

EFICIENȚA INVESTIȚIILOR

**MINISTERUL EDUCAȚIEI, CERCETĂRII ȘI INOVĂRII
UNIVERSITATEA ROMÂNNO-AMERICANĂ
BUCUREȘTI**

RADU DESPA

DANIELA ZIRRA

ALINA AVRIGEANU

ANDREEA MUNTEANU

MIHAI NEDELESCU

EFICIENȚA INVESTIȚIILOR



**EDITURA UNIVERSITARĂ
București**

Tehnoredactare: Ameluța Vișan
Coperta: Angelica Mălăescu

Copyright © 2010
Editura Universitară
Director: Vasile Muscalu
B-dul. N. Bălcescu nr. 27-33,
Sector 1 , București
Tel./Fax: 021 – 315.32.47 / 319.67.27
www.editurauniversitara.ro
e-mail: redactia@editurauniversitara.ro

EDITURĂ RECUNOSCUTĂ DE CONSILIUL NAȚIONAL AL CERCETĂRII
ȘTIINȚIFICE DIN ÎNVĂȚĂMÂNTUL SUPERIOR (C.N.C.S.I.S.)

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
Eficiența investițiilor / Radu Despa, Daniela Zirra, Andreea
Munteanu, ... - București : Editura Universitară, 2010
Bibliogr.
ISBN 978-973-749-850-2

I. Despa, Radu
II. Zirra, Daniela
III. Munteanu, Andreea Clara

658.152(075.8)

© Toate drepturile asupra acestei lucrări sunt rezervate Editurii Universitare

Distribuție: tel/fax: (021) 315.32.47
(021) 319.67.27
comenzi@editurauniversitara.ro

ISBN 978-973-749-850-2

CUPRINS

I. NOȚIUNI GENERALE PRIVIND INVESTIȚIILE	7
1. Conceptul de investiții.	8
2. Locul și rolul investițiilor în economia de piață.	14
3. Decizia de investiții.	15
4. Sursele de finanțare a investițiilor.	18
5. Riscul în investiții.	25
II. DELIMITĂRI CONCEPTUALE PRIVIND EFICIENȚA INVESTIȚIILOR	33
1. Conceptul de eficiență economică.	34
2. Caracteristicile eficienței economice a investițiilor.	38
3. Principiile, indicatorii și criteriile de eficiență economică a investițiilor.	41
III. INFLUENȚA FACTORULUI TIMP ASUPRA EFICIENȚEI PROIECTELOR DE INVESTIȚII	51
1. Esența și formele de manifestare a factorului timp în investiții. Ciclul de viață al proiectelor.	52
2. Abordarea dinamică a evaluării eficienței proiectelor de investiții. ...	69
3. Evaluarea efectelor imobilizării capitalului pe durata de realizare a investiției.	73
IV. ACTUALIZAREA – ELEMENT DE BAZĂ AL DECIZIEI DE INVESTIȚII	83
1. Aspecte metodologice privind actualizarea.	84
2. Momente de referință utilizate în tehnica actualizării.	88
3. Formule de calcul utilizate în tehnica actualizării.	89
4. Invarianța indicatorilor de eficiență economică indiferent de momentul actualizării.	100
5. Rata de actualizare (a) și modul de stabilire a acesteia.	101
V. INDICATORI DE APRECIERE A EFICIENȚEI INVESTIȚIILOR	105
1. Indicatori statici de apreciere a proiectelor de investiții.	106
2. Aplicații practice privind indicatorii statici.	113
3. Indicatori dinamici de apreciere a proiectelor de investiții.	122
4. Aplicații practice privind indicatorii dinamici.	130

VI. OPTIMIZAREA UTILIZĂRII RESURSELOR PENTRU INVESTIȚII	159
1. Considerații generale.	160
2. Optimizarea deciziilor de investiții prin metoda programării liniare..	162
3. Optimizarea deciziilor de investiții prin metoda programării dinamice..	167
VII. ECOEFICIENȚA INVESTIȚIILOR	189
1. Clarificări conceptuale.	190
2. Indicatori de măsurare a eco-eficienței. Construirea raportului de sustenabilitate al firmei.	195
3. Elemente de fundamentare a deciziei de investiție.	198
VIII. PLANIFICAREA ȘI DIAGNOSTICUL FINANCIAR AL PROIECTELOR DE INVESTIȚII	203
1. Scopul, funcțiile și obiectivele previziunii financiare.	204
2. Forme și instrumente de previziune financiară.	207
3. Planul de finanțare al proiectelor de investiții.	210
IX. PLANUL DE AFACERI ȘI UTILIZAREA ÎN ACTIVITATEA PRACTICĂ A PRINCIPIILOR ȘI CRITERIILOR DE EFICIENȚA ECONOMICĂ	215
1. Importanța și necesitatea întocmirii planului de afaceri.	216
2. Definirea și tipologia planurilor de afaceri.	220
3. Conținutul planului de afaceri.	224
4. Plan de afaceri versus studiu de fezabilitate.	247
X. STUDIUL DE FEZABILITATE	251
1. Importanța și necesitatea întocmirii studiului de fezabilitate.	252
2. Definirea și tipologia studiilor de fezabilitate.	256
3. Conținutul studiului de fezabilitate.	258
XI. EFICIENȚA INVESTIȚIILOR STRĂINE DIRECTE	287
1. Definirea și tipologia Investițiilor Străine Directe (ISD).	289
2. Teorii și modele ale Investițiilor Străine Directe (ISD).	298
3. Evaluarea Investițiilor Străine Directe (ISD).	310
XII. EFICIENȚA TRANSFERULUI DE TEHNOLOGIE	327
1. Considerații generale privind evaluarea eficienței economice a transferului de tehnologie.	328
2. Evaluarea eficienței transferului de tehnologie.	331
XIII. GRILE DE VERIFICARE	339
BIBLIOGRAFIE	357

CAPITOLUL I
NOȚIUNI GENERALE PRIVIND
INVESTIȚIILE

- 1. Conceptul de investiții.**
- 2. Locul și rolul investițiilor în economia de piață.**
- 3. Decizia de investiții.**
- 4. Sursele de finanțare a investițiilor.**
- 5. Riscul în investiții.**

CAPITOLUL I NOȚIUNI GENERALE PRIVIND INVESTIȚIILE

1. CONCEPTUL DE INVESTIȚII

Investițiile constituie fundamentul dezvoltării viitoare a firmelor, având un rol hotărâtor în suplimentarea, diversificarea și creșterea calitativă a tuturor factorilor de producție¹, asigurând îmbunătățirea poziției concurențiale în raport cu alți agenți economici. În același timp, investițiile constituie suportul material al creșterii economice și al dezvoltării, contribuind la asigurarea funcționării normale a economiei, la creșterea aparatului de producție și a suportului material al activităților social-culturale, precum și la creșterea nivelului de trai al populației.

