

Monica BOGDAN



**INVESTIȚIILE ÎN ROMÂNIA ȘI
SURSELE DE FINANȚARE ALE ACESTORA**

**UTPRESS
Cluj-Napoca, 2022
ISBN 978-606-737-584-8**

Monica BOGDAN

**INVESTIȚIILE ÎN ROMÂNIA
ȘI SURSELE DE FINANȚARE ALE ACESTORA**



UTPRESS

Cluj - Napoca, 2022

ISBN 978-606-737-584-8



Editura U.T.PRESS
Str. Observatorului nr. 34
400775 Cluj-Napoca
Tel.:0264-401.999
e-mail: utpress@biblio.utcluj.ro
<http://biblioteca.utcluj.ro/editura>

Director: ing. Viorica Domșa

Recenzia: Prof.dr.ing.ec. Doru Fărcaș
Conf. dr.ing. Daniel Filip

Pregătire tipar: Gabriela Groza

Copyright © 2022 Editura U.T.PRESS

Reproducerea integrală sau parțială a textului sau ilustrațiilor din această carte este posibilă numai cu acordul prealabil scris al editurii U.T.PRESS.

ISBN 978-606-737-584-8

Bun de tipar: 18.07.2022

CUPRINS

Cap 1 Investițiile în România

1.1. Tipologia investițiilor.....	5
1.1.1. Noțiunea de investiție.....	5
1.1.2. Elementele unei investiții.....	6
1.1.3. Tipuri de investiții.....	8
1.1.4. Factori de influență ai investițiilor.....	11
1.1.5. Situația investițiilor în România.....	16
1.1.6. Investițiile în sectorul IMM-urilor.....	19
1.1.7. Investițiile străine directe (ISD) în România.....	22

Cap 2 Decizii de investiții

2.1. Decizii de investiții în mediu cert.....	32
2.2. Criterii de evaluare a investițiilor în mediu cert.....	36
2.2.1. Valoarea actualizată netă (VAN)	36
2.2.2. Rata internă de rentabilitate (RIR) și rata internă de rentabilitate modificată (RIRM)	37
2.2.3. Termenul (perioada) de recuperare a investițiilor (TR).....	38
2.2.4. Indicele de profitabilitate (IP).....	38
2.3. Decizii de investiții în mediu incert.....	39
2.3.1. Fluxurile de trezorerie și rata de actualizare în mediu aleator.....	39
2.3.2. Analiza de senzitivitate.....	41
2.3.3. Simularea Monte Carlo.....	42
2.3.4. Arborele de decizie.....	43

Cap 3 Surse de finanțare a investițiilor

3.1. Surse proprii de finanțare a investițiilor.....	47
3.1.1. Avantaje și dezavantaje ale finanțării investițiilor din surse proprii	
3.1.2. Categoriile de surse proprii de finanțare.....	48
3.1.2.1. Finanțarea prin aporturi la capital.....	48
3.1.2.2. Autofinanțarea.....	54
3.1.2.3. Creditul asociați.....	56
3.1.2.4. Decontările în cadrul grupului.....	58
3.1.2.5. Surse din vânzarea activelor.....	59
3.1.2.6. Surse aferente facilităților fiscale.....	60
3.2. Categoriile de surse externe de finanțare.....	65
3.2.1. Categoriile de surse externe tradiționale de finanțare.....	65
3.2.1.1. Creditul.....	66
3.2.1.2. Fondurile nerambursabile.....	84
3.2.1.3. Subvențiile guvernamentale.....	91
3.2.1.4. Cumpărarea cu plata în rate.....	97

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

3.2.2. Categoriile de surse externe moderne de finanțare.....	98
3.2.2.1. Leasingul.....	98
3.2.2.2. Factoringul.....	126
3.2.2.3. Forfetarea.....	140
3.2.2.4. Franciza.....	149
3.2.2.5. Capitalul de risc (venture capital).....	154
3.2.2.6. Îngerii (Business angels).....	159
3.2.2.7. Crowdfunding (multifinanțarea participativă).....	163
3.2.2.8. Incubatoare de afaceri.....	165
3.2.2.9. Acceleratoare de afaceri.....	171
Cap 4 Costul surselor de finanțare a investițiilor	
4.1. Costul surselor proprii de finanțare.....	179
4.2. Costul surselor externe de finanțare.....	189
Cap 5 Decizia de finanțare a investițiilor unei entități economice.....	201

Capitolul 1 Investițiile în România

1.1. Tipologia investițiilor și decizii de investiții

1.1.1. Noțiunea de investiție

Investițiile sunt motorul unei economii, unul din factorii cheie pentru dezvoltarea unei economii, afirmație susținută de faptul că investițiile influențează structura patrimonială, au un impact major asupra gradului de ocupare a forței de muncă, generatoare de progres, duc la creșterea competitivității entităților economice.

Termenul de investiție poate fi abordat din mai multe perspective. În sens generic, prin investiție se înțelege o sumă de bani alocată în scopul obținerii unor venituri viitoare superioare și incerte. Ea este concretizată în creșterea activelor unei entități economice: construcții, utilaje, echipamente de producție etc.

Această este însă doar o abordare generală a termenului de investiție. Ea poate fi privită din punct de vedere financiar, contabil sau economic.

În viziune financiară, investiția se referă la sumele alocate într-o perioadă de timp cu scopul generării de venituri viitoare. Ea reflectă valoarea efortului realizat pentru realizarea sau achiziționarea de noi active, modernizarea celor existente. În viziune financiară investiția include toate elementele de imobilizări și de cheltuieli, la care se adaugă nevoie de fond de rulment pentru exploatare, generat de creșterea volumului de activitate.

În viziunea contabilă – care este cea mai restrictivă, noțiunea de investiție se rezumă la noțiunea de active imobilizate, “toate bunurile mobile și imobile, corporale sau necorporale, achiziționate sau create de întreprindere, destinate de a rămâne constant sub aceeași formă”. Un element de imobilizări corporale sau necorporale este contabilizat dacă este probabil ca entitatea să beneficieze de avantaje economice viitoare asociate acestuia și costul lui poate fi determinat în mod fiabil.¹

În viziune economică, noțiunea de investiții privește toate consumurile de resurse care se fac în prezent în speranța obținerii în viitor a unor efecte economice eșalonate în timp și care în sumă totală sunt superioare cheltuielilor inițiale de resurse. Din această definiție se observă că scopul realizării unei investiții este eficiența ei, adică realizarea unui plus de venit față de resursele investite. Astfel sunt considerate investiții:

¹ Feleagă N., Malciu L., *Politici și opțiuni contabile*, Ed. Economică, București, 2002, p.107

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- achiziționarea de echipamente de producție și alte bunuri care inițial generează ieșiri de numerar iar ulterior pe termen lung și eșalonat plusuri de încasări, economiile de consumuri, superioare ieșirilor de numerar.
- alte cheltuieli referitoare la cumpărarea bunurilor de mai sus cum sunt: cheltuielile pentru publicitate, re tehnologizarea, programele de cercetare-dezvoltare.

1.1.2. Elementele unei investiții

a) *Suma investiției* – este reprezentată de resursele totale alocate pentru achiziționarea, realizarea unui bun/activ imobilizat. La stabilirea sumei investiției trebuie să se țină cont de modul de realizare a acesteia: achiziționare, construcție, instalare, montaj. În cazul achiziționării de active de la furnizori interni/externi suma investiției va fi reprezentată de prețul de cumpărare, la care se adaugă eventualele taxe vamale, taxe nerecuperabile și toate cheltuielile directe atribuibile, angajate pentru a aduce activul la starea de utilizare prevăzută.

În cazul unui bun produs în cadrul entității economice respective, suma investiției este determinată de totalul costurilor cu materialele consumate, cheltuielile de manopera, cota-parte a cheltuielilor indirecte aferente etc.

Din punct de vedere contabil, suma unei investiții se determină puțin diferit, aici aplicându-se prevederile standardelor internaționale de contabilitate referitoare la costul unei imobilizări. Astfel, sub anumite condiții prevăzute în IAS 23 “Costurile împrumuturilor”, cheltuielile financiare pot să fie incluse în costul unei imobilizări.

b) *Durata de viață* a unei investiții² – poate fi analizată din mai multe puncte de vedere:

b1. fiscală – este durata de viață recunoscută prin lege, pe parcursul căreia este recuperată valoarea investiției prin intermediul amortizării;

b2. contabilă – este durata de viață utilă a bunului, adică perioada în care investiția generează beneficii economice. Ea nu este neapărat egală cu durata de viață fiscală;

b3. tehnică – este determinată de parametrii tehnici și funcționali specifici investiției respective;

² P. Brezeanu, O. Dambean-Creta – *Managementul financiar al firmei*, Ed. INR, București 2000, p. 230

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

b4. comercială – este reprezentată de durata de viață a produselor obținute prin utilizarea investiției respective;

b5. juridică – durata protecției juridice asupra dreptului de concesiune a unei exploatare, a unui brevet, licență etc;

c) *Fluxurile nete de trezorerie* – Se referă la sumele nete pe care le generează investiția și există două variante de determinare a acestora. În varianta indirectă se calculează excedentul brut din exploatare (EBE) din care se scad cheltuielile cu amortizarea investiției în vederea determinării profitului impozabil și a profitului net, la care ulterior se adaugă cheltuieli cu amortizarea, deoarece aceasta nu reprezintă o ieșire de numerar veritabilă. În varianta directă, care este mai puțin utilizată s-ar ține de cont de intrările și ieșirile de numerar efective.

Calculul fluxurilor trebuie să se facă făcând abstracție de sursa de finanțare. În luarea deciziei de investiții este vorba de analizarea rentabilității proiectului. Această înseamnă că nu sunt luate în calcul costurile finanțării, deoarece acestea sunt luate în calcul prin actualizarea fluxurilor monetare.

d) *Valoarea reziduală* – este reprezentată de suma ce se estimează că poate fi obținută la sfârșitul duratei de viață a investiției prin vânzarea bunului, valorificarea pieselor rezultate din dezmembrarea bunului etc. Valoarea reziduală joacă un rol important în decizia de investiții și de aceea este importantă estimarea acesteia cât mai realist. Valoarea reziduală este adesea considerată fiind egală cu 0, însă dacă estimarea rentabilității investiției se face pe o perioadă de timp mai scurtă decât durata de viață a investiției, caz frecvent, atunci este normal să se estimeze o valoare reziduală corespunzătoare.

e) *Rata de actualizare* – acest element este indispensabil în analiza deciziei de investiții și fiabilitatea rezultatelor depinde în mare măsură de cât mai corectă ei determinare. Rata de actualizare este expresia costului capitalului investit și este vorba de costul de oportunitate al capitalului investit.

În alegerea ratei de actualizare trebuie să se țină cont de modul de finanțare a investiției, dacă este realizată din surse proprii sau din surse atrase. În cazul în care vorbim de o investiție finanțată integral din surse proprii, rata de actualizare este egală cu costul capitalului propriu sau mai corect, costul de oportunitate.

În cazul în care este vorba de finanțarea prin împrumut a investiției, cel mai indicat este să considerăm egală rata de actualizare cu rata dobânzii împrumutului.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Cel mai des întâlnim cazul finanțării mixte, parțial din fonduri proprii și parțial din fonduri împrumutate și în acest caz rata de actualizare este o rată medie ponderată a costului capitalului propriu și a costului capitalului împrumutat.

În stabilirea ratei de actualizare trebuie ținut cont și de gradul de risc pe care îl presupune investiția. Multe firme tind să clasifice proiectele de investiții în funcție de gradul lor de risc și să încorporeze acest risc în rata previzionată a profitului.³

1.1.3. Tipuri de investiții

Investițiile pot fi clasificate după diverse criterii, din care în continuare vor fi prezentate câteva considerate relevante în literatura de specialitate:

➤ Din punct de vedere al politicii generale al unei entități economice se pot distinge două mari categorii de investiții: investiții interne și investiții externe.

Investițiile interne se referă la alocarea de resurse pentru achiziționarea de active fixe corporale și necorporale pentru creșterea și dezvoltarea producției și comercializarea acestora.

Investițiile externe sunt cunoscute din punct de vedere contabil sub denumirea de imobilizări financiare. Ele se referă la plasamente de capital pentru consolidarea situației financiare a entității economice în cadrul altei entități economice. În cadrul investițiilor externe, un concept interesant este acela de portofoliu de proiecte de investiții, care reprezintă ansamblul investițiilor financiare ale unei entități economice. Pentru a firmă care are astfel de investiții este foarte importantă gestionarea unui astfel de portofoliu, astfel încât să mențină sau să crească investițiile care sporesc valoarea întreprinderii și să renunțe la cele care duc la scăderea acesteia.

➤ Din punct de vedere al naturii lor, investițiile sunt⁴:

- tehnice: sunt cele mai des întâlnite și se referă la investițiile în echipamente, linii tehnologice, utilaje etc.
- umane: se referă la alocarea de resurse pentru formarea și perfecționarea personalului;
- sociale: construirea de cantine restaurant, săli de sport etc;
- financiare: achiziționarea de titluri financiare în alte entități economice;
- comerciale: sume alocate pentru reclamă și publicitate.

➤ Tot după natura lor investițiile sunt:

³ S. Robinson – *Management financiar*, Ed. Teora, București, 1999, p.69

⁴ P. Brezeanu, O. Dambean-Creta – *Managementul financiar al firmei*, Ed. INR, București 2000, p. 229

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- investiții în active imobilizate (imobilizări corporale, necorporale și financiare);

- investiții în nevoia de fond de rulment de exploatare în cazul creșterii capacității de producție.

➤ În funcție de schimbările și efectele generate, din punct de vedere strategic există 4 tipuri de investiții⁵:

- *tactică* – Investițiile tactice se referă la perioadă de timp scurtă și este la polul opus investiției strategice și intervine în situația în care perspectivele exploatarii sunt stabilite. Un exemplu de investiție tactică este creșterea productivității prin introducerea progresului tehnic sau flexibilității sistemelor de producție;

- *de ruptură* – Se referă la investițiile care duc la schimbarea configurației procesului productive. Se disting două categorii de investiții de ruptură și anume: de tip “first mover”⁶ (promovată de Alfred Chandler) și cea de tip inovație (promovată de Schumpeter). Conform teoriei lui Chandler first mover este acela care face primul pas, adică acela capabil să dezvolte o strategie de creare și de dominare a pieței, prin transformarea câmpului concurențial. Un exemplu de first mover sunt întreprinderile textile germane care au dominat piața prin producția la scară depășind manufacturile engleze cu gama limitată de produse.

Investiția de tip inovație se referă la a răspunde în mod eficient unei cereri solvabile.

Investițiile de ruptură, așa cum le zice și denumirea, se referă la renunțarea la anumite competențe anterioare și la crearea altora noi.

- *de formă* – Thevenot a fost primul care a definit prima dată în 1986 investițiile de formă. Ele se referă la trei segmente: companie, sector sau domeniu concurențial.

- *de fond* – privește capacitățile strategice, ale căror posibilități de utilizare sunt insuficiente în momentul în care nu sunt dezvoltate. Investițiile de fond sunt greu de estimat sub aspectul resurselor pe care le implică deoarece, ele generează interacțiuni care determină modificarea competențelor și conferă activelor mobilizate funcționalități noi.

⁵ Revista Contabilitate și Informatică de gestiune nr.9/2004, p.28

⁶ A. Chandler – *Strategy and structure: chapters in the history of industrial enterprise* –MIT Press 1962

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

➤ În funcție de riscul pe care îl implică există:

- investiții de înlocuire: sunt investiții cu risc scăzut deoarece nu implică modificări tehnologice majore, schimbarea procesului productive. Acestea se referă fie la menținerea afacerii curente, fie la reducerea costului prin înlocuirea unui echipament uzat⁷;

- investiții de modernizare: presupun modificări ale echipamentelor existente în funcțiune pentru un randament crescut și implică un oarecare grad de risc, însă nu foarte crescut;

- investiții de dezvoltare, de extindere: în acest caz crește riscul implicat, deoarece capacitatea de producție crescută presupune implicarea unui număr mai mare de personal, găsirea de noi piețe de desfacere etc

- investiții strategice cu cel mai mare grad de risc, deoarece implică efecte pe termen lung. Se referă la crearea de noi filiale, dezvoltarea unui nou produs, fuziuni etc. Necunoscutele care apar în cazul acestui tip de investiții sunt mai numeroase și de aici gradul mai mare de risc.

➤ Din punct de vedere al ieșirilor și intrărilor de numerar se pot distinge:

- investiții caracterizate printr-o singură ieșire de capital la momentul realizării investiției și o singură intrare de numerar. Pot fi întâlnite în construcții sau în cazul investițiilor financiare;

- investiții caracterizate printr-o singură ieșire de numerar la începutul perioadei și intrări succesive de numerar, treptat pe durata investiției.

- investiții caracterizate prin ieșiri succesive de numerar, derulate pe perioada investiției cu o singură intrare de numerar la sfârșitul duratei;

- cazul cel mai complex, este cel în care atât intrări cât și ieșirile de numerar sunt multiple, derulate pe parcursul duratei de viață a investiției.

În literatura de specialitate, cel mai des întâlnit caz este cel a investițiilor care presupun o singură ieșire de numerar și mai multe intrări de numerar. În restul cazurilor, este necesară o adaptare a fluxurilor de trezorerie.

➤ După sursa de finanțare a investiției:

- investiții finanțate din surse proprii
- investiții finanțate din surse atrase

⁷ N. Hoanță, *Finanțele firmei*, Ed. Continent, București 1996, p.197

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- După modul de execuție:
 - investiții realizate în regie proprie
 - investiții realizate în antrepriză

Legea 241/1998 privind stimularea investițiilor directe definește două categorii de investiții: investițiile directe și investițiile de portofoliu.

*Investiția directă*⁸ este participarea la constituirea sau la extinderea unei întreprinderi în oricare dintre formele juridice prevăzute de lege, dobândirea de acțiuni sau de părți sociale ale unei societăți comerciale, cu excepția investițiilor de portofoliu, sau înființarea și extinderea în România a unei sucursale de către o societate comercială străină, prin:

- aport financiar, în monedă națională sau în valută convertibilă;
- aport în natură de bunuri imobile sau/și bunuri mobile, corporale și necorporale;
- participarea la creșterea activelor unei întreprinderi, prin orice mod legal de finanțare;

Investiție de portofoliu - dobândirea de valori mobiliare pe piețele de capital organizate și reglementate și care nu permit participarea directă la administrarea societății comerciale.

În cadrul investițiilor directe, un loc aparte îl ocupă investițiile străine directe (ISD) care sunt definite ca proprietatea directă sau indirectă a unei entități străine de a deține cel puțin 10% din acțiunile cu drept de vot ale unei entități economice.

Componentele investițiilor străine directe (ISD) sunt: participațiile la capital ce revin investitorilor nerezidenți care dețin cel puțin 10 la sută din capitalul social subscris al unor întreprinderi rezidente, profitul reinvestit de către aceștia, precum și instrumentele de natura datoriei (împrumuturi, credite comerciale și avansuri, alte creanțe/angajamente externe) dintre investitori sau grupul din care aceștia fac parte și întreprinderile în care au investit.

1.1.4. Factorii de influență ai investițiilor

Investițiile sunt considerate motorul progresului și de aceea realizarea lor este de o importanță vitală pentru bunul mers al economiei. În cadrul acestora un loc extreme de important îl ocupă investițiile străine directe. Pentru stimularea acestora

⁸ Legea 241/1998 privind stimularea investițiilor directe

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

s-a creat chiar o agenție pentru promovarea și atragerea investițiilor străine (ARIS) în 2002 abrogată în prezent prin OUG 85/2008 prin care ARIS este transformată în direcție specializată în cadrul Ministerului pentru Întreprinderi Mici și Mijlocii, Comerț și Mediul de Afaceri.

Realizarea investițiilor este favorizată sau frânată de o serie de factori care pot fi prezentați sintetic astfel:

1) *Cadrul politic stabil* - în primul rând pentru o bună dezvoltare a investițiilor și pentru atragerea capitalurilor străine este nevoie de un cadru politic stabil.

2) *Facilitățile fiscale* – Un factor de accelerare sau de frânare a investițiilor este nivelul facilităților fiscale acordate de către stat sau nivelul fiscalității. În prezent în România sunt reduse facilitățile fiscale, fapt care nu încurajează investițiile.

O bună cunoaștere a legislației fiscale permite utilizarea avantajelor fiscale în scopul dezvoltării entităților economice și contribuției la creșterea numărului locurilor de muncă.

În prezent, printre cele mai importante facilități care sunt încă în vigoare se referă la cele acordate pentru investițiile în zone defavorizate (scutiri de impozit pe profit pe durata existenței zonei pentru investitori declarați înainte de 1 iulie 2003), în parcuri industriale și tehnologice (scutiri de la plata impozitului pe clădiri și teren), precum și la subvențiile acordate pentru angajarea tinerilor absolvenți și a șomerilor. De asemenea, România aplică cota unică de impozitare de 16%, introdusă încă din 2005 pentru a crea un mediu atractiv pentru investitori și un sistem fiscal simplificat, transparent.

EY România recomandă câteva măsuri care pot face România mai atractivă în raport cu investitorii străini pot fi grupate astfel:

- Prioritate acordată transformării digitale: 92% dintre investitorii internaționali au declarat că disponibilitatea forței de muncă cu abilități tehnologice este un factor important în stabilirea destinațiilor investițiilor lor.
- Dezvoltarea sectoarelor serviciilor logistice și producției și investiții în infrastructură fiabilă: 52% dintre investitori ar lua în considerare o investiție în România, dacă infrastructura s-ar dovedi fiabilă și ar avea o acoperire bună. Pentru a atrage investitorii care în prezent ezită să își extindă operațiunile în alte țări, investițiile în infrastructură s-ar putea dovedi cruciale.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- Sprijinirea întreprinderilor mici și mijlocii și concentrarea asupra stimulentelelor și politicilor fiscale atractive: majoritatea investitorilor au evaluat sprijinul acordat IMM-urilor drept principalul aspect asupra căruia România trebuie să se concentreze pentru a deveni mai competitivă în economia globală.
- Atenție mai mare acordată politicilor de mediu și sustenabilitate: 86% dintre investitori consideră că durabilitatea ecologică este de o importanță medie în strategiile lor de investiții. Planurile ambițioase ale Europei de a avea o amprentă de carbon neutră până în 2050 și de a reduce emisiile de gaze cu efect de seră cu 55% până în 2030 ar putea crea numeroase oportunități de investiții străine.
- Sprijinirea forței de muncă și a perfecționării competențelor: resursele umane sunt considerate adeseori cel mai important factor pentru investitori în evaluarea unei țări ca potențială destinație pentru ISD. Sprijinirea forței de muncă locale este un imperativ pentru orice țară care are ca obiectiv creșterea economică, deoarece o populație activă calificată este un factor cheie pentru orice investitor străin.

Facilitățile acordate prin OUG 85/2008 vizează investiții realizate în următoarele domenii:

- activității de procesare agroindustrială;
- domenii de vârf ale industriei prelucrătoare;
- producția și furnizarea de energie termică;
- protejarea și îmbunătățirea calității mediului;
- distribuția apei, salubritate, gestionarea deșeurilor;
- informatică și comunicații;
- activități de cercetare, dezvoltare și inovare sau dezvoltarea de noi produse;
- activității de servicii privind forța de muncă.

Tipurile de facilitati

În mod „clasic“, facilitățile acordate investitorilor constau în scutiri și deduceri. De data aceasta, se mizează pe acordarea unor sume, contribuții, bonusuri. Practic, se pot acorda diferite tipuri de facilitati de natura ajutorului de stat, cum ar fi:

- a) sume nerambursabile la achiziționarea de active corporale și necorporale;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

b) contribuții financiare de la bugetul de stat pentru locurile de muncă nou-create;

c) bonificații de dobândă la contractarea unor credite, precum și alte tipuri de facilități prevăzute de legislația în vigoare.

Noua reglementare consacră niște principii după care se vor ghida în continuare actele normative în acest domeniu. Primul principiu este cel al tratamentului egal între investitorii români și cei străini, care înseamnă aplicarea în mod nediscriminatoriu a criteriilor și mijloacelor de acordare de facilități. Această reglementare a fost îndelung revendicată de oamenii de afaceri din România, care au solicitat abolirea diferențelor care se fac între investitorii români și cei străini, prin acordarea unui tratament privilegiat celor din urmă. Oricum, după aderarea la Uniunea Europeană, străinii și-au pierdut toate facilitățile legate de scutiri, deduceri și amânări de taxe și impozite. Chiar și unele dispoziții neabrogate până la intrarea în vigoare a noii legi (pe 27 iunie) erau practic nefuncționale din cauza faptului că intrau în contradicție cu legislația europeană.

OUG 85/2008 abroga Legea nr. 332/2001 privind promovarea investițiilor directe cu impact semnificativ în economie, ceea ce înseamnă că investitorii străini își pierd, în mod explicit, prerogativele stabilite de articolul 10 din Legea 332/2001, care se referă la următoarele drepturi:

a) să transfere integral în străinătate profiturile ce li se cuvin, în condițiile regimului valutar din România, după plata impozitelor, taxelor și a altor obligații prevăzute de legislația română;

b) să transfere în străinătate, în valuta investiției, sumele obținute în urma vânzării acțiunilor sau părților sociale, precum și pe cele rezultate din lichidarea investițiilor, în condițiile regimului valutar din România;

Aceste dispoziții erau oricum în contradicție cu legislația Uniunii Europene.

Începând cu luna octombrie 2007, investitorii beneficiază de facilitățile acordate cu respectarea legislației europene, prin schemele de ajutor de stat adoptate, care au oferit țării noastre un avantaj competitiv în cursa de atragere a investițiilor străine directe, astfel încât adoptarea unui act normativ la nivel de lege care să reglementeze „stimularea investițiilor” trebuie să vizeze crearea unui cadru general privind stimularea investițiilor.

Conform legislației europene, existența unor scheme de ajutor de stat este suficientă pentru ca România să poată acorda facilități investitorilor:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

1. Ajutorul de stat, instituit prin Hotărârea nr. 1165/2007, având ca obiectiv dezvoltarea regională prin stimularea realizării de investiții și a creării de noi locuri de muncă, se acordă întreprinderilor pentru realizarea unei investiții inițiale, cu o valoare care depășește echivalentul în lei a 30 milioane euro și creează cel puțin 300 de noi locuri de muncă. Ajutorul de stat acordat constă în acordarea de la bugetul de stat a unor sume nerambursabile.

2. Hotărârea nr.1164/2007, având ca obiectiv acordarea de ajutoare de minimis, cuprinde măsuri de sprijin acordate întreprinderilor în vederea dezvoltării și modernizării activității și se adresează sectorului IMM.

3. Ordinul MIRA nr. 296/2007 aprobă schema de ajutor de stat regional acordat pentru investițiile realizate în parcurile industriale. Obiectivul principal al schemei îl reprezintă dezvoltarea regională prin sprijinirea investițiilor, urmărindu-se instalarea avantajosă a operatorilor economici în parcul industrial. Ajutorul de stat constă în acordarea de facilități fiscale: scutirea de la plata impozitului pe clădiri, teren, scutirea de la plata taxelor percepute pentru modificarea destinației terenului aferent parcului industrial, scutirea de la plata taxelor percepute pentru scoaterea din circuitul agricol a terenului aferent parcului industrial.

Orice investitor care se consideră eligibil poate să aplice deja pentru ajutorul de stat, pârghiile administrative de soluționare a cererilor de acordare a ajutorului de stat fiind deja funcționale.

1) *Accesul la sursele de finanțare* – în cadrul procesului investițional, un loc important îl ocupă găsirea surselor de finanțare a investiției. Având în vedere că sursele proprii de finanțare sunt insuficiente, este important ca accesul la sursele externe de finanțare să fie cât mai ușor.

O preocupare deosebită ridică IMM-urile, drept pentru care a fost aprobată legea 75/2020 care modifică și completează Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 110/2017 privind Programul de susținere a întreprinderilor mici și mijlocii – IMM INVEST ROMÂNIA, precum și pentru aprobarea Schemei de ajutor de stat pentru susținerea activității IMM-urilor în contextul crizei economice generate de pandemia COVID-19.

Întrucât 99,7% dintre companiile din România sunt întreprinderi mici și mijlocii care contribuie cu aproximativ 60% din produsul intern brut și angajează 60% din forța de muncă, se acordă garanții de stat în favoarea participanților la program. În

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

această categorie sunt incluse și și întreprinderile mici cu capitalizare de piață medie, inclusiv profesioniștii, precum și profesiile liberale, alături de IMM-uri.

Calitatea mediului de afaceri - în România, mediul de afaceri s-a îmbunătățit semnificativ în ultimii ani, dar rămân multe de făcut pentru a crea un mediu prietenos pentru desfășurarea afacerilor și pentru inovare. Câteva instrumente de monitorizare au arătat, între altele, că oamenii de afaceri români sunt nemulțumiți de procedurile de intrare și ieșire de pe piață, pe care le percep ca obstacole, despre instabilitatea legislativă, sau birocrație, factori care cresc costul de oportunitate al afacerii.

Toate aceste bariere de reglementare și administrative împiedică procesul de creare și dezvoltare de afaceri, astfel reducând numărul și puterea economică a potențialilor inovatori. Reglementarea pe piețele produselor sunt în concordanță în general cu aquis-ul relevant, exercitând o presiune moderată. Reglementările puternice privind ocuparea, așa cum sunt cele din România, ar favoriza, conform studiilor OCDE, industriile high-tech active pe piețe cu un grad mai mare de concentrare. Pentru acestea, inovarea este un proces de acumulare, drept urmare este mai puțin scump să educe un angajat existent decât să angajeze și să pregătească unul nou. O dezvoltare ulterioară a industriilor TIC este favorizată de această structură.

Din păcate pentru mediul de afaceri din România o problemă majoră o reprezintă lipsa predictibilității în materie de legislație fiscală, astfel încât previziunile financiare sunt puternic afectate de măsuri legislative și politice care nu sunt anunțate din timp.

1.1.5. Situația investițiilor în România

Conjunctura globală și interesul general pentru regiunea Europei Centrale și de Est au fost circumstanțe pozitive, favorizând atractivitatea pentru investițiile directe sau indirecte în România. Continuarea privatizării a reprezentat o sursă constantă de fonduri, care au asigurat echilibrul balanței de plăți în anii anteriori.

Majoritatea întreprinderilor produc bunuri sau servicii ce au fost concepute în țări mai avansate. Tehnologia se asimilează prin importuri, investiții străine directe și imitare. Firmele nu au un rol important în lanțul de valoare, concentrându-se pe asamblare, producție intensivă în muncă și extragerea de resurse. Totuși, există și o parte a economiei care poate fi considerată ca aparținând modelului unei economii

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

bazată pe investiții. În ultimii ani s-au efectuat noi investiții în infrastructură eficientă și s-au adoptat măsuri de politică economică menite să creeze o administrație propice mediului de afaceri. Produsele și serviciile au devenit mai sofisticate. Accesul la tehnologie se realizează prin licențiere, joint ventures, investiții străine directe (ISD) embrionii unei economii bazate pe inovare, în special în sectorul Tehnologiei Informaționale și Comunicației (TIC), sector care deține un potențial competitiv ridicat.

Consiliul Investitorilor Străini (FIC) a publicat un raport în mai 2022 prin care constată că unul din doi investitori străini din România au un nivel al investițiilor în anul 2022, cel puțin la nivelul lui 2021 ceea ce arată interes pentru această regiune.

În timp ce fluxurile financiare și investițiile implicite ce au loc ca urmare a integrării sunt deseori amintite, cele mai substanțiale beneficii sunt asociate creșterii competitivității. Așadar, principala provocare a integrării este reușita schimbării modului de producție către unul mai fundamentat pe inovare. Ca urmare a avansării procesului de integrare, întreprinderile vor fi nevoite să se adapteze unei presiuni concurențiale din ce în ce mai mari, aceasta datorându-se unui număr de factori:

- Creșterea gradului de implicare a companiilor din UE în România ;
- Deschiderea comercială va continua să contribuie la creșterea preferințelor consumatorilor pe piața internă iar veniturile mai mari vor permite dezvoltarea unor gusturi mai sofisticate;
- După momentul adoptării monedei EURO, politica cursului de schimb nu va mai putea asista exportatorii locali;
- Cu exporturi de tehnologie joasă, întreprinderile românești ar putea să întâmpine concurența aprigă din partea unor economii emergente care produc la costuri scăzute, precum și riscul delocalizării ISD-urilor existente. O analiză a economiei românești pune în evidență următoarele aspecte referitoare la peisajul investițional din ultimii ani:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

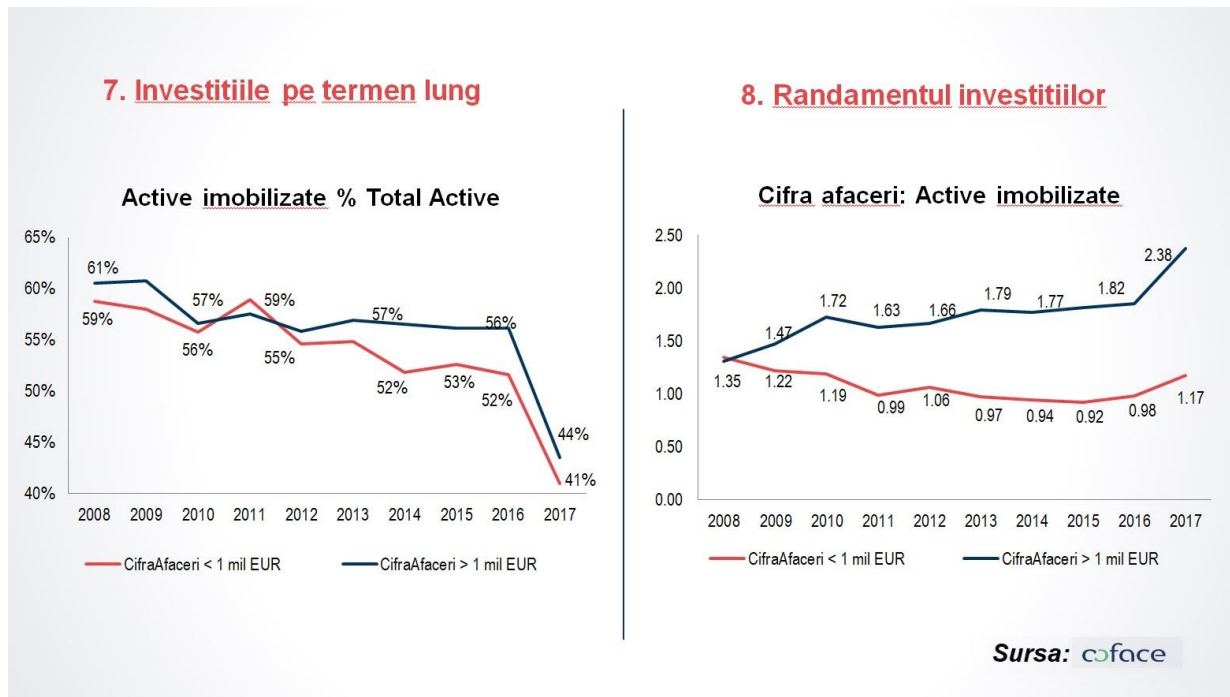


Fig.1 Investițiile în România în perioada 2008-2017

- În perioada 2002-2008 România a avut cea mai mare rată de creștere din Uniunea Europeană, de aproximativ 6,3%, urmată de o rată medie anuală de 7,2% în următorii 2 ani. Criza economică a dus în 2009 la o contracție a investițiilor, urmată de o ușoară revenire în anul 2011;
- Consiliul Investitorilor Străini a dat publicității raportul „FIC Business Sentiment Index”, din care rezultă că există în continuare intenții și proiecte pentru investiții străine în România: „... jumătate dintre respondenți estimează că pentru acest an investițiile planificate sunt la niveluri similare cu cele ale anului trecut, iar 40% dintre respondenți spun că plănuiesc să investească sume mai mari comparativ cu perioada precedentă.”
- Raportările BNR privind primul trimestru al anului curent (2022) confirmă sondajele FIC: investițiile directe realizate de nerezidenți în România au crescut cu 9,7% în primele două luni din 2022, la 926 milioane de euro, comparativ cu 844 milioane de euro în aceeași perioadă din 2021.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

1.1.6. Investițiile în sectorul IMM-urilor

O atenție deosebită este acordată IMM-urilor, fiind o categorie aparte de entități economice. Sectorul IMM este un factor cheie pentru dezvoltarea pieței libere în România, având cea mai mare putere de absorbție a forței de muncă, precum și un grad sporit de flexibilitate și mobilitate în adaptarea la cerințele pieței. Sectorul IMM reprezintă în aproape țările peste 99% din numărul întreprinderilor din economie. În Uniunea Europeană sunt considerate motorul economiei europene, deoarece ele generează două din trei locuri noi de muncă, reprezentând peste 85% din locurile noi de muncă.

