN: 2229-6891, http://irjaf.com/uploads/irjaf_vol_2_issue_6.pdf; accesat 5.11.2012
- Ișfănescu, A., Robu, V., Anghel, I. (2001). "Abordarea pe bază de venit în evaluarea întreprinderii", *Evaluarea Întreprinderii*, Editura Tribuna Economică, pp. 156-169
- International Valuation Standards Council (2011). "Cadrul general", *Standardele Internaționale de Evaluare, IROVAL – București*, pp. 33-34
- Oancea-Negescu, M.D., Cișmașu, I.D., Motofei, C. (2009). "Agricultura ecologică și performanța fermelor agricole", *Revista Română de Statistică*, Supliment, No. 6, June, pp.137-142
- Vîrjan, D. (2008). "Green economy - a chance for mankind, International Conference", "Ecological Performance in a competitive economy, Supplement of Quality-access to success", *Journal Year 9*, No. 94, Edited by Romanian Society for Quality Assurance, pp.55-59, Bucharest 20-21 November

Practici și tratamente contabile privind activele imobiliare. Repere în procesul decizional

Iulia DAVID-SOBOLEVSCHI

Academia de Studii Economice din București
iulia.david@kgaudit.ro

Monica Aureliana PETCU

Academia de Studii Economice din București
petcu_mona_a@yahoo.com

Ovidiu BUNGET

Universitatea de Vest Timișoara
ovidiu.bunget@abaconsulting.ro

Marian LĂPUȘTE

Academia de Poliție „Alexandru Ioan Cuza”, București
marianlapuste@yahoo.com

Rezumat. *Fundamentarea deciziei de investire pe piața imobiliară în funcție de obiectivele financiare, constrângerile specifice sectorului și macromediului impune sistematizarea și aprofundarea conceptelor aferente.*

Pe piața imobiliară sunt tranzacționate active imobiliare structurate în funcție de drepturile deținute asupra acestora, poziția ocupată în tranzacția imobiliară, modul de organizare a participantului. Prezentul demers vizează particularitățile contabile privind activele imobiliare la nivelul societăților, introspectând principiile de recunoaștere, tratamentele contabile și fiscale, precum și incidențele acestora asupra indicatorilor de performanță și poziție financiară.

Cuvinte-cheie: active imobiliare; recunoaștere; reevaluare; depreciere.

Clasificare JEL: M41, M42, D04.

Clasificare REL: 14I, 14J, 11F.

Introducere

Complexitatea și dinamica activităților reflectate în contabilitate, racordarea la exigențele economiei de piață au determinat trecerea contabilității de la „paradigma contabilului la paradigma gestionarului” (Feleagă, Ionașcu, 1998, p. 11) și au impus apariția de noi concepte și noțiuni, amplificând instrumentarul specific domeniului.

Nevoia de „informații transparente, utile, esențiale ... pentru o piață ordonată și eficientă” (Greuning, 2007, p. 23), într-o lume globalizată, dar extrem de diversă, lărgirea ariei utilizatorilor acestor informații au constituit cerințe peremptorii și obiective în asigurarea compatibilității conceptelor, noțiunilor, datelor produse, ca și în sistematizarea și standardizarea procedurilor și tratamentelor adoptate în practicile naționale.

Prin ponderea însemnată în patrimoniul societăților ca și prin impactul semnificativ asupra piețelor, activele imobiliare reprezintă unul din domeniile consecvent tratate și adaptate într-o dinamică susținută a conceptualizărilor și interrelaționărilor între diversele teoretizări.

Metodologia cercetării

Scopul prezentului demers îl constituie diseminarea și tratarea aspectelor contabile legate de deținerea, exploatarea, înstrăinarea sau scoaterea din evidență a activelor imobiliare.

Obiectivele cercetării circumscriu:

- operaționalizarea aspectelor identificate și reflectarea lor în poziția și performanța financiară a societății;
- corelarea/integrarea enunțurilor teoretice din diverse norme și standarde într-o abordare integratoare și explicativă.