În general, investițiile reprezintă plasamente de capital efectuate în scopul obținerii de venituri purtătoare de profit în viitor. În acest sens ne referim la *investițiile financiare*, care includ achiziția de titluri de valoare în scopul obținerii de dividende, plasarea disponibilităților financiare la bănci pentru dobânzi sau cheltuirea unor sume bănești pentru inițierea unor afaceri, în scopul realizării unor profituri.

În sens restrâns, investițiile reprezintă cheltuieli de capital realizate în scopul obținerii unor bunuri durabile prin intermediul cărora, în viitor, se vor obține venituri purtătoare de profit. Această categorie de investiții este reprezentată de *investițiile de capital* ce reprezintă cheltuielile efectuate în scopul creării sau

¹ Ion Vasilescu, *Strategii investiționale*, în *Strategii manageriale de firmă*, Editura Economică, București, 1998, p. 338.

achiziționării de elemente de capital fix, productiv și neproductiv, precum și pentru modernizarea, dezvoltarea și re tehnologizarea capitalului fix existent la un moment dat în cadrul firmei. Investițiile de capital constituie suportul material al creșterii economice și al dezvoltării activităților social-culturale, prin intermediul lor asigurându-se creșterea capitalului firmelor, sporirea numărului de locuri de muncă, diversificarea producției, creșterea productivității muncii și a randamentului utilajelor, etc.

În teoria și practica economică se întâlnesc *diverse abordări* privind definirea investițiilor. Astfel, din punct de vedere *contabil*, *investițiile se definesc prin referire la latura lor materială, respectiv creșterile de sume alocate în active immobilizate și în active circulante nete, create în cadrul firmei sau achiziționate, destinate sau nu activității curente.* În această viziune, accentul se pune de regulă pe prima categorie de investiții, cea în active immobilizate, în calcule fiind prezentă amortizarea definită ca mijloc de recuperare a investiției.

Din punct de vedere *financiar*, *conținutul noțiunii de investiții este schimbul dintre capitalul disponibil în prezent, cert și speranța de încasare în viitor a unui flux de sume, a unui capital mai mare și mai important.* În această viziune, investițiile sunt sumele alocate în prezent, de la care se așteaptă rezultate (sub aspectul creșterii economice a firmei) în viitor și care se amortizează într-o perioadă mai lungă de timp.

Din punct de vedere *economic*, *investițiile reprezintă renunțarea la utilizarea imediată a unor resurse disponibile, cu scopul obținerii de venituri viitoare mai mari sau mai importante comparativ cu costurile suportate.* Se anticipează ca pe seama investițiilor să se obțină beneficii și efecte utile de natură diversă, pe parcursul mai multor ani.

Investițiile prezintă o serie de *caracteristici* care le oferă un statut deosebit în ansamblul cheltuielilor agenților economici, cele mai reprezentative fiind:

- *investițiile sunt cheltuieli certe, se efectuează în prezent și sunt de cele mai multe ori ireversibile;*

- *veniturile și beneficiile*, care se realizează după finalizarea investițiilor, respectiv în viitor, sunt *incerte și supuse riscurilor*;
- *efortul investițional* este de cele mai multe ori foarte *complex*, antrenând resurse materiale, financiare și umane care se materializează în obiective de investiții;
- investițiile se concretizează în *bunuri durabile, cu valoare mare*, pe seama cărora se anticipează obținerea de *rezultate pe termen lung*;
- *resursele investiționale* rămân *imobilizate* până la finalizarea investiției sau până în momentul începerii generării beneficiilor așteptate;
- *procesul investițional* este *riscant*, atât pe durata realizării investiției, cât și pe durata funcționării obiectivului de investiții;
- *decizia realizării investiției* presupune o *analiză atentă* a potențialului firmei și a mediului de afaceri;
- *realizarea investițiilor* este *afectată decisiv* de influența *factorului timp*;
- procesul investițional se află în strânsă *interdependență* cu toate segmentele vieții economice și sociale și în *corelație* cu creșterea economică.

Managerul financiar consideră investiția ca fiind o decizie de imobilizare de capitaluri în vederea obținerii în viitor a unei bune rentabilități. Principalul său rol este de a găsi sursele de finanțare necesare investițiilor, de a evalua și obține o rentabilitate corespunzătoare.

Managerul financiar trebuie să compare investiția inițială cu încasările pe care ea le va genera în viitor și să accepte cea variantă de investiții a cărei rentabilitate este superioară costului finanțării și care aduce cash-flow-uri corespunzătoare într-o perioadă cât mai scurtă de timp.

Investițiile pot fi clasificate din mai multe puncte de vedere:

1) după “naționalitatea” capitalului investit:

- a) investiții autohtone, cu capital românesc;
- b) investiții străine, cu capital străin;
- c) investiții mixte, cu capital românesc și străin.

2) după sursa de proveniență a capitalului:

- a) investiții realizate din surse proprii, care se pot constitui din capitalul propriu (din profit, din încasările obținute prin vânzarea unor active sau din fondul de amortizare);
- b) investiții realizate din surse atrase, respectiv credite bancare interne și externe, alocații bugetare, fonduri obținute prin programe de finanțare internaționale, etc.