Criteriile de definire a Întreprinderilor Mici și Mijlocii (IMM) diferă considerabil de la un Stat Membru la altul și nu există nici o înțelegere oficială privind o definiție comunitară. Conform art. 2 din Anexa la Recomandarea 2003/361/CE⁹, o întreprindere poate fi clasificată drept IMM dacă are cel mult 250 de angajați, cifra de afaceri anuală nu depășește valoarea de 50 milioane € și/sau al căror total al bilanțului anual nu depășește 43 .

Legislația românească s-a adaptat la aceste recomandări, stabilind prin lege aceleași criterii de încadrare în categoria IMM. Această definiție, face distincția între următoarele categorii de IMM:

CATEGORII IMM-uri			
Tip	Număr angajați Unitatea de muncă anuală (UMA)	Cifra de afaceri anuală (CA)	Bilanțul contabil total anual
Mijlocie	<250	≤ 50 mil euro	≤ 43 mil euro
Mică	<50	≤ 10 mil euro	≤ 10 mil euro
Micro	<10	≤ 2 mil euro	≤ 2 mil euro

Source: Ordin 1862/2002 actualizat în 2022

Însă pentru încadrarea unei entități economice în categoria IMM-urilor nu sunt suficiente aceste criterii, ci trebuie verificat dacă este vorba de o societate autonomă, legată sau parteneră.

O societatea este autonomă dacă nu are participații în alte întreprinderi și nici o întreprindere nu detine participații la aceasta sau deține mai puțin de 25% din drepturile de vot la una sau mai multe întreprinderi.

⁹ Manualul utilizatorului pentru definiția IMM-urilor 2019, pag 3

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

O societate este parteneră dacă capitalul social și/sau drepturile de vot deținute la altă societate sunt egale sau mai mari de 25% sau altă firmă deține $\geq 25\%$ din drepturile de vot în respective societate.

O societate legată corespunde situației firmelor care formează un grup prin controlul direct sau indirect al majorității drepturilor de vot dintr-o firmă de către o altă firmă. Aceste cazuri sunt mai puțin frecvente decât primele două categorii.

Eforturile Europei de a pune bazele unei noi economii vor fi încununuate de succes numai dacă micile întreprinderi vor fi considerate ca prioritate a agendei de lucru. Existența IMM este necesară pentru funcționarea armonioasă a economiei moderne, acestea fiind prezente în toate sectoarele industriei și serviciilor. Aceste întreprinderi sunt cele mai sensibile la schimbările intervenite în mediul de afaceri. Ele sunt primele afectate de povara exceselor birocratice. De asemenea, tot ele sunt primele care prosperă în urma inițiativelor de eliminare a birocrăției și de promovare a recompensării succesului cu ajutorul instrumentelor fiscale, adaptându-se mult mai ușor schimbărilor survenite în condițiile economice și sociale actuale. Ele operează în special la nivel național, însă sunt afectate de legislația comunitară privind taxele și impozitele, concurența, legislația societăților comerciale, politicile sociale și regionale și formalitățile vamale. Ca urmare, politica Comunității în acest domeniu constă în măsuri menite să promoveze interesele IMM și să elimine discriminările care le pot bloca accesul pe piața. Din 1986, Uniunea Europeană are un Comisar însărcinat cu politica privind IMM.

Argumentele prin care se relevă numeroasele roluri ale IMM-urilor, contribuția lor esențială la dezvoltarea economică și socială, sunt următoarele:

- generează cea mai mare parte a PIB din fiecare țară, de regulă, între 55% - 95%;
- oferă locuri de muncă pentru majoritatea populației ocupate;
- generează într-o mare proporție inovațiile tehnice aplicabile în economie;
- în cvasitotalitatea statelor lumii, inclusiv în Uniunea Europeană, IMMurile sunt singurele care, în ultimii ani, generează noi locuri de muncă;
- prezintă cel mai ridicat dinamism în condițiile economiei de piață, situație atestată de evoluția numărului lor, a volumului cifrei de afaceri și a mărimii forței de muncă ocupate, sensibil superioare întreprinderilor mari;
- realizează produse și servicii la costuri mai reduse decât firmele mari, factorii principali care determină această diferență fiind cheltuielile constant convenționale mai mici, volumul și intensitatea superioare a muncii în condițiile permanenței

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

prezente a întreprinzătorului în firmă și, de regulă, motivarea mai intensă a personalului;

- dovedesc flexibilitate și adaptabilitate ridicate la cerințele și schimbările pieței, favorizate de talia mai redusă, procesul decizional rapid, specific întreprinzătorului și de implicarea să nemijlocită în activitățile curente;

- reprezintă una dintre principalele surse de venituri ale bugetului statului (impozite, TVA, etc.);

- oferă posibilitatea împlinirii profesionale și sociale a unei părți apreciabile a populației, în special a segmentului sau cel mai activ și inovator, care “trage” economia după el;

- asigură componența principală a unui fundal economic propice economiei de piață, caracterizat prin flexibilitate, inovativitate și dinamism;

- reprezintă germenii viitoarelor firme mari, în special în domeniile noi ale economiei, în ramurile sale de vârf bazate pe tehnică și tehnologie performante;

- tendințele actuale de natură tehnică, economică și socială favorizează crearea cu precădere de IMM-uri. Ne referim la miniaturizarea echipamentelor, robotizare, informatizare, dezvoltarea comunicațiilor și transporturilor, creșterea gradului de pregătire a populației, reducerea rapidă a diferențelor de condiții de viață dintre zone și localități, descentralizarea administrativă, care nu numai că fac posibile, dar și generează performanțe economice superioare, în primul rând prin firme mici și mijlocii.

Punctarea importanței deosebite a IMM-urilor în condițiile economiei contemporane nu înseamnă nici pe departe subestimarea rolului firmelor mari. Economia fiecărei țări, pentru a fi performantă, necesită și o puternică componentă de întreprinderi mari, mai ales în domeniile industrial și transporturi. Realitățile economice demonstrează existența unor puternice relații de complementaritate cu firmele mari, pe de o parte, și IMM-uri, pe de altă

parte. O economie este cu atât mai “sănătoasă” și mai performantă, cu cât prezintă o structură echilibrată nu numai sectorial, ci și dimensional, obținându-se efecte de sinergie superioare.

Începând cu anii 90, Guvernul României, cu asistență din partea programului Phare, precum și altor donori bi și multilaterali, incluzând aici și diverse instituții financiare, a introdus un număr de măsuri pentru a accelera creșterea în sectorul IMM. Aceste măsuri au avut misiunea de a crea un cadru legislativ și fiscal, să

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

furnizeze asistență financiară pentru dezvoltarea și sustenabilitatea activității IMM-urilor, creșterea competitivității și stimularea dezvoltării unei culturi antreprenoriale. Aceste intervenții au avut rezultate semnificative: IMM-urile și microîntreprinderile furnizează 50.5% din locurile de muncă din România, contribuția IMM-urilor la formarea PIB a crescut la 60%, iar în totalul exporturilor contribuie cu 20%.

Guvernul României a desemnat Agenția Națională pentru IMM-uri și Cooperatie (ANIMMC) ca organism executiv responsabil cu formularea politicii și coordonarea activităților pentru sprijinirea IMM-urilor și micro-întreprinderilor din România.

1.1.7. Investițiile străine directe (ISD) în România

Existența unui *potențial* impact pozitiv al investițiilor străine directe (ISD) asupra competitivității țărilor receptoare este unanim recunoscută, fie că este vorba despre firme investitoare, autorități ale unor state-gazdă, analiști ai fenomenului. Prezentarea coordonatelor unui astfel de impact face obiectul a numeroase studii și lucrări de specialitate. Realizarea unui important transfer de resurse productive (capital financiar, tehnologie, expertiză managerială și de marketing), deschiderea accesului la noi piețe, restructurarea activității la nivel microeconomic, generarea unor efecte de demonstrație și antrenare în restul economiei, la nivelul firmelor locale beneficiare sau furnizoare ale filialelor străine, dirijarea de venituri sporite la bugetul statului sub forma de taxe și impozite, impulsivitatea exporturilor constituie tot atâtea coordonate de-a lungul cărora sunt prezentate și exemplificate efectele pozitive ale ISD în economiile receptoare. Divergențele încep, însă, imediat ce se renunță la termenul *potențial*. Această deoarece adepții necondiționați ai neoliberalismului economic vor susține efectivitatea unui impact pozitiv indiferent de condiții, probându-l cu exemple, antiglobaliștii vor respinge *a priori* un astfel de impact, în vreme ce pe o a treia poziție se vor situa acei analiști care consideră că judecățile trebuie formulate numai pe baza examinării caz cu caz a diferitelor situații concrete. Cu alte cuvinte, conform acestui din urmă curent de gândire, nu pot fi trase concluzii tranșante, cu valabilitate generală, cu privire la efectele ISD, acestea diferind în funcție de modul de întâlnire între capacitățile, interesele și strategia firmei investitoare, pe de o parte și nivelul de dezvoltare, caracteristicile mediului economic și politicile specifice statului receptor, pe de altă parte.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Fundamentarea teoretică a rolului ISD în restructurarea macroeconomică a țărilor-gazdă este regăsită, de regulă, în câmpul de analiza a teoriei avantajelor competitive elaborată la începutul anilor '90 de către economistul american Michael Porter (Porter, 1992). Acesta pornește de la ideea că în lumea modernă, sublimarea distanțelor, mobilitatea tot mai crescută a factorilor de producție, rolul major al inovării în toate domeniile limitează puternic capacitatea explicativă a teoriei neoclasice a comerțului internațional, teorie care susține necesitatea specializării națiunilor în conformitate cu dotarea lor cu factori de producție, respectiv cu avantajele lor comparative. Porter subliniază caracterul profund dinamic al competitivității, arătând că ea devine tot mai puțin o problemă de maximizare a rezultatelor în cadrul unor constrângeri stricte și tot mai mult dependența de capacitatea statelor de a genera acel mediu și a firmelor de a acționa în acea manieră care să conducă la îmbunătățirea calității factorilor, la creșterea productivității în utilizarea lor, la crearea de noi factori. Porter fundamentează propriul său sistem de determinanți ai avantajelor competitive ale unei națiuni într-un anumit domeniu. El optează pentru interpretarea competitivității că decurgând în mod esențial din productivitatea cu care o națiune își utilizează resursele într-un tip de activitate economică, avantajul competitiv localizând acel nivel al productivității care permite firmelor să realizeze pe piața internațională exporturi substanțiale și susținute către un număr semnificativ de țări sau să genereze importante fluxuri de ISD. Este de remarcat un fapt care se desprinde din analizele lui Porter și mai ales ale lui John Dunning, economist britanic cu contribuții deosebite în studierea producției internaționale, implicit a efectelor capitalului antreprenorial străin. Desigur că generarea de ISD reprezintă o dovadă a competitivității unui sector economic; dar și receptarea de ISD constituie un indiciu al viabilității procesului investițional într-un anumit domeniu. *Cu alte cuvinte atât generarea, cât și receptarea de ISD, este drept că în proporții diferite, constituie o măsură a competitivității unei națiuni.*

Investițiile străine directe sunt definite că fiind capitalul social vărsat și rezervele ce revin unui investitor nerezident care deține cel puțin 10% din capitalul social subscris al unei întreprinderi rezidente, creditele dintre acest investitor și întreprinderea în care a investit, precum și profitul reinvestit de către acesta.

Investitorul străin direct reprezintă persoana juridică, persoana fizică sau grupul de persoane ce acționează concertat, care deține cel puțin 10% din capitalul social subscris (respectiv din capitalul de dotare al entităților fără personalitate

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

juridică) sau cel puțin 10% din voturi, într-o întreprindere situată în afara propriei țări de rezidență.

Întreprinderea investiție directă este o întreprindere cu sau fără personalitate juridică, în care un investitor nerezident deține cel puțin 10% din capitalul social subscris sau din voturi, respectiv din capitalul de dotare în cazul întreprinderilor fără personalitate juridică (sucursale). Deținerea a cel puțin 10% din capitalul social subscris sau din voturi, respectiv din capitalul de dotare, este primordială în stabilirea relației de investiție directă.

Investiția directă reversibilă reprezintă relația investițional de sens contrar investiției străine directe pe care o întreprindere investiție directă rezidentă o are cu investitorul străin direct, dacă întreprinderea rezidentă are o participație de sub 10% din capitalul social al investitorului străin direct.

Regimul ISD se aplică unei game largi de investiții străine, respectiv:

Investiții străine directe care permit investitorului străin să exercite un control asupra modului în care este administrată întreprinderea locală în care se investește.

Investiții noi în active corporale sau necorporale aflate în același perimetru, strâns legate de:

- (i) demararea unei activități,
- (ii) extinderea capacității unei activități existente sau
- (iii) diversificarea producției unei întreprinderi.

OECD include în categoria investițiilor străine directe 4 categorii de investiții:

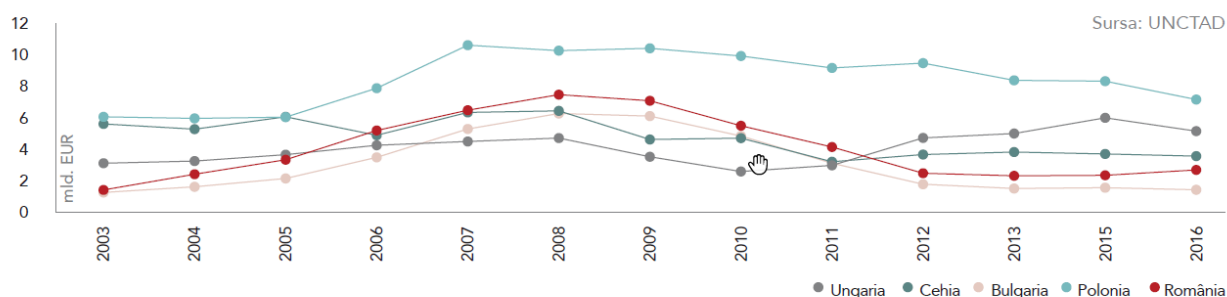
- 1) Achiziții și fuziuni: cumpărarea și vânzarea de capitaluri propria deja existente;
- 2) Investiții greenfield: se mai numesc și investiții “de la firul ierbii”, adică este vorba de investiții noi, realizate de la zero în țară de destinație;
- 3) Restructurarea financiară: sunt acele investiții destinate rambursării datoriilor acumulate de entitatea gazdă sau reducerea pierderilor acesteia;
- 4) Extinderea capitalului: se referă la investiții noi realizate de investitorul direct care completează capitalul unei entități autohtone deja existent.

O analiză a perioadei 2000-2015 arată că deși fluxurile ISD au avut o tendință de creștere, România după anul 2011 a pierdut din atractivitate pentru investitorii

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

străini pe fondul unei performanțe mai slabe a indicatorilor și a lipsei strategiilor de atragere a investițiilor străine directe.

Mediile mobile ale fluxurilor de ISD (2000-2015)⁵



5.: Mediile mobile au fost calculate la un interval de 4 ani.

Fig. 2 Fluxurile ISD în perioada 2000-2015

Investitorul străin (non-UE)

Deși conceptul de investiție este unul cuprinzător, regimul ISD se aplică doar acelor investiții realizate de un investitor străin, respectiv investitorul din afara UE.

Categoria investitorilor străini cuprinde atât (i) persoane fizice care nu sunt cetățeni UE și (ii) persoane juridice al căror sediu social se află în afara UE, dar și (iii) persoane juridice care, deși au sediul social în UE, sunt controlate de persoane sau entități din afara UE.

Regimul ISD se aplică doar investițiilor semnificative, a căror valoare depășește pragul de 2 milioane de euro.

Cu toate acestea, o investiție străină directă poate face obiectul autorizării ISD **chiar dacă nu este depășit pragul de 2 milioane de euro**, în cazul în care investiția este susceptibilă de a afecta securitatea națională sau ordinea publică. Un astfel de caz ar exista în ipoteza în care, spre exemplu, investitorul străin este controlat de guvernul unui stat non-UE sau investitorul în cauză a fost implicat anterior în activități ilegale sau infracționale.

O investiție directă străină poate însemna o achiziție, o fuziune, o nouă fabrică, extinderea fabricii sau o absorbire. Această definiție este considerată că fiind cea mai completă.

Potrivit BNR, fluxul ISD evaluat în euro în anul 2020 (anul debutului pandemiei COVID-19) este cel mai scăzut din 2012 încoace, valoarea de 2 miliarde de euro fiind cu 61% mai mică comparativ cu 2019. Însă începerea vaccinării a însemnat un moment de reviriment, astfel încât trimestrul I al anului 2021 a înregistrat un flux

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

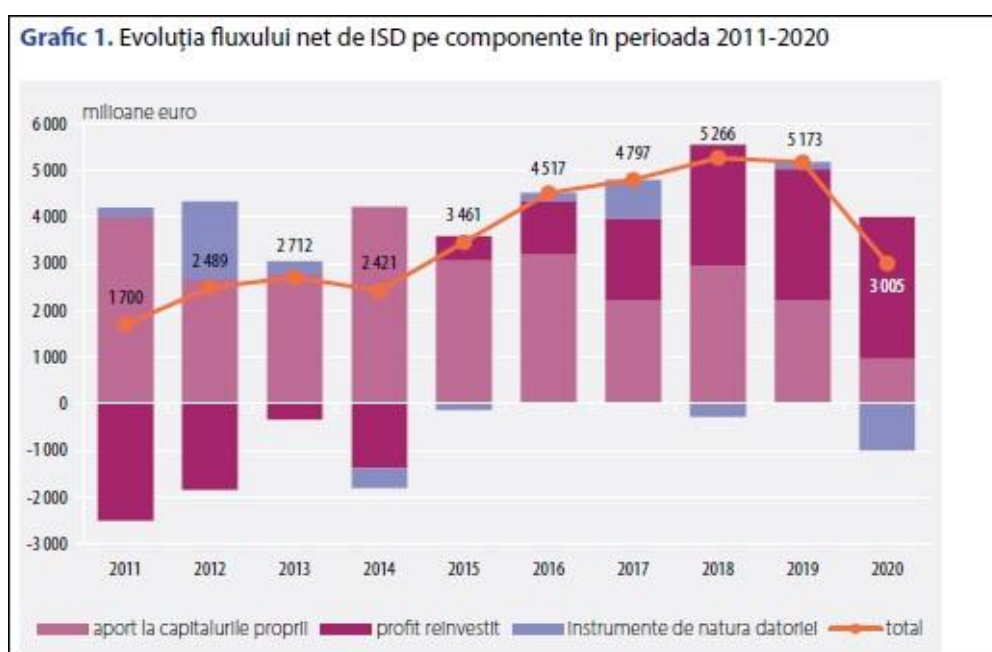
pozitiv de 1.5 miliarde de euro, comparativ cu fluxul negativ de 399 milioane de euro a primului trimestru al anului precedent.

În ceea ce privește tipurile de proiecte de investiții, ele se manifestă în următoarele domenii:

1. Logistică (17)
2. Marketing (10)
3. Cercetare -dezvoltare (9)
4. Producție (7)
5. Servicii pentru întreprinderi

În graficul de mai jos se poate observa că fluxul net de ISD a înregistrat nivelul de 3,005 miliarde de euro, în scădere cu 41,9% față de 2019. Altfel spus, în 2020, companiile străine existente în România au reinvestit profituri de 3 miliarde de euro și au adus capitaluri străine de doar 983 de milioane de euro că investiții proaspete, în plus au solicitat că filialele din România să returneze companiilor-mamă credite de 994 de milioane de euro.

Profitul reinvestit a avut o evoluție ascendentă în ultimii 10 ani. Astfel, de la valori negative de aproximativ 2 miliarde de euro în primii doi ani ai intervalului analizat, profitul reinvestit a înregistrat valori pozitive începând cu anul 2015 (510 milioane euro), ajungând la 3,016 miliarde de euro în anul 2020, în creștere cu 8,4% față de 2019.



Sursa: BNR

Fig.3

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Sunt cel puțin patru caracteristici care le disting direct de portofoliul de investiții:

1. Un aspect fundamental al investițiilor directe, că opuse investițiilor de portofoliu este că investitorul cumpără puterea de a exercita controlul asupra managementului investiției și tocmai de aceea nu implică doar capital. Acest lucru implică abilități manageriale și tehnice sau cunoștințe de marketing. Puterea controlului va varia în funcție de distribuția acțiunilor în firma respectivă. Explicația acestui fapt este aceea că dacă un investitor deține peste 30% din acțiunile unei companii și nici un alt investitor nu deține mai mult de 10% este foarte posibil să fie apt de a exercita controlul cu toate că este minoritate, nedeținând 51% din acțiunile unei companii.

2. O altă diferență fundamentală este ținta finală a investitorului direct și a investitorului de portofoliu. Capitalul de portofoliu are tendința de a se muta în unele sectoare din țări străine care au un avantaj asupra respectivelor sectoare interne. Acest avantaj va fi reflectat de un profit superior. Acest lucru impus este posibil să se întâmple cu o investiție directă într-o industrie în care țară sursă are avantajul, dar unde acest avantaj poate fi transferat unei țări străine în folosul acesteia.

3. Vasta majoritate a investițiilor de portofoliu este realizată de persoane fizice sau instituții și nu de persoane juridice, de companii. Ei au tendința să investească în persoane fizice și instituții străine prin intermediul mecanismului pieței de capital străin. În cazul investițiilor directe străine este normal să fie făcute de companii. Pot implica cumpărarea unei întregi companii sau numai a unei părți din aceasta constituind un schimb de proprietate sau, alternativ, poate consta în clădirea unei întregi noi fabrici în străinătate într-o formă pe verticală sau orizontală, cu toate că acestea, reprezentând încă o extensie geografică a acestei firme.

4. Investițiile directe străine nu necesită un flux de capital de la o țară la alta. Economiștii obișnuiau să se gândească la investițiile directe că la o mișcare internațională a capitalului ce poate avea forme diverse, de exemplu noi acțiuni, anumite forme de obligațiuni, vânzări-cumpărări ale acțiunilor și obligațiunilor existente prin schimburile de titluri de valoare sau printr-o varietate de forme și instrumente de credit pe termen scurt. Singura diferență pe care economiștii ar accepta-o a fost aceea că investițiile directe sunt însoțite de grade diferite de control și mișcare de management și tehnologie.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Investițiile directe străine pot să joace un rol crucial în restructurarea și refacerea economică românească pe o creștere susținută. Firmele vestice prin introducerea tehnologiei de vârf și a modelelor de management modern la filialele lor deschise în România vor pune sub presiune companiile românești care vor fi obligate, la rândul lor, să realizeze astfel de îmbunătățiri.

În funcție de motivațiile care stau la baza expansiunii corporațiilor transnaționale, investițiile străine directe (ISD) pot fi grupate în cinci mari categorii :

a. ISD aflate în căutare de resurse – au drept scop atragerea de resurse la un cost mai scăzut decât în țară de origine sau pentru a avea acces la resurse care nu sunt disponibile în țară de origine.

b. ISD aflate în căutare de piețe – sunt investiții realizate de către firme străine pentru a oferi bunuri și servicii pe piețele respective.

c. ISD aflate în căutare de eficiență - constă în raționalizarea structurii investițiilor destinate căutării de resurse sau de piețe, astfel încât firma investitoare să poată obține avantaje din deținerea unor activități dispersate geografic. Aceste avantaje se materializează, de obicei, sub forma economiilor de scară și de gamă și a diversificării riscului.

d. ISD aflate în căutare de active strategice se manifestă prin achiziționarea activelor firmelor străine, cu scopul clar definit de a-și promova obiectivele strategice pe termen lung, mai ales acelea de susținere și promovare a competitivității lor la nivel global. Firmele care realizează astfel de ISD sunt fie corporații transnaționale care aplică o strategie de integrare regională sau globală, fie investitori străini "debutanți" care încearcă să cumpere un avantaj competitiv pe o piață nefamiliară.

e. Alte tipuri de ISD (care au la bază alte motive decât cele anterioare):

1. Investiții de evadare - realizate pentru a evita legislația restrictivă sau politicile macroeconomice aplicate în țările de origine.

2. Investiții de sprijin - Scopul acestor investiții este acela de a susține și sprijini activitățile restului firmei investitoare. Astfel, acest gen de filiale implică din partea firmei costuri, iar beneficiile sunt generate în alte părți ale firmei.

3. Investiții pasive - Acest tip de investiție are la bază pura anticipare a unei creșteri a prețurilor terenurilor și imobilelor în străinătate. Deși clasificate drept directe, aceste investiții au mai mult atributele unor investiții de portofoliu.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Sunt și alte beneficii pe care o investiție străină le-ar putea aduce, că de exemplu:

- sporirea producției și a calității produselor în concordanță cu standardele vestice;
- realizarea cantității necesare tuturor piețelor potențiale străine sau interne;
- crearea de noi locuri de muncă;
- accesul la noi piețe.

Firmele multinaționale își pot folosi legăturile lor deja formate pentru a importa și exporta produse din și în România sporind astfel greutatea economiei românești în economia mondială.

Pe de altă parte, investițiile sunt componenta cea mai volatilă a PIB. Când exportul de bunuri și servicii trece printr-o perioadă de recesiune, acest declin este, de obicei, datorat unei scăderi a cheltuielilor pentru investiții. Cu mult mai puțin volatile decât investițiile naționale, investițiile străine directe răspund la mult mai multe determinante decât investițiile domestice (naționale).

Sunt factori care afectează investițiile străine directe în România și aceștia trebuie considerați nu numai în interiorul economiei ci și în exteriorul ei, pe piața mondială.

Investițiile străine directe depind de factori interni dintre care închiderea în climatul politic este cea mai importantă dar depinde, de asemenea, și de starea de bum sau de recesiune a economiei mondiale. Astfel prevederile investițiilor directe străine sunt inevitabil hazardate.

Formele sub care au loc investițiile străine includ investițiile directe în companii deținute integral, asocierile în comun, transferurile de tehnologie, acordurile de licențiere și alte formule de alianțe între companii. Investițiile străine directe și asocierile în comun absorb cea mai mare parte a fluxului anual de fonduri, însă transferurile de tehnologie și acordurile de licențiere joacă de asemenea un rol important în cadrul oricărei strategii de promovare a investițiilor.

Politicile care au drept scop atragerea investițiilor străine directe trebuie să aibă în vedere:

- Furnizarea unei informații clare, de calitate și lipsite de ambiguitate către potențialii investitori pentru a crea imaginea unei României aparte sau de a atenua percepțiile negative asupra acesteia; deoarece eforturile de promovare eficiente se bazează într-o mare măsură pe aptitudini, îndemânare și pot fi foarte

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

costisitoare, acestea ar trebui să fie clar direcționate, pregătite în mod profesionist și să răspundă preocupărilor și intereselor investitorilor;

- Îmbunătățirea aplicării procesului de aprobare a investițiilor cu o singură verigă;
- Crearea și susținerea capabilităților locale și dezvoltarea unui grup de firme puternice care pot oferi oportunități de legături cu parteneri din străinătate;
- Utilizarea investițiilor străine directe pentru stimularea dezvoltării de noi industrii și pentru maximizarea transferului de tehnologie; guvernul ar trebui să vizeze promovarea investițiilor pentru a asigura compatibilitatea între firmele străine de dimensiuni medii, intensiv consumatoare de tehnologie și partenerii interni capabili să promoveze parteneriate internaționale bazate pe tehnologie.

Cadrul politicii investiționale este determinat de o combinație între politicile comerciale și macroeconomice, dar ceea ce este important pentru investitorii străini sunt cerințele la intrare, stimulentele, politica valutară și de finanțare, accesul la vize și permise de muncă, legile proprietății asupra pământului, accesul și disponibilitatea infrastructurii fizice, drepturile de repatriere și expropriere. România s-a orientat treptat către politici investiționale mult mai transparente.

Accesul la terenuri și infrastructura fizică este esențial pentru aplicarea unor noi proiecte. În absența dreptului de a deține în proprietate locația investiției sau măcar de a beneficia pe termen lung de un contract de închiriere, mulți investitori nu vor fi dispuși să investească. Proprietățile industriale bine construite și gestionate, precum și parcurile tehnologice sunt utilizate pe scară largă pentru a rezolva problema lipsei de locații adecvate care să ofere serviciile necesare.

Investitorii străini se pot confrunta cu două probleme distincte în privința infrastructurii. Prima este legată de confuzia cu privire la întârzierile de ordin administrativ și al politicilor în obținerea accesului la astfel de facilități. A doua problemă, mai importantă, se referă la lipsa aproape totală a facilităților adecvate. În rezolvarea acestei ultime probleme, guvernul poate apela la scheme de tipul construiește-utilizează-transferă și a unor scheme de privatizare care să genereze creșterea investițiilor sectorului public.

BNR împreună cu Institutul Național de Statistică a publicat pentru prima dată clasamentul ISD în funcție de țară de origine a investitorului real și nu cel intermediar, cum era publicat până în prezent. La o analiză sumară a acestui clasament se poate observa că Olanda nu mai domină acest top, deoarece s-a constatat că 75% din aceste investiții erau făcute de alte țări decât Olanda, în mare

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

parte fiind vorba de companii americane. Astfel, SUA ajunge de pe locul 16, conform noilor criterii pe locul 5. Investitorul final sau real reprezintă societatea-mamă care deține controlul ultim (ultimate shareholder) al unei companii sau proprietarul beneficiar final.

Olanda nu este de fapt investitorul nr. 1

Repartizarea soldului investițiilor străine directe în funcție de țara de origine a investitorului real, stoc decembrie 2019

Țară	Valoare (mld. euro)	Pondere în total ISD	Țară	Valoare (mld. euro)	Pondere în total ISD
Total	88,0		Olanda	5,5	6,2%
Germania	13,1	14,9%	Marea Britanie	3,8	4,4%
Austria	10,0	11,4%	România	2,9	3,3%
Franța	8,2	9,4%	Elveția	2,8	3,2%
Italia	7,4	8,5%	Belgia	2,3	2,7%
SUA	5,8	6,6%			

SURSA: BNR

Fig.4 ISD în funcție de țara de origine a investitorului

Deși investițiile străine directe au fără îndoială o serie de aspecte pozitive pentru economia românească, trebuie menționate și câteva dezavantaje ale acestora și anume:

- ISD sunt orientate din punct de vedere sectorial dezechilibrat și nu înspre sectoarele care au nevoie acută de astfel de investiții, precum agricultura ci înspre sectoare unde se obține profit maxim (2/3 din investițiile străine directe s-au orientat către sectorul financiar, imobiliar și de retail);
- Investițiile de tip greenfield sunt nesemnificative, majoritatea ISD reprezentând privatizări și preluări a unor structuri existente;
- Au un impact negativ asupra balanței de plăți externe, datorită repatrierilor sub formă de profituri;
- Pot crea o dependență prea mare a economiei românești de capitalul străin și de politicile acestora. O prezență semnificativă a companiilor străine pe piața din România poate însemna un dezavantaj pentru firmele autohtone care nu pot concura cu acestea;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- Există riscul că investitorii străini să utilizeze metode de optimizare a profitului, precum politica prețurilor de transfer, astfel încât să ducă la diminuarea profitului prin creșterea datoriilor în cadrul grupului.

Capitolul 2 DECIZII DE INVESTIȚII

2.1. Decizii de investiții în mediu economic cert

Procesul luării deciziei de investiții poate fi definit ca un ansamblu de activități care le desfășoară un individ sau un grup confrunțați cu un eveniment care generează mai multe alternative de acțiune, obiectivul fiind alegerea celei variante care corespunde cel mai bine criteriilor selectate. Deoarece costul investițiilor este ridicat, problemele pe care le ridică sunt găsirea celor mai ieftine surse de finanțare, evaluarea rentabilității investițiilor comparând costurile cu beneficiile ulterioare previzibile și estimabile. Costurile sau fluxurile financiare negative, generate de realizarea investiției, pot fi determinate cu un grad mic de inexactitate, deoarece majoritatea sunt cheltuieli imediate, la valorile existente la momentul analizei, însă estimarea fluxurilor financiare pozitive este mai greu de realizat datorită gradului de incertitudine a previziunilor, precum și datorită greutății separării beneficiilor investiției de beneficiile totale ale investiției.

Decizia de investiții se elaborează în contextul strategiei întreprinderii, ceea ce determină luarea în considerare a proiectelor ce vor influența favorabil atât valoarea de piață a întreprinderii, cât și piața produselor sau serviciilor acesteia. Astfel, un proiect de investiții este acceptabil dacă adaugă o anumită mărime la valoarea de piață a întreprinderii, deci dacă potențează randamentele capitalului global investit, pe de o parte și dividendele așteptate în viitor, pe de altă parte. Etapele deciziei de investiții au în vedere dimensiunea investițională, dimensiunea strategică și dimensiunea financiară.

Dimensiunea investițională cuprinde următoarele etape:

- gruparea tuturor dosarelor de proiecte pe care întreprinderea le are în vedere, pe termen mediu, cu privire la formularea proiectelor și estimarea primară a fluxurilor de lichidități;
- evaluarea individuală a proiectelor privind calculul valorii nete actualizate, indicele de profitabilitate, durata de rambursare

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

actualizată, anuitatea echivalentă, rata de rentabilitate financiară internă și rata de rentabilitate globală;

- luarea în considerare a riscului, având în vedere aprecierea riscului aferent fiecărui proiect, precum și adoptarea criteriului de evaluare;
- selecția proiectelor ținând seama de diferitele restricții privind rezultatele obținute prin programare matematică, simulare și aproximări succesive

Dimensiunea strategică are în vedere atât stabilirea sau actualizarea strategiei pe termen mediu și lung, cât și compararea proiectelor de investiții cu această strategie. Astfel, dimensiunea strategică cuprinde următoarele etape:

- stabilirea obiectivelor generale ale întreprinderii și ale mijloacelor de realizare sau politicilor care să pună în funcțiune angrenajul întreprinderii în vederea îndeplinirii misiunii cu privire la structură formală, sistemul de gestiune, sistemul și stilul de conducere, precum și programele pe domenii;
- alegerea definitivă a proiectelor de investiții și a programelor de finanțare.