Metodologia cercetării vizează enunțurile teoretice fundamentale conținute în legislația și standardele în domeniu ce reprezintă referențialul pentru abordarea contabilității activelor imobiliare, în acest sens fiind revăzută literatura de specialitate în domeniu, cu sintetizarea ideilor utile problematicii abordate. Raționamentul deductiv a permis stabilirea unor relații logice între conceptele utilizate și testarea prin studii empirice a ipotezelor exprimate.

Rezultatele cercetării

Piața imobiliară este o piață fragmentată, descentralizată și eterogenă al cărui obiect îl constituie activele imobiliare. În funcție de maniera în care deținerea acestora generează plus de valoare investitorilor, activele imobiliare sunt structurate în proprietăți imobiliare și investiții imobiliare.

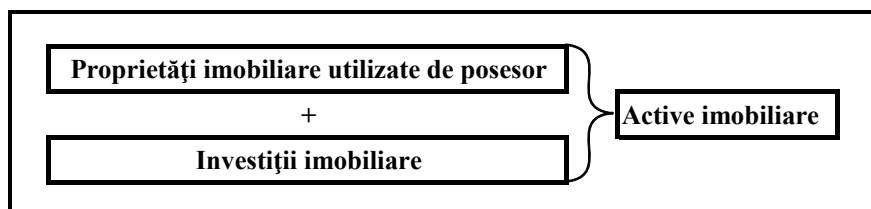


Figura 1. Componenta activelor imobiliare

Conform IAS 40, investiția imobiliară este acea proprietate imobiliară (teren sau clădire, sau parte a unei clădiri, sau ambele) deținută de proprietar sau de locatar în baza unui contract de leasing financiar, în scopul închirierii și/sau pentru creșterea valorii capitalului. Investiția imobiliară constituie în acest context o investiție pasivă, spre deosebire de proprietatea imobiliară utilizată de posesor în producția, furnizarea de bunuri sau servicii, în scopuri administrative sau pentru a fi vândută pe parcursul desfășurării normale a activității⁽¹⁾. Utilizarea proprietăților imobiliare este integrată în restul operațiunilor entității.

Din perspectivă financiară, investiția imobiliară se diferențiază de proprietatea imobiliară prin conținutul fluxurilor monetare pe care le generează. Astfel, investiția imobiliară este capabilă să genereze fluxuri de numerar independent de alte active deținute de entitate. Proprietatea imobiliară creează valoare doar prin utilizarea în cadrul ansamblului de active deținute de societate.

În mod cert trebuie făcută distincție și între active imobiliare și active imobilizate. Activele imobiliare includ terenuri, clădiri ce pot fi parte componentă a activelor imobilizate, dar și a activelor circulante.

Elementele considerate relevante în evaluarea și înregistrarea activelor imobiliare sunt:

a. costul activului imobiliar reprezintă suma plătită în numerar sau echivalente de numerar, ori valoarea justă a altor contraprestații efectuate pentru achiziționarea unui activ, la data achiziției sau construcției acestuia;

b. amortizare este alocarea sistematică a valorii amortizabile a unui activ imobiliar pe întreaga sa durată de viață utilă;

c. valoarea realizabilă reprezintă valoarea actualizată a fluxurilor de numerar pe care societatea estimează să le obțină din deținerea activelor imobiliare în scopurile mai sus menționate, din vânzarea acestora, sau pe care societatea se așteaptă să o obțină în urma lichidării unei datorii;

d. valoare justă reprezintă suma pentru care un activ imobiliar ar putea fi schimbat de bunăvoie între două părți aflate în cunoștință de cauză, în cadrul unei tranzacții în care prețul este determinat obiectiv;

e. valoarea reziduală reprezintă valoarea netă pe care societatea estimează că o va obține pentru un activ imobiliar la sfârșitul duratei de viață utilă a acestuia, după deducerea prealabilă a costurilor de cedare estimate, dacă acele active au vechimea și îndeplinesc condițiile cerute la sfârșitul duratei de viață;

f. durata de viață utilă reprezintă perioada pe parcursul căreia se estimează că societatea va obține fluxuri din deținerea activului.

Activele imobiliare sunt recunoscute ca activ în patrimoniul unei societăți atunci când:

- este probabilă generarea către societate de beneficii economice viitoare aferente activului;
- și
- costul activului poate fi măsurat în mod credibil.