3) după natura investițiilor:

- a) investiții corporale, care se materializează în elemente de capital fix și alte categorii de active fixe și circulante formate din următoarele tipuri:
 - investiții propriu-zise (cu prioritate mijloace fixe - clădiri, mașini, utilaje, instalații, mijloace de transport, etc.):
 - mijloace fixe construite;
 - mijloace fixe achiziționate;
 - mijloace fixe modernizate;
 - mijloace fixe înlocuite.
 - investiții asimilate:
 - explorări, prospecțiuni, cercetări geologice referitoare la lucrările de investiții;
 - proiectare pentru realizarea obiectivelor de investiții;
 - împăduriri, plantații viticole și de pomi fructiferi, lucrări de îmbunătățiri funciare.
 - cheltuieli cu salarizarea și pregătirea / perfecționarea forței de muncă necesară pentru realizarea investițiilor;
 - lucrări de organizare de șantier;

- transport, montare, demontare, remontare mijloace fixe;
 - schimbarea destinației terenurilor;
 - fond de rulment necesar imediat după punerea în funcțiune a obiectivului de investiții;
 - întreținerea plantațiilor viticole și cu pomi fructiferi până la obținerea primei recolte;
- b) investiții necorporale (pentru know-how):
- activitatea de cercetare – dezvoltare pentru atragerea de clienți (clienți potențiali), care în cel mult 5 ani vor asigura “succesul comercial” al firmei;
 - crearea, menținerea și asigurarea logisticii rețelelor comerciale;
 - programe informatice (create sau achiziționate);
 - formarea și perfecționarea personalului;
 - realizarea de analize, studii și diagnostice economico – financiare și de management – marketing.
- c) investiții financiare sau de portofoliu (plasamente de capital pe termen lung):
- cumpărarea de creanțe;
 - achiziționarea titlurilor de valoare (acțiuni, obligațiuni, titluri de stat).

4) după obiectul² investițiilor:

- a) investiții de înlocuire a capitalului fix uzat moral și/sau fizic;
- b) investiții de modernizare și creștere a productivității;
- c) investiții de expansiune sau de creștere economică prin extindere, dezvoltare sau construire de obiective noi;
- d) investiții de inovare și de cercetare științifică, realizate în scopul creșterii capacității concurențiale a firmei prin reducerea costurilor de exploatare, dezvoltarea de noi produse și tehnologii, etc.;

² Dumitru Pârvu, *Eficiența investițiilor*, Editura Lumina Lex, București, 2003, p. 20.

- e) investiții strategice, care pot fi:
- ofensive, realizate cu scopul:
 - întăririi poziției pe piață;
 - creșterii segmentului de piață;
 - pătrunderii pe piețe noi;
 - rămânerii în avangarda tehnologică.
 - defensive, realizate în vederea:
 - păstrării poziției pe piață;
 - protejării față de apariția de noi competitori, etc.

5) după gradul de risc:

- a) investiții cu grad de risc minim (investiții strategice, de importanță națională, realizate cu garanția statului, cum sunt construcția de autostrăzi, centrale nucleare-electrice, hidrocentrale, etc.);
- b) investiții cu grad de risc redus (se caracterizează prin durată de recuperare scurtă a capitalului (2-3 ani), amploare redusă, cum sunt investițiile de înlocuire a utilajelor uzate, etc.);
- c) investiții cu grad de risc moderat sau mediu (de modernizare, dezvoltare, re tehnologizare fără schimbarea pieței de desfacere, etc. ce se caracterizează prin durată de recuperare a capitalului de 3-4 ani);
- d) investiții cu grad de risc ridicat (ce implică costuri importante și pot fi destinate schimbării profilului de fabricație sau creșterii capacității de producție cu peste 50%, durata de viață a obiectivului de investiții este de peste 25 ani iar durata de recuperare a capitalului de 6-7 ani);
- e) investiții cu grad de risc foarte ridicat (proiecte care au la bază soluții tehnice noi, lansarea produselor noi, ale căror rezultate sunt incerte, etc.).

6) după destinația obiectivului de investiții:

- a) investiții productive, concretizate în obiective de investiții ce urmează să fie folosite o perioadă de timp mai îndelungată ca instrument de lucru în activitatea de bază a firmei;

- b) investiții neproductive, efectuate pentru creșterea siguranței la locul de muncă, pentru realizarea unor obiective cu caracter social sau pentru cumpărarea de bunuri cu scop speculativ.

7) după relația cu obiectivul principal de investiții:

- a) investiții directe, destinate realizării efective a obiectivului principal;
- b) investiții conexe, destinate ramurilor sau domeniilor situate în amonte sau în aval față de obiectivul principal (aprovizionarea cu materii prime sau crearea căilor de comunicații și a rețelelor de distribuție);
- c) investiții colaterale, destinate realizării construcțiilor anexe, rețelelor de comunicații interne, asigurării utilităților și realizării infrastructurii necesare pentru buna funcționare a obiectivului de bază.

8) după modul de constituire³:

- a) investiții nete, constituite din fonduri provenite din produsul național net, având ca scop creșterea capitalului fix și a stocurilor de materii prime și materiale;
- b) investiții brute, constituite din investițiile nete plus amortizarea care are ca scop principal înlocuirea capitalului fix uzat și ce contribuie la creșterea absolută a capitalului fix.

2. LOCUL ȘI ROLUL INVESTIȚIILOR ÎN ECONOMIA DE PIAȚĂ

Dezvoltarea economică și socială a unei țări depinde în mod hotărâtor de dinamica, volumul și calitatea investițiilor realizate. Importanța și necesitatea realizării de investiții, precum și rolul important al acestora în economia națională rezultă din

³ Ion Vasilescu, Ion Românu, Claudiu Cicea, *Investiții*, Editura Economică, București, 2000, p. 17.

multiplele efecte ale realizării investițiilor, ce pot clasificate în două categorii principale.