Alegerea definitivă a proiectelor de investiții și a programelor de finanțare reprezintă etapa finală a procesului decizional, fiind o rezultată a analizei dimensiunii investiționale și financiare. Componentele acestei etape decizionale sunt: elaborarea planului de finanțare anual, elaborarea bugetului sau tabloului de finanțare multianual care vizează echilibrarea necesarului de investiții cu resursele de finanțare, precum și elaborarea planului de trezorerie și aprecierea riscului incapacității de plată în structură financiară adoptată.

Dimensiunea financiară prezintă o importanță deosebită în strategia decizională a investițiilor, incluzând următoarele aspecte:

- inventarierea resurselor de finanțare potențial disponibile, cum ar fi, de exemplu: capitalurile proprii, capitalurile împrumutate și capacitatea de autofinanțare a întreprinderii, precum și costul lor;
- determinarea structurii capitalurilor permanente și estimarea costului lor.

Deoarece decizia de investiții este complexă, luându-se într-un context restrictiv al mediului economic (conurența, resursele, etc.), ea trebuie să fie bine

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

fundamentată, adesea fiind de preferat să se opteze pentru decizia care satisface cel mai bine un minimum de criterii.

În cazul unui proiect de investiție, mai ales în cazul celor industriale, se consideră că există 3 etape extreme de importante și anume:

- preinvestiția – se mai numește și etapa studiilor de oportunitate, în care se selecționează proiectele de investiții care urmează să fie supuse unui studiu aprofundat, numit studiu de fezabilitate.
- investiția – etapa de concepție tehnică, de stabilire concretă a contractelor de colaborare și de derulare a proiectului, execuție, formarea personalului etc;
- postinvestiția – perioada de funcționare a investiției;

Un element important al acestor etape este studiul de fezabilitate, importanța să decurgând din plasarea sa ca ultimă fază în luarea deciziei de investiții. De aceea, se va încerca explicarea scopului și conținutului unui studiu de fezabilitate.

Studiul de fezabilitate furnizează informații referitoare la nivelul și structură cererii, prețuri, concurență etc. El trebuie să ofere o bază tehnică, economică și financiară pentru luarea deciziei de investiții. Conceptul de studiu de fezabilitate presupune efectuarea unei analize complexe a unui obiectiv de investiții privit ca un sistem dinamic și deschis de producție și comercializare de bunuri și servicii, precum și a factorilor angajați pentru a le obține, desfășurată pe un anumit orizont de timp, luând în considerare inclusiv factorii de risc și incertitudine.

Rezultatele analizei, pentru orizontul de timp luat în considerare trebuie să ilustreze capacitatea resurselor financiare de a acoperi necesitățile funcționării proiectului respective, atât în ceea ce privește asigurarea continuității activității de producție cât și în îndeplinirea obligațiilor financiare.

Conținutul orientativ al unui studiu de fezabilitate este următorul:

- a. Prezentarea scopului și a obiectivelor și a principalilor parametri ai proiectului: produsele, investiția, sursele de finanțare a investiției, programul de punere în funcțiune, planul de finanțare;
- b. Prezentarea agentului economic
- c. Analiza comercială: produse, piața și comercializarea, analiza cererii și a ofertei, promovarea și distribuția produselor, prețul de vânzare al produselor

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- d. Analiza activității: capacitatea tehnică și de producție, factorii de producție și costurile acestora
- e. Analiza managementului agentului economic: strategia activității viitoare, analiza organizării și funcționării, sistemul informațional-informatic
- f. Analiza financiară și economică: un scurt diagnostic economico-financiar, proiecția financiară a activității viitoare, calculul indicatorilor de eficiență: VAN, RIR, TR, pragul de rentabilitate etc
- g. Concluziile

Schematic un studiu de fezabilitate poate fi sintetizat astfel:

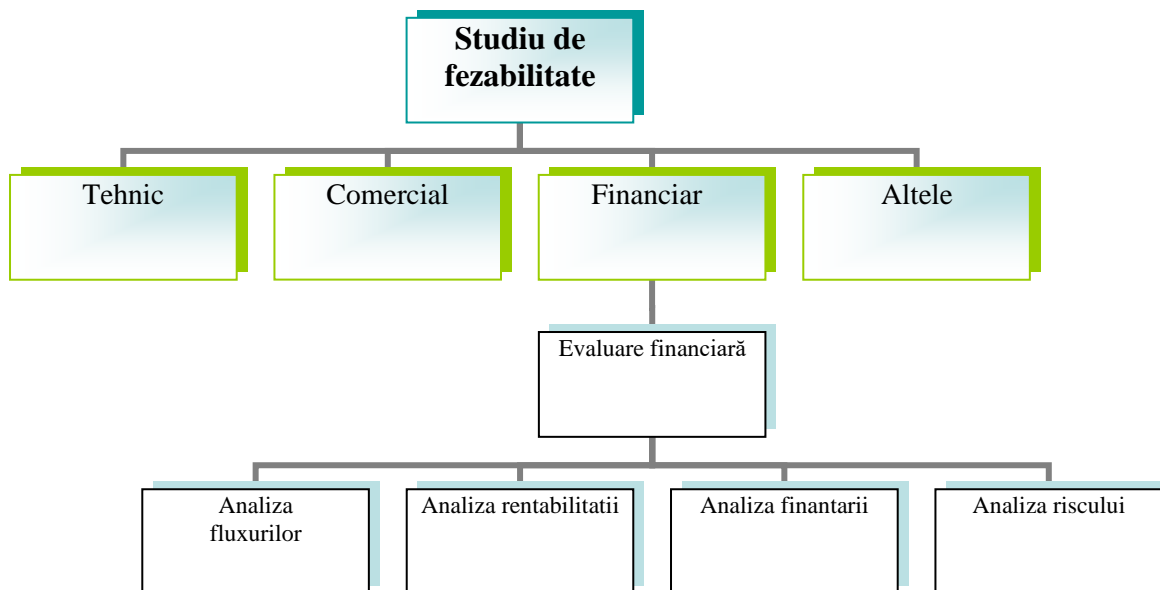


Fig.5 Studiul de fezabilitate

În continuare vor fi tratate criteriile de selecție care stau la baza luării deciziei de investiții, iar pentru început vom aborda problema într-un mediu economic cert. Mediul economic cert este situația ideală, în care nu apar situații neprevăzute, toate ipotezele inițiale rămân neschimbate pe parcursul derulării proiectului. Evident, este vorba de un caz teoretic, deoarece realitatea este caracterizată de mediul economic incert.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

2.2. Criterii de evaluare a investițiilor în mediu cert

2.2.1. Valoarea actualizată netă (VAN)

Acest criteriu de selecție, cunoscut și sub denumirea de valoare prezentă netă, ține cont de principiul conform căruia un leu deținut azi este mai valoros decât un leu deținut peste un an. Datorită acestui fapt, în luarea deciziei de investiții trebuie să se realizeze actualizarea fluxurilor viitoare de numerar care vor fi comparate cu suma investiției, pentru a vorbi de valori comparabile.

Formula de calcul a valorii actualizate nete este:

$$VAN = -I + \sum_{k=1}^n \frac{F_k}{(1+a)^k} + \frac{VR}{(1+a)^n}, \text{ unde:} \quad (1)$$

I = suma investiției

F_k – fluxurile financiare nete din anul k

a – rata de actualizare

n – durata de viață a investiției

VR – valoarea reziduală

Conform acestui criteriu o investiție este rentabilă și este recomandată să fie realizată, dacă $VAN > 0$, iar în cazul proiectelor concurente se va alege proiectul cu valoarea actualizată netă cea mai ridicată. Este un criteriu de selecție ușor de aplicat și cu rezultate fiabile însă prezintă unele dezavantaje.

Astfel criteriul nu poate fi utilizat în cazul proiectelor cu durată de viață diferită. De aceea vor fi favorizate proiectele cu durata de viață mai mare care generează o valoare actualizată mai mare. De asemenea, valoarea actualizată netă este sensibilă la rata de actualizare aleasă, o rată mai mică sau mai mare conducând la decizii diferite.

VAN presupune o structură constantă a capitalurilor în timp, lucru greu de crezut. De aceea se recomandă utilizarea acestui criteriu complementar cu criteriul ratei interne de rentabilitate (RIR).

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

2.2.2. Rata internă de rentabilitate și rata internă de rentabilitate modificată¹⁰

Rata internă de rentabilitate este acea rată de rentabilitate la care valoarea actualizată netă a proiectului este egală cu 0. Ea se determină prin rezolvarea ecuației:

$$I = \sum_{k=1}^n \frac{F_k}{(1+RIR)^k} + \frac{VR}{(1+RIR)^n}, \text{ unde RIR este rata internă de rentabilitate.} \quad (2)$$

Regula de selecție este, în cazul proiectelor independente, reținerea acelor proiecte cu o rata de rentabilitate mai mare decât rata de actualizare sau costul capitalului. În cazul proiectelor care se exclud reciproc, se alege acel proiect care are o rata de rentabilitate mai mare.

RIR trebuie să fie folosit complementar cu criteriul VAN deoarece la fel că și în cazul criteriul precedent și acesta prezintă câteva deficiențe. Astfel acest criteriu presupune că fluxurile monetare sunt reinvestite la rata internă de rentabilitate a proiectului, în timp ce VAN implică reinvestirea fluxurilor monetare la costul capitalului societății respective.

În anumite cazuri, RIR nu este unică, adică pentru același proiect de investiții se pot obține două valori ale RIR. Întrebarea care se pune este care este rata cea corectă, fapt ce demonstrează că doar criteriul RIR nu este suficient pentru luarea deciziei de investiții.

Pentru a elimina inconvenientul presupunerii că fluxurile viitoare vor fi reinvestite la aceeași rata internă de rentabilitate, specialiștii au propus utilizarea unei rate modificate (RIRM). Această presupune că fluxurile viitoare vor fi reinvestite la o rată specifică întreprinderii și nu proiectului de investiții. Modul de calcul al acestei rate este următorul:

$$I(1 + RIRM)^n = \sum_{k=1}^n \frac{F_k}{(1+r)^{n-t}} + VR, \quad (3)$$

r – rata de rentabilitate a întreprinderii

În selecția proiectelor de investiții este recomandabil să se combine criteriul VAN cu criteriul RIR. Se elimină astfel imperfecțiunile care însoțesc un criteriu sau altul în luarea deciziilor de investiții.

Această rată corespunde costului maxim pe care întreprinderea ar putea să-l suporte pentru finanțarea investiției.

¹⁰ Journal of Accounting and Business Studies, *The internal Rate of Return and the Reinvestment Fallacy*, 15 iunie 1979 p.48-55

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

RIR trebuie să fie interpretată prin comparare cu costul mediu ponderat (CMP) al resurselor întreprinderii.¹¹

Dacă $RIR > CMP$, investiția este dezavantajoasă, ea nu permite compensarea costului resurselor

2.2.3. Perioada (termenul) de recuperare a investiției

Prin *perioada de recuperare* a investiției se înțelege intervalul de timp în care va fi recuperată suma investită din fluxurile financiare pozitive viitoare. Varianta cea mai simplă de calcul a perioadei de recuperare este fără a ține cont de valoarea actualizată a sumelor însă în acest caz rezultatul nu este deloc relevant. De aceea formula de calcul a perioadei de recuperare, folosind actualizarea fluxurilor este următoarea:

$$TR = \frac{I_0}{F_{act}/n}, \text{ unde } F_{act} = \sum_{k=1}^n \frac{F_k}{(1+a)^k}, \quad (4)$$

Acest criteriu permite selecționarea proiectului de investiții în funcție de rapiditatea recuperării sumelor investite. În cazul unui proiect independent, regula de selecție este aleatorie, fiind stabilit un termen prag în funcție de diverse aspecte.

Dezavantajul unui astfel de criteriu este în principal legat de faptul că elimină proiectele cu o durată mai mare de recuperare, care în general sunt proiectele de valoare mai mare și viabile, dar care necesită o perioadă mai mare de timp până încep să genereze fluxuri pozitive însemnate.

De asemenea nu se ține seama de ce întâmplă după recuperarea investiției.

2.2.4. Indicele de profitabilitate

Caracterizează nivelul raportului între VAN și investiția totală actualizată pe care o implică proiectul. Modul de calcul al indicelui de profitabilitate este următorul:

$$I_p = \frac{VAN+I}{I} \quad (5)$$

Ca și criteriul de selecție, se recomandă că $I_p > 1$ și între două sau mai multe proiecte de investiții se va alege proiectul cu I_p maxim. La acest criteriu se apelează atunci când se compară proiecte de investiții diferențiate prin valoarea investiției.

¹¹ *Revista de Contabilitate și Informatică de gestiune*, Nr. 9/2004, p.106

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

În cazul unui buget de capital restrictiv și a opțiunii mai multor proiecte de investiții se parcurge următorul traseu pentru stabilirea celei mai bune strategii de investire:

1. Se calculează indicele de profitabilitate pentru fiecare proiect;
2. Se stabilește ordinea de prioritate a proiectelor după valoarea descrescătoare a lui IP ;
3. Se alcătuiesc seturi de proiecte de investiții în limitele bugetului total, ținând seama de ordinea de prioritate a proiectelor;
4. Se calculează VAN pentru seturile de proiecte stabilite;
5. Se alege setul de proiecte ce are VAN maxim.

2.3. Decizii de investiții în mediu economic incert

Orice entitate economică își desfășoară activitatea într-un mediu economic marcat de numeroase necunoscute, un mediu în care toți parametrii sunt într-o continuă schimbare. Este vorba de mediu economic incert, mediu real în care își desfășoară activitatea aceste entități economice.

Mediul incert este un mediu caracterizat de risc, risc care se manifestă în ceea ce privește fluxurile financiare viitoare sau în cazul ratei de actualizare.

2.3.1. Fluxurile de trezorerie și rata de actualizare în mediu aleator

Se pornește de la faptul că este cunoscută suma investiției inițiale deoarece se presupune că aceasta se realizează la momentul 0 care nu este afectat de incertitudine. În mediu incert, decizia de investiții se analizează în funcție de speranța de a obține un flux sau altul, mărimea acestora fiind variabilă. Speranța $E(CF)_t$ este egală cu media ponderată a fluxurilor cu cea mai mare probabilitate de apariție, calculată în fiecare an de exploatare:

$$E(CF)_t = \sum_{s=1}^S CF_{st} p_{st}, \text{ unde} \quad (6)$$

st – stările de conjunctură economică de la 1 la S estimate ale fluxurilor de trezorerie în anul de exploatare t

p_{st} – probabilitatea de apariție a fluxurilor CF în anul t

De asemenea se pune problema măsurării riscului în vederea alegerii celei mai bune rate de actualizare. Mărimea riscului este dată de mărimea dispersiei, dar mai ales de rădăcina pătratică a acesteia, cunoscută sub denumirea de abaterea medie pătratică:

$$\sigma_t = \sqrt{\sum_{s=1}^S (CF_{st} - E(CF)_t)^2 p_{st}} \quad (7)$$

În capitolul precedent am analizat rata de actualizare în contextual lipsei oricărui grad de risc. Dar așa cum se știe diferite proiecte presupun grade diferite de risc, de aceea și ata la care se actualizează fluxurile financiare generate de aceste proiecte trebuie să țină cont de acest risc.

Un investitor așteaptă un venit mai ridicat în cazul investițiilor cu un grad mare de risc, iar din aceste așteptări rezultă conceptul de echivalent cert al cash-flow-ului

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

aleator (CF_{ech}), care este mărimea corespunzătoare celui riscant ($C\tilde{F}$) și care în mediu cert are aceeași valoare actuală (V_0)¹²:

$$V_0 = \frac{C\tilde{F}}{1+r} = \frac{CF_{ech}}{1+a}, \quad (8)$$

1.1.1. r – rata de actualizare în mediu incert

a – rata de actualizare în mediu cert

2.3.2. Analiza sensibilității

O tehnică folosită pentru a arăta luarea în calcul a riscului este analiza de sensibilitate, cunoscută și sub denumirea de analiză de sensibilitate și se concretizează într-un set paralel de proiecții financiare, proiecții care descriu efecte financiare probabile în cazul în care anumiți factori cheie din ipotezele de bază diferă semnificativ.

Ea se aplică prin calculul VAN la același proiect de investiții, luând în considerare diferite variații ale principalilor factori determinanți ai proiectului, păstrând constante suma investiției (I) și rata de actualizare.

Din modul de calcul a VAN putem constata că elementele care se consideră că variază sunt fluxurile financiare viitoare, valoarea reziduală și durata investiției. Cel mai frecvent analiza sensibilității se aplică prin varierea fluxurilor financiare.

Primul pas este stabilirea factorilor determinanți ai fluxurilor financiare și apoi formularea de ipoteze posibile ale valorilor acestor factori în timp și calculul VAN prin modificarea unui factor și păstrarea celorlalți neschimbată.

Mulțimea valorilor actualizate nete determinate arată sensibilitatea proiectului în raport cu factorul analizat. Analiza sensibilității este folosită pentru a arăta vulnerabilitatea proiectului față de anumite modificări ale unor factori determinanți. În practică pentru factorii considerați determinanți se iau în considerare 3 situații și anume o variantă favorabilă (optimistă), neutră și una nefavorabilă (pesimistă). Pentru aceste 3 situații se calculează valorile VAN.

Prin analiza sensibilității se oferă informații superioare criteriului VAN și se identifică impactul factorilor considerați asupra VAN și se identifică vulnerabilitățile proiectului, permițând conturarea de acțiuni pentru prevenirea efectelor negative asupra rentabilității investiției.

Analiza pragului de rentabilitate (Break-even analysis).

¹² I. Stancu, *Finanțe*, Ed. Economică, București, 2002, p.614 -615

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Noțiunea de punct neutru sau punct mort este cunoscută că fiind acel punct în care nu se obține nici profit nici pierdere. În cazul investițiilor se consideră că un astfel de punct neutru este $VAN=0$ care arată că proiectul respectiv nu duce nici la scăderea valorii întreprinderii dar nici la un plus de valoare.

Analiza pragului de rentabilitate este folosită în general vis-à-vis de factorul vânzări, factor determinat la rândul lui de cererea totală de cota de piață deținută.

În practică adesea este utilizat pragul de rentabilitate în termeni contabili, datorită disponibilității datelor și a ușurinței calculelor. Formula de calcul este următoarea:

$$Q_{pr} = \frac{CF + \frac{I}{n}}{p - cv}, \quad (9)$$

CF – cheltuielile fixe ale proiectului, exclusive amortizarea

I – suma investiției

n – durata

p – prețul unitar de vânzare al produselor

cv – cheltuielile variabile unitare

Pragul de rentabilitate financiar oferă posibilitatea calculării coeficientului de elasticitate, cunoscut sub denumirea de levier operațional că măsură a riscului VAN a investiției:

$$l_o = \frac{Q_0}{Q_0 - Q_{PR}} \quad (10)$$

2.3.3. Simularea Monte Carlo

Simulările constituie o metodă avansată de cuantificare a riscurilor. Simularea Monte Carlo simulează realizarea obiectivelor de un număr mare de ori furnizând o distribuție statistică a rezultatelor.

Acțiunea tehnică de simulare nu este de fapt decât un procedeu de optimizare a deciziei. Rezolvarea problemelor cu ajutorul tehnicilor de simulare presupune utilizarea unor algoritmi interactivi și existența unor pași bine determinați în vederea atingerii obiectivului presupus. Datele de intrare sunt, de obicei, variabile aleatoare obținute în urma generării lor de către un generator de numere aleatoare.

Metoda "Monte Carlo" se bazează pe utilizarea unor astfel de variabile aleatoare, deoarece pentru modelele ce implică existența unui număr mare de variabile decizionale. Metoda folosește în mod necesar tehnica de calcul, iar algoritmul metodei este prezentat în succesiunea etapelor sale interactive.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Pașii metodei "Monte Carlo" sunt următorii¹³:

1. Se determină variabilele sau componentele cele mai semnificative ale modelului.
2. Se determină o măsură a eficacității pe care o au variabilele modelului studiat.
3. Se schițează distribuțiile de probabilitate cumulată ale modelului.
4. Se stabilesc șirurile de numere aleatoare care sunt într-o corespondență directă cu distribuțiile de probabilitate cumulată ale fiecărei variabile.
5. Pe baza examinării rezultatelor obținute se determină soluțiile posibile ale problemei.
6. Se generează un set de numere aleatoare folosind tabelele de numere aleatoare.
7. Utilizând fiecare număr aleator și distribuția de probabilitate, se determină valorile fiecărei variabile.
8. Se calculează valoarea variabilă funcțională de performanță.
9. Se reiau încercările de la pasul 6 și 8 pentru fiecare soluție posibilă.
10. Pe baza rezultatelor obținute se ia o decizie cu privire la soluția optimă.

2.3.4. Arborele de decizie

În activitatea economică, de multe ori adoptarea deciziilor nu se face doar în funcție de consecințele imediate, ci și în funcție de consecințele mai îndepărtate ale unui șir de procese decizionale viitoare. Evaluarea acestor procese decizionale în cascadă se efectuează prin metoda arborelui de decizie.

Utilizarea metodei impune considerarea unui "risc operativ" legat de nedeterminarea situației și imposibilitatea prognozării ei precise.

Etapele parcurse pentru definirea completă a unei situații decizionale în modelul arborelui decizional sunt următoarele¹⁴:

- definirea proceselor decizionale și a momentelor aleatoare, precum și succesiunea lor;
- culegerea informațiilor referitoare la alternativele de acțiune;

¹³ A. Boardman, D. Greenberg s.a. – *Analiza cost-beneficiu*, Ed. ARC, Chisinau, 2004, p.231

¹⁴ Reinhardt U.E. *Break Even Analysis for Lockheed Tri Star An application of Financial Theory*, Journal of Business, 1955

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- stabilirea stărilor naturii și a diferitelor șiruri de evenimente;
- evaluarea consecințelor la finele fiecărui șir de evenimente și a criteriilor de eficiență;
- depistarea unei politici de selectare a alternativelor decizionale;
- analiza de senzitivitate a soluției optime;
- analiza finală și elaborarea recomandărilor de adoptare a deciziei.

Evaluarea consecințelor decizionale se poate realiza prin unul sau mai mulți indicatori economici. În cea de a doua situație se pune problema agregării informațiilor într-un indicator complex care să permită o abordare unitară a procesului considerat sau prin folosirea utilităților. Tratatul numeric al preferințelor este dificil, deoarece fiecare persoană are propria sa scară de evaluare a preferințelor. Totuși, în multe situații, rezultatele strategiilor pot fi evaluate monetar, ceea ce face că scara preferințelor decidentului să coincidă cu cea monetară (funcția preferințelor variază direct proporțional cu mărimile monetare).

Identificarea soluției optime este echivalentă cu găsirea celei mai bune drum în arbore pornind de la nodurile finale spre cel inițial. Principiile care stau la baza construirii arborelui sunt următoarele:

Valoarea fiecărui "nod eveniment", în care natura alege (factori independenți de voința decidentului) depinde doar de evenimentele viitoare și nu de deciziile precedente.

În nodurile decizionale se adoptă acea alternativă care asigură realizarea superioară a criteriilor de performanță (maximizarea profitului, minimizarea costului, etc.)- principiul decidentului rațional.

Evaluarea întregului sistem, precum și soluția optimă se determină întotdeauna de la nodurile finale spre cel inițial.

Desfășurarea proceselor de decizie la momente temporale diferite face că deciziile intermediare să fie condiționate de rezultatele estimate ale deciziilor finale, iar decizia finală de efectele cumulate ale tuturor deciziilor intermediare și finale.

Aplicarea cu succes a metodei arborelui de decizie depinde și de actualizarea informațiilor pe măsura desfășurării proceselor modelate. Este foarte dificilă în momentul elaborării modelului să poată fi complet evaluate toate variantele decizionale. Pentru a evita abaterile majore arborele este reexaminat în timp și în funcție de materializarea ipotezelor se reevaluează raționamentul de la nivelul nodurilor decizionale intermediare. Ori de câte ori dimensiunile unui arbore

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

decizional corelate cu multitudinea variantelor posibile cresc se construiesc arbori simetrici.

Analiza riscului prin modelul arborelui decizional se poate realiza prin analiza de senzitivitate aplicată probabilităților de manifestare a stărilor naturii, valorilor estimate în nodurile finale, costului diferitelor acțiuni etc. Se determină astfel gradul de variație admisibil pentru aceste elemente astfel încât modificarea concluziilor cercetării să nu depășească un nivel tolerabil. Un alt aspect important se referă la faptul că valoarea obținută pentru soluția optimă este o valoare medie. Nivelul efectiv al profitului variantei obținute din model variază în funcție de manifestarea stărilor naturii, între un nivel maxim și unul minim cel care desemnează riscul maxim asociat variantei optime.

Limitele metodei arborelui de decizie se referă la lipsa informațiilor despre dispersia și forma distribuției tuturor rezultatelor posibile ale unei acțiuni de marketing și despre probabilitățile asociate acestor rezultate. Avantajul descrierii unei întregi distribuții de probabilități provine din faptul că decidenții au reacții și atitudini diferite față de risc, iar forma distribuției de probabilități permite conturarea unei imagini despre riscul asociat fiecărei alternative.

Un exemplu de arbore de decizie pe baza datelor de mai jos este prezentat în Fig.2¹⁵

Stările economiei	P ₁ - creștere	P ₂ - stagnare	P ₃ - inflație
V ₁ – investiția 1	12	6	3
V ₂ – investiția 2	15	8	-2
V ₃ – investiția 3	16.5	7	-3
Probabilitățile stărilor	0.5	0.3	0.2

¹⁵ Malter Eric – La rentabilité des investissements, analyse du risque et strategies, Collection Gestion, Presses Universitaires de France, Paris, 1992

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

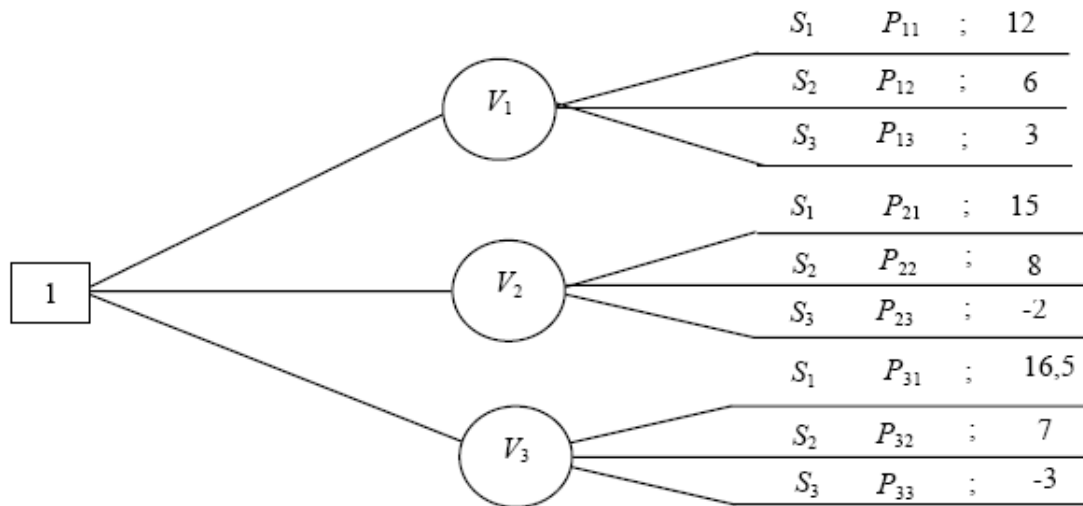


Fig.6. Arbore de decizie monosecvențial

□ - punct de decizie

○ - punct de separare a stărilor

Toate aceste criterii de apreciere conduc la alegerea unei asemenea variante de investiții care să asigure: respectarea echilibrului pe ansamblul economiei; valorificarea maximă a resurselor materiale, umane, financiare disponibile în prezent și viitor; un înalt grad de competitivitate pentru produsele destinate exportului, satisfacerea cerințelor sociale de ridicare a nivelului de trai, de organizare și sistematizare teritorială, de dezvoltare echilibrată în profil teritorial. Un asemenea mod de apreciere a investițiilor permite, în final, creșterea eficienței activității economice, concomitent cu respectarea unor cerințe de natură social-politică.

Capitolul 3 Surse de finanțare a investițiilor

Decizia de finanțare a entitatilor economice este una din cele trei decizii majore cu care se confrunta managerii financiari în activitatea lor alaturi de decizia de investiții și cea de repartizare a profitului.

Dacă decizia de investiții este decizie bazată pe necesitățile firmei, decizia de finanțare ia în considerare atât disponibilitatea surselor de finanțare cât și costul acestora, precum și alte criterii.

3.1. Surse proprii de finanțare a investițiilor

3.1.1. Avantaje și dezavantaje ale finanțării investițiilor din surse interne

Pe o piață perfectă, decizia de finanțare sau de autofinanțare nu ar avea nici o implicație asupra valorii întreprinderii și a proiectelor sale de investiții. Însă mediul de desfășurare al activității economice este departe de modelul pieței perfecte și de aceea există asimetrii de tratament fiscal, de informație și prin urmare politica de finanțare are un impact major asupra valorii întreprinderii, a cărei maximizare reprezintă de fapt scopul activității desfășurate.

Comaniile au mai multe surse de finanțare:

- a) Resurse proprii: capitaluri proprii (surse efective) și capacitatea de autofinanțare (sursă potențială);
- b) Emisiune de obligațiuni;
- c) Credite de la instituții financiare (bancare și nebankare) rezidente;
- d) Credite de la instituții financiare (bancare și nebankare) nerezidente;
- f) Credit comercial;
- g) Alocații guvernamentale și fonduri nerambursabile;
- i) Alte surse.

Aceste surse de finanțare se diferențiază în funcție de asimetria de informații, implicarea sectorului bancar în alocarea eficientă a resurselor disponibile, etc. Existența costurilor de agent implică faptul că managementul unei companii deține mai multe informații despre proiectele curente sau viitoare comparativ cu acționarii sau creditorii.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Totodată, într-o economie în care ponderea creditării bancare în total surse de finanțare este semnificativă se va înregistra o asimetrie informațională mai redusă. Acest lucru se explică prin capacitate sistemului bancar de a monitoriza și evalua performanțele debitorilor.

Selecția surselor de finanțare a investițiilor este complexă, întrucât pe lângă criteriul principal privind costul procurării capitalurilor acționează o serie de restricții privind accesul la piața capitalurilor, legislația greoaie, decizia instituțiilor abilitate a aproba utilizarea acestor surse de finanțare, situația financiară a întreprinderii, forma de organizare a entitatii. De exemplu accesul la împrumuturile obligatate nu îl are decât un număr redus de companii, respectiv cele care oferă o garanție suficientă pentru un astfel de angajament, în plus un astfel de împrumut este foarte complicat din punct de vedere al formalităților.

Cea mai mare parte a companiilor nu sunt cotate la bursă și, drept urmare, nu au posibilitatea vânzării de titluri prin bursă. Deci, nu le rămân decât autofinanțarea sau împrumutul bancar obișnuit, leasingul, factoringul sau vânzarea de active.

Opțiunile întreprinzătorilor deși relativ numeroase și diversificate, se pot grupa în două mari categorii: surse *interne* (proprie) și surse *externe* (atrase).

3.1.2. Categoriile de surse interne de finanțare

Din punct de vedere al surselor proprii de finanțare, paleta de care dispun întreprinzătorii nu e foarte largă, respectiv ori se aduc **aporturi noi la capital**, ori se recurge la **autofinanțare**.

Totuși, dacă facem o inventariere mai amănunțită a surselor de finanțare, mai ales în cazul societăților de dimensiuni reduse, se constată că în afară de sursele prezentate anterior, mai sunt și alte surse și anume:

- decontările în cadrul grupului;
- creditul asociații;
- surse din vânzarea activelor;
- surse aferente facilităților fiscale.

3.1.2.1. Finanțarea prin aporturi la capital

Aporturile noi la capital provin din cumpărarea de către asociați (acționari) de părți sociale, respectiv acțiuni emise de entitatea economică și deținute de aceștia o perioadă nedeterminată. Finanțarea prin aporturi noi la capital este diferită în cazul

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

societăților pe acțiuni sau în comandita pe acțiuni față de restul tipurilor de societăți comerciale, de aceea le vom trata în mod separat.

a. Societăți pe acțiuni

Orice constituire de societate comercială presupune un aport inițial de capital care permite începerea activității, efectuarea primelor cheltuieli de investiții și exploatare și, totodată, reprezintă o condiție pentru angajarea de credite. Capitalul inițial al societăților pe acțiuni este divizat în părți egale concretizate în acțiuni, a căror valoare nominală este egală cu raportul între capitalul adus de acționari și numărul de acțiuni create. Ulterior numărul de acțiuni poate fi sporit prin noi aporturi în numerar, prin încorporarea rezervelor sau prin conversiunea datoriilor.

Aporturile asociaților/acționarilor la capitalul social sunt surse interne de finanțare. Raționamentul care a stat la baza acestei afirmații a fost faptul că în urma acestei subscrieri la capital, aceștia devin coproprietari la entitatea economică în cauză, prin urmare plus valoarea generată de activitatea economică a acestuia le aparține.

În cazul aportului la capital acesta se poate realiza în două modalități:

1. în natură;
2. în numerar;

Aporturile în natură pot fi constituite din aporturi în imobilizări corporale, necorporale, stocuri sau creanțe care vor fi evaluate. Conform legii, aporturile în natură nu pot să depășească 60% din valoarea capitalului social subscris.

Aporturile în numerar sunt cazul cel mai frecvent de creștere/constituire a capitalului, în cazul tuturor societăților comerciale acesta fiind obligatoriu.

O sursa de finanțare spre care încep companiile să se orienteze este piața de capital. Deși la nivelul întregii țări, mai puțin de 1% din companii apelează la această resursă, cea mai mare pondere este înregistrată în nord-vestul țării. Piața de capital este însă inaccesibilă firmelor care nu sunt organizate sub formă de societăți pe acțiuni.

Studiul CNIPMMR¹⁶ arată faptul că peste 5% din firmele care își desfășoară activitatea în această zonă au obținut, pe parcursul anului trecut, fonduri prin listarea la bursă. La polul opus, în zona de sud și sud-vest a țării, regiuni în care peste două

¹⁶ Raport de activitate a CNIPMMR pentru perioada 2016

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

treimi dintre firme apelează la credite bancare pentru a-și finanța activitatea, resursele obținute din piața de capital sunt aproape inexistente.

Mai mult, companiile care se finanțează prin bursă sunt, în general, cu o vechime de peste 10-15 ani. Iar sectorul serviciilor este principalul beneficiar al acestui tip de resurse. Asta și pentru că, în structură capitalizării bursiere, circa 39% era ponderea sectorului financiar-bancar.

Situația este diferită în SUA, unde firmele se finanțează doar în procent de 20% de pe piața bancară, preferând piața de capital, în timp ce firmele europene preferă finanțarea prin intermediul sistemului bancar în procent de 80%.

În continuare va fi analizată tehnica creșterii capitalului din perspectiva societăților pe acțiuni și a celorlalte tipuri de societăți care presupun emiterea de părți sociale.

Finanțarea prin emisiunea și vânzarea de acțiuni pe piața primară se întemeiază pe avantajele specifice ale acestora:

- a. acțiunile protejează investitorii de eroziunea puterii de cumpărare a capitalului investit; profiturile entității economice și dividendele distribuite la sfârșitul anului au integrat inflația prin intermediul prețurilor de vânzare;

În cazul societăților pe acțiuni, majorarea capitalului social prin emiterea de noi acțiuni se poate face fie prin plasament privat, caz în care au acces la noile acțiuni doar acționarii fondatori sau prin ofertă publică de vânzare, prin care se face apel la economiile populației sau ale investitorilor instituționali.