Aceasta presupune raționamentul profesional pentru aplicarea criteriilor de definire a circumstanțelor sau a tipurilor specifice.

Un activ imobiliar care este recunoscut ca activ trebuie măsurat inițial la costul său. Costul unui activ imobiliar este format din:

- prețul de achiziție, taxe vamale, taxe nerecuperabile;
- orice costuri direct atribuibile pentru a aduce activul în locația și având proprietățile necesare pentru a funcționa în manieră dorită de managementul societății.

Deși costurile administrative nu se capitalizează, există costuri real incrementale pentru activ, ca de pildă comisionul plătit unui agent pentru consilierea societății în achiziționarea unui activ sau un onorariu de consultanță în acest sens, care pot fi tratate ca parte a costului inițial de recunoaștere a activului.

Anumite operații sunt în strânsă legătură cu procesul de construcție sau dezvoltare a unui activ imobiliar, dar nu sunt necesare în procesul de aducere a acestuia în locație și având proprietățile necesare pentru a funcționa în maniera dorită de management. În același sens, există operațiuni incidentale care nu sunt direct legate de activ, ce pot interveni înainte sau în cursul procesului de dezvoltare, construcție sau punere în funcțiune a activului respectiv (terenul destinat construirii unei clădiri poate genera venituri utilizându-l drept spațiu de parcare, până când începe construcția clădirii propriu-zise. Acest tip de venituri și costurile aferente sunt recunoscute în contul de profit și pierdere al exercițiului în care sunt generate, ca și venituri și cheltuieli).

Tratamentul contabil al cheltuielilor ulterioare privind activele imobiliare este impus de natura acestora, fiind prevăzut în Ordinul nr. 3055 din 29 octombrie 2009 pentru aprobarea Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene. Astfel, ca regulă generală, costurile întreținerii activelor nu se capitalizează pentru că ele nu fac decât să aducă activul respectiv la parametrii inițiali de funcționare. Aceste costuri se recunosc în Contul de Profit și Pierdere, pe măsură ce sunt efectuate. Totodată, investițiile efectuate la activele imobiliare

sub forma cheltuielilor ulterioare ce au ca efect îmbunătățirea parametrilor tehnici inițiali ai acestora și conduc la obținerea de beneficii economice viitoare se capitalizează. Obținerea de beneficii se poate realiza fie direct prin creșterea veniturilor, fie indirect, prin reducerea cheltuielilor de întreținere și funcționare. În cazul clădirilor, investițiile efectuate trebuie să asigure protecția valorilor umane și materiale și îmbunătățirea gradului de confort și ambient sau reabilitarea și modernizarea termică a acestora. Și în Hotărârea Guvernului nr. 2139 din 30 noiembrie 2004 pentru aprobarea Catalogului privind clasificarea și duratele normale de funcționare a mijloacelor fixe se aduc precizări legate de recunoașterea activelor imobiliare. Amortizarea acestor investiții se face fie pe durata normală de utilizare rămasă, fie prin majorarea duratei normale de utilizare cu până la 10%, sau în cazul instituțiilor publice până la 20%. Dacă cheltuielile ulterioare se fac după expirarea duratei normale, se va stabili o nouă durată normală de către o comisie tehnică sau expert tehnic independent.

O practică generată de lichiditatea scăzută a societăților o reprezintă dobândirea activelor imobiliare în schimbul unui activ similar sau nu (denumite și tranzacții nemonetare) sau a unei combinații de active cu fluxuri monetare. Costul noului activ este reprezentat de valoarea justă, cu excepția cazurilor în care:

- tranzacției de schimb îi lipsește caracterul comercial sau substanța comercială;
- sau valoarea justă a activului primit în schimb sau a activului cedat nu poate fi comensurată în mod credibil.

Tratamentul contabil privind schimbul reciproc de active diferă în reglementările aplicabile. Astfel, Ordinul nr. 3055 din 29 octombrie 2009 prevede că schimbul de active constituie două tranzacții distincte (două livrări de bunuri cu plată) care trebuie reflectate în înregistrări contabile separate, la valoare de piață, efectuându-se doar compensarea plăților și creanțelor aferente. Standardele Internaționale de Raportare Financiară prevăd simplificarea înregistrărilor contabile prin înregistrarea în contul de profit și pierdere a diferenței între costul activului imobiliar și valoarea sa de piață la momentul transferului.