Realizarea de investiții produce efecte *economice*, respectiv:

- *creșterea cererii de bunuri și servicii;*
- *creșterea și diversificarea ofertei agenților economici;*
- *creșterea cifrei de afaceri, a veniturilor și profitului;*
- *favorizarea circulația capitalurilor;*
- *creșterea gradului de participare a țării la circuitul economic internațional;*
- *accelerarea promovarea progresului tehnic, dezvoltarea, retehnologizarea și înnoirea capacităților de producție existente;*
- *stimularea creșterea eficienței în toate domeniile;*
- *îmbunătățirea mediului economic, etc.*

Dintre multiplele efecte *sociale* ale investițiilor menționăm:

- *creșterea calității vieții și a nivelului de trai;*
- *creșterea numărului de locuri de muncă și a gradului de ocupare a forței de muncă;*
- *reducerea șomajului;*
- *dezvoltarea culturii și educației;*
- *creșterea calității forței de muncă;*
- *ocrotirea sănătății;*
- *protecția mediului, etc.*

3. DECIZIA DE INVESTIȚII

Cuprinderea investițiilor în programul firmei și luarea deciziei de efectuare a acestora trebuie făcute după un studiu amănunțit privind necesitatea, oportunitatea și eficiența lor.

Necesitatea investițiilor este dată de măsura în care o firmă nu își poate îndeplini programul de producție și desfacere în condiții normale de lucru și cu capacitățile de producție existente.

Oportunitatea investițiilor este apreciată în strânsă legătură cu necesitatea, eficiența și timpul cel mai potrivit de realizare și dare în funcțiune a capacităților de producție, cu formarea resurselor financiare și condițiile de aprovizionare și desfacere, etc.

La baza lucrărilor de investiții trebuie să stea un studiu analitic, o documentație amănunțită. Această documentație conține: studiul tehnico-economic, proiectul și devizele.

Studiul tehnico-economic cuprinde informații economice, tehnice și financiare cu caracter general prin care este justificată necesitatea și oportunitatea investiției, sunt fundamentate posibilitățile de realizare și exploatare în condiții de eficiență maximă a lucrărilor.

În *documentația de proiect* se stabilesc indicatorii tehnico-economici și se soluționează diverse probleme tehnice. Ea este întocmită de institute de cercetare, inginerie tehnologică și proiectare, deoarece implică rezolvarea unor probleme extrem de complexe.

Prin documentația de *deviz* se stabilește volumul cheltuielilor pentru realizarea investițiilor. Devizele pot fi:

- *pe categorii de lucrări* – se referă la lucrări cum sunt cele de săpături, fundații, construcții, instalații, montaj și evidențiază cheltuielile reclamate de executarea lor;
- *pe obiecte* – reprezintă o recapitulație a devizelor pe categorii de lucrări care concură la realizarea unui obiect. Prin obiect se înțelege o construcție bine determinată, cum ar fi o hală, un depozit, etc.
- *devizul general* – reflectă totalitatea cheltuielilor pentru executarea investițiilor. Acest deviz se desfășoară pe subdiviziuni care arată destinația cheltuielilor.

Eficiența investițiilor se reflectă în raportul dintre rezultatele sau efectele obținute din exploatare și eforturile sau cheltuielile de investiții.

Prin creșterea eficienței se dorește îmbunătățirea activității tuturor factorilor care concură la realizarea programelor de investiții: antreprenori, beneficiari, furnizori de utilaje, organisme bancare, etc.

Pentru aprecierea eficienței investițiilor este necesar să se utilizeze o serie de indicatori care să furnizeze o bază compatibilă pentru luarea deciziilor de investire.

Acești indicatori trebuie să permită:

- *compararea cu alte proiecte din ramura respectivă, din alte ramuri și chiar cu cele din întreaga economie;*
- *compararea mai multor variante de proiect pentru aceeași investiție și alegerea celei optime.*

Indicatorii cei mai potriviți care exprimă eficiența investițiilor sunt cei *care se bazează pe actualizare.*

Între acești indicatori menționăm:

- indicatorul global de eficiență, care se calculează ca raport între veniturile actualizate și cheltuielile actualizate;
- beneficiul actualizat, calculat ca diferență între veniturile actualizate și cheltuielile actualizate;
- rata medie de rentabilitate calculată ca raport între beneficiul actualizat și cheltuielile actualizate;
- valoarea actualizată netă, calculată ca diferență între suma veniturilor nete actualizate și cheltuielile inițiale de investiții;
- rata internă de rentabilitate;
- cursul de revenire net actualizat sau Testul Bruno, calculat ca raport între cheltuielile actualizate exprimate în lei și valoarea netă exprimată în valută;
- durata recuperării investiției.

4. SURSELE DE FINANȚARE ALE INVESTIȚIILOR

Întreprinderile investesc anual sute de miliarde de dolari în active fixe. Prin însăși natura lor, aceste investiții influențează situația unei firme pe o perioadă de mai mulți ani. O decizie bună poate să ducă la o creștere extraordinară a câștigurilor și la creșterea, în consecință a prețului acțiunilor firmei pe piață. Însă, o decizie greșită poate duce la faliment.

Rezultatul deciziei de finanțare a investițiilor îl reprezintă bugetul investițiilor, care, pe un orizont de timp suficient de previzibil, de obicei 5 ani, prezintă situația echilibrării nevoilor de finanțare cu sursele de acoperire.

Bugetul de investiții al firmei explicitează cheltuielile planificate cu activele fixe, iar stabilirea bugetelor de investiții reprezintă întregul proces de analizare a proiectelor și de decizie cu privire la alegerea proiectelor care merită să fie incluse în bugetul de investiții.

Procesul de stabilire a bugetelor de investiții este de o importanță fundamentală pentru succesul sau eșecul firmei, deoarece deciziile cu privire la bugetele de investiții, probabil mai mult decât orice altceva, influențează viitorul unei firme. Toate departamentele unei firme – producție, marketing și toate celelalte – sunt influențate, într-o măsură covârșitoare, de deciziile referitoare la bugetele de investiții; de aceea, tot personalul executiv, indiferent de responsabilitățile principale, trebuie să cunoască modul în care se iau aceste decizii. În plus, determinarea informației, necesar de utilizat în tehnicile de stabilire a bugetelor de investiții, implică o analiză amănunțită a costurilor și beneficiilor estimate în cadrul proiectelor care se analizează.