Acțiunea conferă deținătorului ei două categorii de drepturi:

1. sociale: dreptul de vot concretizat în exercitarea acestuia în Adunările Generale ale Acționarilor privind anumite decizii ce vizează aspecte importante cum sunt analiza activității Consiliul de Administrației, majorarea sau reducerea capitalului social, decizia de distribuire de dividende etc.

2. patrimoniale: de încasare a dividendelor și de realizare de câștiguri pe piața de capital prin vânzarea acestora sau din lichidarea societății.

Acțiunile nu aduc venituri certe, mărimea dividendelor anuale depinzând de rezultatele financiare ale societății comerciale și de decizia de distribuire de dividende. În conformitate cu decizia fondatorilor societății, în statutul acesteia sunt consemnate diferitele drepturi (privilegii) atribuite deținătorilor de acțiuni, și anume:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- b. *privilegiul de vot* este atașat acțiunii și nu cumpărătorului inițial, astfel încât el se transfera fiecărui deținător succesiv în cazul că acțiunile circula prin vânzare-cumpărare. Dreptul de vot se exprima în adunarea generala a acționarilor;
- c. *privilegiul de dividend* – reflecta faptul că dreptul de dividend exista pentru toate acțiunile, dar acest drept nu este egal pentru toate categoriile de acțiuni. Privilegiul de dividend oferă certitudinea primirii dividendelor chiar în cazul în care profitul total afectat distribuirii nu ajunge pentru toate acțiunile existente. Această înseamnă că acest tip de acțiuni au drept *prioritar* de dividend. Privilegiul de dividend garantează stabilitatea veniturilor anuale dar nu permit creșterea randamentului peste procentajul stipulat expres în acțiune (spre deosebire de acțiunile ordinare);
- d. *privilegiul de dividend cumulativ* – oferă acționarilor posibilitatea de a primi retroactiv dividende și pentru anii în care nu s-au făcut distribuirii, în primul an în care se repartizează dividende. În aceste cazuri, dividendul reținut se plătește cu prioritate, apoi, în limita profitului destinat distribuirii, urmează să fie remunerate celelalte acțiuni fără privilegiu de dividend cumulativ;
- e. *privilegiul de participație* – se atașează numai acțiunilor cu privilegiu de dividend și permite acționarilor să primească un dividend adițional, cu condiția că suma totală a distribuțiilor din profit să fie satisfăcătoare pentru a permite deținătorilor de acțiuni fără privilegiu de dividend să-și primească sumele cuvenite.
- f. *privilegiu de conversiune* – da posibilitatea de a schimba o acțiune deținuta contra unei alte acțiuni, cu alte caracteristici sau cu alt titlu emis de aceeași societate;
- g. *privilegiu de răscumpărare* – constituie o derogare de la regula generala conform căreia capitalul social este permanent și nu poate fi retras de către acționari. Acest privilegiu da posibilitatea societății de a răscumpăra unele acțiuni eliminând pe deținătorii lor că proprietari. Pentru aceasta trebuie precizate perioada în care se poate efectua răscumpărarea, prețul de răscumpărare și de asemenea cine are inițiativa răscumpărării – societatea sau acționarul.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Emisiunea de noi acțiuni, respectiv creșterea numărului de acțiuni, presupune și unele riscuri pentru acționari:

- risc de pierdere – după emisiune profitul total al societății nu crește, astfel încât chiar dacă suma totală obținută de acționari este aceeași, randamentul/acțiune scade ca urmare a creșterii numărului de acțiuni;

- risc de putere – acționarii vechi care nu își procura acțiuni noi își slăbesc puterea de influență (vot) asupra societății, corespunzător scăderii relative a numărului de acțiuni pe care le dețin.

Societățile pe acțiuni pot atrage finanțări prin listarea pe bursă, dar pentru accesul la piețe reglementate (ex BVB) trebuie să îndeplinească niște cerințe minimale și anume:

- să fie societate pe acțiuni (SA);
- să aibă o capitalizare anticipată sau capitaluri proprii de minimum un milion euro;
- să aibă cel puțin 25% acțiuni libere, adică să nu fie deținute de firmă sau investitori strategici;
- în ultimii trei ani de funcționare să aibă rapoarte financiare auditate.

Aceste condiții sunt comune pentru toate categoriile de societăți care solicită admiterea la tranzacționare pe bursă. Pe lângă acestea există și alte condiții, în funcție de categoria în care se află societatea în cauză. Există 3 categorii: categoria 1, categoria 2 și categoria 3 iar condițiile pentru fiecare vor fi detaliate mai jos¹⁷.

Pentru categoria 1:

- acțiunile să fie din aceeași clasă și să fie libere în proporție de minim 25% către cel puțin 2000 de acționari;
- societatea ce solicită admiterea la tranzacționare să aibă valoarea capitalurilor proprii din ultimul exercițiu financiar de cel puțin echivalentul în lei a 8 milioane EUR, calculat la cursul de referință al BNR (Banca Națională a României) din data înregistrării la Bursa de Valori București a cererii de admitere la tranzacționare;
- societatea ce dorește admiterea la tranzacționare să fi obținut în ultimii doi ani profit net;

¹⁷ Ghid emitent BVB

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- să prezinte un plan de afaceri pe o perioadă de cel puțin doi ani calendaristici viitori;

Pentru categoria 2

- valoarea capitalurilor proprii din ultimul exercițiu financiar să fie de minimum 2 milioane EUR calculat la fel că în cazul societăților din categoria 1.

Pentru categoria 3

- emitentul trebuie să fie o societate comercială dinamică, inovatoare și cu potențial de creștere;
- emitentul trebuie să aibă, în principiu, în obiectul de activitate dezvoltarea de tehnologii noi și implementarea acestora în domenii cum ar fi medicina, biotehnologia, agrotehnologia, telecomunicațiile, informatica etc;
- valoarea capitalurilor proprii din ultimul exercițiu financiar să fie de minimum 1 milion EUR calculat la fel că în cazul societăților din categoriile precedente.

Pentru societățile care nu îndeplinesc criteriile mult prea stricte ale BVB, s-a înființat AeRO, care este o piața de acțiuni administrată de Bursa de Valori București, destinată finanțării, creșterii și promovării întreprinderilor mici și mijlocii și start-up-urilor.

În cazul în care se dorește admiterea la tranzacționare pe piața AeRO, societățile, care evident au forma de organizare SA, trebuie să aibă o capitalizare anticipată de 250.000 euro, acțiuni libere de minim 10% sau minim 30 de acționari.

b. Societăți cu răspundere limitată

În cazul societăților cu răspundere limitată, cea mai răspândită formă de organizare, finanțarea prin aporturi noi la capital se face prin majorarea capitalului social decisă de asociați, urmată de înregistrarea acestei modificări la Registrul Comerțului.

În practică, în cazul necesității de capital care să fie furnizat de către asociați, acesta nu este adus în cadrul societății ca aport la capitalul social ci mai degrabă ca și credit asociați. Explicația este una simplă, odată banii ajunși în capitalul social este dificilă recuperarea lor ulterioară când se dorește datorită caracterului „veșnic” al capitalului social, în sensul că o diminuare de capital social

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

nu este privită cu ochi buni de ceilalți parteneri de afaceri și se recurge la aceasta doar în cazuri excepționale.

Cartea Alba a IMM-urilor din 2017 arată că aproximativ 72% din companiile investigate își finanțează activitățile din surse proprii.

3.1.2.2. Autofinanțarea

Se referă la reinvestirea unei părți din profitul net. Autofinanțare este cea mai răspândită și preferată formă de finanțare și presupune că entitatea economică să își asigure dezvoltarea prin forțe proprii, folosind drept surse o parte a profitului obținut în exercițiul financiar anterior, precum și amortizarea cumulată.

În ceea ce privește autofinanțarea aceasta are două componente de bază: autofinanțarea de înlocuire/menținere și autofinanțarea netă.

Autofinanțarea de menținere include sursele care urmează să fie utilizate în viitor pentru menținerea capitalului productiv și este reprezentată de valoarea amortizărilor cumulate și a provizioanelor constituite. Există opinii potrivit cărora autofinanțarea de menținere nu trebuie inclusă în sursele de finanțare deoarece aceasta reprezintă o recuperare de aport inițial de capital și ar însemna includerea acesteia de două ori în capitalurile proprii.¹⁸

Autofinanțarea netă este partea din autofinanțarea brută din care se formează sursele proprii ale întreprinderii peste necesarul cerut de refacerea capitalurilor investite având ca efect o creștere a patrimoniului. Autofinanțarea netă se constituie în principal din profitul net repartizat pentru fonduri proprii, adică din profitul care rămâne după participarea angajaților la profit și remunerarea asociaților sau acționarilor.

Principalele avantaje oferite de autofinanțare sunt:

- constituie un mijloc sigur de finanțare, o sursă independentă și stabilă de fonduri;
- autonomia financiară asigurată prin autofinanțare permite întreprinderii independentă de gestionare față de organismele financiare și de credit;
- asigură întreprinderii un mare grad de libertate privind dezvoltarea investițiilor, cu condiția realizării unor investiții utile, profitabile;
- permite frânarea îndatorării și implicit reducerea cheltuielilor financiare;

¹⁸ I. Stancu, *Finanțe*, Ed. Economică, București, 2002, p.642

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- permite măsurarea randamentului capitalurilor proprii, respectiv a rentabilității financiare (autofinanțarea netă / capitalul propriu);
- reprezintă factorul hotărâtor în asigurarea accesului pe piața de capital și atragerea de noi capitaluri din afara întreprinderii.

Cu toate aceste avantaje oferite de autofinanțare, nu trebuie exagerat în această direcție deoarece în situația în care rentabilitatea economică a întreprinderii este superioară ratei dobânzii practică pe piața financiară, cu cât raportul dintre capitalul împrumutat și capitalul propriu este mai mare, cu atât randamentul financiar al întreprinderii crește.

Decizia de autofinanțare și nivelul acesteia sunt adesea influențate de factori externi cum sunt fiscalitatea, restricțiile privind accesul pe piața de capital și diverse constrângeri juridice.

Companiile continuă să se bazeze pe propriile surse de finanțare pentru dezvoltarea afacerilor. Totuși, firmele au început să se orienteze și spre resursele oferite de sistemul bancar sau de piața de leasing. Un studiu realizat de Consiliul Național al Întreprinderilor Private Mici și Mijlocii din România arată faptul că, pe parcursul anului 2017, aproape 72% din firmele înregistrate în țară noastră s-au autofinanțat.

Totuși, ponderea este în scădere față de anul precedent cu aproape nouă procente. Motivul ține de orientarea spre alte resurse de finanțare.

Capacitatea de autofinanțare a unei societăți (CAF) reflectă potențialul financiar al acesteia de a-și asigura creșterea prin finanțarea activelor circulante, a celor imobilizate și a asigură remunerarea capitalurilor asociaților.

CAF se poate determina prin două metode:

- 1) Metoda aditivă
- 2) Metoda deductivă

Nivelul autofinanțării se referă la ceea ce rămâne după ce sunt remunerați asociații/acționarii, adică după plata dividendelor. Nivelul dividendelor distribuite joacă un rol important în determinarea volumului autofinanțării, legătura dintre ele fiind inversă, cu cât crește volumul dividendelor distribuite cu atât scade suma disponibilă pentru autofinanțare și invers. Trebuie gestionată cu mare atenție această relație, întrucât deși managerii doresc să asigure finanțarea nevoilor firmei

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

pe baza autofinanțării, un nivel redus al dividendelor poate atrage nemulțumirea acționariatului.

3.1.2.3. Creditul – asociați

Nevoia crescândă de soluții excepționale de depășire a unor momente speciale din existența unei societăți la nivelul unor costuri practic inexistente raportat la cele bancare impun recurgerea la creditarea societății de către asociați. Împrumutarea societarii de către asociat ține chiar de constituirea societății comerciale care își procura fondurile necesare activității prin aporturile asociaților. Este, de asemenea, o premisă firească aceea că disponibilul societății la un anumit moment în caz excepțional să nu fie suficient pentru desfășurarea activității și să apară necesitatea finanțării. Acest lucru se realizează extrabancar în special prin împrumuturile asociaților sau prin creditul comercial. În cazul în care în mod constant sunt necesare disponibilități bănești sporite atunci poate fi necesară majorarea capitalului social sau contractarea unui credit bancar.

În situațiile în care sursele de finanțare aflate la dispoziție nu sunt îndeplătore și de aceea asociații/asociatul unic intervin prin creditarea societății din surse personale. Având în vedere că ei sunt proprietarii entității în cauză, chiar dacă din punct de vedere juridic facem distincția între personalitatea juridică a entității economice și personalitatea fizică a proprietarilor ei, din punct de vedere al sursei de finanțare, această creditare va fi privită ca o sursă internă.

Aceste disponibilități sunt lăsate temporar la dispoziția entității economice și sunt evidențiate ca datorii în pasivul bilanțier.

Ca opinie personală, în cazul în care asociații percep, pentru disponibilitățile lăsate pentru finanțarea activității societății, o dobândă permisă de legislație, dobândă care nu poate fi mai mare decât dobânda de referință BNR, în acest caz, propun tratarea că surse împrumutate/atrase de finanțare. Această deoarece asociații nu se deosebesc de terțe persoane care ar credita societatea contra unei remunerații sub forma unei dobânzi. Iar remunerația lor în calitate de asociați va fi reprezentată de dividendele acordate în urma repartizării profitului.

Diversele opinii vehiculate în domeniul accesului la finanțare prin acordarea de împrumuturi de către asociați, acționari sau alte societăți aflate în cadrul unui grup determină necesitatea analizei detaliate a condițiilor în care aceasta se poate desfășura.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Împrumutul în afara creditului bancar are ca temei prevederile art. 100 din Titlul VI Regimul juridic al garanțiilor reale mobiliare din Legea nr. 99/1999. Astfel, orice persoană poate vinde pe credit sau poate acordă împrumuturi dacă nu primește depozite.

Având în vedere că asociatul nu constituie depozite cu scopul acordării de împrumuturi, operațiunea este admisă implicit și de legea bancară. Această, de altfel, nu instituie restricții exprese în acest sens, ci interzice activitatea de atragere de depozite.

Împrumutarea societății de către asociat, persoana juridică sau fizică, este posibilă din perspectiva argumentelor prezentate mai sus și în contextul recentelor reglementări privind activitatea instituțiilor financiare nebancare. Finanțarea activității societății nu poate fi încadrată în categoria restricțiilor impuse de prevederile Titlului I „Dispoziții privind activitatea de creditare desfășurată de instituții financiare nebancare”, cuprins în Ordonanța Guvernului nr. 28/2006.

Acordarea de împrumuturi unei entități economice, este reglementată implicit și de Ordonanța Guvernului nr. 9/2000 privind nivelul dobânzii legale pentru obligații bănești, aprobată prin Legea nr. 356/2002. În temeiul art. 3 din acest act normativ, dobânda legală se stabilește, în materie comercială, la nivelul dobânzii de referință, a Băncii Naționale a României.

În ceea ce privește dobânda legală trebuie să facem următoarele două precizări. Mai întâi, în cadrul contractului de împrumut, părțile pot să stabilească orice nivel al dobânzii, cu singura limitare aplicabilă în materia raporturilor civile prevăzută de art. 5 alin.1 din Ordonanța Guvernului nr. 13/2011, dacă nivelul dobânzii este stabilit în scris (în raporturile civile, dobânda nu poate depăși dobânda legală cu mai mult de 50% pe an).

Dobânda care poate fi percepută pentru împrumuturile acordate de asociați, dacă este stipulată în contractul de împrumut, nu poate depăși nivelul ratei dobânzii de referință a BNR, iar dobânda penalizatoare se stabilește la nivelul precedent plus 4 puncte procentuale.

Cea de a doua observație are în vedere limitarea deductibilității fiscale stabilite de art. 23 din Codul fiscal – Legea nr. 571/2003, cu modificările ulterioare. În cadrul acestei prevederi subliniem dispozițiile alin.5 care limitează suplimentar deductibilitatea dobânzilor la nivelul dobânzii de referință a Băncii Naționale a

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

României, corespunzătoare ultimei luni din trimestru, pentru împrumuturile în lei. Această limitare vizează tocmai tipurile de împrumuturi analizate, acordate de către asociați sau acționari, altele decât cele furnizate de alte societăți care acordă credite: bănci, cooperativele de credit, societățile de leasing pentru operațiuni de leasing, societățile de credit ipotecar.

De asemenea în creditarea societăților de către asociați trebuie ținut cont de prevederea legală potrivit căreia sumele încasate sub formă de împrumut de la o persoană, fizică sau juridică, nu pot depăși plafonul zilnic de 10.000 de lei.

3.1.2.4. Decontările în cadrul grupului

Sursele de finanțare interne nu se referă doar la capitalul propriu sau la profitul obținut, ci și la împrumuturile ce pot fi alocate noii entități de către compania - mamă sau din cadrul rețelei de subunități; sursele externe, atrase prin împrumuturi bancare sau obligatate sau prin emisiunea de noi acțiuni, vizează acum accesul la piețele financiare, naționale sau internaționale.

Accesul corporațiilor la toate aceste surse de finanțare, teoretic nelimitat, are o influență majoră asupra costului procurării fondurilor investiționale, în sensul reducerii lui pe măsură ce sunt atrase surse de pe piețele externe și internaționale.

Exploatarea oricăror oportunități existente pe piețele internaționale de capital reprezintă unul din obiectivele corporatiste în ceea ce privește decizia de finanțare, deoarece, beneficiind de avantaje competitive, precum dimensiunea mare a firmei, diversificarea internațională și accesul la piețele internaționale de capital, ea poate acționa prin mecanismele proprii în scopul reducerii costului de finanțare dar și cel al maximizării averii acționarilor ei.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Surse de finanțare corporatiste:

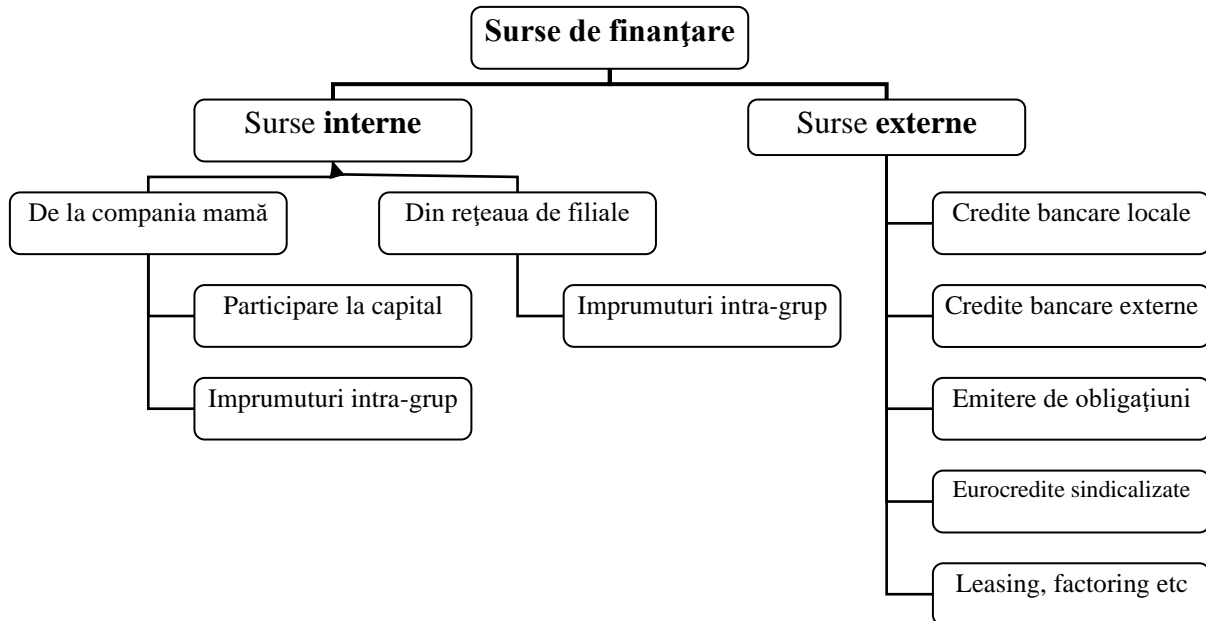


Fig. 7

Teoria financiară afirmă că există o structură optimă a capitalului utilizată în finanțarea corporației, care maximizează valoarea firmei, la un cost cât mai scăzut al capitalului. Nu există însă un model de determinare exactă a acesteia.

Motivul pentru care elemente precum costul și structura capitalului capătă o nouă dimensiune în cadrul deciziei de finanțare internațională, rezidă în interacțiunea permanentă cu elementele componente ale riscului politic, ceea ce face că decizia de finanțare să se întrepătrundă cu decizia de alocare a capitalului, prin analiza bugetului de capital internațional, dar și cea de management al riscului.

3.1.2.5. Surse din vânzarea activelor

Ca sursă de finanțare, vânzarea activelor este privită ca o modalitate de reînnoire a activelor imobilizate, prin vânzarea celor uzate sau necorespunzătoare din punct de vedere a cerințelor tehnologice.

În acest caz, dacă valoarea de vânzare a activelor vândute este superioară valorii neamortizate se constată un profit suplimentar ce reprezintă o sursă de finanțare la dispoziția entității economice. Este o sursă de finanțare modestă prin mărimea ei și utilitatea ei.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

3.1.2.6. Surse aferente facilităților fiscale

Facilitățile fiscale la dispoziția entităților economice reprezintă oportunități de economisire de capital, datorită economiilor de impozit pe care le generează. În cadrul acestei surse, putem identifica deduceri din profitul impozabil pentru investițiile realizate prin reinvestirea profitului, utilizarea regimului de amortizare accelerată sau degresivă sau constituirea provizioanelor deductibile din punct de vedere fiscal sau alte prevederi care duc la reducerea, anularea sau amânarea unor impozite și taxe. Având în vedere că de la 1 ianuarie 2007, România trebuie să respecte condițiile impuse de Uniunea Europeană privind facilitățile fiscale, trebuie precizat ce se înțelege prin facilități fiscale și când acestea devin problematice în contextul Uniunii Europene. Este vorba de acele facilități/ajutoare de stat care dăunează mediului economic concurențial, care afectează libera circulație a capitalului și a forței de muncă. Însă atâta timp cât toți participanții la activitatea economică beneficiază de condiții egale și acces neîngrădit la aceste facilități, nu se consideră încălcarea prevederilor aquis-ului comunitar.

Preocuparea la nivelul UE este legată de ajutoarele de stat, de acel sprijin acordat mediului de afaceri și care poate induce distorsiuni concurențiale. Astfel de dereglări pot afecta negativ libera circulație a capitalului și a forței de muncă, condiții esențiale pentru realizarea unei comunități economice europene. Ajutoarele de stat pot lua mai multe forme, printre care și cea a facilităților fiscale, respectiv a măsurilor care determină reducerea, anularea sau amânarea (parțială sau totală) a taxelor și impozitelor. Deși se vehiculează ideea că UE nu agreează facilitățile fiscale, realitatea este alta. La nivelul comunității europene se vorbește de acele facilități fiscale "dăunătoare", adică acele măsuri care determină avantaje/dezavantaje concurențiale în anumite sectoare economice și pentru anumiți jucători din acel sector. Atâta vreme cât facilitățile fiscale sunt generale, astfel încât să aibă acces la ele cu șanse egale jucători din diferite sectoare economice, nimeni nu se supără. Iată de ce impozitul pe veniturile microîntreprinderilor nu a fost de fapt niciodată o problemă, considerându-se că impozitarea diferențiată a firmelor cu o cifră de afaceri până într-un anumit plafon poate fi considerată o măsură fiscală acceptată.

În țara noastră, facilitățile fiscale nu sunt reprezentative, de exemplu în cazul provizioanelor, este o gamă limitată de provizioane care sunt deductibile. De aici și interesul scăzut al entităților economice pentru constituirea de astfel de provizioane.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Legislația actuală prevede scutirea impozitului pentru profitul reinvestit, facilitate ce este acordată tuturor societăților, din orice domeniu, dacă îndeplinesc următoarele condiții:

- Producerea sau achiziționarea de active (inclusiv programe informatice) și punerea lor în funcțiune precum și utilizarea lor pentru desfășurarea activității economice, simpla lor achiziție nefiind suficientă;
- Scutirea se acordă numai pentru active noi;
- Facilitatea se aplică doar dacă activele nu sunt amortizate accelerat, de aceea este necesară o analiză a efectelor fiscale ale scutirii vis-a-vis de efectele amortizării accelerate;
- Bunurile care sunt subiectul scutirii trebuie păstrate în cadrul societății o perioadă de cel puțin jumătate din durata de funcționare legală, dar nu mai mult de 5 ani. În caz contrar, impozitul pe profit se va recalcula corespunzător.

Tipurile de active pentru care se acordă scutire în 2019 sunt:

- echipamente tehnologice;
- calculatoare electronice;
- echipamente periferice;
- mașini și aparate de casă, de control și de facturare;
- programe informatice și dreptul pentru folosirea programelor informatice (numai dacă a fost achiziționat după 1 ianuarie 2017).

Este evident faptul că de această facilitate pot beneficia doar societățile plătitoare de impozit pe profit, nu și microîntreprinderile (adică societățile cu cifra de afaceri sub 1.000.000 euro). La 31 decembrie 2016 se estima că aproximativ 96% din companiile românești îndeplineau criteriile pentru a se încadra în categoria microîntreprinderilor ceea ce reduce semnificativ numărul firmelor care pot beneficia de această scutire.

O altă facilitate de care pot beneficia societățile plătitoare de impozit pe profit sunt facilitățile pentru activitățile de cercetare-dezvoltare. Astfel, Codul fiscal prevede de câțiva ani două mecanisme de stimulare pentru cercetare - dezvoltare prin care statul și-a propus să sprijine indirect și sectorul privat: deducerea suplimentară la calculul impozitului pe profit a 50% din valoarea cheltuielilor eligibile pentru cercetare - dezvoltare și amortizarea accelerate.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Din 2017, contribuabilii cu activități exclusiv de cercetare – dezvoltare au scutire de impozitul pe profit în primii 10 ani de activitate - circa 1.000 conform statisticilor - pot beneficia de facilitatea fiscală. Totodată, angajații lor, fie că sunt cercetători sau IT-iști, vor fi scutiți de impozitul pe venit dacă sunt angrenați în activități de cercetare-dezvoltare.

De asemenea, utilizarea regimului de amortizare accelerată sau degresivă reprezintă o altă modalitate de a beneficia de economii fiscale datorate impozitului pe profit.

Provizioanele reprezintă surse proprii de finanțare ale întreprinderilor, care sunt constituite diferit, dar au un element comun, și anume rezultatul exercițiului financiar.

Provizioanele sunt constituite pe baza cheltuielilor și de aceea analiza lor este de natura dubla, contabilă și fiscală. Din punct de vedere contabil, acestea diminuează rezultatul exercițiului, iar din punct de vedere fiscal trebuie analizat în ce măsură aceste cheltuieli reprezintă sau nu reduceri ale impozitului pe profit, în sensul că, dacă ele sunt constituite, întreprinderea va plăti un impozit mai mic sau, constituirea lor nu are niciun efect pentru rezultatul exercițiului în care acestea sunt realizate.

Doar provizioanele deductibile fiscal, care au ca și urmare o reducere a impozitului pe profit reprezintă sursă de finanțare, prin mobilizarea temporară a sumei aferentă reducerii impozitului pe profit în activitatea entității economice respective.

În Codul Fiscal în vigoare la data elaborării lucrării sunt recunoscute că deductibile două categorii de provizioane:

- pentru garanții de bună execuție acordate clienților și pentru contracte externe;
- pentru clienți incerți sau în litigiu.

O categorie aparte de provizioane o reprezintă provizioanele pentru ajustarea la inflație. Veniturile sau cheltuielile din ajustarea la inflație apar atunci când, din reevaluarea separată a tuturor elementelor de activ și pasiv pentru ajustarea la inflație a valorii acestora, se constată un dezechilibru între activul și pasivul bilanțier.

Reechilibrarea se face prin înregistrarea acestor cheltuieli sau venituri în corespondență cu conturile de rezerve din reevaluare.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Trebuie menționat că de aceste facilități fiscale ca sursă de finanțare beneficiază doar entitățile economice plătitoare de impozit pe profit nu și cele plătitoare de impozit pe venit (cazul microîntreprinderilor).

Ciclul de finanțare pe seama capitalurilor proprii

Tabel 3

CAPITALURILE PROPRII – sursele proprii de finanțare		
<i>Recunoașterea capitalurilor proprii</i>	Este implicată de recunoașterea activelor și datoriilor, având în vedere faptul că structura capital propriu reprezintă <i>interesul rezidual al acționarilor în activele unei întreprinderi după deducerea tuturor datoriilor sale.</i>	Definiția capitalului propriu este prezentată în <i>Cadrul general de întocmire și prezentare a situațiilor financiare</i> (par. 49).
<i>Structura capitalurilor proprii</i>	Categoriile cuprinse în această structură sunt: <i>capital social, prime de capital, rezerve, rezultat reportat și rezultatul exercițiului curent.</i>	Constatăm că <i>provizioanele reglementate</i> nu mai sunt menținute în noua structură, iar <i>subvențiile pentru investiții</i> figurează alături de conturile de regularizare, ca venituri amânate, conform IAS 20.
<i>Majorarea capitalului social prin emiterea de acțiuni</i>	Acțiunile emise pot fi <i>acțiuni comune</i> sau <i>acțiuni preferențiale</i> . <i>Acțiunea comună</i> este un instrument de capital subordonat tuturor celorlalte clase de instrumente de capital ¹⁹ .	Întreprinderile care au emis obligațiuni permit exercitarea opțiunii de convertire a acestora în acțiuni. Nu se remarcă diferențe în această privință.

¹⁹ *** IAS 33 „Rezultatul pe acțiune”, par. 6.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

	<p><i>Acțiunile preferențiale</i> sunt cele care conferă anumite drepturi deținătorilor, cum ar fi: dreptul de a primi dividende înaintea acționarilor comuni sau în caz de lichidare, acționarii preferențiali sunt primii care primesc partea aferentă din capitalurile proprii²⁰.</p>	
<p><i>Evenimente ulterioare datei bilanțului</i></p>	<p>Sunt acele evenimente favorabile sau nefavorabile, care au loc între data bilanțului și data la care situațiile financiare sunt autorizate pentru depunere, <i>care oferă dovada condițiilor existente la data bilanțului sau care oferă indicații despre condițiile ce apar ulterior datei bilanțului</i>²¹.</p>	<p>Capitalul propriu este influențat de asemenea evenimente, cum ar fi de exemplu falimentul unui client ulterior datei bilanțului, dar înainte că acesta să fie aprobat pentru depunere. Dacă situațiile financiare au fost aprobate în vederea depunerii, nici o modificare nu mai este acceptată.</p>
<p><i>Ajustarea la inflație a capitalurilor proprii</i></p>	<p>Ajustarea la inflație presupune separarea capitalurilor proprii în <i>capital social și prime de capital</i>, pe de o parte</p>	<p>Pentru prima categorie se ține seama de indicele inflației, iar în cazul celorlalte elemente, trebuie avute în vedere cerințele normei referitoare la aceste aspecte²²: rezervele din reevaluare și</p>

²⁰ *** pentru alte explicații a se vedea **IAS 32** „Instrumente financiare: prezentare și descriere”.

²¹ *** **IAS 10** „Evenimente ulterioare datei bilanțului”, par. 2.

²² *** **IAS 29** „Raportarea financiară în economiile hiperinflaționiste”.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

	și <i>profit, rezultat reportat și rezerve</i> , pe de altă parte, delimitare necesară, mai ales atunci când este vorba despre aplicarea pentru prima dată a contabilității de inflație.	cele din diferențe de curs valutar aferente capitalului social trebuie eliminate; anularea diferențelor de conversie și afectarea rezultatului reportat cu respectivele diferențe de curs.
--	--	--

3.2. Surse externe de finanțare a investițiilor

3.2.1. Categoriile de surse externe tradiționale de finanțare

Denumirea de surse externe tradiționale (clasice) se referă la acele tipuri de surse care au fost cunoscute și utilizate de către entitățile economice cu mult timp în urmă, chiar dacă forma lor de manifestare este schimbată. Prin surse externe, definesc acele surse de finanțare atrase din afara entității, care nu sunt generate de activitatea acesteia și nici nu sunt aduse de către acționari/asociați.

În această categorie a surselor externe tradiționale am luat în considerare :

- creditul, în toate formele sale de manifestare (bancar, obligatar, comercial)
- fonduri nerambursabile, asistența financiară nerambursabilă acordată în cadrul programelor internaționale
- subvențiile guvernamentale
- cumpărarea cu plata în rate

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

3.2.1.1. Creditul

„Creditul reprezintă relația bănească între o persoană fizică sau juridică, numită creditor, care acordă unei alte persoane, numită debitor, un împrumut în bani în general cu o dobândă stabilită în funcție de riscul pe care și-l asumă creditorul sau de reputația debitorului”. Etimologic, cuvântul „credit” își are originea în limba latină „creditum-creditare”, care înseamnă „a crede” sau „a avea încredere”, fapt ce scoate la iveală un element de ordin psihologic: încrederea, care presupune existența unei anumite culturi sociale, a unei „psihologii colective”, care diferă însă în timp și de la o colectivitate la alta. Având în vedere că raporturile de credit au o însemnătate deosebită, atât prin dimensiune, varietate, cât și prin impactul lor asupra desfășurării activității economice, se impune o clasificare a acestora.

Din punct de vedere al formelor de creditare distingem:

- a) creditul bancar
- b) creditul obligatar
- c) creditul comercial

a. Creditul bancar

Creditul bancar este cel acordat de instituțiile financiar-bancar și care se supune reglementărilor BNR.

Creditul a crescut semnificativ în ultimii ani, în timp ce ponderea sumelor restante a scăzut. Acest indicator poate însă subevalua riscul de credit existent în sistem, pentru că maturitățile de acordare a finanțărilor sunt tot mai mari, provizioanele sunt pro-ciclice și ritmul de creștere al împrumuturilor este considerabil superior ritmului în care se înregistrează în bilanț creditele altele decât cele din categoria standard. Provizioanele specifice de risc de credit sunt la o valoare apropiată datoriei totale la risc obținută prin calcularea probabilității de nerambursare, dar rezultatele sunt aferente unui moment în timp aflat pe partea ascendentă a ciclului economic. O soluție pentru a avea o imagine cât mai fidelă a riscului din creditarea bancară ar putea fi implementarea unui sistem de provizionare cu caracter de prociclicitate mai redus.

BNR este preocupată de temperarea dinamicii creditului, însă întâmpină o serie de dificultăți datorită unor aspecte precum:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- transmisia prin canalul ratei dobânzii este limitat de slabă intermediere financiară și ponderea redusă a cheltuielilor cu dobânzile în costurile de funcționare a companiilor;
- transmisia prin canalul creditului este dificil de utilizat în condițiile în care există o lichiditate structurală la nivelul instituțiilor de credit, iar capitalurile acestora se află la niveluri mult în exces față de cerințele reglementate;
- companiile au în general un efect de levier redus și în scădere;
- măsurile de natura prudențială pentru creditele acordate populației pot fi în parte ocolite prin lungirea scadențelor sau prin suplimentarea capitalului de către bănci;
- creșterea apelului la creditarea prin intermediul instituțiilor financiare nebankare;
- băncile pot direcționa către banca-mamă unele credite, iar firmele pot tot mai mult să acceseze finanțări la costuri mai scăzute din străinătate (fie de la firma-mamă, fie de la bănci).