În ceea ce privește recunoașterea ulterioară a activelor imobiliare, o societate poate opta pentru tratamentul contabil de bază sau pentru cel alternativ permis, corespunzător politicii contabile aplicate. Tratamentul contabil de bază prevede ca, ulterior recunoașterii inițiale, un activ imobiliar trebuie înregistrat la cost, mai puțin amortizarea cumulată aferentă și orice pierderi cumulate din depreciere. Tratamentul contabil alternativ permis presupune ca, ulterior recunoașterii inițiale, un activ imobiliar trebuie înregistrat la valoarea reevaluată, care reprezintă valoarea justă la momentul reevaluării, mai puțin orice amortizare ulterioară cumulată aferentă și pierderile ulterioare cumulate din depreciere. Reevaluările trebuie efectuate cu suficientă regularitate, în așa fel încât valoarea contabilă să nu difere în mod semnificativ de valoarea care poate fi determinată pe

baza valorii juste la data bilanțului. Ceea ce trebuie remarcat este că prin Legea 259/2007 pentru modificarea și completarea Legii contabilității nr. 82/1991 se aduce următoarea prevedere privind reevaluarea imobilizărilor corporale și implicit a activelor imobiliare: „Reevaluarea imobilizărilor corporale se face la valoarea justă de la data bilanțului. Valoarea justă se determină pe baza unor evaluări efectuate, de regulă, de evaluatori autorizați conform reglementărilor legale în vigoare.”

Complementar ajustării valorii activului imobiliar, amortizarea cumulată la data reevaluării este:

a) fie recalculată proporțional cu schimbarea în valoarea contabilă brută a activului, astfel încât valoarea contabilă a activului după reevaluare să fie egală cu valoarea sa reevaluată. Această metodă este folosită în cazul în care activul este reevaluat cu ajutorul unui indice pentru a se ajunge la costul de înlocuire, mai puțin amortizarea corespunzătoare;

Studiu de caz

O societate deține o clădire pentru care se cunosc următoarele informații la data de 31.12.2012: valoarea contabilă este de 100.000 lei, iar amortizarea calculată de 10.000 lei. Se recurge la reevaluarea clădirii având în vedere un indice de actualizare de 110%.

Tabelul 1

Denumire	Valoare	
	înainte de reevaluare	după reevaluare
Valoare contabilă	100.000	110.000
Amortizare	10.000	11.000
Valoare rămasă neamortizată	90.000	99.000
Efect concomitent al reevaluării		
creștere a valorii contabile	10.000	creștere a diferenței din reevaluare
creștere a amortizării	1.000	scădere a diferenței din reevaluare
surplus de valoare rămasă neamortizată după reevaluare	9.000	surplus cumulată al diferenței din reevaluare

b) fie eliminată din valoarea brută contabilă a activului, valoarea netă fiind recalculată la valoarea reevaluată a activului. De exemplu, această metodă este folosită pentru clădirile care sunt reevaluate la valoarea lor justă;

Studiu de caz

O societate deține o clădire pentru care se cunosc următoarele informații la data de 31.12.2012: valoarea contabilă este de 100.000 lei, iar amortizarea calculată de 10.000 lei. Se recurge la reevaluarea clădirii având în vedere valoarea de piață de 99.000 lei.

Tabelul 2

Denumire	Valoare	
Valoare rămasă neamortizată	100.000	
Amortizare - se scade	10.000	
Valoare rămasă neamortizată	90.000	
Valoarea de piață	99.000	
Efect concomitent al reevaluării		
creștere a valorii contabile	9.000	creștere a diferenței din reevaluare

În cazul în care valoarea contabilă a unui activ este majorată ca urmare a unei reevaluări, această majorare trebuie înregistrată direct în creditul conturilor de capitaluri proprii sub titlul „diferențe din reevaluare”. Majorarea constatată din reevaluare trebuie recunoscută ca venit în măsura în care aceasta compensează o descreștere din reevaluarea aceluiași activ recunoscută anterior ca o cheltuială.