Pentru realizarea unui proiect de investiții, un rol deosebit de important îl are rezolvarea următoarelor probleme:

- asigurarea resurselor financiare;

- *alegerea surselor de finanțare pentru obținerea unui cost cât mai redus al capitalurilor care se vor folosi pentru realizarea investiției;*
- *recuperarea fondurilor investite și reducerea cât mai mult posibil a termenului de recuperare a investiției;*
- *rambursarea creditelor și plata dobânzilor la scadență;*
- *asigurarea unei rentabilități cât mai mari a lucrărilor de investiții.*

Sursele principale de finanțare a investițiilor sunt:

- *capitalurile proprii;*
- *capitalurile împrumutate pe termen mediu și lung;*
- *surse care provin de la bugetul statului.*

Acoperirea financiară a investițiilor trebuie făcută mai întâi, din fondurile proprii ce se degajă din autofinanțare și apoi să se apeleze la resursele externe, pentru a se obține un cost cât mai redus al capitalului investit.

Capacitatea de autofinanțare este determinată de:

- ***mărimea amortizărilor și provizioanelor, calculate și neconsumate încă*** – reprezintă cheltuieli care se exonerează de la plata impozitului pe profit. Economii fiscale rezultate din această deductibilitate fac să scadă costul autofinanțării;
- ***mărimea profiturilor nete nerepartizate încă*** – profitul net este o sursă gratuită de finanțare până la încorporarea în capitalul social a rezervelor astfel constituie;
- ***veniturile din dezinvestiții*** – reprezintă o sursă internă de capital neimpozitată.

Previziunea financiară cuprinde sursele și cheltuielile de investiții cum sunt:

RESURSELE:

- *disponibilul la începutul anului;*

- *sumele din valorificarea materialelor prin dezmembrarea activelor fixe scoase din funcțiune;*
- *sumele din vânzarea activelor fixe;*
- *amortizarea activelor fixe;*
- *mobilizările și imobilizările resurselor interne care pot apărea atât la elementele de activ: stocuri de utilaje, materiale, piese de schimb, etc. (reprezintă descreșterea stocurilor într-o perioadă față de cea precedentă) cât și la elementele de pasiv: obligații față de furnizori, antreprenori, etc. (reprezintă descreșterea soldului datoriiilor dintr-o perioadă față de perioada precedentă). Imobilizările se adună la cheltuielile de investiții, iar mobilizările se scad din acestea;*
- *alte surse proprii.*

CHELTUIELILE:

- *rambursarea creditelor, plata comisioanelor și a altor servicii;*
- *plata dobânzilor la creditele utilizate în anul curent;*
- *resursele proprii rămase pentru finanțarea investițiilor (calculate ca diferență între totalul resurselor proprii și posturile de cheltuieli arătate mai sus);*
- *cheltuieli de investiții;*
- *excedent sau deficit de resurse pentru acoperirea cheltuielilor de investiții (diferența în plus sau în minus între resursele proprii rămase pentru finanțarea investițiilor și cheltuielile de investiții);*
- *acoperirea deficitului de resurse (din credite și alte împrumuturi pentru investiții, precum și din alocații de la bugetul statului).*

BUGETUL INVESTIȚIILOR		Anii			
		1	2	...	n
Previziuni ale nevoilor de finanțare					
1.	Achiziții de active fixe (necorporale și corporale financiare)				
2.	Rambursări ale datoriilor financiare				
3.	Reduceri de rezerve sau de capital (cu titlu excepțional)				
4.	Creștere a nevoii de fond de rulment				
Previziuni ale surselor de acoperire					
1.	Autofinanțare (după distribuirea dividendelor)				
2.	Împrumuturi financiare noi (pe termen lung)				
3.	Creșteri de capital				
4.	Subvenții pentru investiții				
5.	Vânzări de active fixe				
6.	Reduceri ale nevoii de fond de rulment				

Oricare ar fi structura financiară, o firmă rentabilă chiar dacă este puternic îndatorată nu va avea probleme de finanțare, ea putând găsi capitaluri, deoarece efectul de levier indus prin îndatorare se traduce printr-o puternică rată a rentabilității capitalurilor proprii. În schimb, o firmă ale cărei investiții nu sunt rentabile, va cunoaște, mai devreme sau mai târziu dificultăți, rapiditatea evoluției “bolii” depinzând de structura sa financiară.

Dacă ea este puțin îndatorată, piața financiară o va sancționa prin diminuarea cursului acțiunilor. Totuși, în măsura în care firma nu are nevoie de capitaluri noi, nu va fi afectată de această sancțiune, putând supraviețui în detrimentul acționarilor săi până în ziua în care aceștia vor dori să vândă, se face apel la capital extern sau va fi schimbat consiliul de administrație.

Dacă firma este puternic îndatorată, ea va suferi o dublă sancțiune: pe de o parte costul îndatorării sale va grăbi scăderea rentabilității capitalurilor proprii care vor deveni negative, iar pe de altă parte, ea va avea dificultăți în contractarea de noi

împrumuturi. Această din urmă sancțiune va determina o criză de rentabilitate, respectiv o criză de trezorerie.

Nu trebuie uitat că, în procesul de investire, capitalurile proprii au un dublu rol: de a finanța o parte din investiție, dar, cel mai important, de a servi drept garanție creditorilor firmei care finanțează cealaltă parte a acesteia.

Plecând de la aceste considerente, se constată că, dacă planul de investiții nu este rentabil și dacă rezultatele degajate de noua investiție nu permit absorbirea costului datoriei (dobânda), capitalurile proprii vor apărea ca fiind mai „ieftine” decât îndatorarea. În acest caz se va prefera ca modalitate de finanțare creșterea capitalurilor proprii. Totuși, această soluție este doar aparent bună, deoarece firma va fi sancționată în timp printr-o diminuare a valorii capitalurilor proprii, respectiv o „sărăcire” a acționarilor săi. Dar, dacă planul de investiții degajă o rentabilitate satisfăcătoare, soluția capitalurilor proprii va fi mai „scumpă”.