Dimensiunea pieței creditului de investiții nu poate fi disociată de volumul investițiilor realizate în economia națională. Se constată că volumul investițiilor realizate de companiile din România în anul anterior este în continuare redus, în ciuda ratelor de rentabilitate ridicată. Doar 25% din firmele chestionate într-un studiu al BNR realizat în 2017 realizează investiții noi.

Ținând seama de faptul că infuziile de capital în economie sunt mici, precum și de faptul că investitorii preferă să apeleze la mijloace mai puțin costisitoare de finanțare (reinvestirea profitului și a altor surse proprii, emisiunea de acțiuni etc.), nu ne putem aștepta, în viitorul apropiat, la o dezvoltare spectaculoasă a creditelor pentru investiții în România.

În aceste condiții, pentru stimularea creditelor pentru investiții sunt necesare atât adoptarea unor măsuri de eliminare a factorilor care inhibă dezvoltarea afacerilor în România (diminuarea fiscalității exagerate; creșterea stabilității cadrului legal și instituțional și evitarea inconsecvenței legislative privind regimul investițiilor străine¹; simplificarea procedurilor administrative impuse la înființarea unei noi afaceri), cât și îmbunătățirea condițiilor de pe piața creditului de investiții, băncile având o contribuție importantă în acest sens (prestarea unor servicii de consultanță pentru potențialii clienți privind modalitatea optimă de finanțare și acordarea de

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

asistență la întocmirea planurilor de afaceri, promovarea acestui produs bancar în rândul investitorilor etc.).

Având în vedere legătura directă care există între dezvoltarea creditelor pentru investiții și dezvoltarea economică de ansamblu, este dificilă realizarea unei previziuni pertinente asupra evoluției pieței creditului pentru investiții și, implicit, stabilirea unor obiective cantitative în acest sens, mai ales în condițiile indisponibilității datelor privind evoluția creditului pentru investiții.

Cele mai multe bănci refuză însă să acorde credite firmelor aflate la început de drum. În majoritatea cazurilor, vechimea minimă pentru a lua un împrumut este de 12 luni. Băncile sunt reticente în finanțarea proiectelor companiilor noi pentru că există riscul că aceste firme să-și închidă porțile înainte să depună două balanțe contabile. Tocmai de aceea, instituțiile de credit solicită garanții reale imobiliare care să acopere atât împrumutul, cât și dobânzile. În unele cazuri, sunt cerute chiar și garanții reale ale întreprinzătorului.

În graficul de mai jos se poate observa evoluția ratei dobânzii pe termen lung, considerându-se un interval de 10 ani. Dinamica ratei dobânzii arată că anul 2022 reprezintă un nou maxim al acestui indicator față de anul 2012 .

Rata dobânzii pe termen lung (10 ani, de referință) pentru România a crescut la 6,20%, în martie 2022, cel mai mare nivel din ultimii zece ani, arată datele BCE. România s-a împrumutat ultima dată la dobânzi mai mari în decembrie 2012, când rata dobânzii era de 6,65%.

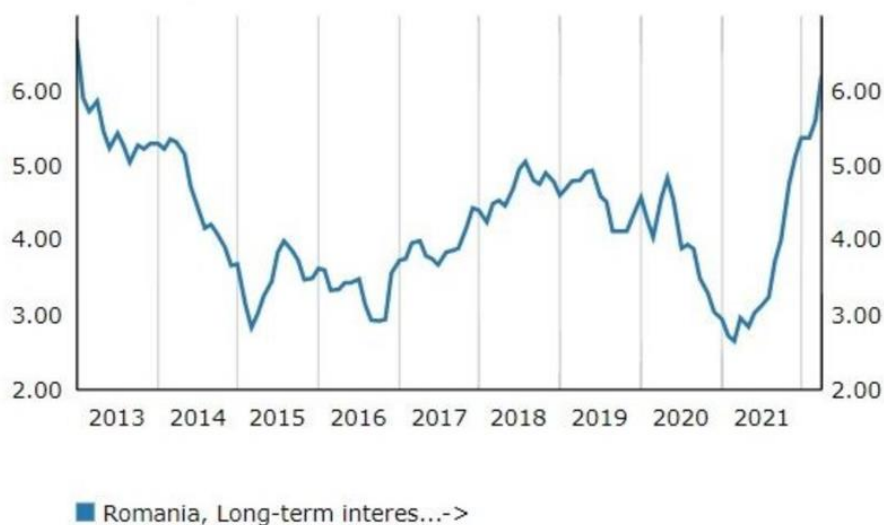


Fig.8 Rata dobânzii pe termen lung în perioada 2013-2021

Reprezentanții mediului de afaceri susțin că în cele mai multe cazuri băncile cer multe garanții, de multe ori imobiliare, imposibil de depus, mai ales în cazul unor

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

credite mari, sau făcute de firme la început de drum. O soluție este Fondul Național de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderile Mici și Mijlocii (FNGC IMM), înființat în 2001, însă nici acesta nu garantează toată suma ci doar maximum 80% din valoarea creditului, fără a depăși 2.5 milioane de euro/beneficiar. O observație ar fi că e nevoie de mai multe fonduri de garantare a creditelor.

FNGC IMM nu solicită garanții imobiliare sau gajuri. Pentru garanția acordată, Fondul solicită emiterea de către societatea comercială de bilete la ordin în alb la „sumă” și „scadență”, fără protest, avalizate de administratori/asociați/acționari cu domiciliul /sediul social în România. Biletele la ordin se vor completa de către Fond cu sumele aferente plăților solicitate de bancă numai în cazul în care banca solicită plata garanției. Pentru garanția acordată Fondul solicită plata unui comision de risc calculat procentual la valoarea sau soldul garanției. Procentul aplicat este cuprins între 1,5% și 2,5% funcție de tipul creditului garantat, valuta creditului, tipul garanției solicitate de bancă.

Sectorul IMM-urilor este unul reprezentativ, având în vedere că statisticile ANAF pe 2016 arată că ponderea firmelor cu cifra de afaceri sub 1.000.000 de euro este de 95% însă se poate observa că pe accesarea creditelor crește pe măsura creșterii cifrei de afaceri ajungând de la 4% pentru firmele cu cifră de afaceri de sub 25.000 de euro la 35% pentru cele cu cifră de afaceri între 100.000 și 1.000.000 de euro.

În schimb, firmele mari, cu cifre de afaceri peste 5.000.000 se finanțează prin credit în proporție de peste aproximativ 75%.

Există o serie de motive pentru care accesul IMM-urilor la credite este îngreunat, printre care subcapitalizarea firmelor mici, calitate scăzută a informațiilor financiare, costul ridicat al creditării, problema garanțiilor.

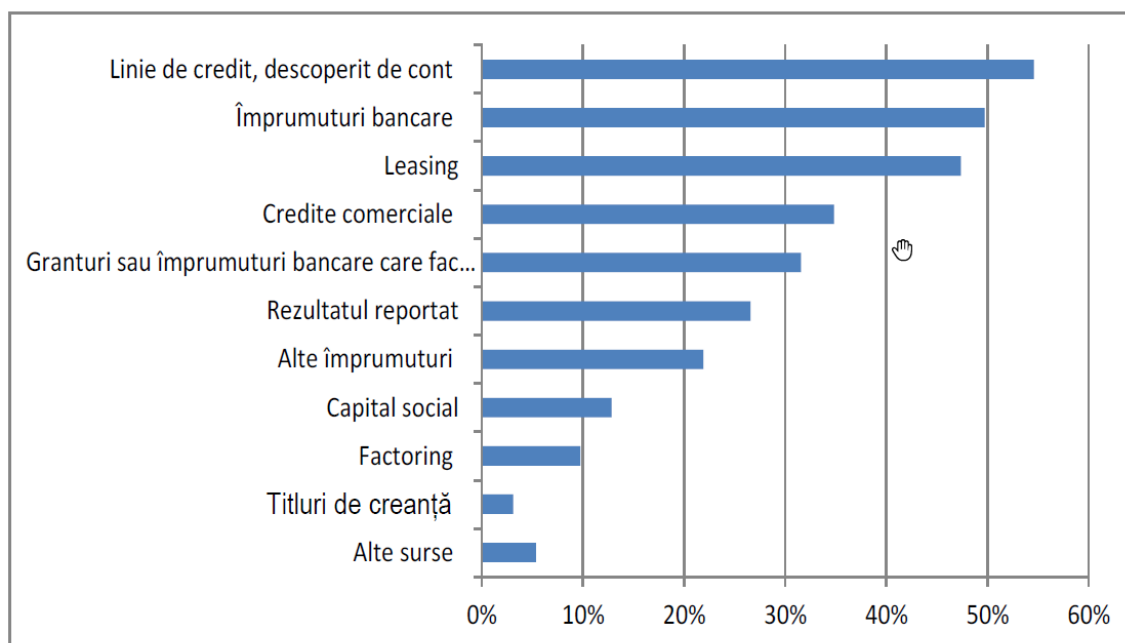
Un program de finanțare garantat de FNGC IMM este IMM Invest, iar din datele raportate se poate constata că majoritatea finanțărilor sunt pentru capital de lucru (63,41%) și doar 9,32% pentru investiții.²³

Așa cum se poate observa și din datele Băncii Centrale Europene, pe primele poziții privind sursele de finanțare ale IMM-urilor se află liniile de credit și împrumuturile bancare.

²³ Raport de activitate FNGC IMM SA 2021

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Figura 1 – Surse externe de finanțare relevante pentru IMM-uri



Sursa: Comisia Europeană/Banca Centrală Europeană, 2015, Sondaj privind accesul la finanțare al întreprinderilor (SAFE), rezultatele din 2016 pentru IMM-urile din UE.

Fig 9. Surse externe de finanțare a IMM-urilor

b. Creditul obligatar

Împrumutul obligatar constituie o metoda de finanțare externă și directă ce se concretizează într-un contract de credit între un debitor, o entitate economică și o masă de creditori, pentru procurarea de resurse financiare pe termen mediu și lung. Acest gen de resurse nu este din păcate accesibil decât instituțiilor publice, gen consilii locale, județene etc și societăților pe acțiuni.

Pentru a încuraja finanțarea prin mobilizarea de fonduri din emisiuni de obligațiuni, s-a eliminat din legea 31/1990 actualizată, articolul privind limitarea sumei împrumutului obligatar la $\frac{3}{4}$ din capitalul social, prevedere extreme de restrictivă.

Entitățile economice recurg la împrumuturi obligatate care prezintă avantajul esențial că remunerația cupoanelor (dobânda) este deductibilă fiscal. Împrumuturile obligatate se pot emite fie individual de către o societate comercială, fie grupat.

Cea de-a doua variantă poate avea loc prin asocierea mai multor agenți economici care să garanteze solidar împrumutul sau prin intermediul unor instituții sau organisme de plasament colectiv.

Împrumutul obligatar grupat prezintă avantajul pentru emitent că suportă costuri administrative mai reduse, întrucât o parte a cheltuielilor este repartizată

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

întreprinderilor împrumutate. Chiar și întreprinderile mari pot folosi împrumuturile obligatate grupate când au nevoi relativ reduse de finanțare și nu doresc să-și consume capitalul de încredere față de public.

Profilul unei societăți care apelează la finanțarea prin intermediul împrumutului obligatar este următorul:

- sunt companii cu un plan de dezvoltare a activității pe un orizont de 3-5 ani cu estimări realiste ale profitabilității, întrucât odată listate obligațiunile la bursă, aceste companii sunt obligate semestrial să raporteze rezultatele financiare;
- sunt cunoscute cel puțin pe plan local, dacă nu și național;
- de regulă au în acționariat un investitor instituțional;
- au epuizat sau cel puțin experimentat și alte forme de finanțare (leasing, factoring)

Obligațiunea este un titlu de credit pe termen lung, emis de către o societate pe acțiuni sau o instituție guvernamentală sau municipală a cărei rambursare este în mod obișnuit garantată prin bunuri patrimoniale sau ipoteci.

Costul împrumutului obligatar este mai greu de determinat deoarece pe lângă dobânda aferentă aici se includ și diferite costuri legate de emisiunea și punerea în vânzare a obligațiunilor și eventuale prime de rambursare.

Rata nominală a dobânzii se stabilește încă de la începutul contractării împrumutului, fiind stabilită de asemenea și modalitatea de rambursare a acestuia.

Elementele constitutive ale unei obligațiuni sunt²⁴:

Valoarea nominală – este reprezentată de valoarea obligațiuni și este valoarea la care se calculează dobânda și nu poate fi mai mică de 2.5 lei.²⁵

Prețul de emisiune, adică valoarea la care se pune în circulație efectiv obligațiunea; acesta poate fi mai mare decât valoarea nominală (supra pari), egal cu aceasta (ad pari) sau mai mic (sub pari) lucru stabilit în funcție de condițiile pieței și de urgent obținerii fondurilor.

Scadența - desemnează data de rambursare, însă pot exista emisiuni numite "în serie" în timp ce altele conțin un fond de amortizare. Atunci când emisiunea conține un fond de amortizare întreprinderea răscumpără o parte în fiecare an.

²⁴ N.Hoanță – *Finanțele firmei* – Ed. Continent, 1996, p.275

²⁵ Legea 31/1990 modificată prin Legea 441/2006 – art. 167 alin. 1

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Vărsămintele plătite obligatarilor pot fi fixe sau variabile, în funcție de termenele contractului de emisiune. Dacă sunt fixe întreprinderea rambursează o sumă determinată la scadențe regulate. Plățile variabile reprezintă un avantaj pentru întreprindere deoarece îi permite să aleagă momentul rambursării. Cea mai comună formă rămâne fondul de amortizare cu plăți fixe.

În timp ce obligațiunile cu fond de amortizare au o dată de scadență comună, cele în serie au fiecare o scadență prevăzută în momentul emisiunii și în general rate de randamente diferite. Această caracteristică prezintă interes pentru investitor care poate alege data scadenței pentru plasamentul său.

Cea mai mare parte a întreprinderilor își rezervă dreptul să răscumpere obligațiunile înainte de data scadenței. Acest privilegiu se plătește cu ajutorul unei prime de răscumpărare a cărei valoare se diminuează pe măsură ce se apropie scadența.

Cuponul (rata dobânzii) - procentul care exprima cuponul se aplică la valoarea nominală pentru a afla valoarea monetară a plății periodice.

Cuponul se determină astfel:

$$C_i = V_n i$$

i – rata nominală a dobânzii

Creșterea ratei dobânzii pe piață generează o scădere a cursului bursier. Există două explicații pentru acest fenomen:

1) atunci când rata dobânzii crește, obligațiunile devin investiții mai atrăgătoare pentru investitori. Pentru a achiziționa astfel de titluri se produc vânzări masive de acțiuni ceea ce duce la scăderea cursului lor.

2) atunci când rata dobânzii la obligațiuni crește dividendele viitoare sunt actualizate la o rată mai mare, ceea ce face să scadă cursul cțiunilor.

Obligațiunile emise în SUA sunt caracterizate printr-o plată a cuponului de două ori pe an (semestrial) în timp ce obligațiunile emise pe piața europeană beneficiază de plata anuală a cuponului.

În funcție de tipul cuponului distingem următoarele categorii de obligațiuni:

- 1) obligațiuni la purtător (*bearer bond*) – în acest caz, încasarea cuponului se face prin detașarea acestuia de către deținător și prezentarea lui agentului plătitor;
- 2) obligațiuni în formă dematerializată (*registered bond*) – încasarea cuponului se face pe cale electronică;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- 3) obligațiuni amânabile (*defferable bond*) – situație în care emitentul poate amâna plata cuponului cauzată de obținerea unor rezultate insuficiente;
- 4) obligațiuni cu cupon zero (*zero coupon bond*) - caz în care nu se plătește explicit dobândă dar în momentul emiterii sunt vândute la un preț sensibil mai scăzut decât valoarea nominală, iar prețul lor pe piață că tendință generală crește până la atingerea valorii lor nominale (de regulă la scadență). Acest tip de obligațiuni este specific anilor `80. În 1982, Merrill Lynch și Salomon Brothers au creat “synthetic zero-coupon treasury receipts” printr-un proces de separare a cupoanelor de principal (corpus), numit “coupon stripping”;
- 5) obligațiuni cu dobândă variabilă sau indexată (*floating rate bond or inflation-indexed bond*) - caz în care rata cuponului variază de la o perioadă la alta, de obicei se stabilește dobândă de referință (ex. BUBOR, LIBOR) + o marjă, sau rata cuponului este legată de indicele de inflație pentru a se evita deprecierea datorită inflației. Ajustarea cuponului se poate face de mai multe ori pe an sau o singură dată;
- 6) obligațiuni cu dobândă fixă (*fixed coupon rate*) – în acest caz dobânda rămâne aceeași pe toată durata împrumutului;
- 7) obligațiuni a căror cupon crește sau scade pe durata împrumutului (*step-up or step-down note*) – o creștere sau scădere periodică a cuponului la un procent prestabilit și la intervale de timp stabilite.

Obligațiunile pot să aibă o serie de caluze atașate. Cele mai comune sunt:

- a) CALL provision – emitentul poate să retragă obligațiunile, total sau parțial înainte de scadență. În cazul acestor obligațiuni există o perioadă de protecție pentru cumpărători, perioadă în care emitentul nu are voie să răscumpere obligațiunile.
- b) PUT provision – este situație inversă celei de mai sus, adică în acest caz, cumpărătorii pot să vândă, la date prestabilite, obligațiunile cumpărate cu această clauză. Această clauză protejează investitorul, în situația în care dobânzile pe piață cresc, ei pot să își exercite acest drept. Clauza poate fi de tip *hard*, caz în care emitentul trebuie să răscumpere obligațiuni sub formă de numerar sau de tip *soft*, situație în care în schimbul obligațiunilor se poate primi pe lângă numerar și acțiuni (obligațiuni convertibile) sau alte instrumente de credit.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- c) SINKING-FUND provision – acest tip de clauză este specific obligațiunilor emise de către companii din domeniul industrial și se referă la obligația emitentului de a retrage anual un anumit număr de obligațiuni de pe piață. Acest lucru se poate face în două modalități: prin achiziționarea de către emitent a unui număr de obligațiuni de pe piață sau prin tragere la sorti.
- d) CONVERSION privilege – sunt obligațiunile care pot fi schimbate de către cumpărător la o dată prestabilită și un raport de conversie prestabilit, în acțiuni ale emitentului.
- e) EXCHANGABLE provision – obligațiuni ce pot fi schimbate cu un anumit număr de acțiuni comune ale unei alte societăți comerciale decât emitentul.

Modalități de rambursare a împrumutului obligatar

- 1) Rambursarea la finalul perioadei – se face o singură dată la finele duratei de viață a împrumutului. Singura cheltuială suportată înaintea scadenței este plata dobânzilor.
- 2) Rambursarea prin anuități constante – constă în rambursarea în fiecare an a unei sume constante egală cu suma dobânzilor și a rambursării capitalului.

$$A = \frac{V_N i}{1 - (1+i)^{-n}}, \text{ unde } V_N \text{ – valoarea împrumutului,} \quad (1)$$

i – rata dobânzii

n – durata împrumutului

- 3) Rambursarea prin amortizări constante (serii egale) – societatea amortizează același număr de obligațiuni în fiecare an. Serviciul împrumutului cuprinde în acest caz o rambursare a capitalului constantă și o sumă a dobânzilor descrescătoare cu timpul.
- 4) Rambursarea sub forma cuponului unic – presupune că dobânzile nu sunt vărsate anual ci doar capitalizate și reglate o dată cu rambursarea la finele perioadei a sumei împrumutate.

Obligațiunile pot să fie rambursate sub forma transformării creditorilor obligatari în acționari prin conversia obligațiunilor în acțiuni și creșterea corespunzătoare a capitalului social.

Acest tip de operațiune este proprie marilor societăți pe acțiuni care au efectuat emisiuni de obligațiuni convertibile în acțiuni. Emisiunea de obligațiuni convertibile în acțiuni se poate realiza numai de societăți care au cel puțin doi ani

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

vechime și două bilanțuri aprobate. Cu prilejul emisiunii se stabilește termenul în care se poate face conversiunea și care de regula nu depășește 5 ani din momentul emisiunii, precum și rata de conversie ce va fi utilizată.

Obligațiunile convertibile au o remunerație mai slabă decât alte tipuri de obligațiuni tocmai că urmare a clauzei de conversiune care poate aduce deținătorilor câștiguri substanțiale în viitor.

Convertirea obligațiunilor în acțiuni provoacă o creștere de capital fără flux financiar pozitiv. Pe total sursele societății rămân aceleași numai că împrumutul obligatar devine acum capital social. În urma acestui proces, creanțierul pierde calitatea de obligatar și devine acționar.

Pentru emitent, obligațiunile convertibile prezintă avantajul că au o rată a dobânzii mai scăzută decât împrumuturile obligatate clasice. Obligațiunile convertibile în acțiuni sunt niște instrumente financiare care, sub aspectul conținutului lor, se situează între acțiuni și obligațiuni.

Emisiunea de astfel de titluri hibride, care nu pot fi atașate cu certitudine nici capitalurilor proprii, nici datoriilor financiare reprezintă o variantă a contabilității creative²⁶ descrisă în literatura de specialitate. Imprecizia în clasificarea acestora și diversitatea lor pun probleme în reflectarea lor în contabilitate și în efectul pe care îl au asupra situațiilor financiare.

²⁶ N. Feleagă, L. Malciu – *Politici și opțiuni contabile* – Ed. Economică 2002, p.444

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Tipuri de obligațiuni

Tabel 5

Criteriul de clasificare	Tipuri de obligațiuni	Caracteristici generale
1. durata	Obligațiuni pe termen scurt	- sunt specifice pieței monetare
	Obligațiuni pe termen mediu	- sunt emise de societăți corporatiste
	Obligațiuni pe termen lung	- sunt emise de stat sau autorități locale
2. după piața de emisiune	- obligațiuni naționale	- emise de entități naționale
	- obligațiuni străine	- emise pe piețe de capital străine în moneda națională
	- euroobligațiuni	- emise pe piețe de capital străine în devize
3. după tipul garanției	- obligațiuni garantate material	- garantate cu ipotecă sau gaj
	- obligațiuni garantate financiar	- asigurate la o companie de asigurare care în caz de incapacitate a emitentului preia plata dobânzilor
	- obligațiuni garantate prin capital	- garantate cu activele imobiliare ale entității
	- obligațiuni de încredere	- garantate doar cu renumele entității
4. după riscul de neplată	- obligațiuni fără risc	
	- obligațiuni cu risc ridicat	

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

5. după modul de răscumpărare	- obligațiuni la scadență (bullet bonds)	- se răscumpără doar la sfârșitul duratei împrumutului obligatar
	- obligațiuni la cererea emitentului/ investitorului (callable or puttable bonds)	- se răscumpără înainte de scadență
	- obligațiuni fără scadență (perpetual bonds)	- se plătește la infinit dobânda fără a se răscumpăra principalul
	- obligațiuni convertibile	- se pot schimba în acțiuni sau obligațiuni

În momentul angajării unui împrumut obligatar, firma ia în considerare următorii factori²⁷:

- 1) Costurile emisiunii – costul este în general destul de redus, ajungând la aproximativ 2,5% din valoarea împrumutului;
- 2) Costurile serviciului – sunt mai reduse decât în cazul unei emisiuni de acțiuni, deoarece împrumutul obligatar are un risc scăzut în comparație cu alte forme de finanțare;
- 3) Plata dobânzii – firma este obligată să plătească dobânda comunicată în momentul lansării obligațiunilor. Dacă nu își onorează obligațiile de plata, creditorii au dreptul de a dispune executarea silită a firmei;
- 4) Răscumpărarea împrumutului obligatar – aceasta obligație apare indiferent de tipul de obligațiuni emis de firma;
- 5) Deductibilitatea dobânzii – faptul că dobânda plătită este deductibilă din punct de vedere fiscal, face că împrumutul obligatar să fie mai ieftin decât emisiunea de acțiuni și plata de dividende;
- 6) Controlul și libertatea de acțiune. Putem spune că firma este îngrădită că libertate de acțiune datorită faptului că trebuie să-și îndeplinească obligațiile de plata a dobânzii și de răscumpărare a împrumutului, deci este îngrădită capacitatea de a gestiona afacerile.

²⁷ N. Hoanta – Finanțele firmei, Ed. Economica, București, 2003, pag. 309

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Dreptul și puterea de vot a acționarilor nu se modifică.

Avantajele obligațiunilor:

- translația de la o finanțare indirectă la finanțarea directă prin intermediul publicului;
- perioadă de finanțare mai mare;
- posibilități de refinanțare;
- se păstrează structură acționariatului;
- se adresează investițiilor de valoare mare cu un cost mai mic prin scurtarea timpului de execuție.

Factorii ce influențează prețul obligațiunilor pe piața de capital sunt:

- *Ciclul economic* : în timpul unei creșteri economice companiile încep să împrumute bani pentru a cumpăra echipamente sau materii prime pentru a construi fabrici sau a dezvolta noi servicii. Potențialii debitori (cererea) concurează pentru o cantitate mai mică de bani (oferta), determinând creșterea prețului banilor. Deci încep să crească ratele la împrumuturi. În concluzie, pentru a atrage bani pe piața obligațiunilor, randamentul acestora trebuie să crească.

- *Inflația*: când costurile bunurilor cresc, creditorii trebuie să-și mărească ratele dobânzii pentru a compensa scăderea puterii de cumpărare. Debitorii acceptă să plătească rate mai mari, deoarece se așteaptă să folosească profitabil banii, iar în viitor să restituie împrumutul cu bani a căror valoare va fi mai mică. Deci se consideră că ratele dobânzilor includ și așteptările debitorilor cu privire la inflație. Majoritatea economiștilor sunt de acord că ratele dobânzilor cresc o dată cu creșterea inflației.

- *Circulația capitalului* : firmele de brokeraj analizează modul cum circula capitalul în economie și încearcă să prognozeze dimensiunea viitoare a debitului. Aceștia încearcă să măsoare latura ofertei și latura creditului. Pe baza acestor calcule se pot deduce fluctuațiile viitoare ale ratelor dobânzii.

- *Ratingul obligațiunii*: o creștere a nivelului de rating a obligațiunii implică o creștere a prețului și o scădere în cazul în care ratingul este degradat.

Apresiasi riscului unei obligațiuni este realizat pe baza calificativelor acordate de agențiile de rating, cele mai influente fiind Moody's, Standard & Poor's (S&P) și Fitch. Conform acestora obligațiunile se împart în *investment grade* (cel mai ridicat nivel de credit AAA, foarte ridicat de credit și nivel ridicat de credit A1, A2, A3 conform Moody's) și *high yield* (de la nivel bun de credit Baa1, Baa2, Baa3, Baa4

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

până la cel mai mic, adică nivel substantial de risc-default Caa1, Caa2, Caa3 și Caa4).

Ratingul României conform Fitch Rating este în anul 2022 “BBB minus” cu perspectivă negativă , iar unele obligațiuni emise de companii românești au rating peste cel al României (ex.emisiune obligațiuni BCR iunie 2022 rating BBB plus)

Situația împrumutului obligatar în România

În România, lipsa unei piețe dezvoltate și dinamice a obligațiunilor reprezintă unul din marile neajunsuri ale strategiilor de investiție actuale. Instabilitatea cadrului legislativ, blocajul financiar, profitabilitatea redusă din economie, ratele ridicate ale dobânzilor și inflația galopantă au făcut că până în acest moment numărul emisiunilor de obligațiuni să fie redus.

Fata de alte țări din Europa Centrală și de Est, România a început mult mai târziu acțiunea de emisie a titlurilor municipale. Această s-a datorat în primul rând unor lipsuri de natura legislativă. Emiterea de titluri municipale a pornit abia după completarea legislației finanțelor publice locale cu Ordinul Ministrului de Finanțe nr. 1987/2001 privind datoria publică și regulamentele Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare și cele privind oferta publică de vânzare.

Pe piața românească startul în emisiunile de obligațiuni l-a dat primăria Predeal în 2001, fiind urmată și de alte consilii locale. În ceea ce privește obligațiunile corporatiste, acestea și-au făcut apariția mai târziu și nu au avut un succes prea notabil.

Pentru emisiunile de obligațiuni corporative trebuie îndeplinite câteva condiții pentru a fi cotate la Bursă și anume: valoarea împrumutului să fie mai mare de 200.000 euro, dacă valoarea este mai mică este necesară aprobarea Autorității de Supraveghere Financiară (ASF) și condiții specifice pentru a se încadra la categoria I să fie distribuite la peste 1000 de persoane și la categoria a II-a la peste 100 de persoane.

Primele obligațiuni corporative au apărut la Bursa de Valori București și au fost emise de către BRD-Group Societe Generale. În prezent (2022) sunt listate 25 obligațiuni corporative aparținând unor companii românești din care 15 au ca emitent o societate financiară bancară. (ex Banca Transilvania, Unicredit Bank, Patria Bank).

Cauzele care explică într-o oarecare măsură insuccesul acestei finanțării prin emisiune de obligațiuni ar putea fi:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- randamentul mai scăzut al acestor titluri pentru investitori vis-a-vis de alte instrumente financiare;
- neîncrederea creditorilor în emisiunile de obligațiuni negarantate, datorită experiențelor negative reflectate de mediul economic din România;
- Firmele care nu au istoric pe piață sunt mai puțin atractive pentru creditorii obligatari, datorită riscului pe care îl presupun;
- Lipsa unei agenții de rating locale;
- Costurile mari pentru emisiunea de obligațiuni pe piața românească în comparație cu piața externă. Până în 2007 comisionul CNVM era de 0.5% din valoarea totală a obligațiunilor subscribe, care a fost redus la 0,1% pentru a se alinia comisioanelor de pe piețele internaționale.

Creditul comercial

Este acel credit oferit de furnizori (exportatori) sub forma de marfa care reprezintă o datorie exigibilă pentru beneficiari (importatori). Atât creditul comercial acordat, cât și cel primit au influența asupra cifrei de afaceri, vitezei de rotație a fondurilor, mărimii fondului de rulment sau a nevoii de fond de rulment și, nu în ultimul rând, asupra profitabilității, astfel încât politica de credit este o componentă a deciziilor financiare ale întreprinderii.

Apare că fiind necesară înființarea unei agenții independente de colectare a informațiilor privind modul în care firmele își onorează obligațiile contractuale. Cea mai mare firmă de colectare de informații financiare din SUA este Dun & Bradstreet Corporation, care deține o bază de date cu informații despre peste 100 de milioane de companii din lume. Sistemul este relativ simplu. O companie care are de regulă relații comerciale cu mai mulți furnizori raportează către agenție cu privire la felul în care aceștia își onorează plățile. Agenția de rating își obține veniturile din vânzarea acestor informații către terțe firme.

În România, apariția pe piață a unor astfel de servicii este restricționată de legea protecției datelor. Și în Uniunea Europeană, legislația cu privire la protecția datelor este mult mai puternică decât în SUA și înființarea unei astfel de firme se face doar cu acordul guvernului. Există o directivă specială a Uniunii Europene - The EU Safe Harbour Certification - care reglementează funcționarea unei agenții de colectare de informații comerciale, care urmează să fie adoptată și de România. Când România va adera la Uniunea Europeană, automat va fi adoptată și legislația

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

cu privire la înființarea acestor agenții, dar ar fi mai bine că ea să fie adoptată în avans. Totodată, funcționarea unei astfel de firme necesită personal specializat, care nu poate fi format foarte rapid.

În ceea ce privește creditul comercial ca sursă de finanțare, acesta este cunoscut sub denumirea de credit-furnizor. El se referă la vânzarea de către furnizor a mărfurilor clienților fără plata imediată, urmând că această să se facă într-un interval de timp stabilit prin acorduri contractuale sau verbale. În general valoarea creditului furnizor nu este de dimensiuni foarte mari și depinde de forța financiară a furnizorului. El apare adesea în relațiile de import-export.

Creditul furnizor reprezintă o tehnică tradițională de finanțare bancară pe termen mediu și lung a exportatorilor de bunuri de capital (mașini, utilaje, instalații tehnologice etc.), utilizată atunci când aceștia vând importatorilor bunurile cu plata la un anumit termen de la livrare. Așa cum se observă, tehnica creditului furnizor presupune existența a două relații principale de creditare, distincte, și anume:

- o relație de creditare comercială: exportator/creditor - importator/debitor
- o relație de creditare bancară: banca exportatorului/finanțatoare exportator / finanțat.

De regulă, creditul furnizor nu depășește 80 - 90% din valoarea mărfii, diferența fiind achitată de importator sub forma avansului sau plății la livrare. El se acordă de exportator direct importatorului, iar detalierea condițiilor și schema de plată sunt trecute în contractul comercial internațional. Pentru exportator acest tip de credit incumbă neajunsul imobilizării fondurilor investite în marfă.

În practică, exportatorii, pentru a depăși acest inconvenient iau, în paralel, credite de la bănci din țară lor - de regulă, bănci specializate în finanțarea exporturilor, pe baza unei convenții încheiate în acest scop. Băncile comerciale, la rândul lor, au posibilitatea să se refinanțeze, să-și întregească fondurile acordate sub formă de credit exportatorilor, de la banca centrală sau o instituție specializată în finanțarea exporturilor din țară lor sau de pe piața monetară națională și internațională. Prin programele oferite de instituțiile specializate/agențiile de finanțare a exporturilor, băncile care acordă credite exportatorilor cu o dobândă mai mică (fixă) decât cea practică pentru creditele obișnuite, au posibilitatea să se refinanțeze, recuperând diferența dintre dobânda pieței și dobânda preferențială (mai mică). Astfel, exportatorii au posibilitatea să-și extindă aria de afaceri prin oferirea unor rate de dobândă favorabile, importatorilor. La rândul lor, agențiile specializate

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

de creditare a exporturilor sunt finanțate de la buget și, în același timp, pot mobiliza fonduri prin operațiuni directe, fie de pe piața monetară și de capital națională, fie de pe piața financiar-valutară internațională.

Schemele de finanțare a exporturilor cu rata de dobândă fixă au la bază reglementările Acordului OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development), Consensus (Aranjamentul asupra directivelor referitoare la creditele de export care beneficiază de sprijin din partea statului) în ceea ce privește durata, dobânda și volumul finanțărilor ce poate fi acordat de agențiile de export:

- avans minim 15% din valoarea totală a contractului, plătit cel mai târziu până la livrare " valoarea maximă ce poate fi finanțată: 85% din valoare tranzacției externe;
- creditul de export este rambursabil în tranșe semestriale egale; aceleași reguli se aplică și dobânzilor;
- rambursările și plata dobânzilor trebuie să înceapă după cel mult 6 luni de la acordarea creditului;
- dobânzile minime (CIRR - Commercial Interest Reference Rates se calculează pentru fiecare monedă în parte și sunt dobânzi fixe pe termen de 6 luni, cotate la fiecare două săptămâni) și perioadele maxime de acordare a creditelor au fost stabilite diferențiat pe după grupe de țări importatoare, clasificate în funcție de nivelul de dezvoltare economică (în funcție de produsul național brut obținut pe cap de locuitor: categoria I, țări relativ bogate și categoria II, alte țări) " perioada maximă de rambursare: 5 ani - categoria I și 10 ani - categoria II;
- subsidiile publice nu pot depăși valoarea totală a asigurării și garanțiilor acordate pentru acoperirea riscurilor obișnuite legate de creditele de prefinanțare;
- subvențiile guvernamentale de care poate beneficia cumpărătorul străin – prin finanțare directă sau asigurare - nu pot depăși valoarea avansului etc.