Metoda folosită pentru reevaluarea activelor imobiliare are impact semnificativ asupra sarcinii fiscale a societății în situația clădirilor. Conform Titlului IX - Impozite și taxe locale din Codul fiscal, pentru clădiri se plătește de către persoanele juridice impozit calculat prin aplicarea unei cote de 0,25% și 1,50% asupra valorii contabile. Totodată, în Codul fiscal, Titlul IX, art. 253, al. (5) se menționează: „În cazul unei clădiri care a fost reevaluată, conform reglementărilor contabile, valoarea impozabilă a clădirii este valoarea contabilă rezultată în urma reevaluării, înregistrată ca atare în contabilitatea proprietarului-persoană juridică”.

Prin aplicarea primei metode de reevaluare (recalculare proporțional cu schimbarea în valoarea contabilă brută a activului), valoarea contabilă a clădirii este mai mare decât în cazul celei de-a doua metode (valoarea netă recalculată la valoarea reevaluată a activului) și implicit și impozitul pe clădiri este mai mare. Pentru exemplul mai sus menționat, în condițiile cotei maxime de impozitare de 1,5%, diferența de impozit pe clădire rezultată din aplicarea comparativă a celor două metode este de 300 lei.

Tabelul 3

Metoda	Valoare contabilă	Impozit (1,5%)	Diferență de impozit
Recalculare proporțională	110.000	1.650	300
Valoare netă recalculată	90.000	1.350	

În cazul în care valoarea contabilă a unui activ imobiliar este diminuată ca rezultat al unei reevaluări, această diminuare trebuie recunoscută ca o cheltuială. Cu toate acestea, o diminuare rezultată din reevaluare trebuie scăzută direct din surplusul de reevaluare corespunzător aceluiași activ, în măsura în care diminuarea nu depășește valoarea înregistrată anterior ca surplus din reevaluare.

Surplusul din reevaluare inclus în capitalurile proprii poate fi transferat direct în rezultat atunci când acest surplus este realizat. Se consideră că întregul

surplus este realizat la casarea sau la cedarea activului. Cu toate acestea, o parte din surplus poate fi realizat pe măsură ce activul este folosit de societate; în acest caz valoarea surplusului care este realizat este diferența dintre amortizarea calculată pe baza valorii reevaluate și valoarea amortizării calculate pe baza costului inițial al activului. Transferul din surplusul de reevaluare în rezultatul reportat nu se efectuează prin contul de profit și pierdere.

Reevaluarea activelor imobiliare influențează rezultatele financiar-contabile ale unei societăți, dar și dimensiunea patrimoniului acesteia. Prin reevaluarea activelor imobiliare, surplusul de valoare degajat va fi încorporat în structura capitalurilor proprii, îmbunătățind poziția financiară. Cu siguranță imaginea generată asupra patrimoniului societății va fi de bun augur, în special în cazul în care ca efect al reevaluării activelor se asigură trecerea de la o valoare negativă a capitalurilor proprii la o valoare pozitivă.

Studiu de caz

O societate prezintă următoarea situație a patrimoniului la 31.12.2012:

Tabelul 4

Activ		Pasiv	
Elemente patrimoniale	Valoare	Elemente patrimoniale	Valoare
Active immobilizate, din care:	350.000	Capitaluri proprii, din care:	-1.000
- terenuri	10.000	- diferențe din reevaluare	0
Active circulante	680.000	Datorii	1.031.000
Total activ	1.030.000	Total pasiv	1.030.000

Valoarea totală a activelor deținute de societate este de 1.030.000 lei, din care activele immobilizate reprezintă 350.000 lei (valoarea terenurilor inclusă în activele immobilizate fiind de 10.000 lei). Capitalurile proprii sunt negative, întreaga activitate a societății fiind finanțată prin datorii. Se recurge la reevaluarea terenurilor la 31.12.2012 având ca punct de reper valoarea de piață a terenurilor de 60.000 lei. După efectuarea reevaluării, situația patrimoniului se prezintă astfel:

Tabelul 5

Activ		Pasiv	
Elemente patrimoniale	Valoare	Elemente patrimoniale	Valoare
Active immobilizate, din care:	400.000	Capitaluri proprii, din care:	49.000
- terenuri	60.000	- diferențe din reevaluare	50.000
Active circulante	680.000	Datorii	1.031.000
Total activ	1.080.000	Total pasiv	1.080.000

Efectele generate prin reevaluarea terenurilor sunt:

- creșterea valorii activelor totale deținute de societate de la 1.030.000 lei la 1.080.000 lei (cu surplusul din reevaluare de 50.000 lei);
- trecerea de la o valoare negativă a capitalurilor proprii (-1.000 lei) la o valoare pozitivă (+49.000 lei), și implicit la creșterea surselor de finanțare a activelor de la 1.030.000 lei la 1.080.000 lei.