Altfel spus, dacă investiția nu este rentabilă, ea nu trebuie realizată, iar dacă investiția se dovedește a fi o „lovitură”, capitalurile proprii vor fi întotdeauna mai scumpe decât îndatorarea, deoarece dividendele vor fi plătite perpetuu și nu limitat.

Totuși, pentru a realiza o analiză concretă pe baza căreia să se fundamenteze alegerea structurii financiare într-un plan de finanțare, trebuie să dispunem de următoarele informații.

- *conturile anuale (bilanț, cont de profit și pierdere, anexe);*
- *tabloul soldurilor intermediare de gestiune;*
- *tabloul de finanțare;*
- *o reprezentare a rațiilor structurii financiare și a activului net.*

Un loc important în acoperirea financiară a investițiilor îl ocupă creditele bancare pe termen mediu și lung. Asemenea credite se stabilesc prin contracte încheiate între bancă și agenții

economici și au durate de până la 5 ani (creditul pe termen mediu) și peste 5 ani (creditul pe termen lung).

La acordarea acestor credite stau următoarele principii:

- *încheierea unui contract de creditare între firmă și bancă, în care se stipulează condițiile și modul de acordare și rambursare a creditului, durata acordării, suma acordată, nivelul dobânzii, etc.*
- *acordarea creditului se face pe bază de garanții asiguratorii indiferent de termenele de rambursare și valoare;*
- *plata unei dobânzi, a cărei nivel se negociază de către firmă cu banca și care, în anumite condiții, se majorează, devenind cu caracter penalizator;*
- *acordarea creditului se face numai după analiza situației patrimoniale și a rezultatelor financiare, adică după analiza bonității;*
- *la acordarea creditului se ține seama de gradul de participare cu fonduri a firmă la finanțarea investiției;*
- *pentru acordarea creditelor, întreprinderile vor depune la bancă documentația de creditare. Aceasta cuprinde:*
 - *ultimul bilanț contabil;*
 - *balanța de verificare pe luna precedentă;*
 - *bugetul de venituri și cheltuieli pe anul în curs;*
 - *situația împrumuturilor și disponibilităților la alte bănci sau alți creditori și debitori;*
 - *hotărârea A.G.A. de împuternicire a reprezentanților societății pentru contractarea de credite;*
 - *copie după statutul societății și certificatul de înmatriculare la Registrul Comerțului;*
 - *devizul general pe lucrări și devizele pe obiecte;*
 - *autorizația de construcții cu avizul ministerului responsabil;*
 - *studiul de fezabilitate;*

Pentru acordarea creditului, banca efectuează o analiză amănunțită a activității economico-financiare a solicitanților de resurse împrumutate, cunoscută sub denumirea de analiză a **bonității**. Bonitatea reprezintă performanța financiară a firmei și de determină prin calculul următorilor indicatori financiari ai firmei:

1. Lichiditatea curentă reprezintă capacitatea unei societăți de a face față datoriilor sale pe termen scurt prin transformarea rapidă a activelor sale circulante în disponibilități.

$$\frac{\text{Active curente}}{\text{Pasive curente}} \times 100$$

Lichiditatea patrimonială reprezintă capacitatea societății de a-și acoperi obligațiile de plată cu scadență imediată prin mijloace bănești proprii sau prin elemente patrimoniale de activ care se pot transforma într-un timp scurt în mijloace bănești.

2. Solvabilitatea reflectă capacitatea generală a societății de a transforma toate activele sale în „cash” pentru plata datoriilor. O valoare a raportului mai mare decât **1,5** demonstrează că firma are capacitatea de a-și achita obligațiile bănești, imediate și îndepărtate, față de terți. Firma poate fi solvabilă chiar dacă, la un moment dat, din lipsă de lichiditate nu prezintă capacitate de plată. Solvabilitatea este generată de o activitate eficientă, iar lipsa capacității de plată și a lichidității poate avea un caracter temporar dacă firma se bazează pe o solvabilitate generală.

Solvabilitatea patrimonială exprimă capacitatea societății de a angaja alte datorii în plus față de cele existente și se exprimă prin raportul dintre activul bilanțier și pasivul bilanțier (datorii totale).

$$\frac{\text{Active totale}}{\text{Datorii totale}} \times 100$$

3. Gradul de îndatorare reflectă cât din capitalul propriu este afectat de datoriile totale fiind influențat numai de

elementele din pasivul bilanțului. Gradul de îndatorare necesită cel mai ridicat volum de capital propriu.

$$\frac{\text{Datorii totale}}{\text{Pasive totale}} \times 100$$

4. **Rentabilitatea financiară** a cărei modalitate de calcul este dată de relația:

$$\frac{\text{Rezultatul brut}}{\text{Capitaluri proprii}} \times 100$$

5. **Acoperirea dobânzii** dată de formula:

$$\frac{\text{Profit din exploatare}}{\text{Cheltieli cu dobanzile}} \times 100$$

6. **Viteza de rotație a activelor circulante** determinată după relația:

$$\frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Active circulante}}$$

În funcție de rezultatele obținute în urma calculului indicatorilor care exprimă bonitatea, banca acordă un anumit punctaj pentru fiecare indicator în parte. În final, punctajele obținute se însumează, obținându-se punctajul total, în funcție de care, banca încadrează firma într-o anumită categorie de risc, de la A la E. Categoria A reprezintă cel mai scăzut grad de risc în timp ce categoria E reprezintă cel mai înalt grad de risc. În funcție de categoria în care este încadrat, agentul economic respectiv primește sau nu creditul.

5. RISCUL ÎN INVESTIȚII

Riscul este o noțiune socială, economică, politică sau naturală a cărei origine se află în posibilitatea ca o acțiune viitoare să genereze pierderi datorită informațiilor incomplete în

momentul luării deciziei sau inconsistenței unor raționamente de tip logic.