În legislația românească nu există reglementări cu privire la condițiile de acordare a creditului comercial, acesta derulându-se pe baza acordurilor contractuale și fără costuri precum dobânzile. Este totuși precizat că în cazul în care plata nu se face la scadență, eventualele dobânzii și penalități, calculate la nivelul

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

dobânzii de referință a BNR sunt considerate că fiind venituri impozabile și cheltuieli deductibile.

Analizele arată că firmele românești se bazează în finanțare pe creditul comercial că principală sursă externă. Raportul între creditul bancar și cel comercial a crescut de la 2 în 2007 la 3 în 2017.

Pandemia Covid-19 a afectat puternic situația economică a firmelor și acest lucru s-a putut observa în comportamentul de plată al acestora, care s-a înrăutățit dramatic, astfel încât datoriile comerciale au crescut cu aproape 10 miliarde de lei în anul 2021, după ce nu au mai beneficiat de subvenții guvernamentale.

O analiza a perioadei 2009-2021 (estimat) făcuta de KeySFin, arată că anul 2021 indică o creștere a nivelului datoriilor restante la 91,2 mld lei față de 87,1 mld lei în 2020. De asemenea se observă și creșterea duratei de încasare de creanțelor (DSO) la 97 de zile și a duratei de plată a duratei de plată a furnizorilor (DPO) la 163 de zile.

Evoluția comportamentului de plată al companiilor									
An / mld. lei	Cifra de afaceri	Creanțe	Datorii curente	Datorii comerciale	Plăți restante	Restanțe la furnizori	Restanțe furnizori / total restanțe	Durata încasare creanțe	Durata plată datorii
2009	848,2	224,5	413,9	202,0	80,5	46,6	58%	97	178
2010	919,4	264,8	485,2	235,5	97,9	53,3	54%	105	193
2011	1.021,9	292,0	550,6	259,2	112,5	56,0	50%	104	197
2012	1.079,2	318,8	594,2	256,6	117,7	60,5	51%	108	201
2013	1.068,8	306,1	572,9	255,5	118,7	57,8	49%	105	196
2014	1.126,8	329,0	604,1	259,6	122,9	57,9	47%	107	196
2015	1.205,6	332,2	614,1	267,4	119,5	57,3	48%	101	186
2016	1.245,5	331,8	612,5	324,0	110,4	51,6	47%	97	179
2017	1.393,2	360,7	658,8	300,0	99,4	50,4	51%	95	173
2018	1.545,5	386,5	678,6	304,5	90,5	50,7	56%	91	160
2019	1.687,1	415,5	720,2	319,8	87,1	48,2	55%	90	156
2020	1.640,7	435,1	734,7	322,6	91,2	47,0	52%	97	163
2021e				332,3	92,2			98	

SURSA: KeySFin

Fig 10. Comportamentul de plată al entităților economice

Creditul comercial, este cea mai folosită metodă de finanțare a companiilor din România, având cea mai ridicată pondere în pasivul firmelor, de 30% în iunie 2020, potrivit celui mai recent raport al Băncii Naționale a României (BNR) privind stabilitatea financiară.

Având în vedere că marea majoritate a entităților economice se finanțează pe baza creditului comercial, deoarece nu sunt eligibile pentru credite bancare deoarece au capitaluri propria negative, este necesar să fie găsite soluții pentru dezvoltarea creditului comercial fără o creștere a riscului de neîncasare a creanțelor.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

În acest sens, firmele pot recurge la asigurarea de credit comercial care acopera acest risc, un tip de asigurare relative nou pe piața românească dar în creștere, mai ales în perioada dificilă accentuate de pandemia COVID-19.

3.2.1.2. Fonduri nerambursabile

Finanțarea nerambursabilă se referă la contribuția financiară la realizarea unui proiect, care este oferită solicitantului fără că ulterior să i se ceară rambursarea acesteia. Aparent aceste fonduri sunt gratuite, însă așa cum se spune „there is no such thing as a free lunch”, adică în traducere liberă, nimic nu este gratuit.

Marea majoritate a fondurilor nerambursabile sunt oferite în prezent de Uniunea Europeană, deoarece finanțarea nerambursabilă reprezintă o componentă a mecanismului de colaborare dintre state, având un caracter de ajutor în vederea sprijinirii unor situații excepționale, în care statul beneficiar nu are resurse materiale și umane pentru rezolvarea eficientă pe cont propriu.

În perioada 2000-2006, România că țară în curs de aderare a beneficiat de fonduri de preaderare, precum PHARE, SPARD și ISPA. Însă în acest moment, România, că stat membru al Uniunii Europene beneficiază de fonduri structurale postaderare.

La nivel european, istoria dezvoltării s-a constituit în jurul conceptului de coeziune economică și socială. Coeziunea economică și socială se referă la reducerea disparităților în ceea ce privește nivelul de dezvoltare al regiunilor și ajustarea regiunilor rămase în urmă pentru recuperarea decalajului ce le separă de cele mai dezvoltate regiuni din Uniunea Europeană.

Principalul instrument utilizat de Uniunea Europeană pentru a promova politicile de dezvoltare este reprezentat de fondurile structurale, care reprezintă contribuții financiare, proporționale a statelor membre, în concordanță cu nivelul de dezvoltare economică.

Fondurile structurale²⁸ au apărut încă după Tratatul de la Roma, când a fost creat primul fond, Fondul Social European în 1958, urmat Fondul European de Orientare și Garantare a Agriculturii, în 1962, că rezultat al primelor politici sectoriale din agricultură și transporturi. Prima criză energetică din 1974, care a generat o creștere

⁷Asistența financiară nerambursabilă, instrumente financiare de pre-aderare - www.infoeuropa.ro; www.mie.ro

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

a disparităților economice și o creșterea a șomajului, subdezvoltarea cronică a unor regiuni și prima lărgire a Uniunii au determinat crearea Fondului European de Dezvoltare Regională, în scopul finanțării proiectelor de infrastructură. Reglementările privind acest fond au fost revizuite după aderarea Greciei (1981) și Spaniei și Portugaliei (1986). Extinderea spre Sud a Uniunii Europene a mărit considerabil disparitățile regionale. De aceea în 1986-1987 au fost create Programele Integrate Mediteraneene pe o bază de 6 ani. În 1993, numărul fondurilor structurale a crescut la 4 prin crearea Instrumentului Financiar pentru Orientarea în domeniul Pescuitului ca o condiție a integrării celor două țări scandinave (Finlanda și Suedia). Arhitectura Fondurilor Structurale se stabilizează în jurul semnării Tratatului de la Maastricht (1993), cele 4 fonduri structurale fiind corelate cu fondul de coeziune înființat pentru a susține protecția mediului și extinderea rețelelor de transport European către Grecia, Portugalia, Spania și Irlanda.

Pentru perioada de programare 2007-2013 numărul fondurilor a fost limitat la trei: Fondul European de Dezvoltare Regională, Fondul Social European și Fondul de Coeziune.

Perioada 2014-2020 este caracterizată de prezența fondurilor structurale și de investiții europene (fondurile ESI). Acestea sunt:

- Fondul european de dezvoltare regională (FEDR)
- Fondul social european (FSE)
- Fondul de coeziune (FC)
- Fondul european agricol pentru dezvoltare rurală (FEADR)
- Fondul european pentru pescuit și afaceri maritime (FEPAM)

Eligibilitatea și ratele de cofinanțare

Anumite tipuri de scheme nu sunt eligibile pentru finanțarea comunitară. În plus, orice cheltuială efectuată înainte de data primirii cererii de asistență de către Comisie nu poate beneficia de sprijinul comunitar. Același lucru se aplică și cheltuielilor efectuate după data finală pentru eligibilitate stabilită în decizia inițială privind contribuția FS.

Nivelul contribuției Fondului Structural nu este același pentru toate regiunile. Nu este același nici măcar pentru toate măsurile din cadrul unui singur program. Nivelul

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

contribuției variază mai întâi conform regiunii în care se derulează proiectul și mai ales conform specificului obiectivului prioritar finanțat prin Fondul Structural respectiv.

Resursele financiare alocate politicii de coeziune reflectă ambiția unei Uniuni lărgite de a promova creșterea economică și crearea de locuri de muncă în regiunile mai puțin favorizate. Pentru perioada 2021-2027 există 5 priorități investiționale, iar primelor două le se vor aloca 65%-85% din resurse, în funcție de prosperitatea relativă a statelor membre. Aceste 5 priorități sunt:

- 1) **O Europă mai inteligentă**, prin inovare, digitalizare, transformare economică și sprijinirea întreprinderilor mici și mijlocii;
- 2) **O Europă mai verde**, fără emisii de carbon, punerea în aplicare a Acordului de la Paris și investiții în tranziția energetică, energia din surse regenerabile și combaterea schimbărilor climatice;
- 3) **O Europă conectată**, cu rețele strategice de transport și digitale;
- 4) **O Europă mai socială**, pentru realizarea pilonului european al drepturilor sociale și sprijinirea calității locurilor de muncă, a învățământului, a competențelor, a incluziunii sociale și a accesului egal la sistemul de sănătate;
- 5) **O Europă mai apropiată de cetățenii săi**, prin sprijinirea strategiilor de dezvoltare conduse la nivel local și a dezvoltării urbane durabile în UE.

Conform prevederilor HG-ului care reglementează regulile generale privind eligibilitatea cheltuielilor următoarele cheltuieli nu sunt eligibile:

- a) taxa pe valoare adăugată;
- b) dobânda la credite;
- c) cheltuielile colaterale care intervin într-un contract de leasing;
- d) dezafectarea centralelor nucleare;
- e) cheltuielile cu achiziția de terenuri cu sau fără construcții, care depășesc limitele prevăzute la art. 69 alin. (3) lit. b) din Regulamentul (UE) nr. 1.303/2013, și cheltuielile prevăzute la art. 69 alin. (3) lit. a) și c);
- f) pentru Fondul european de dezvoltare regională, cheltuielile aferente activităților prevăzute la art. 3 alin. (3) din Regulamentul (UE) nr. 1.301/2013;
- g) pentru Fondul de coeziune, cheltuielile aferente activităților prevăzute la art. 2 alin. (2) din Regulamentul (UE) nr. 1.300/2013;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- h) pentru Fondul social european, cheltuielile prevăzute la art. 13 alin. (4) din Regulamentul (UE) nr. 1.304/2013;
- i) Achiziția de echipamente second-hand;
- j) Amenzi, penalități și cheltuieli de judecată și arbitraj;

Contribuția SM

Principii după care se stabilește contribuția:

- a) gravitatea problemei specifice, de natură economică, socială, teritorială;
- b) importanța fiecărei priorități pentru prioritățile Comunității;
- c) protecția mediului;
- d) rata mobilizării finanțării private, în particular sub aspectul parteneriatului public-privat în domeniile vizate.

Este un sistem de finanțare gestionat în parteneriat cu autoritățile naționale și regionale, reprezentând aproximativ 80 % din bugetul UE. În acest scop, sunt utilizate **5 fonduri principale**, sub egida fondurilor structurale și de investiții europene:

- Fondul european de dezvoltare regională
- Fondul social european: incluziune socială și bună guvernare
- Fondul de coeziune: convergența economică a regiunilor mai puțin dezvoltate
- Fondul european agricol pentru dezvoltare rurală
- Fondul european pentru pescuit și afaceri maritime

În statele noi membre, capacitatea de cofinanțare s-a ridicat în medie la 0,3% din PIB-ul agregat, cu niveluri mai scăzute în cazul statelor mai bogate (precum Slovenia sau Malta – 0,1% din PIB), dar cu niveluri superioare în cazul statelor baltice (0,6% din PIB).

- **Fondul european de dezvoltare regională (FEDR)** este unul dintre principalele instrumente financiare ale politicii de coeziune europene. Obiectivul fondului este de a contribui la reducerea disparităților dintre nivelurile de dezvoltare ale regiunilor europene și de a îmbunătăți standardele de viață în regiunile cele mai defavorizate. O atenție deosebită este acordată regiunilor afectate de handicapuri naturale sau demografice grave și permanente, precum regiunile din extremitatea nordică cu o densitate a populației extrem de scăzută și regiunile insulare, transfrontaliere și muntoase.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

În perioada de programare 2021-2027, FEDR va primi un buget de aproximativ 200,36 miliarde EUR (inclusiv 8 miliarde EUR pentru cooperarea teritorială europeană și 1,93 miliarde EUR sub formă de alocații speciale pentru regiunile ultraperiferice). Regiunile mai puțin dezvoltate vor beneficia de niveluri de cofinanțare de până la 85 % din costurile proiectelor. Ratele de cofinanțare pentru regiunile de tranziție și pentru regiunile mai dezvoltate vor fi de până la 60 % și, respectiv, 40 %.

- **Fondul social european:** incluziune socială și bună guvernare

Fondul de coeziune a fost instituit în vederea consolidării coeziunii economice, sociale și teritoriale a Uniunii Europene, în scopul promovării dezvoltării durabile. Pentru perioadele de programare 2014-2020 și 2021-2027 acesta asigură sprijin pentru:

- investiții în domeniul mediului, inclusiv în domenii legate de dezvoltarea durabilă și energia sustenabilă care prezintă beneficii de mediu;
- rețelele transeuropene în domeniul infrastructurii de transport (TEN-T);
- asistență tehnică.

În perioada 2021-2027, Uniunea Europeană va aloca 42,6 miliarde EUR (la prețurile din 2018) pentru Fondul de coeziune, din care contribuția la Mecanismul pentru interconectarea Europei se va ridica la 10 miliarde EUR. Fondul de coeziune pentru perioada de după 2020 va finanța proiecte în aceleași 15 state membre sprijinite și în perioada de programare 2014-2020. Rata de cofinanțare poate ajunge până la 85 % din valoarea proiectelor.

- **Fondul de coeziune:** convergența economică a regiunilor mai puțin dezvoltate.

Fondul de solidaritate al Uniunii Europene (FSUE) îi permite UE să susțină financiar un stat membru, o țară care a demarat negocieri de aderare sau o regiune în caz de catastrofă naturală majoră.

- **Fondul european agricol pentru dezvoltare rurală (FEADR)**

FEADR finanțează contribuția UE la programele de dezvoltare rurală (PDR). Programele de dezvoltare rurală constau în măsuri și proiecte care contribuie la obiectivele definite la nivelul UE:

- creșterea competitivității agriculturii;
- încurajarea gestionării durabile a resurselor naturale și a acțiunilor climatice;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- realizarea unei dezvoltări teritoriale echilibrate a economiilor și comunităților rurale.

Programele sunt elaborate la nivel național sau regional și trebuie să vizeze obiective specifice legate de obiectivele de dezvoltare rurală ale UE.

- **Fondul european pentru pescuit și afaceri maritime (FEAMPA)**

- îi ajută pe pescari să treacă la pescuitul durabil;
- ajută comunitățile din zonele de coastă să își diversifice economiile;
- finanțează proiecte care creează noi locuri de muncă și îmbunătățesc calitatea vieții în regiunile de coastă ale Europei;
- sprijină dezvoltarea durabilă a acvaculturii;
- sprijină punerea în aplicare a politicii maritime.

Noul FEAMPA sprijină în special tinerii pescari și regiunile ultraperiferice, pescuitul costier la scară mică, precum și promovarea acvaculturii durabile. De asemenea, caută să faciliteze accesul solicitanților la finanțare, îmbunătățind în același timp rezultatele obținute.

Problemele IMM

Cofinanțarea din partea IMM este una din problemele cele mai spinoase ale capacității de absorbție în acest sector. În primul rând, fondurile structurale nu mai permit oferirea fondurilor nerambursabile în avans, **ci numai în regim de decontare**. Acest mod de lucru implică faptul că IMM-urile trebuie să contribuie din fonduri proprii (sau atrase) pentru acoperirea tuturor cheltuielilor legate de proiectul de dezvoltare propus.

În al doilea rând, IMMurile trebuie să acopere din resurse proprii cheltuielile neeligibile din cadrul proiectului propus. În prezent există probleme, de exemplu, privind regimul TVA-ului în cazul proiectelor finanțate prin politica de coeziune. Există riscul că TVA să fie considerat cheltuielă neeligibilă, ceea ce ar afecta puternic capacitatea IMM de suporta cofinanțarea.

În al treilea rând, instituțiile financiare private sunt în general reticente să acorde credite IMM, considerând că există un risc mai ridicat. Chiar dacă dobânzile active s-au mai redus, condițiile impuse de bănci pentru finanțarea IMM sunt încă draconice.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

De aceea, intervenția publică pentru îmbunătățirea accesului la finanțare al IMM poate fi justificată ca o corecție a unui eșec al pieței. De altfel, POS Competitivitate prevede dezvoltarea unor fonduri de garantare și de capital de risc, ca instrumente dedicate pentru IMM. *Toate acestea trebuie însă să aibă în vedere regulile din domeniul ajutorului de stat.*

Parteneriatul public-privat (PPP)

O posibilitate de a maximiza efectul de pârghie poate fi finanțarea Parteneriatelor Public – Privat. Schemele de parteneriat public-privat (PPP) sunt acorduri între actorii din sectorul public, respectiv sectorul privat pentru realizarea unui proiect sau furnizarea unor servicii ce sunt, în mod tradițional, furnizate de sectorul public. Ambele părți, public și privat, împart investițiile, riscurile, beneficiile și responsabilitățile din implementarea proiectelor PPP. Cele mai frecvente tipuri de PPP sunt:

- Planificare-Construire-Operare (Design-Built-Operate) – fazele de planificare, construcție și operare ale unei facilități sunt realizate de către sectorul privat pentru o anumită perioadă de timp și apoi înapoiate sectorului public; facilitatea este finanțată de sectorul public și rămâne în proprietatea sa pe toată durata proiectului, dar sectorul privat suportă riscurile de planificare, construcție și operare;
- Planificare-Construire-Operare-Finanțare (Design-Build-Operate-Finance) – planificarea, construirea, operarea și finanțarea unei facilități sunt realizate de către sectorul privat pentru o perioadă de timp și apoi înapoiate sectorului public; investitorii privați dețin proprietatea facilității pe această perioadă, suportă riscurile de planificare, construcție și operare și recuperează costurile din subvenții publice;
- Concesionarea (similară cu cea dinainte, dar sectorul privat își recuperează costurile din taxele plătite de utilizatori).

Investiția de capital privat în operațiuni structurale depinde de un puternic angajament politic la nivel național de a întreprinde reformele durabile necesare.

Aplicarea PPP poate fi obstructionată de lipsa reglementărilor legale, de cunoștințele și experiența țărilor și de complicații administrative (spre exemplu, generarea de venituri nete reduce cofinanțarea din partea Fondului de Coeziune).

În utilizarea fondurilor structurale pentru finanțarea investițiilor trebuie avut în vedere faptul că nu toate costurile sunt eligibile pentru finanțare.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

România avea alocate 38,9 miliarde de euro, fonduri europene, în perioada de programare 2014-2020, din care aproximativ 3 miliarde de euro sunt destinați firmelor mici și mijlocii (IMM).

Acești bani au putut fi accesați până în anul 2022, în principal prin Programul Operational Regional (POR), Programul Operational Competitivitate (POC), Programul National pentru Dezvoltare Rurala (PNDR) și Programul Operational pentru Pescuit (POP).

Pentru IMM-uri putem menționa că fiind mai importante POR, linia de finanțare 2.2 – Sprijinirea creării și extinderea capacităților avansate de producție și dezvoltarea serviciilor, putând primi între 200.000 și 1.000.000 de euro și o contribuție proprie între 30-55% din ajutorul de stat și 10% din ajutorul de minimis.

Fondurile nerambursabile pot proveni și de la bugetul de stat. Acestea sunt direcționate pentru sprijinirea IMM-urilor care activează în domeniul comerțului și serviciilor, pentru microindustrializare, internaționalizarea firmelor românești, dezvoltarea antreprenoriatului în rândul femeilor

3.2.1.3. Subvenții guvernamentale

Conceptul de intervenții guvernamentale este crucial pentru a înțelege competitivitatea industrială. Analiza pe baza teoriei cost-beneficiu definește în mod formal intervențiile guvernamentale drept acele acțiuni care induc discrepanțe între prețurile de piață (curente) și costurile de oportunitate sociale. Această abordare ignoră acțiunile (de exemplu, subvențiile operaționale) care nu exercită un efect direct asupra diferenței dintre prețurile de piață și costurile de oportunitate sociale. La nivel teoretic, subvențiile operaționale acoperă diferența dintre costurile curente de producție și costurile de oportunitate sociale, iar subvențiile guvernamentale pe produs acoperă diferența dintre costurile de oportunitate sociale și prețurile curente de piață. Cu toate acestea, indicatorii competitivității industriale permit, direct sau indirect, o evaluare generală a intervențiilor. Ratele de protecție se referă în mod direct la impactul intervențiilor guvernamentale asupra prețurilor curente, iar indicatorii de avantaj comparativ (costul resurselor interne, valoarea adăugată unitară și costurile unitare cu forța de muncă la nivelul costurilor de oportunitate sociale) cuantifică în mod indirect susținerea guvernamentală a operațiunilor de producție.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Există două modalități de protecție: nominală și efectivă. La nivelul unei industrii anume, protecția nominală este calculată ca abatere procentuală între prețurile curente de piață și costurile de oportunitate sociale corespunzătoare industriei. Ratele de protecție nominală pot fi pozitive sau negative. În condițiile ipotezei rezonabile că prețurile de piață reflectă stimulentele de a produce, o rată pozitivă de protecție nominală reflectă intervenții guvernamentale care au drept scop stimularea producției industriei respective. În schimb, o rată negativă a protecției nominale semnalează intervenții guvernamentale care descurajează producția. O rată de protecție nominală egală cu zero indică faptul că intervențiile guvernamentale sunt neutre în privința efectelor asupra producției industriei respective.

În România, rata medie a protecției nominale pentru industria prelucrătoare privită în mod agregat a scăzut de la zero în 1990 la niveluri negative în anii următori. Acest rezultat al estimărilor nu este surprinzător; este cunoscut faptul că intervențiile guvernamentale au avut drept scop menținerea prețurilor sub nivelul costurilor de oportunitate sociale. Nivelul zero al protecției nominale înregistrat în anul 1990 indică faptul că prețurile curente ale aceluși an reflectau în mod corect costurile de oportunitate sociale la nivelul cursului de schimb oficial. Reformele de liberalizare urmărite în mod agresiv în 1993 și 1997 nu au avut un impact semnificativ asupra raționalizării nivelurilor negative ale protecției nominale. Diferențele dintre ratele de protecție nominală între diferitele industrii prelucrătoare ilustrează caracterul discreționist al intervențiilor guvernamentale. În pofida acestei evaluări, estimările nu indică existența unei anumite matrice a intervențiilor; acestea par să fi urmat un model cvasi-aleator. Tendința ratelor protecției nominale către niveluri negative a fost dominantă.

Măsurile de protecție nominală măsoară efectul intervențiilor guvernamentale asupra prețurilor producției. Cu toate acestea, influența intervențiilor guvernamentale se face simțită atât asupra prețurilor producției cât și a prețurilor factorilor de producție. Astfel, pentru a cuantifica corect stimulentele economice cu care se confruntă producătorii, este necesar să măsurăm efectul net al intervențiilor asupra prețurilor producției și factorilor de producție. Conceptul de protecție efectivă răspunde acestei cerințe, luând în considerare valoarea adăugată. Rata protecției efective compară valoarea adăugată la prețurile curente de piață și valoarea

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

adăugată la nivelul costurilor de oportunitate sociale²⁹. La nivelul unor anumite industrii, rata este calculată ca diferență procentuală între valoarea adăugată la nivelul prețurilor de piață și valoarea adăugată la nivelul costurilor de oportunitate sociale ale respectivei industrii.

Semnificația celor două rate de protecție este diferită. Deși rata protecției nominale măsoară direcția intervențiilor guvernamentale, rata protecției efective indică efectul net al acestora. Datorită fluxurilor intrări-ieșiri între industrii, direcția și efectul net al intervențiilor pot să nu fie identice. Spre exemplu, un nivel pozitiv al protecției nominale (indicând stimulente economice) într-o anumită industrie este însoțit de o protecție efectivă negativă (indicând lipsa stimulentele economice) atunci când efectul total al intervențiilor pozitive în industriile din amonte este mai mare decât efectul total al intervențiilor pozitive în respectivă industrie. Motivul utilizării valorii adăugate atunci când calculăm ratele de protecție efectivă este determinat de necesitatea de a surprinde efectele intervenției guvernamentale asupra producției, excluzând efectele asupra factorilor de producție.

Evaluarea intervențiilor guvernamentale va fi completă numai atunci când cuantifică ambele rate de protecție – nominală și efectivă. S-ar putea să existe industrii pentru care cele două rate să fie egale. Cu toate acestea, cele două rate tind să fie diferite pentru cele mai multe industrii. Cercetările empirice la nivel internațional par să indice faptul că ratele de protecție efective sunt mai mari decât cele nominale. Deoarece cumulează impactul în amonte asupra valorii adăugate, rata protecției efective pentru o anumită industrie depinde de totalitatea ratelor de protecție nominală din economie. Situația României este specială datorită tendinței către rate negative atât ale protecției nominale, cât și efective. În perioada 1990-1998, ratele protecției efective au fost cu mult sub cele ale protecției nominale. Rate negative ale protecției nominale au indus rate din ce în ce "mai negative" ale protecției efective; în valoare absolută, ratele de protecție efectivă au fost cu mult peste cele de protecție nominală.

Rata protecției efective este un indicator al transferului de resurse între industrii. Rata în sine nu oferă indicii cu privire la oportunitatea unor asemenea transferuri, însă reprezintă un instrument util de identificare a industriilor de origine și al celor beneficiare ale transferurilor. O rată negativă a protecției semnalează o

²⁹ Heller, H. R.- *International Trade. Theory and Empirical Evidence*, Prentice-Hall Inc.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

industrie de origine, iar o rată pozitivă indică o industrie beneficiară. Calculele la nivelul economiei indică faptul că industria prelucrătoare agregată a fost o sursă a transferului de resurse în întregul interval 1991-1998.

În întreaga lume, puține firme reușesc să integreze relațiile cu guvernele în strategia lor de afaceri. Politicile guvernamentale afectează afacerile în atâtea moduri - de la impozite și legislații de muncă la intervenții anti-monopol, reguli de acordare a patentelor, reglementarea investițiilor și facilități fiscale - încât până și cei mai buni manageri pot cădea în confuzie. Pentru a vedea cum se ia în calcul impactul politicilor publice asupra propriei afaceri și noțiunile de bază ale unei strategii de relații cu guvernul, lucrarea lui Michael D. Watkins, "Government Games", apărută în volumul 44 - iarna 2003 al MIT Sloan Management Review este relevantă. Această lucrare are avantajul de a pune într-o nouă perspectivă relațiile firme-guvern, printr-un vocabular diferit de mult vehiculatul discurs al corupției și prin faptul că susține cu argumente de afaceri o atitudine strategică a companiilor față de comunicarea cu statul, atitudine pe care succesul aplicațiilor de e-government se bazează, în efortul lor de transparență.

Intervenția guvernului este uneori o amenințare, alteori o oportunitate. Într-o economie post-socialistă, în care rolul statului în reglementarea afacerilor rămâne major - atât în cazul privatizărilor, cât și al impunerii noii legislații armonizate cu a Uniunii Europene în toate sectoarele economiei - firmele trebuie să ia în considerare impactul guvernării că făcând parte din procesul de formulare și implementare a strategiei proprii. Ca atare, firmele trebuie să diagnosticheze modurile în care guvernul poate să le ajute sau să le împiedice în atingerea obiectivelor de afaceri. Cea mai insistentă recomandare a profesorului Michael D. Watkins este că firmele să creeze ceea ce el numește strategii hibride, care includ explicit o componentă dedicată influențării regulilor, simultan cu respectarea lor. Mai presus de toate, aceasta presupune existența unui limbaj comun pentru a vorbi despre „jocurile” la care participă firmele și rolurile guvernării în elaborarea și impunerea regulilor.

Chiar și numai la nivel strategic, domeniile în care guvernele influențează companiile sunt nenumărate. Cum poate un manager determina ce este esențial de ceea ce nu este? Watkins oferă o schemă de abordare³⁰: delimitarea jocurilor strategice la care participă firmele și a rolului jucat de legislatorii (creatorii legilor și

³⁰ Michael D. Watkins - *Government Games* - Sloan Management Review 2003

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

regulilor) și arbitrii (cei care interpretează și impun legile și reglementările) în acele jocuri.

Celebrul proces al Departamentului de Justiție al SUA împotriva Microsoft evidențiază exact felul în care concurenții Microsoft au jucat cartea intervenției guvernamentale. Clienții și concurenții Microsoft au început prin a intenta ei înșiși procese și a depune plângeri la agențiile federale și ale statelor locale, oferind date cheie în proces. Clienții, inclusiv companii ca Apple și IBM, s-au plâns public de tacticile Microsoft. Concurenți ca dezvoltatorul de browser Netscape s-au raliat la această mișcare. În 1996, Netscape a depus o plângere formală la Departamentul de Justiție, acuzând Microsoft că ar fi oferit subvenții producătorilor care refuzau să instaleze navigatoare concurente și oferind unor clienți înlensiri financiare să înlocuiască Netscape Navigator cu Internet Explorer. Microsoft a catalogat acțiunile Netscape drept „o încercare premeditată de a racola guvernul și presa în campaniile sale de marketing” (CNET News.com, 22 aug. 1996).

Concluzia de bază a lui Watkins este că eforturile de a influența guvernul sunt adesea o formă deghizată de competiție în afaceri.

Procesul de integrare economică modifică vechile echilibre realizate la nivel național urmărind înlocuirea lor cu un echilibru general la nivel comunitar. Are loc un amplu efort de adaptare, complex și de lungă durată, la noile condiții de concurență. Din motive de securitate socială sau decurgând din inadaptarea politică la exigențele participării la constituirea unei noi entități economice, statele membre acordă acordă **ajutoare** și **subvenții** care deformează concurența. Rezultă avantaje artificiale favorizând reușita economică a firmelor sau ramurilor în cauză în detrimentul concurenților.

Sprijinul statului permite realizarea unor reduceri de costuri dacă este vorba de prețuri de cumpărare anormal de scăzute sau condiții de creditare mai favorabile decât cele de pe piață și creșterea încasărilor. Concurența este distorsionată mai ales pe piețele unde presiunea concurențială este puternică prin existența unei supra-oferte semnificative. Orice ajutor acordat unei firme acționând pe o piață caracterizată de producție excedentară sau unde se exercită o concurență efectivă din partea producătorilor diferitelor state membre afectează schimburile între țările membre și regimul concurențial în măsura în care menținerea respectivei firme pe piață obstrucționează extinderea concurenților. Însă, că și în cazul înțelegerilor între

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

firme, ajutoarele publice pot fi acceptate dacă sunt compatibile cu obiectivele comunitare.

Spre exemplu, în cazul integrării vest europene incompatibilitatea ajutoarelor publice cu principiile ce stau la baza funcționării comunității este stabilită prin Tratatul de la Roma (art.92). Cu toate acestea, sunt acceptate trei derogări pentru situații considerate a contribui la asigurarea echilibrului și coeziunii economico-sociale a ansamblului integrat. Prima dintre ele legitimează sprijinul acordat pentru *dezvoltarea regiunilor defavorizate*, cu un nivel de viață scăzut și rată ridicată a șomajului; efectul ar urma să fie reducerea disparităților regionale și asigurarea coeziunii sistemului comunitar. A doua derogare ia în considerare *proiectele de interes european* și cazurile în care ajutoarele publice ar facilita *remedierea unei perturbări grave a economiei* respective. Sunt considerate proiecte de interes comun programele transnaționale susținute concomitent de mai multe state membre. Perturbările grave sunt apreciate de asemenea în context comunitar prin raportare la situația economică existentă într-un alt stat membru. Ultima derogare comportă tot două aspecte distincte: *dezvoltarea unor regiuni* și *dezvoltarea anumitor activități*. Delimitarea lor are la bază rolul ajutoarelor respective în diminuarea disparităților regionale în interiorul unui stat membru și, respectiv, în sprijinirea unor activități de interes strategic.

Regulile internaționale referitoare la subvenții au fost întărite semnificativ odată cu intrarea în vigoare la 1 ianuarie 1995 a Acordului OMC referitor la Subvenții și Măsuri Compensatorii, negociat în cadrul Rundei Uruguay. Prevederile acestui Acord sunt incluse în Regulamentul Comunității Europene (CE) cu privire la protecția împotriva importurilor subvenționate, care a intrat în vigoare la aceeași dată. Regulamentul Comunității Europene /CE) se referă numai la importurile provenite din afara Uniunii, dând posibilitatea impunerii de măsuri compensatorii asupra bunurilor care au fost subvenționate de către guvernele țărilor din afara Uniunii și al căror import în CE cauzează sau amenință să cauzeze prejudicii producătorilor aceluiși produs din cadrul CE. Următoarele trei condiții trebuie să fie îndeplinite înainte ca să poată fi impuse măsuri compensatorii:

- Subvenția trebuie să fie specifică, respectiv, trebuie să fie o subvenție la export, sau o subvenție limitată la o anumită companie, industrie sau un grup de companii sau industrii;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- Să existe un prejudiciu material adus industriei CE: vânzările produselor importate au cauzat sau amenință să cauzeze un prejudiciu unei părți importante a ramurii economice respective a CE, cum ar fi scăderea cotei de piață, reducerea prețurilor producătorilor și presiune crescută asupra producției, vânzărilor, profiturilor, productivității etc;
- Afectarea intereselor comunitare: costurile Comunității prin aplicarea acestor măsuri nu trebuie să fie disproporționate în raport cu beneficiile.

3.2.1.4. Cumpărarea cu plata în rate

Această formă de finanțare este specifică în special entităților economice de dimensiuni mici și cu forță financiară redusă. De asemenea, în acest caz nu poate fi vorba de finanțarea unor proiecte de investiții de anvergură, ci de achiziția de active de valori relativ neînsemnate.

Avantajele acestei forme de finanțare se referă:

- Planificare a fluxurilor de numerar sigura și stabilă în timp: plata eșalonată prevede 12 rate egale, exprimate în lei, a căror valoare e neindexabilă, după semnarea contractului.
- Formalități extrem de simple, durata maxima a tuturor formalităților nu depășește 3 zile.
- Obținerea de active fără avansarea unor capitaluri;
- Proprietate imediată asupra produselor: produsele pot fi achiziționate imediat după încheierea contractului, fiind eliberate și facturile corespunzătoare.
- Garanții minime: solicitarea de cumpărare în rate trebuie susținută doar de un girant sau de performanțele firmei.
- Asigurare finanțată.

În prezent, această formă de cumpărare intră în concurență cu leasingul, formă modernă de finanțare.