Efectele asupra impozitului pe profit rezultat din reevaluarea activelor imobiliare sunt reglementate de IAS 12 „Impozitul pe profit”. Din punct de vedere al impozitului amânat, efectul acestei diferențe temporare trebuie înregistrat. Astfel, dacă durata de amortizare economică și contabilă a activului este mai lungă decât cea fiscală, se va crea o datorie de plată cu impozitul amânat în primele perioade și care se va închide ulterior, în perioadele următoare.

▪ Specific activelor imobiliare, ajustarea pentru pierderea/deprecierea de valoare se determină diferit în funcție de încadrarea acestora drept active imobilizate sau circulante. Amortizarea activelor imobiliare recunoscute ca active imobilizate reprezintă în concepția IASC recuperarea periodică prin cheltuieli a contravalorii acestora, mai puțin a valorii reziduale, pe parcursul duratei de viață estimate. În viziunea GAPP, amortizarea reprezintă trecerea treptată pe cheltuieli a contravalorii activelor.

Având ca punct de reper însăși definiția dată amortizării, identificăm patru factori cu influență directă asupra dimensiunii amortizării activelor amortizabile: costul de achiziție, valoarea reziduală, durata de viață estimată și metoda de calcul al amortizării.

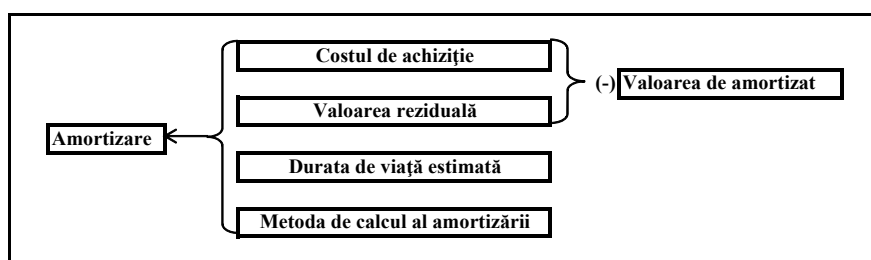


Figura 2. Factori de influență asupra amortizării activelor imobilizate

Valoarea reziduală a unui activ (sau valoarea recuperată, valoarea de casare) reprezintă recuperarea netă, reziduu sau valoarea de schimb la data estimată a scoaterii din funcțiune. Valoarea reziduală a unui activ poate crește până la o valoare egală sau superioară valorii contabile a activului. Dacă se întâmplă acest fenomen, amortizarea calculată va fi nulă, până în momentul în care valoarea reziduală se va situa sub valoarea contabilă a activului.

Diminuând costul de achiziție cu valoarea reziduală, se obține baza de calcul a amortizării pe durata de viață estimată, respectiv valoarea de amortizat (sau valoarea amortizabilă). Valoarea amortizabilă a unui activ imobiliar de natura activelor imobilizate trebuie alocată în mod sistematic pe parcursul duratei de viață utilă a activului.

Terenurile și clădirile sunt active individuale și sunt tratate din punct de vedere contabil în mod distinct, chiar și atunci când sunt achiziționate împreună. Terenurile au în mod normal durată de viață nelimitată și nu sunt, prin urmare, supuse amortizării. Dacă costul de achiziție al terenului include costul suportat în urma dezmembrării, eliminării sau restaurării construcției, costul restaurării care revine terenului este amortizat pe durata obținerii beneficiilor rezultate în urma efectuării respectivelor costuri. Este și tratamentul aplicabil tuturor lucrărilor de amenajare a acestora. Ca urmare, în ceea ce privește terenurile, se face următoarea departajare:

- terenuri - evaluate de costul de achiziție recunoscut, care reprezintă active neamortizabile neexistând o limitare a duratei de viață;
- amenajări la terenuri – tratate ca active amortizabile, pentru care se estimează o durată de viață.