Pornind de la faptul că, nimeni nu își asumă un risc dacă nu are în vedere un câștig și că între acești doi parametri trebuie să funcționeze o corelație bine controlată, se poate ajunge la următoarea concluzie, și anume la faptul că se consideră echilibru economic și financiar acceptabil acela care compensează riscul asumat.

Firmele se confruntă cu următoarele categorii de riscuri:

- Riscuri economice (inflația, dobânda și cursul valutar).
- Riscul de exploatare.
- Riscul investițional.
- Riscuri financiare (lichiditate, solvabilitate, grad de îndatorare).
- Riscuri comerciale (preț, aprovizionare – desfacere).
- Riscuri de fabricație (calitate).
- Riscuri politice (importuri, licențe, riscul de țară).
- Riscuri sociale (motivarea personalului).
- Riscuri juridice.
- Riscuri tehnologice.

Strategia investițională, stabilește pe baza unor studii, analize, simulări obiectivele principale ale firmei în domeniul investițional, acțiuni ce urmează să se desfășoare pentru atingerea obiectivelor, modalitățile de atingere a acestora, sursele de finanțare și metodele de alocare a resurselor.

Strategia investițională a firmei are un puternic caracter novator, deoarece prin investiții se asigură promovarea progresului tehnic și a rezultatelor cercetării științifice, perfecționarea capitalului fix, a tehnologiilor, metodelor de organizare a producției.

În condițiile economiei de piață, fiecare firmă are drept scop să obțină un profit cât mai mare la un anumit nivel al resurselor consumate, dar pentru aceasta, firma trebuie să privească în mod sistematic toate activitățile desfășurate.

Strategia investițională este o strategie independentă, care trebuie să integreze celelalte strategii, având drept scop realizarea strategiei generale a firmei.

Elementele definitorii ale conceptului de investiții sunt:

- **conținutul concret material al efortului investițional**, care consideră investiția ca o structură individualizată de resurse diferite ca natură și volum ce sunt angrenate în realizarea unui proiect;
- **factorul timp – durată**, care relevă faptul că orice proiect de investiții are o perioadă de viață proprie caracterizată prin momente și etape bine definite și pe parcursul căreia parametrii economici ai proiectului au o evoluție proprie descrisă, de regulă, în tabloul de flux de numerar;
- **noțiunea de eficiență**, conform căreia întreprinzătorul acceptă schimbarea unor disponibilități prezente de resurse pentru o serie de efecte (încasări) viitoare, care ca sumă totală trebuie să fie superioare cheltuielilor inițiale;
- **noțiunea de risc**, care decurge din însăși eșalonarea pe perioade viitoare a efectelor așteptate. Aceste efecte viitoare sunt, așa cum s-a arătat, speranțe și nu certitudini.

În cadrul strategiilor firmei, strategia investițională deține un loc primordial, deoarece prin ea se direcționează viitorul firmei, se orientează efortul acesteia pentru atingerea unor obiective care să-i permită valorificarea cu eficiență maximă a resurselor consumate.

Luarea deciziei de a investi, pentru dezvoltarea obiectivelor existente sau realizarea unora noi, trebuie să ia în considerare incertitudinea și riscul implicate de proiect.

Incertitudinea se referă la apariția unui eveniment viitor, la starea de nesiguranță legată de rezultatele scontate a se obține în urma unei acțiuni economice.

Astfel, o acțiune este considerată incertă atunci când este posibilă obținerea mai multor rezultate, fără să se cunoască probabilitatea de apariție a unuia sau a altuia dintre ele.

Riscul se caracterizează prin posibilitatea descrierii unei legi de probabilitate pentru rezultatele scontate, indicând posibilitatea cunoașterii acestei legi de către agenții economici. Riscul și incertitudinea se găsesc combinate în diferite proporții; în realitate, incertitudinea nu poate fi eliminată.

Incertitudinea devine o potențială sursă de risc, atunci când decurge dintr-o informare incompletă sau din apelarea la surse adesea incompatibile.

Riscurile care însoțesc afacerile și, în genere, evoluția firmei se regăsesc și în investiții.

*După factorii care-l generează se disting două tipuri de risc: **riscul în afaceri și riscul financiar.***

Riscul în afaceri este generat de evoluția progresului tehnic în ritm rapid și consecințele sale greu de stăpânit; incertitudinile pieței referitoare la evoluția cererii, schimbarea gusturilor consumatorilor, modificarea prețurilor, a politicii vânzărilor promovate la unele firme; instabilitatea economică și politică (situații de criză economică, de inflație, de șomaj, greve).

Riscul financiar pentru o firmă decurge din proporția mare a împrumuturilor sale luate de la bănci. Acest gen de risc constă în aceea că, în cazul ivirii unei conjuncturi nefavorabile, profiturile se volatilizează, cedând locul pierderilor. Adică, firma ajunge în situația ca din rezultatele sale financiare să nu poată achita nici dobânzile la împrumuturile contractate.

După dimensiunile pierderilor pe care le presupune, riscul poate fi încadrat în câteva categorii reprezentative, legate de altfel de tipul investiției, și anume:

- **riscul de nivel minim sau zero**, la investițiile de plasament în obligațiuni, împrumuturi pe termen lung, a căror rată de dobândă se menține;

- **riscul de grad redus**, la investițiile de înlocuire, la care modificările în procesul de producție sunt relativ reduse;
- **riscul de grad mediu**, la investițiile de productivitate, care presupun modernizarea producției, raționalizarea locurilor de muncă;
- **riscul de grad ridicat**, la investițiile de cercetare-dezvoltare, ale căror rezultate sunt deosebit de incerte.