3.2.2. Categoriile de surse externe moderne de finanțare

Mutațiile economice și politice apărute în ultimele decenii au determinat creșterea fără precedent a rolului creditului internațional în derularea tranzacțiilor comerciale internaționale, precum și diversificarea permanentă a tehnicilor financiar-bancare destinate să asigure utilizarea cât mai suplă a creditului, corespunzător cerințelor participanților la aceste schimburi. Ca răspuns la mutațiile din comerțul internațional, și ca o dovadă a adaptabilității metodelor de finanțare la noile cerințe, au apărut sursele alternative de finanțare: factoringul, forfetarea și leasingul sau chiar recurgerea la instrumentele de plată/credit sau a metodelor de decontare a tranzacțiilor comerciale pentru obținerea fondurilor în avans față de momentul plății convenit cu furnizorul. Analiza surselor alternative de finanțare trebuie să conducă la: identificarea altor disponibilități ce pot fi puse la dispoziția firmelor, altele decât cele convenționale și evidențierea avantajelor și dezavantajelor.

3.2.2.1. Leasingul

Termenul de leasing este de origine anglo-saxonă și provine de la cuvântul "lease", ceea ce în mod curent semnifică închiriere. Însă leasingul este o noțiune mult mai complexă decât o simplă închiriere, ceea ce determină interesul ridicat pentru acest tip de operațiuni.

În ultimul secol, stimulente diverse au încurajat dezvoltarea leasingului, inclusiv cel de-al doilea război mondial, care au făcut producătorii să caute metode noi de atragere de capital. Au început să evolueze variante "formale" ale leasingului.

Stimulentele economice, schimbări ale legilor fiscale, schimbările contabile și schimbările în structură leasingului în anii 1960, '70 și '80 au determinat industria să se reinventeze și să găsească noi căi de creștere atât a volumului cât și a profitabilității. În anii 1960, IBM și Xerox au constatat că sume importante pot fi obținute din finanțarea propriilor echipamente. Astfel, leasingul computerelor de o companie de leasing, terță parte independentă, a devenit o formă populară de finanțare.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Leasingul cunoaște grade de dezvoltare diferite pe continentul european și forme de manifestare diferite.

Leasingul, că formă modernă de finanțare a investițiilor, s-a impus în România, mai întâi că o realitate economică și abia mai apoi că o realitate juridică, prin reglementarea lui.

Prima mențiune referitoare la leasing într-un act normativ este în 1995, printr-o ordonanță referitoare la bunurile importate în cadrul unei astfel de tranzacții. Ulterior, având în vedere importanța și amploarea tranzacțiilor de leasing, s-a considerat oportună reglementarea printr-o ordonanță specială OG 51/1997 republicată.

O explicație a modului de derulare a leasingului, prin reglementarea lui juridică, se încearcă a se da în art. 1 al O.G. 51/1997 republicată și actualizată, privind operațiunile de leasing și societățile de leasing completată și modificată, prin care o parte, denumită locator/finanțator, transmite pentru o perioadă determinată dreptul de folosință asupra unui bun al cărui proprietar este, celeilalte părți, denumită locatar/utilizator, la solicitarea acesteia, contra unei plăți periodice, denumită rată de leasing, iar la sfârșitul perioadei de leasing locatorul/finanțatorul se obligă să respecte dreptul de opțiune al locatarului/utilizatorului de a cumpăra bunul, de a prelungi contractul de leasing fără a schimba natura acestuia ori de a înceta raporturile contractuale. Locatarul / utilizatorul poate opta pentru cumpărarea bunului înainte de sfârșitul perioadei de leasing, dar nu mai devreme de 12 luni, dacă părțile convin astfel și dacă achită toate obligațiile asumate prin contract.

Activitățile de leasing sunt reglementate în România de următoarele norme legislative:

- Ordonanța Guvernului nr. 51/1997 privind operațiunile de leasing și societățile de leasing, republicată, cu modificările ulterioare;
- Legea nr. 287 din 6 iulie 2006 pentru modificarea și completarea Ordonanței Guvernului nr. 51/1997 privind operațiunile de leasing și societățile de leasing;
- Norme și Regulamente ale Bancii Naționale a României aplicabile instituțiilor financiar nebankare;
- OUG 50/2010 - protecția consumatorilor privind contractele de credit pentru consumatori;
- Codul Fiscal (pentru definirea noțiunilor de leasing operațional și leasing financiar).

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Având în vedere faptul că legislația română referitoare la leasing a apărut relativ târziu, comparativ cu cea a altor țări, aceasta este apropiată de prevederile IAS 17 – Leasing care din 2019 va fi înlocuit cu IFRS 16 - armonizarea cu standardele internaționale de contabilitate fiind mai facilă în acest domeniu. Fără a fi acoperi problematica complexă a fenomenului, prin actele normative emise în domeniul leasingului s-au clarificat o serie de aspecte legate de contractul de leasing, răspunderea părților, distincția între leasingul financiar și cel operațional, problemele fiscale din aria leasingului, precum și modul de constituire și de funcționare a societăților de leasing. O parte din aceste aspecte sunt detaliate în cadrul acestui referat în capitolele următoare.

În februarie 1996 s-a înființat Asociația Societăților de Leasing din România (ASLR), scopul acesteia fiind de a apăra și reprezenta interesele societăților de leasing din România, promovarea colaborării între aceste societăți, analizarea cadrului legislativ privind operațiunile de leasing în România și formularea unei poziții comune în elaborarea și aplicarea oricăror reglementări, colaborarea în acest sens cu organismele interne și internaționale din acest domeniu, popularizarea și promovarea conceptelor, tehnicilor și metodelor avansate din domeniul leasingului, organizarea de simpozioane și mese rotunde pe teme de leasing pentru a sprijini realizarea acestor obiective.

O altă organizație de profil s-a înființat în luna aprilie 2004 și anume Asociația de Leasing Bancar (ALB) care reunește opt societăți de leasing afiliate unor bănci, respectiv Alpha Leasing, BRD Sogelease, Finans Leasing, HVB Leasing, Piraeus Leasing, Raiffeisen Leasing, UniCredit Leasing și Volksbank Leasing. Reprezentanții ALB au înaintat Guvernului un proiect de amendare a O.G. 51 privind leasingul, cerând recunoașterea oficială a leasingului ca produs financiar și a companiilor de leasing ca instituții financiare non-bancare. Reprezentanții ALB cer ca reglementarea pieței leasingului să se facă sub supravegherea BNR, deoarece finanțarea prin leasing este asemănătoare creditului bancar. Alte țări europene în care piața leasingului nu este reglementată sunt Austria, Cehia, Irlanda, Olanda, Polonia, Rusia, Slovacia, Elveția și Marea Britanie.

Odată cu dezvoltarea leasingului operațional în România a luat ființă în 2011 ASLO (Asociația Societăților de Leasing Operațional), iar membrii acesteia își propun să promoveze leasingul operațional și să susțină cele mai bune practici în

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

industrie. Piața leasingului operațional este o piață în creștere, ea înregistrând în 2017 o creștere de 11% față de anul precedent.

Participanții la piața leasingului, societățile de leasing, consideră că legislația română în domeniu este de mult depășită, iar din această cauză se pierd anual milioane de euro. Acest lucru se datorează faptului că o serie de servicii care sunt incluse în oferta firmelor de leasing străine, în România lipsesc. Având în vedere că este o piață în formare, sunt oarecum explicabile aceste lacune ale legii, însă ele reprezintă și un factor de frânare pentru dezvoltarea unei economii competitive.

În România, operațiunile de leasing sunt de dată recentă și datează din anii 1990, motiv pentru care am considerat leasingul că formă modernă de finanțare deși apariția lui în lumea datează de mai multe decenii. Primele societăți de leasing au apărut în anul 1993. Așa cum am menționat, în România, leasingul s-a impus mai întâi ca o realitate economică, fiind reglementat juridic ulterior. Activitatea de leasing a fost reglementată inițial de Ordonanța Guvernului nr.51/1997 privind operațiunile de leasing și societățile de leasing, completată de Legea 99/1999 .

În România, piața leasingului cunoaște o evoluție favorabilă, și conform datelor statistice, ea a ajuns în 2018 la aproximativ 2.5 miliarde € .

Pentru locatar/utilizator, leasingul este privit ca o alternativă de finanțare. Așa cum este bine cunoscut, formele de finanțare ale unei activități sunt sursele interne și cele externe. În cadrul surselor externe, leasingul reprezintă o alternativă din ce în ce mai atractivă pentru finanțare.

Cea mai frecventă comparație între alternativele de finanțare ce implică leasingul este finanțarea prin leasing sau printr-un credit bancar. Ambele forme reprezintă o finanțare externă, dar între ele există diferențe atât la nivelul costurilor, cât și al formei și aspectelor juridice și operative, iar luarea unei decizii implică o analiză mai riguroasă pe care o vom dezvolta ulterior. Leasingul prezintă o serie de avantaje față de credit, fapt care explică și succesul acestei forme de finanțare:

- leasingul presupune finanțare integrală, în timp ce în cazul creditului finanțarea este de 70-80% din necesarul de finanțare;
- aprobarea unui dosar de leasing se face cu mai mare rapiditate decât în cazul unui credit;
- permite evitarea uzurii morale;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- tratarea leasingului ca leasing operațional permite cosmetizarea situațiilor financiare, îmbunătățirea indicatorilor economico-financiari și posibilitatea recurgerii la noi surse de finanțare.

O definiție a noțiunii de leasing o găsim și în Standardele Internaționale de Contabilitate. Având în vedere importanța acestei operațiuni, IASC a consacrat un standard doar pentru reglementarea leasingului și anume IAS 17 Leasing, iar în 2001 a intrat în vigoare IAS 40 privind leasingul pentru investițiile imobiliare. Din 2019, a intrat în vigoare IFRS 16 care înlocuiește actualul IAS 17. Principala modificare pe care o aduce este faptul că prevede pentru utilizator un singur tratament al contractelor de leasing, eliminând actuala înregistrare a contractului de leasing operațional.

Potrivit IAS 17, leasingul este un acord prin care locatorul cedează locatarului, în schimbul unei plăți sau unei serii de plăți, dreptul de a utiliza un bun pentru o perioadă convenită de timp.

Conform CBA (Canadian Bankers Association) leasingul reprezintă o modalitate de a obține utilizarea unui bun și este popular pentru bunuri cum sunt mașinile ori computerele. Plata este desfășurată de-a lungul unei perioade specifice de timp. Spre deosebire de un credit, leasingul este ca o închiriere pe termen lung. La sfârșitul leasingului, utilizatorul nu devine proprietarul bunului – ci doar are opțiunea de a cumpăra bunul la “valoarea lui reziduală” (valoarea de piață a bunului la sfârșitul leasingului).

Conform articolului 665 al Codului Civil, locatorul este obligat, în schimbul unei rente financiare (rata de leasing) să achiziționeze bunul specificat de locatar, de la vânzătorul specificat de locatar și să transfere locatarului posesiunea temporară a bunului respectiv, pentru utilizarea acestuia în scopuri antreprenoriale. În acest caz, locatorul nu va avea nici o responsabilitate în alegerea bunului ori a vânzătorului. Obiectul leasingului poate fi orice proprietate reală și personală considerată activ immobilizat conform clasificării curente, cu excepția pământului și a altor resurse naturale, cât și a altor obiecte a căror circulație este restricționată pe piață.

Cu alte cuvinte, leasingul presupune mai multe etape:

- alegerea de către utilizator al furnizorului și a bunurilor care vor face obiectul contractului de leasing și formularea unei oferte ferme societății de leasing;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- achiziționarea de către societatea de leasing a bunului (echipamentului) indicat de o întreprindere;
- trecerea echipamentului la întreprinderea "lease-deținătoare"/finanțatoare;
- utilizarea echipamentului de către utilizator, cu plata periodică a ratelor de leasing care pot fi considerate costul net și diminuare a profitului impozabil;
- amortizarea accelerată a echipamentului (reducerea perioadei de amortizare de până la 3 ori);
- transferul proprietății (așa cum este prevăzut în contract) la locatar după ce ratele de leasing sunt integral achitate, prelungirea contractului la o rată de leasing substanțial diminuată sau încetarea pur și simplu a contractului.

Din numeroasele definiții prezentate devine evident faptul că este dificil de dat o definiție care să surprindă toate aspectele operațiunii de leasing.

Leasingul este acea operațiune prin care o parte numită locatar, care poate avea și calitatea de producător, transferă unei alte părți numită locatar dreptul de posesiune, utilizare și uzufruct asupra unui bun, cu excepția unor bunuri expres prevăzute prin lege că nefăcând obiectul unui contract de leasing, contra unei plăți periodice numită rată de leasing. La sfârșitul perioadei de leasing, locatarul are la dispoziție tripla opțiune: achiziționarea bunului contra unei sume numită valoare reziduală, continuarea utilizării bunului în regim de leasing sau renunțarea la bunul respectiv.

Delimitarea leasingului de alte tipuri de operațiuni

Este importantă delimitarea clară a operațiunii de leasing de alte categorii de tranzacții. Această necesitate nu apare doar din motive științifice ci și din motive practice, încadrarea unei tranzacții într-o anumite categorie sau alta ducând la tratamentele contabile și fiscale diferite. Pornind de la nenumăratele explicații ale noțiunii de leasing că fiind o închiriere, se impune evidențierea trăsăturilor ce diferențiază o tranzacție de leasing de una de închiriere:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Leasing versus Închiriere

Tabel 7

<i>Leasing</i>	<i>Închiriere</i>
Bunul este achiziționat la solicitarea și alegerea utilizatorului pentru a fi cedat printr-un contract de leasing	Bunul este achiziționat din inițiativa proprietarului, existând sau nu intenția cedării folosinței lui
La sfârșitul contractului utilizatorul poate opta pentru achiziționarea bunului la valoarea reziduală	Nu există dreptul de opțiune pentru cumpărarea bunului
Contractul de leasing se încheie între o societate de leasing (persoană juridică) și un utilizator (persoană fizică sau juridică)	Nu este obligatorie prezența unei persoane juridice
Ratele de leasing sunt calculate în funcție de prețul de intrare, rata dobânzii de leasing și amortizarea bunului	Chiria este determinată în principal de prețul pieței, de raportul cerere-ofertă
Contractul de leasing nu poate, în principiu, să fie revocat de nici una din părți în perioada de bază	Contractul de închiriere poate fi revocat unilateral cu notificarea prealabilă a celeilalte părți
Obligația asigurării bunului	Nu este obligatorie asigurarea

O altă tranzacție similară leasingului este vânzarea cu plata în rate

Leasing versus Vânzare cu plata în rate

Tabel 8

<i>Leasing</i>	<i>Vânzare cu plata în rate</i>
Proprietarul juridic al bunului, până la exercitarea dreptului de opțiune, rămâne societatea de leasing	Proprietarul juridic devine cumpărătorul
Ratele de leasing sunt calculate în funcție de prețul de intrare, rata dobânzii de leasing și amortizarea bunului	Ratele sunt reprezentate de plata fracționată a prețului de achiziție și de dobânda percepută pentru astfel de tranzacții
Bunul este achiziționat la solicitarea și alegerea utilizatorului pentru a fi cedat printr-un contract de leasing	Bunul este achiziționat în scopul vânzării în funcție de cerințele generale ale pieței
Durata contractului este de cel puțin 1 an	Durata contractului variază de la câteva luni la ani

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Aceleași observații se pot face și în cazul vânzării cu plată amânată, distincția majoră între aceste tipuri de tranzacții și leasing este transferul dreptului de proprietate care în cazul leasingului are loc abia la sfârșitul termenului de leasing, prin exercitarea dreptului de opțiune, iar în cazul celorlalte tranzacții mai sus menționate acesta are loc în momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare.

Utilizarea leasingului ca formă de finanțare a investițiilor este influențată de o serie de factori care pot fi sintetizați astfel:

a) *Factori economici*

a₁) costul de achiziție

Un prim factor economic este costul de achiziție al bunului care face obiectul contractului de leasing³¹. Calculul ratelor de leasing pornește evident de la costul de achiziție al bunului, care include pe lângă prețul furnizorului, diverse costuri de transport, manipulare, taxe și impozite, iar în funcție de tipul de leasing, costuri de întreținere, reparații etc.

a₂) valoarea reziduală

Acest factor are relevanță în cazul contractelor de leasing care se încheie cu achiziționarea bunului. În cazul valorii reziduale, standardele internaționale de contabilitate fac distincție între valoarea reziduală garantată și cea negarantată.

Având în vedere că o valoare garantată se referă la o oarecare siguranță din partea locatorului că va încasa respectivă valoare, acesta va diminua nivelul ratelor de leasing corespunzător.

Valoarea reziduală estimată este un factor care influențează indirect nivelul ratelor de leasing, în sensul că în marea majoritate a cazurilor este vorba de o sumă sau un procent nenegociabil. Însă prețul de achiziție (valoarea bunului ce face obiectul contractului) poate fi negociat, iar o valoare reziduală garantată duce la micșorarea ratelor de leasing.

a₃) rata dobânzii

Rata dobânzii este un factor extrem de important ce influențează leasingul. În condițiile în care ratele dobânzii de pe piață sunt mici, companiile sunt tentate mai degrabă să cumpere decât să "închirieze". Însă atunci când acestea sunt în creștere, leasingul devine o opțiune tentantă, utilizatorii preferând să plătească pentru utilizare.

³¹ M. V. Achim – *Leasing – O afacere de succes*, Ed. Economică 2005, pag. 53

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Această tendință nu este greu de înțeles. Atunci când o companie cheltuiește bani pentru un bun ia în considerare o serie de factori inclusiv costul capitalului și costul închirierii; cât timp va utiliza bunul respectiv, dacă va trebui înlocuit curând. La nivelul la care leasingul oferă plăți mai mici ori flexibilitate mai mare în eșalonarea plăților, acesta devine tot mai atractiv pe măsură ce costul închirierii crește.

Însă în aprecierea influenței acestui factor trebuie ținut cont de mai multe aspecte și nu doar de rata dobânzii nominale. Contractele de leasing conțin numeroase costuri ascunse, care duc la creșterea nivelului ratei dobânzii reale cu câteva procente peste rata nominală, lucru ce nu este de neglijat.

Începând cu ianuarie 2005, instituțiile de finanțare sunt obligate să afișeze așa numita DAE (dobânda anuală efectivă) care reprezintă de fapt costul total al finanțării exprimat procentual. Această măsură este eficientă însă metodologia de calcul a acestui indicator este greoaie și nu suficient de clară, astfel încât lipsa de transparență privind modul de calcul conduce la eventuale diferențe între diferite oferte, care nu sunt reale. Această DAE este obligatorie a fi afișată numai în cazul creditelor de consum, nefiind valabil și pentru credite imobiliare sau pentru finanțările destinate persoanelor juridice.

b) Factori fiscali

Fiscalitatea joacă un rol important în manifestarea diverselor fenomene economice pe piață, în sensul încurajării sau frânării lor.

În țările cu un capitalism dezvoltat, fiscalitatea nu este conectată la sistemul contabil și oferă o serie de avantaje din punct de vedere fiscal.

c) Factori tehnologici

Factorii tehnologici se referă în special la progresul tehnologic. Într-o epocă a dezvoltărilor tehnologice extrem de rapide, accesul permanent la tehnologia de ultima oră reprezintă cheia succesului pe piață, un avantaj concurențial deloc de neglijat.

Progresul tehnic se manifestă extrem de puternic în domeniul comunicațiilor, a computerelor, software. Anticipările evoluțiilor în aceste domenii pot fi esențiale pentru succesul financiar al afacerii. Astfel, în Statele Unite o serie de firme s-au aflat în situația în care au încheiat contracte de leasing pe 3 ani pentru dotarea cu

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

laptopuri, iar într-un an prețurile la aceste produse au scăzut atât de mult încât contractele de leasing s-au dovedit a fi un eșec total.

În prezent, pe piața americană se manifestă un reviriment al leasingului, datorat mai ales influenței factorilor tehnologici. Ultimele investiții majore ale firmelor au fost în anii 1998-1999 în prevenirea fenomenului Y2K, investiții făcute în grabă, nu tocmai justificat și s-a dovedit și inutile. Acum, concurența impune adoptarea unor noi tehnologii, mai ales în acest domeniu și acest lucru a dus la creșterea investițiilor IT. În medie, leasingul acaparează 1/3 din investițiile de pe piață ca formă de finanțare, deci o creștere a investițiilor a atras automat și o creștere a leasingului.

Avantajele leasingului

- a. În primul rând, cel puțin teoretic, leasingul asigură o finanțare 100%, spre deosebire la alte forme de finanțare. Această înseamnă conservarea lichidităților societății și posibilitatea orientării lor spre alte necesități. Din păcate acest avantaj este mai mult teoretic, deoarece în practică și firmele de leasing solicită un avans de până la 20% din suma finanțată.
- b. Acces rapid la finanțare – Leasingul s-a impus ca o realitate economică mai ales datorită rapidității de analiză și încheiere a unui astfel de contract, în condițiile în care pentru obținerea unei finanțări bancare termenul era destul de lung. Acest avantaj este foarte important, acum în perspectivele integrării în Uniunea Europeană, când firmele românești trebuie să devină competitive într-un termen de timp foarte scurt.
- c. Unica soluție de finanțare pentru societățile mici și mijlocii care nu au acces la piața de capital.
- d. Managementul cash-flow-ului – Având în vedere că leasingul permite individualizarea ratelor de leasing conform dorințelor utilizatorului, în funcție de avansul plătit, de mărimea valorii reziduale etc, el permite o bună gestionarea a lichidităților, o programare mai riguroasă a plăților și evitarea deficitelor de lichiditate.
- e. Flexibilitate în abordarea contractului – Față de alte forme de finanțare leasingul oferă ceea ce este cunoscut sub numele de triplă opțiune: dreptul de a achiziționa bunul la terminarea contractului, posibilitatea prelungirii lui, sau renunțarea la bun. Acest avantaj este substanțial, mai ales în cazul bunurilor supuse uzurii morale foarte rapide, cum sunt cele din domeniul IT. În aceste

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

cazuri, este recomandabilă utilizarea leasingului, având în vedere că prețul acestor bunuri scade vertiginos încă înainte de expirarea duratei lor de viață utilă.

- f. Fără garanții – în cazul contractelor de leasing nu se solicită garanții suplimentare, deoarece bunul care face obiectul contractului se consideră a fi garanția având în vedere că este asigurat în beneficiul societății de leasing.
- g. Evitarea uzurii morale – Prin apelarea la leasingul operațional, riscul utilizării de bunuri depășite moral este diminuat, deoarece oricând după expirarea termenului de bază, utilizatorul poate solicita înlocuirea bunului cu unul mai performant, mai corespunzător cerințelor pieței.
- h. Service, reparații – în cazul leasingului operațional sau a variantelor de leasing brut, în structură ratelor de leasing este prevăzută și asigurarea întreținerii și reparației bunului.
- i. Cosmetizarea situațiilor financiare – Acest avantaj este valabil doar în cazul leasingului operațional nu și în cazul leasingului financiar. În cazul leasingului operațional, reinformațiile privitoare la aceste bunuri sunt prezentate în note în afara bilanțului. Având în vedere această oportunitate, este evident că utilizatorii preferă leasingul operațional, iar linia de demarcare a celor două tipuri de leasing fiind extrem de fină, participanții la tranzacțiile de leasing încearcă în mod constant să treacă de această linie.

Același lucru se întâmplă și în cazul indicatorilor financiari, în sensul că, în cazul leasingului operațional se obțin rate de lichiditate, solvabilitate, de îndatorare etc, mai bune.

În tabelul următor sunt prezentate sintetic efectele asupra principalilor indicatori financiari comparativ pentru cazul leasingului operațional și cel financiar.

Indicatori	Leasing financiar	Leasing operațional
Rata rentabilității economice	Scade rezultatul datorită chetuielilor financiare și cu amortizarea	Scade rezultatul datorită chetuielilor cu leasingul (chiria)
$R_{ec} = \frac{\text{Rezultat}}{\text{Total activ}}$	Crește valoarea activului	Valoarea activului nu se modifică
ROA	ROA mai mică	

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

		ROA mai mare
<p>Rata rentabilității financiare</p> $R_{fin} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Capitaluri proprii}}$ <p>ROE+</p>	<p>Scade rezultatul datorită cheltuielilor financiare și cu amortizarea</p> <p>Efect incert</p>	<p>Scade rezultatul datorită cheltuielilor cu leasingul (chiria)</p> <p>Capitalurile proprii neschimbate</p> <p>Efect incert</p>
<p>Rata îndatorării</p> $R_{dat} = \frac{\text{Datorii}}{\text{Pasiv}}$	<p>Crește îndatorarea</p> <p>Rata a îndatorării mai mare</p>	<p>Datoria neafectată</p> <p>Rata a îndatorării mai mică</p>

- j. TVA – Taxa pe valoare adăugată reprezintă unul din avantajele majore ale ratelor de leasing. Dacă în cazul achiziționării prin credit bancar a unui bun TVA se plătește la costul de achiziție al bunului, în cazul ratelor de leasing, TVA se plătește gradual, pe măsura plății acestor rate. Ținând cont de valoarea în timp a banilor, acest avantaj este semnificativ.
- k. Taxele vamale – La fel că și în cazul taxei pe valoare adăugată și taxele vamale oferă în cazul leasingului un avantaj financiar important, având în vedere că acestea se calculează asupra valorii reziduale a bunului și nu asupra întregului preț de achiziție. Avantajul este substanțial în prezent în cazul bunurilor importate din afara UE, pentru care taxele vamale sunt destul de ridicat (30%).

Limitele leasingului

- a. În primul rând locatarul nu este proprietarul bunului, indiferent de tipul de leasing practicat. Pe perioada contractului de leasing se plătește prin intermediul ratelor doar utilizarea bunului respectiv.
- b. Riscul nedobândirii proprietății în caz de faliment al societății de leasing – Din păcate, legea nu prevede în prezent nici un fel de garanții pentru utilizatorii în cazul falimentului locatorilor. Iar plata ratelor de leasing, așa cum este menționat mai sus nu se consideră un avans plătit pentru bunul respectiv ci doar plata utilizării aceluși bun, locatarii neavând nici un argument juridic în

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

obținerea unor despăgubiri. În prezent se încearcă reglementarea acestei lacune a legii prin garantarea contractelor de leasing.

- c. Costuri ridicate – în general, societățile de leasing apelează la refinanțare de la bănci, pentru această suportând dobânzi care se regăsesc în construcția ratelor de leasing. Această duce la rate de leasing ridicate, de multe ori mai mari decât cele pentru un credit bancar. De asemenea, bunurile care fac obiectul unui contract de leasing este obligatoriu să fie asigurate, ceea ce ridică costul ratelor de leasing.

Tipuri de leasing în funcție de natura contractului de leasing

Această clasificare a operațiunilor de leasing în funcție de natura contractului de leasing este poate cea mai relevantă și prezintă interes datorită complexității problematicei pe care o ridică.

Pentru a face o clasificare conform acestui criteriu ar trebui mai întâi prezentate câteva aspecte legate de contractul de leasing. Așa cum am menționat anterior, leasingul este o operațiune care prezintă similitudini cu alte operațiuni, dintre care închirierea pare a fi cea mai apropiată. În cazul ambelor operațiuni este vorba de cedarea dreptului de posesie, folosință și de uzufruct a unui bun de către proprietarul juridic al bunului respectiv. Ceea ce adaugă un plus de confuzie este utilizarea pentru desemnarea părților într-un contract de leasing a mai multor termeni: locator/finanțator și locatar/utilizator/beneficiar. De aceea este recomandată trecerea la o terminologie unică privind acești termeni, pentru a de da un plus de independență și de recognoscibilitate contractului de leasing.

Până aici există o perfectă concordanță între contractul de închiriere și cel de leasing. Însă contractul de leasing se prezintă în forme multiple, complexe și atipice, ceea ce determină considerarea lui că o categorie aparte de contracte juridice și definirea lui că atare. În primul rând, contractul de leasing prezintă aspectul legat de finanțare, deoarece dincolo de aspectele juridice leasingul este o modalitate de finanțare pentru utilizatori.

Atât legislația și literatura de specialitate străină cât și cea română identifică două mari categorii de contracte de leasing: contracte de leasing financiar și contracte de leasing operațional. Aceste două categorii de contracte stau la baza celei mai relevante clasificări privind operațiunile de leasing și anume:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- leasing financiar
- leasing operațional

Având în vedere importanța acestei clasificări, aceste două tipuri de operațiuni de leasing vor fi prezentate mai detaliat în continuare.

Leasingul financiar

Codul Fiscal prevede că intră în categoria leasingului financiar orice contract de leasing care îndeplinește cel puțin una dintre următoarele condiții:

- riscurile și beneficiile dreptului de proprietate asupra bunului care face obiectul leasingului sunt transferate utilizatorului la momentul la care contractul de leasing produce efecte;
- contractul de leasing prevede expres transferul dreptului de proprietate asupra bunului ce face obiectul leasingului către utilizator la momentul expirării contractului;
- utilizatorul are opțiunea de a cumpăra bunul la momentul expirării contractului, iar valoarea reziduală exprimată în procente este mai mică sau egală cu diferența dintre durata normală de funcționare maximă și durata contractului de leasing, raportată la durata normală de funcționare maximă, exprimată în procente;
- perioada de leasing depășește 80% din durata normală de funcționare maximă a bunului care face obiectul leasingului; în înțelesul acestei definiții, perioada de leasing include orice perioadă pentru care contractul de leasing poate fi prelungit;
- valoarea totală a ratelor de leasing, mai puțin cheltuielile accesorii, este mai mare sau egală cu valoarea de intrare a bunului.

Din condițiile prezentate mai sus se pot desprinde câteva aspecte pe care legiuitorul le-a avut în vedere atunci când a încercat să încadreze diversele operațiuni de leasing în una din cele două categorii: financiar sau operațional.

Așa cum se poate observa încă din titulatura de leasing financiar, în cazul acestui tip de leasing prevalează aspectul de finanțare al operațiunii. Pe plan internațional se poate constata că în cazul contractelor de leasing financiar durata acestora se întinde pe o durată de 3-7 ani, în funcție de natura bunului.

Cea de-a doua condiție se referă la exercitarea dreptului de opțiune, caracteristic contractelor de leasing, drept care îl diferențiază de alte tipuri de

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

contracte. Așa cum am mai arătat utilizatorul are la îndemână tripla opțiune: rezilierea (renunțarea), achiziționarea bunului sau prelungirea contractului de leasing. În cazul în care utilizatorul optează de la început pentru achiziționarea bunului ne aflăm, fără echivoc, în cazul unui leasing financiar.

Pornind de la această triplă opțiune, în cadrul leasingului financiar putem identifica unele subdiviziuni ale acestuia și anume:

- contract de leasing financiar fără drept de opțiune;
- contract de leasing financiar cu opțiune de cumpărare;
- contract de leasing financiar cu opțiune de prelungire a duratei contractului de leasing.

Prima condiție este probabil cea care este susceptibilă la interpretări și de aici, la dificultăți sau neclarități legate de încadrarea unui contract în una din cele două categorii. În cadrul unui contract de leasing, sunt prevăzute, la fel că în orice contract drepturile și obligațiile părților.

Conform OG 51/1997 modificată și republicată, utilizatorul trebuie să își asume prin contractul de leasing o serie de obligații printre care suportarea cheltuielilor de întreținere și reparații a bunului, riscul pierderii, distrugerii, avarierii bunului etc. De asemenea el beneficiază de toate avantajele aferente deținerii și exploatarei bunului. În lipsa unor formulări mai explicite se poate trage concluzia că toate contractele de leasing prevăd transferul riscurilor și beneficiilor dreptului de proprietate aferente bunului ce face obiectul contractului. Deci, aparent toate contractele de leasing încheiate ar putea fi de leasing financiar.

Leasingul operațional

Este calificat drept contract de leasing operațional orice contract de leasing încheiat între locator și locatar, care transferă locatorului riscurile și beneficiile dreptului de proprietate, mai puțin riscul de valorificare a bunului la valoarea reziduală, și care nu îndeplinește niciuna dintre condițiile prevăzute la lit. b) - e); riscul de valorificare a bunului la valoarea reziduală există atunci când opțiunea de cumpărare nu este exercitată la începutul contractului sau când contractul de leasing prevede expres restituirea bunului la momentul expirării contractului. Standardul referitor la leasing IAS 17, definirea lui este foarte simplă și fără echivoc: *leasingul operațional este operațiunea de leasing ce nu intră în categoria leasingului financiar.*

Așa cum este prezentat, leasingul operațional apare mai mult ca o operațiune de închiriere. De altfel, în literatura de specialitate găsim definiții ale leasingului

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

operațional că fiind tipul de leasing în care echipamentul este închiriat de utilizator cu singurul scop de a beneficia de utilizarea lui, fără intenția de a deveni proprietarul echipamentului. Durata contractului de leasing financiar este mai scurtă decât viața economică a bunului. Acest tip de tranzacție dă posibilitate locatorului să închirieze același bun mai multor utilizatori. Contractul poate fi reziliat de către utilizator prin simpla notificare a finanțatorului în termenul prevăzut în contract.

În mod uzual, în cazul contractelor de leasing operațional, cheltuielile legate de întreținerea, reparațiile și asigurarea bunului sunt suportate de finanțator. Recuperarea acestor costuri se poate face prin includerea lor estimativă în ratele de leasing ce vor fi plătite de utilizator. Leasingul operațional este întâlnit pe piețele care și-au încheiat procesul de dezvoltare și au nevoie de bunuri specializate. De asemenea este utilizat în finanțarea echipamentelor ce suferă un progres tehnologic rapid, gradul de uzură morală este extrem de ridicat, precum și la bunuri cu viață economică lungă.

Din cele prezentate până aici rezultă că distincția între leasingul financiar și cel operațional nu este nici clară și ușor de realizat, fiind necesară experiența profesională a celui chemat să facă această clasificare. Se poate însă constata că această clasificare nu trebuie făcută în funcție de forma contractului ci mai degrabă de fondul tranzacției.

Pe lângă cele trei condiții prezente în Codul Fiscal referitoare la încadrarea unei tranzacții în categoria leasingului financiar, IAS 17 Leasing mai prezintă și alte condiții de care trebuie ținut cont și anume:

- valoarea actuală, la începutul leasingului a plăților minime de leasing este mai mare sau cel puțin egală cu valoarea justă a bunului, mai puțin deducerile și creditele fiscale de care beneficiază locatorul la momentul respectiv;
- bunul are o natură specializată în așa fel încât numai locatarul poate să-l utilizeze fără a-i aduce modificări majore;
- dacă utilizatorul poate revoca contractul de leasing, pierderile finanțatorului generate de revocare sunt suportate de utilizator;
- câștigurile sau pierderile rezultate din fluctuații în valoarea reziduală justă îi revin utilizatorului;

Așa cum am menționat anterior IFRS 16 elimină distincția între leasing financiar și leasing operațional în ceea ce privește tratamentul contractelor de

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

leasing la utilizator. Astfel toate contractele se vor înregistra pe de o parte că active și pe de altă parte că datorii (obligații financiare de a face plăți viitoare)

Aplicarea IFRS 16 va solicita modificări substanțiale în contabilitatea și raportările financiare ale utilizatorului, în principal în ceea ce privește:

- Eliminarea înregistrării în afara bilanțului a valorilor noilor contracte care în prezent ar constitui Leasing Operational și înregistrarea acestora în cadrul activelor și pasivelor din bilanțul contabil.
- Recunoașterea în bilanț și în contul de profit și pierdere a amortizării activelor din noile contracte care în prezent ar fi tratate prin Leasing Operational în conturile din afara bilanțului.
- Împărțirea și tratarea separată celor trei componente ale sumelor care în prezent s-ar trata că un simplu cost cu chiria în contul de profit și pierdere, respectiv: Principal (împrumut), Dobânda și, respectiv, elemente de Servicii care nu țin de leasing.
- Re-tratarea contabilă a contractelor de Leasing Operational active la data tranziției la IFRS 16: aducerea acestor sume în bilanțul contabil, prin identificarea componentelor de Dobânda, Principal și alte servicii care nu au natură de Leasing.