Clădirile au o durată de viață limitată și sunt supuse amortizării. O creștere a valorii unui teren pe care este situată o clădire nu afectează determinarea duratei de viață utilă a acelei clădiri.

Complementar duratei de viață fiscale, durata de viață internă pentru clădiri are la bază decizia managementului fundamentată în funcție de:

- sarcina fiscală a societății;
- starea de lichiditate a societății;
- dimensiunea rezultatului contabil și fiscal,
- dimensiunea capitalurilor proprii ale societății.

Valoarea reziduală și durata de viață utilă a unui activ trebuie revăzute cel puțin la sfârșitul fiecărui an financiar. Dacă se descoperă diferențe față de ultimele estimări, acestea trebuie contabilizate ca și modificări ale politicilor contabile, în concordanță cu IAS 8 „Politici contabile, modificări ale estimărilor contabile și erori fundamentale”.

O cheltuială cu amortizarea este efectuată chiar dacă valoarea justă a activului depășește valoarea sa contabilă, atât timp cât valoarea sa reziduală nu este mai mare decât valoarea sa contabilă. Valoarea amortizabilă a unui activ este determinată după ce s-a scăzut valoarea reziduală a aceluși activ.

Amortizarea aferentă unei perioade este în mod normal recunoscută în contul de profit și pierdere, cu excepția cazului în care este inclusă în valoarea contabilă a altui activ.

Un activ imobiliar va fi de recunoscut:

- a) în momentul vânzării;

b) sau atunci când nu se mai previzionează generarea unor beneficii economice din deținerea sau vânzarea sa.

Câștigul sau pierderea rezultate în urma derecunoașterii unui activ imobiliar sunt recunoscute în contul de profit și pierdere în momentul derecunoașterii (cu excepția cazului în care IAS 17 prevede un alt tratament în cazul vânzării sau al încetării contractului de leasing).

Concluzii

Activele imobiliare sunt tratate diferit în contabilitate în funcție de scopul deținerii lor, de stadiul de viață, de diversele decizii adoptate pe parcursul deținerii lor, de caracteristicile scoaterii lor din patrimoniu. Există o relație dialectică între vocația de resursă permanentă și valoarea lor în continuă schimbare care antrenează multiple reevaluări și reconsiderări în funcție de factori aleatorii în tratamentul aplicat activelor imobiliare. Între recunoșterea lor inițială și derecunoașterea unui activ imobiliar intervin o serie de modificări care pot influența semnificativ patrimoniul și indicatorii de poziție și performanță financiară. Ceea ce rămâne esențial în abordare rezidă în necesitatea reflectării realității, în corelarea valorilor contabile cu valoarea justă și redarea unei imagini fidele a averii investitorilor.

Notă

⁽¹⁾ Vezi standarde internaționale de contabilitate 2001, IAS 40, pag. 1232

Bibliografie

- Feleagă, N., Ionașcu, I. (1998). *Tratat de contabilitate financiară*, Editura Economică, București
- Greuning, V.H. (2007). *Standarde Internaționale de raportare financiară*, Editura Institutul IRECSO, București
- Hotărârea Guvernului nr. 2139 din 30 noiembrie 2004 pentru aprobarea Catalogului privind clasificarea și duratele normale de funcționare a mijloacelor fixe se aduc precizări legate de recunoașterea activelor imobiliare
- Legea nr. 259/2007 pentru modificarea și completarea Legii contabilității nr. 82/1991
- Legea nr. 571/2003 privind Codul fiscal
- Ordinul Ministrului Finanțelor Publice nr. 3055/2009 (OMFP 3055/2009) pentru aprobarea Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene
- Fundația Comitetului pentru Standarde Internaționale de Contabilitate – IASB, 2001. Standarde internaționale de contabilitate 2001. București: Editura CECCAR
- Fundația Comitetului pentru Standarde Internaționale de Contabilitate – IASB, 2009. Standarde Internaționale de Raportare Financiară. IFRS-2009. București: Editura CECCAR