După gravitatea primejdiei și consecințele asupra situației firmei, riscul cunoaște mai multe feluri:

- **Riscul de faliment** apare atunci când firma ajunge într-o situație deosebit de grea, practic fiind condamnată la dispariție, urmând să dea faliment, ceea ce înseamnă că salariații își pierd posturile, creditorii își pierd creanțele, acționarii își pierd sumele de bani pe care le-au investit; acest risc este cel mai temut.
- **Riscul de insolvabilitate** survine atunci când firma nu mai poate față plăților. Incapacitatea de a-și achita angajamentele poate conduce fie la lichidare, când nu mai este nici o șansă de salvare, fie că se soluționează printr-o intervenție de conjunctură, pe baza unui credit suplimentar de la bancă, sau firma respectivă se asociază cu o altă firmă susceptibilă de a o ajuta. În acest ultim caz, este vorba de o pierdere a independenței care, în unele situații, poate deveni definitivă. Un asemenea eveniment lasă inevitabil o impresie de fragilitate a firmei, care va constitui un handicap pentru viitor.
- **Riscul pierderii autonomiei** se manifestă înainte de declanșarea crizei de insolvabilitate; el se manifestă atunci când firma observă că, prin mijloacele proprii, nu mai are capacitatea de a-și conserva în viitor poziția sa în producție sau sub aspect comercial. Altfel spus, resursele de autofinanțare se dovedesc insuficiente în

raport cu nevoile de dezvoltare. Pentru managerul proprietar apare dilema: să rămână o firmă mică sau mijlocie, menținându-se independent, ori să-și mărească dimensiunile capitalului prin afilierea la o firmă mai puternică.

- **Riscul scăderii rentabilității** este un risc mai mult de natură financiară, care exprimă faptul că, la o creștere de capital, beneficiul net nu crește în aceeași proporție, semnalându-se astfel fenomenul de diluare. Acesta este riscul care planează asupra noilor investiții sau legat de acestea; el trebuie să fie calculat de către conducerea firmei, atunci când elaborează strategia financiară.

Domeniul riscului se rezumă la trei elemente de bază:

- ***Analiză:*** să identificăm riscurile existente și să evaluăm consecințele posibile directe și indirecte;
- ***Reducere:*** să le prevenim pentru a le diminua sau pentru a le elimina;
- ***Finanțare:*** să stăpânim ansamblul costurilor și pierderile potențiale acceptate.

Să ne asigurăm în raport cu apariția noilor riscuri și să atenuăm efectele neprevăzute prin acțiunea mijloacelor de protecție prin întocmirea unor programe de protecție corespunzătoare;

Pentru a realiza aceste cerințe, cel care trebuie să asigure managementul și gestiunea riscului trebuie să fie un bun tehnician și economist și un bun jurist.

Riscul inerent investiției are ca principal suport evoluția tehnologică, progresul tehnic care permite firmelor realizarea unor modernizări, înlocuiri de utilaje. Incertitudinea specifică investiției afectează toate elementele fluxului de trezorerie generat de un proiect de investiții. Sunt influențate îndeosebi valorile așteptate ale rezultatelor economice și financiare:

profitul, cash-flow-ul, valoarea netă, care depind de costuri, de prețul de vânzare, de volumul vânzărilor.

Unele dintre cele mai importante informații folosite în evaluarea proiectelor nu pot fi previzionate în mod riguros, și anume: volumul producției și serviciilor, structura și calitatea acestora, prețurile de vânzare, prețul și consumurile în cazul resurselor necesare desfășurării activităților în perioada de exploatare.

Pe parcursul exploatării capacităților proiectate pot apărea dificultăți în asigurarea cu anumite resurse materiale și energetice, resurse valutare, se pot modifica rata dobânzii, rata inflației, evaluările privind avantajele ecologice ale proiectelor de investiții.

În realitate, se constată că între mărimea parametrilor proiectelor de investiții și factorii, condițiile exogene determinate există dependențe statistice, probabile, nivelul indicatorilor manifestându-se ca valori aleatoare.

Se impune ca deciziile de investiții să fie elaborate și adaptate în raport cu incertitudinea asociată proiectelor pe baza analizei diverselor situații posibile în viitor, cu luarea în calcul a impactului acestora în planul eficienței economice și financiare. Alegerea proiectelor sau a variantelor de proiect în condiții de necunoaștere a probabilității de apariție a diferitelor alternative privind condițiile obiectiv determinate asupra eficienței ne va conduce deci la categoria deciziilor în condiții de incertitudine și de risc, cu tot ce ține de acestea.

Ca urmare, problematica riscului în investiții trebuie abordată în toată complexitatea ei. Specialiștii trebuie să definească modalitățile de proiectare a riscului potențial în investiții, modalități de organizarea gestiunii riscului și procedurile de ținere sub control a riscurilor respective.

În concluzie:

- proiectarea riscului potențial;
- organizarea gestiunii riscului;
- controlarea evoluției riscului.

Până la soluționarea acestor probleme, evaluarea riscului investițional trebuie să se facă utilizând toate modalitățile posibile, existente, astfel încât acesta să fie identificat, gestionat și controlat cât mai bine.

Riscul economic reprezintă incapacitatea firmei de a se adapta la timp și cu cel mai mic cost la variațiile mediului. Mai exact, el exprimă volatilitatea rezultatului economic la condițiile de exploatare.

După natura activității și poziția sa în mediul economic, rezultatele firmei sunt mai mult sau mai puțin influențate de o serie de evenimente economico-sociale: creșterea prețului energiei, creșterea salariilor, accentuarea concurenței, inovația tehnologică etc. Gradul de sensibilitate a rezultatului face din fiecare firmă o investiție mai mult sau mai puțin riscantă.

Riscul nu depinde numai de factorii generali (preț de vânzare, cost, cifra de afaceri), ci și de structura costurilor, respectiv de comportamentul lor față de volumul de activitate. În acest context, analiza cost – volum – rezultat, analiza pragului de rentabilitate, reprezintă una dintre modalitățile de evaluare a riscului.

Riscul financiar caracterizează volatilitatea indicatorilor de rezultate sub incidența structurii financiare a firmei.

Capitalul firmei este format din două componente (capitalul propriu și împrumutat) ce se deosebesc fundamental prin costul pe care îl generează. Îndatorarea amplifică costul și riscul financiar.

Analiza riscului financiar are ca element de fond dobânda, aspect asupra căruia ne vom referi pe larg în altă parte a lucrării.