IFRS 16 menține în continuare prevederile IAS 17 în ceea ce privește distincția între leasing financiar și leasing operațional pentru locator (societatea de leasing).

Din atenția care se acordă acestei distincții între leasingul financiar și cel operațional se poate aprecia importanța acestei clasificări. De aceea se impune să aruncăm și o privire asupra modului în care este reglementată această distincție în patria leasingului, SUA.

Profesioniștii în domeniu au emis în 1976 un document (FASB 13) pentru a ajuta la standardizarea prezentării operațiunii de leasing în situațiile financiare. Până la această dată, atât societățile de leasing cât și utilizatorii erau liberi să încadreze operațiunea în oricare din cele două forme, evident în funcție de interesul financiar al fiecăruia. Conform FASB 13, tranzacțiile de leasing sunt clasificate diferit, existând 2 tipuri de leasing din punct de vedere al utilizatorului și 4 tipuri de leasing din punct de vedere al locatorului/finanțatorului.

Astfel, din punct de vedere al utilizatorului există cele două tipuri de leasing:

- leasing financiar (de capital)

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- leasing operațional

Din perspectiva societății de leasing putem identifica:

- leasingul de producător (sale-types) – aceste forme sunt folosite ca modalități pentru producători de a-și promova propriile produse;
- leasingul-finanțare directă – care este de fapt leasingul financiar;
- leasingul susținut de un terț (leverage leasing) – apare aici un terț, un creditor pe termen lung care finanțează societatea de leasing;
- leasingul operațional.

Leverage leasing este utilizat în finanțarea proiectelor de investiții de valori mari. Cel mai cunoscut este leasingul Anaconda încheiat la începutul anilor 1970. În 1971 Anaconda dorea să construiască o fabrică de reducere a aluminiului în Kentucky însă avea pierderi mari datorită naționalizării minelor deținute de aceea a luat în considerare varianta leasingului. Valoarea contractului de leasing încheiat a fost de 110 mil. USD, iar tranzacția a fost intermediată de un broker de leasing, U.S. Leasing pentru o taxă de 1.1. milioane USD.

În general finanțarea se face în proporție de 20 – 40 % de către locator și restul de către un alt/alți finanțator/i. Ceea ce este specific, este faptul că finanțatorul nu se poate îndrepta împotriva locatorului în cazul neplății ratelor, de aceea bonitatea utilizatorului este foarte importantă. Avantajul pentru locator este faptul că se bucură de toate facilitățile fiscale generate de deținerea proprietății bunului, iar pentru locator poate genera datorită avantajelor locatorului rate mai mici decât în cazul leasingului convențional.

De asemenea Internal Revenue Service (IRS) a emis linii directoare pentru a ajuta finanțatorii și utilizatorii în structurarea tranzacțiilor de leasing.

Confuzia apare atunci când aceste instituții de reglementare nu sunt de acord. Datorită faptului că tranzacțiile și contractele de leasing sunt complicate, instituțiile trebuie să decidă dacă trebuie avut în vedere la clasificarea operațiunii litera contractului sau intenția părților.

Diferențele majore între FASB și IRS sunt prezentate mai jos. În principiu, suntem în cazul unui leasing financiar atunci când:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

FASB	IRS
1. transfer explicit al proprietății	1. transfer explicit al proprietății
2. există opțiunea achiziționării bunului la o valoare care mai mică decât valoarea de piață a bunului	2. există opțiunea achiziționării bunului
3. durata contractului este de 75% din durata de viața utilă a bunului	3. finanțatorul își asumă mai puțin de 20% "risc" investind în bunul respectiv
4. valoarea actualizată (prezentă) a plăților minime de leasing este de cel puțin 90% din valoarea justă a bunului	4. plățile sunt semnificativ mai mari decât valoarea justă de închiriere
	5. parte a ratei de leasing poate fi considerată că recuperare a investiției ori a dobânzii

Dacă unul din criteriile nu este îndeplinit este vorba de leasing operațional. Deoarece criteriile prezentate mai sus diferă într-o oarecare măsură, leasingul poate fi considerat financiar conform reglementărilor unei instituții și operațional conform celeilalte.

Din astfel de neconcordanțe în SUA, în anii '90 a apărut o foarte populară formă de leasing și anume leasingul sintetic (*synthetic leasing*)³². Această formă reprezintă leasingul în special al unor bunuri imobiliare sau echipamente, care din punct de vedere contabil este considerat că leasing operațional și nu apare în bilanț ca datorie, ducând la îmbunătățirea indicatorilor economico-financiar, iar din punct de vedere fiscal, utilizatorul beneficiază de deducerile fiscale cum este amortizarea accelerată.

Până în 1986, ambele tipuri de leasing erau foarte populare. Însă, în 1986 Tax Reform Act, care a diminuat ratele de impozitare ale corporațiilor, a descurajat utilizarea leasingului de capital (financiar) și a încurajat cealaltă formă.

Distincția între cele două tipuri de leasing este importantă deoarece în funcție de această clasificare avem de a face cum moduri diferite de înregistrare în contabilitate și prezentare a tranzacției în situațiile financiare și cu diferite avantaje și dezavantaje specifice acestor forme.

³² Berman M., *Synthetic leases: Changed but still viable*, Journal of Equipment lease financing, 2004, vol. 22

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

În sistemul anglo-saxon, pentru clasificarea contractelor de leasing se utilizează foarte frecvent criteriul 4 din FASB 13, numit și “testul 90%”, care pentru a considera o operațiune drept leasing financiar reclamă că suma actualizată a plăților minime de leasing să fie cel puțin egală cu 90% din valoarea justă a bunului.

Noua reglementare a *leasingului* este dezamăgitoare pentru că, în pofida obiectivelor avute în vedere la elaborarea acesteia, ea nu conține suficiente măsuri care să conducă la promovarea finanțării prin leasing, la consolidarea pieței și încurajarea investițiilor în echipamente și utilaje și nu clarifica nici pe departe problemele deja ivite în practica, introducând noi elemente de confuzie.

Ceea ce apare evident, din păcate, este faptul că la elaborarea legislației au fost probabil consultate numai asociațiile societăților de leasing. Noua reglementare a leasingului pare transpunerea legală a condițiilor generale de contractare practicate de societățile române de leasing, ce prezintă la ora actuala certe puncte de similaritate.

Noile modificări și completări sunt puternic influențate de încadrarea, prin O.G. nr. 28/2006, a leasingului financiar în categoria activităților de creditare. Contractul de leasing este asemănător până la suprapunere cu contractul de credit, fiind pe alocuri chiar mai dezavantajos decât acesta din urma, ceea ce nu este de natură să încurajeze dezvoltarea leasingului în România. Deși o astfel de abordare s-ar justifica în parte în cazul leasingului financiar, în nici un caz nu este normală în cazul leasingului operațional. Soluția legiuitorului român de a reglementa similar leasingul financiar și leasingul operațional în O.G. nr. 51/1997, este greșită și în total dezacord cu practica internațională în domeniu. Nici restricțiile impuse societăților de leasing nu vor conduce la promovarea acestei forme de finanțare care, în mod normal, trebuie să fie facilă și accesibilă.

Reglementarea mai puțin strictă a societăților de leasing în raport cu băncile este de natură a conduce la promovarea activității de leasing în țările cu economie în tranziție, cum este și România.

Pe de altă parte, instituirea unor condiții prudențiale, cum ar fi cerința unui capital social minim și situații financiare transparente și standardizate, contribuie la un mediu propice desfășurării operațiunilor de leasing. O.G. nr. 51/1997 oferă în continuare o definiție comună celor două tipuri de leasing, deși pe plan internațional este unanim admis că acestea sunt complet diferite. Mai precis, posibilitatea exprimării unei opțiuni de cumpărare a bunului la finele perioadei de leasing este

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

complet atipică pentru leasingul operațional, care nu constituie în nici un caz o metoda de finanțare a achiziției unui bun, asemănându-se mai mult cu un contract de locațiune clasic, însă prezentând certe particularități.

Pe plan internațional, leasingul operațional apare că un contract de locatiune încheiat pe termen scurt. Costul echipamentelor închiriate se recuperează în general prin multiple închirieri ale acestora. Mentenanta și riscurile uzurii morale și fizice ale echipamentelor sunt suportate de către locator. În Franța, Germania sau în Marea Britanie, de exemplu, leasingul operațional nu se deosebește de locațiunea clasică. De asemenea, în Italia, leasingul operațional apare că o forma particulara a contractului de locatiune, locatarul neavând opțiunea de cumparare a bunului obiect al contractului.

De aceea, confuzia de regim juridic care se face în legislația româna între leasingul financiar și leasingul operațional, confuzie mentinuta și chiar întarita de noile reglementări în domeniu, apare cel puțin ciudata. Această cu atât mai mult cu cât unul dintre scopurile declarate ale ultimelor modificări și completari la O.G. nr. 51/1997 îl constituie „eliminarea confuziilor existente între cele două tipuri de leasing (financiar și operațional)”.

Legislația româna a leasingului (incluzând aici și reglementarile fiscale, contabile și vamale) face distincție între cele două forme ale acestuia exclusiv din punctul de vedere al tratamentului fiscal și contabil.

În aceste conditii, când vine vorba de calificarea unei operațiuni că încadrându-se într-o categorie sau în alta, ne vom raporta în continuare la Codul Fiscal care prevede că intra în categoria leasingului financiar orice contract de leasing care îndeplinește cel puțin una dintre urmatoarele conditii:

- a) riscurile și beneficiile dreptului de proprietate asupra bunului care face obiectul leasingului sunt transferate utilizatorului la momentul la care contractul de leasing produce efecte;
- b) contractul de leasing prevede expres transferul dreptului de proprietate asupra bunului ce face obiectul leasingului către utilizator la momentul expirării contractului;
- c) perioada de leasing depaseste 75% din durata normala de utilizare a bunului ce face obiectul leasingului; în intelesul acestei definitii, perioada de leasing include orice perioada pentru care contractul de leasing poate fi prelungit.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Este calificat drept contract de leasing operațional orice contract de leasing încheiat între locator și locatar care nu îndeplinește condițiile contractului de leasing financiar.

Noua reglementare prevede clar faptul că, în cazul leasingului financiar, înregistrarea amortizării bunului ce face obiectul contractului se efectuează de către locator/utilizator, iar în cazul leasingului operațional de către locator/finanțator.

Reglementarea la art. 6 alin. (1) din O.G. nr. 51/1997 a cerinței că părțile să cuprindă în contractul de leasing clauza privind definirea acestuia că leasing financiar sau operațional apare că superflua și se poate dovedi, în practica, generatoare de confuzii și de conflicte între părțile contractului de leasing și organele fiscale. Degeaba califică părțile un contract că fiind de leasing operațional, când în realitate, aplicând criteriile reglementate de Codul Fiscal, el apare că fiind un contract de leasing financiar. Aceeași prevedere este în dezacord și cu principiile de interpretare a contractelor consacrate de Codul civil, care prevede că aceasta se face după vointa reală a părților, și nu după sensul literal al termenilor utilizați de acestea.

Noile reglementări consacră expres existența unui avans, că element contractual obligatoriu în cazul leasingului financiar, ceea ce este de natură să frâneze pe viitor dezvoltarea și promovarea finanțării prin leasing.

Unul dintre avantajele recunoscute ale leasingului la nivel mondial, care îl deosebește clar de contractul de credit, îl constituie posibilitatea de obținere a finanțării integrale a unei investiții. Finanțarea 100% a investiției permite investitorului să nu facă uz de fondurile proprii pentru investiția respectivă, acestea putând fi utilizate în finanțarea altor obiective sau în rezolvarea unor probleme cu lichiditățile.

Un atare avantaj este, în mod particular, de interes pentru micii întreprinzători (persoane fizice care desfășoară activități cu caracter independent, întreprinderi mici și mijlocii) și pentru întreprinderile nou-înființate care, în mod normal, nu au acces la credite.

În aceste condiții, finanțarea prin leasing își pierde foarte mult din flexibilitatea care a condus la dezvoltarea fără precedent a acestei activități la nivel internațional și apare cu atât mai ciudată cu cât însesi băncile promovează actualmente produse de creditare fără avans, extrem de atractive pentru potențialii beneficiari.

Un aspect cu privire la care sperăm o reglementare nouă și echitabilă și pentru locator/utilizator, dar care nu s-a întâmplat, se referă la răspunderea

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

locatorului/finanțatorului în cazul în care bunul obiect al contractului nu este sau este livrat necorespunzător de către furnizor.

Actuala reglementare consacră în mod expres exonerarea de orice răspundere a locatorului/finanțatorului în această situație. O atare soluție ar putea fi valabilă parțial în cazul leasingului financiar, însă în niciun caz nu poate fi acceptată în materia leasingului operațional. Ar fi fost de dorit ca legiuitorul român să adopte măcar în parte soluția Convenției UNIDROIT privind leasingul financiar internațional, Ottawa, 1998, îmbrățișată și aplicată de state mari ale lumii: SUA, Franța, Italia, Federația Rusă, Belgia, Finlanda ș.a.m.d., care consacră dreptul utilizatorului de a pune capăt contractului de leasing, cu restituirea sumelor deja plătite, în ipoteza în care furnizorul nu livrează bunul sau livrează un bun care nu corespunde cerințelor utilizatorului.

Art. 8 din O.G. nr. 51/1997, în noua formulare, face referire expresă la garanții reale și personale, constituite în scopul garantării obligațiilor asumate prin contractul de leasing și extinde caracterul executoriu al acestuia asupra întregului contract și asupra acestor garanții, ceea ce îl aseamănă nepermis de mult cu contractul de credit.

Această este o prevedere clar mai defavorabilă locatarilor/utilizatorilor în raport cu reglementarea anterioară care consacră caracterul executoriu al contractului de leasing numai în ceea ce privea restituirea bunului de către utilizator.

Rămâne de văzut care vor fi consecințele practice ale acestei reglementări. Este de dorit ca societățile de leasing să nu abuzeze de ea, având în vedere că leasingul trebuie să rămână o formă accesibilă de finanțare în care, pe cât posibil, nu trebuie constituite garanții suplimentare, reținerea proprietății bunului de către locator/finanțator fiind o garanție prin ea însăși. Totodată, utilizatorii vor trebui să fie foarte atenți la cauzele de încetare a contractului și, în general, la conținutul acestuia, pentru a nu se confrunta cu abuzuri în executarea acestora de către societățile de leasing.

Modificările propuse la O.G. nr. 51/1997 înregistrează o noutate și în ceea ce privește asigurarea bunului, acordând dreptul alegerii asigurătorului exclusiv locatorului/finanțatorului. Chiar dacă aparent nu este vorba despre o dispoziție imperativă, părțile putându-se înțelege și altfel, în contextul practic actual, în care contractele de leasing au început să semene contractelor de adeziune, ea capătă

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

caracter imperativ, fiind fără îndoială că utilizatorul nu va avea niciun cuvânt de spus în ceea ce privește asiguratorul bunului.

Dacă soluția ar pareă justificată în cazul leasingului operațional, în cazul leasingului financiar, în care beneficiile dreptului de proprietate trec asupra utilizatorului, ea apare că total neechitabilă. Din acest punct de vedere, apreciez că vechea reglementare era mai apropiată de natura contractului de leasing. În plus, actualele dispoziții pot genera efecte neconcurențiale. În acest sens, societățile de leasing vor trebui să fie precaute în ceea ce privește modalitatea în care impun un anumit asigurator locatarului/utilizatorului și, de asemenea, în ceea ce privește înțelegerile pe care le fac cu asiguratorii selectati.

Din păcate, noua reglementare conține doar prevederi referitoare la publicitatea contractelor de leasing care au ca obiect utilizarea bunurilor imobile, acestea trebuind să fie înscrise în Cartea Funciară. Ar fi fost de dorit, pentru siguranța circuitului civil, ca legiuitorul să gândească și o modalitate de publicitate a bunurilor mobile obiect al contractelor de leasing altele decât autovehiculele, navele și aeronavele care sunt supuse înmatricularii, procedura ce asigură o publicitate suficientă.

Legislația franceza ar fi putut fi luată ca exemplu în acest sens, în aceasta țară orice contract de leasing financiar trebuind să fie înregistrat într-un registru ținut de Tribunalul comercial sau de instanță de cel mai înalt grad din circumscripția utilizatorului.

În sfârșit, noua reglementare are în vedere și protejarea intereselor locatarilor/utilizatorilor în ipoteza falimentului sau lichidării societății de leasing, drepturile celor dintâi devenind opozabile judecătorului-sindic, lichidatorului și creditorilor în cazul în care intervin astfel de situații. Reglementarea a fost clar menită să împiedice pe viitor situații de genul MTS Leasing și să dea o șansa de dezvoltare leasingului bunurilor imobile, contractat în general pe termen lung.

Referitor la garantarea respectării dreptului de opțiune pentru cumpărarea bunului la sfârșitul contractului, a fost introdusă mențiunea expresă referitoare la posibilitatea instanței judecătorești de a pronunța o hotărâre care să țină loc de act de vânzare-cumpărare, în ipoteza în care locatorul/finanțatorul nu respecta acest drept al locatarului/utilizatorului.

Noile dispoziții reglementează și subleasingul, că fiind posibilitatea locatarului/utilizatorului inițial de a încheia, la rândul său, un contract de leasing

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

pentru același bun cu un locatar/ utilizator final. Lasând la o parte numeroasele probleme practice pe care le poate genera o astfel de operațiune, apreciez că ea nu este posibilă deoarece este contrara art. 1 din O.G. nr. 51/1997 care definește noțiunea de operațiune de leasing și prevede că locatorul/finanțatorul trebuie să fie proprietarul bunului dat în leasing (calitate pe care locatorul/utilizatorul inițial nu o are pe parcursul derulării contractului).

Nu în ultimul rând, în cazul leasingului ce are ca obiect realizarea unei construcții pe terenul proprietate a locatorului/utilizatorului, nu se prevede nimic cu privire la situația terenului în ipoteza în care contractul de leasing se desființează, fapt de natură să dea naștere în practică la diverse abuzuri din partea societăților de leasing și, oricum, la probleme de aplicare și interpretare.

De asemenea, noile dispoziții impun auditarea situațiilor financiare anuale ale societăților de leasing și consacră, și în cazul societăților de leasing, obligația de raportare și dreptul de consultare a informațiilor de risc bancar la BNR - Centrala Riscurilor Bancare.

Diferența între leasing financiar și operațional în sens fiscal

Noile prevederi ale Codului Fiscal conțin modificări în ceea ce privește criteriile după care un contract de leasing este considerat contract de leasing financiar sau, după caz, contract de leasing operațional.

Distincția este importantă deoarece unele prevederi ale Codului Fiscal (ex. dispozițiile de excepție relative la titularul obligației de plată a impozitelor locale pentru bunuri ce fac obiectul contractelor de leasing) privesc exclusiv contractele de leasing financiar sau conferă un regim diferit acestora.

În privința leasingului financiar, apar două criterii noi, oricare dintre acestea conducând la încadrarea contractului de leasing în această categorie:

1. Utilizatorul are opțiunea de a cumpăra bunul la momentul expirării contractului, iar valoarea reziduală exprimată în procente este mai mică sau egală cu diferența dintre durata normală de funcționare maximă și durata contractului de leasing, raportată la durata normală de funcționare maximă, exprimată în procente;

2. Valoarea totală a ratelor de leasing, mai puțin cheltuielile accesorii, este mai mare sau egală cu valoarea de intrare a bunului.

În privința leasingului operațional, definiția nu se limitează la simpla precizare a neîndeplinirii condițiilor contractului de leasing financiar, precizând că se încadrează în această categorie orice contract de leasing încheiat între locator și

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

locatar, care transferă locatarului riscurile și beneficiile dreptului de proprietate, mai puțin riscul de valorificare a bunului la valoarea reziduală, și care nu îndeplinește niciuna din restul condițiilor de încadrare că leasing financiar; riscul de valorificare a bunului la valoarea reziduală există atunci când opțiunea de cumparare nu este exercitată la începutul contractului sau când contractul de leasing prevede expres restituirea bunului la momentul expirării contractului.

Persistă, în continuare, o evidentă lipsă de concordanță între definiția leasingului din punct de vedere fiscal și definiția legala continuta de OG nr. 51/1997 privind operațiunile de leasing și societățile de leasing.

Definiția conținută de Codul Fiscal este apropiată de realitatea practică și prezintă aspectul pozitiv că, în cazul leasingului operațional, exclude complet acordarea la începutul contractului a opțiunii de cumparare a bunului la finele acestuia. În mod greșit, OG nr.51/1997 oferă o definiție comună celor două tipuri de leasing, deși pe plan internațional este unanim admis că acestea sunt complet diferite. Pe de alta parte, caracterul foarte cuprinzător al definiției din Codul Fiscal a fost generat chiar de incalcarea în practica a dispozițiilor OG nr. 51/1997 (ex. existența contractelor de leasing în care se prevede transferul automat al proprietatii bunului la sfârșitul contractului, deși esența leasingului este respectarea de către locator a dreptului de opțiune al utilizatorului, la sfârșitul contractului, de a cumpăra bunul, de a prelungi contractul ori de a înceta raporturile contractuale), situație care a generat o diversitate foarte mare de contracte „de leasing“ care, în realitate, ar trebui să fie simple contracte de vânzare-cumparare cu plata în rate și cu transferul proprietății la sfârșitul contractului.

Piața finanțărilor în România este dominată în continuare de leasingul financiar care după cele mai recente date deține 74% din piață de leasing, leasingul operațional reprezentând doar 6% din total. Predomină finanțarea mijloacelor de transport în continuare, sectorul imobiliar cunoscând o ușoară creștere.

Tipuri speciale de leasing

Master leasing – este un tip de leasing pe termen lung având că obiect containere, iar firma de leasing își asumă toae costurile de întreținere, reparații. Se întocmește un contract cadru care va fi aplicat pentru toate bunurile (containere) care vor fi utilizate de utilizator. Contractul stabileste condițiile de bază: prețul pe zi, tipul de container, numărul de containere ce poate fi luat din depozit, depozitele de unde pot fi luate și returnate containerele, termenele de plată etc.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Time-sharing – reprezintă o închiriere pe timp partajați. Această formă de leasing a fost adoptată în practică din considerente economice, în special din cauza costului ridicat al unor echipamente sau utilaje, precum și a uzurii lor morale. Ideea privind folosirea acestui tip de leasing a apărut inițial pentru exploatarea sateliților. Avantajul financiar al acestei operațiuni constă în nivelul scăzut al ratelor de leasing pe care le plătește fiecare utilizator.

Contractul *time-sharing* are ca obiect, în principal, calculatoare electronice (fapt pentru care a fost denumit și **leasingul ordinaoarelor**), dar și alte echipamente, fiind folosit pentru prima dată de firma General Electric, în anul 1965. Ulterior alte mari întreprinderi au apelat la operațiune. În prezent, peste 100.000 de entități au în derulare contracte *time-sharing* și mai mult de 80% din parcul mondial de mari computere este exploatat prin acest sistem.

În legislația noastră, leasingul în timp partajați este condiționat de existența unui contract între utilizatori, încheiat în vederea folosirii în comun a activului, iar obiectul îl poate constitui și o construcție, în scopul realizării unei investiții (Ordonanța Guvernului nr. 51/1997 privind operațiunile de leasing și societățile de leasing, republicată, cu modificările și completările ulterioare).

Leasing experimental este o tehnică de realizare a unei operații de leasing care se utilizează în scopul promovării exporturilor de mașini și utilaje și care constă în închirierea acestora pe termen scurt cu condiția să fie achiziționate de beneficiarii locațiunii dacă sunt corespunzătoare cerințelor formulate de ei.

Sale and lease back – este în esență o operațiune de vânzare-cumpărare urmată imediat de încheierea unui contract de leasing asupra aceluiași bun/bunuri care a făcut obiectul contractului de vânzare-cumpărare.

Leasing de personal – deși obiectul contractelor de leasing este de regulă un activ imobilizat, există și contracte de leasing care au ca obiect „închirierea” personalului. Acestea sunt definite de Codul Muncii că „muncă prin agent de muncă temporară”.

Leasingul de personal funcționează pe aceleași principii cu un contract de leasing clasic, ținând cont de câteva particularități. Locatorul sau societatea de leasing se numește în acest caz agent de muncă temporară, iar utilizatorul este entitatea care beneficiază de muncă temporară a salariatului pus la dispoziție de agentul de muncă temporară.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Durata contractului de leasing de personal nu poate depăși 24 de luni. Acesta poate fi prelungit maxim până la 36 de luni. Angajatul va primi salariul de la societatea de leasing, dar acesta nu poate fi mai mic decât salariul plătit de utilizator propriilor angajați pentru același tip de muncă prestată.

Pentru utilizator leasingul de personal prezintă o serie de beneficii printre care:

- acces rapid la forța de muncă calificată;
- costuri reduse cu recrutarea personalului;
- posibilitatea de a angaja persoana respectivă la sfârșitul contractului de leasing fără costuri suplimentare;
- asigurarea necesarului de angajați în perioadele de vârf de activitate, activitate sezonieră, concedii de maternitate etc.

În România, conceptul de leasing de personal a apărut în 2003, iar dacă în 2014 angajații temporari reprezentau sub 2% din forța de muncă și sub media europeană, în 2022 companiile care oferă servicii de leasing de personal, au împreună peste 100.00 de angajați.

Situații în care leasingul de personal poate fi o soluție oportună pentru o entitate economică:

- firmă nouă, fără contracte certe și fără o siguranță a evoluției producției și vânzărilor, leasingul de personal poate fi o variantă de reducere a costurilor salariale;
- firmă cu activitate desfășurată în puncte de lucru în locații diferite în țară sau are activitate sezonieră
- firmă cu proiecte în creștere pe perioadă determinată și apare un necesar de personal suplimentar pe perioadă determinate.

Iar procesul de leasing de personal presupune:

- ✓ Identificarea și selectarea personalului atât prin recrutare activă cât și prin recrutare pasivă;
- ✓ Completarea întregului proces de recrutare și trimiterea spre angajare doar a candidații care corespund cerințelor și valorilor companiei;
- ✓ Programarea candidaților la proba de lucru în cadrul companiei;
- ✓ Livrarea feedback-ului către candidații;
- ✓ Încheierea unui contract de leasing de personal, unde angajatul temporar semnează un contract individual de muncă cu firma de leasing.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

3.2.2.2. Factoringul

Factoringul, produs utilizat în mediile de afaceri dinamice din întreaga lume, reprezintă o soluție rapidă de eliberare a capitalului de lucru blocat în creditul furnizor, asigurând o utilizare productivă a resurselor financiare.

Ca alternativă la creditele standard, factoring-ul este o modalitate de finanțare cu risc scăzut din ce în ce mai solicitată de societățile comerciale românești.

Factoringul este operațiunea prin care clientul denumit "aderent" transferă proprietatea creanțelor sale izvorâte din facturile comerciale, către bancă, denumită "factor", aceasta având obligația, conform contractului încheiat, de a asigura încasarea creanțelor aderentului, asumându-și riscul de neplata a acestora. Banca, pe baza documentelor primite, plătește la prezentare o parte din contravaloarea facturilor sub formă de avans, iar diferența la o anumită dată viitoare după prezentare - mai puțin agio.

Concret, factoring-ul este mecanismul de finanțare prin care se obțin rapid lichidități prin vânzarea de facturi a căror scadență are termen scurt (cuprins de obicei între 180 și 360 de zile). Întrucât factorul este cel care își asuma riscul de neplată al debitorului, trebuie să aibă în vedere seriozitatea partenerilor externi. În acest sens, banca (sau firma de factoring) va solicita situații financiare și rapoarte despre creditele importatorilor, pentru a le putea verifica situația. Factorul va lua în considerare și calitatea datoriei preluate. Dacă unele creanțe se vor dovedi riscante din punctul de vedere al încasării, acestea nu vor fi preluate.

Factoring-ul se aplică în special în operațiunile de import-export, unde nevoia rapidă de lichidități și recuperarea în timp relativ scurt a fondurilor investite sunt în echilibru. De aici rezultă și succesul acestui mecanism de finanțare.

Doar câteva bănci practică la ora actuală factoring-ul, deși în Uniunea Europeană un astfel de serviciu ocupa un loc însemnat în portofoliul instituțiilor specializate.

Principala cauză care stă în calea dezvoltării corespunzătoare a factoring-ului ține de legislația românească, "mult prea blândă cu cei care nu-și respectă obligațiile de plată", consideră bancherii.

Contractele de profil sunt de multe ori superficiale sau chiar inexistente sub forma scrisă și că atare sunt puțin asigurătoare pentru cel care preia creanța și prestează factoring-ul. În astfel de condiții există un risc necontrolabil și greu de evaluat.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Factoringul este o operațiune comercială complexă, care implica următoarele:

- un producător de mărfuri sau prestator de servicii, denumit “Aderent”;
- existența unor creanțe (concretizate în facturi) pe care furnizorul le are împotriva clienților săi;
 - cesiunea / vânzarea acestor creanțe unei bănci comerciale sau unei instituții financiare specializate;
- servicii oferite de Factor în schimbul unei “taxe” numite “**agio**”, care pot cuprinde cel puțin două din următoarele servicii: finanțarea facturilor, administrarea creanțelor transmise, recuperarea creanțelor de la debitori și protecție împotriva riscului de plată.

Factoring, ca mecanism de finanțare, presupune participarea următoarelor trei persoane: aderentul, factorul și debitorul.

A) Aderentul este de regula un furnizor de bunuri sau servicii sau un executant de lucrări, care transmite factorului creanțele împotriva debitorilor săi, rezultate din producerea de bunuri sau furnizarea de servicii, în scopul obținerii de lichidități.

B) Factorul este o bancă sau instituție financiară, care cumpără creanțele (facturile) aderentului și le plătește, fie la momentul transmiterii lor, fie la data scadenței creanțelor, urmând că ulterior, subrogându-se în drepturile aderentului, să-și încaseze creanțele de la debitorii aderentului. De regulă, factorul plătește inițial un procent din valoarea facturii (ex. 80-90%), urmând că restul să-l achite la data recuperării creanțelor de la Debitori. De asemenea, pentru serviciile sale, factorul reține un comision de finanțare, care se calculează în funcție de perioada de timp dintre data cumpărării facturilor și scadența acestora.

C) Debitorul (sau clienții aderentului) sunt cumpărătorii mărfii sau beneficiarii serviciilor prestate de client. Factoringul este o operațiune de finanțare destul de recent introdusă pe piața de capital românească. Dovada a utilizării pe scara redusă a mecanismului de creditare prin factoring este și reglementarea mai mult decât lacunară a factoringului în legislația română. Data fiind lipsa unui cadru legislativ care să reglementeze modul de funcționare a factoringului, părțile implicate în astfel de operațiuni au recurs la “materializarea” modului de funcționare a operațiunilor de factoring sub forma unui contract.

Însă, contractul nu este necesar pentru a încheia în mod valabil o operațiune de factoring. Contractul doar conserva și conferă siguranță voinței părților, fiind necesar

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

doar pentru a proba voința lor. Factoringul prezintă avantaje și dezavantaje pentru toate părțile contractante.

Avantaje pentru Aderent:

- Factoringul înseamnă pentru Aderent transformarea creanțelor sale în lichidități, fără a-i da acestuia grija că trebuie să replătească creditul obținut de la Factor. Odată ce Aderentul are lichidități, se poate concentra asupra extinderii afacerii, poate să facă imediat plăți și poate să ruleze banii, să se angajeze în continuare în vânzări.
- În cazul în care Aderentul furnizor își realizează operațiuni de factoring în mod curent, astfel că toate facturile acestuia sunt vândute unei societăți de factoring, acest lucru implică mai multe avantaje. Unul ar fi dispariția departamentului de analiza financiară, credit al Aderentului, întrucât Factorul preia asupra lui funcția de analiza de credit și va determina care operațiuni sunt avantajoase din punct de vedere al riscului. Apoi, treptat, Aderentul poate înlătura departamentul de colectare a plăților (în cazul în care există un astfel de departament), iar banii astfel economisiți pot fi folosiți eficient în alte scopuri.
- Aderentul se pune la adăpost împotriva riscului de neplata din partea Debitorilor săi, care este preluat de către Factor.
- Prin factoring, Aderentul nu se angajează la un credit, cu toate dezavantajele pe care poate să le permită acesta.
- Factoringul oferă Aderentului diverse facilități de natura contabilă, prin reducerea conturilor de clienți și înlocuirea lui cu cel al Factorului.
- Factorul oferă Aderentului și consiliere de afaceri, cu privire la clienții săi sau la politica sa comercială.
- Factoringul îl degreavează pe Aderent de o serie de lucruri administrative (ținerea evidenței clienților, informarea cu privire la plată).
- Factoringul înseamnă o colectare mai rapidă a plăților, întrucât Factorul este o instituție specializată, care are expertiza necesară în a trata cu debitori.
- Factoringul presupune o procedură și documentație mai simplificată.
- Nu necesită garanții colaterale.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Dezavantaje pentru Aderent:

- Factoringul implică costuri destul de ridicate, pe care le reține Factorul, și care ar putea fi folosite de Aderent pentru eficientizarea afacerii sau în alte scopuri comerciale (remunerarea și calificarea personalului, dezvoltarea strategiei de afaceri).
- Acestor costuri li se adaugă un risc indirect, de natură comercială. Pe parcursul procesului de recuperare a creanțelor și în cazul întârzierii de plată din partea Debitorilor, Factorul poate avea o atitudine mai tranșanta decât Aderentul, ceea ce poate conduce pe termen lung la pierderea unor clienți.
- Factorul are opțiunea de a refuza anumiți Debitori ai Aderentului. Respingerea unor debitori poate interveni chiar după o prealabilă acceptare, în acest caz Factorul fiind nevoit să motiveze în scris refuzul sau.
- Factoringul este un contract de “adeziune” a Aderentului la condițiile impuse de Factor, și nu lasă prea mult loc de negociere.
- În vederea acceptării unui Aderent, Factorul va verifica anumite condiții în persoana Aderentului: existența unui profit minim, o valoare minimă a facturilor cedate etc.

Tipuri de factoring:

Clasificarea tipurilor de factoring se poate face după mai multe criterii:

- în funcție de sfera de cuprindere, modalitatea de preluare și administrare a creanțelor se deosebesc:

factoringul parțial – facturile sunt supuse unui proces de selecționare, nu toate sunt acceptate la cumpărare; obligația încasării facturilor îi revine aderentului, deoarece factorul nu preia administrarea acestora;

factoringul total – toate facturile sunt preluate de la aderent și administrate de către factor. Factorul va încasa facturile de la debitor, finanțează operațiunea și acoperă riscul de credit.

- în funcție de momentul efectuării plății creanțelor de către factor se disting:
factoringul cu plata imediată (engl. *old-line factoring*) - factorul plătește contravaloarea facturilor în momentul preluării acestora;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

factoringul la scadență (engl. maturity factoring) - creanțele aderentului îi sunt plătite în momentul exigibilității acestora;

factoringul mixt - factorul plătește o parte din valoarea facturilor în momentul prezentării acestora sub forma de avans (până la cel mult 80% din valoarea acestora), diferența urmând să fie platită la o dată ulterioară;

- în funcție de confidentialitatea operațiunii putem deosebi:
 - *factoring închis* (numit și scontare confidențială a facturilor) - permite clientului să păstreze secret faptul că a apelat la un factor;
 - *factoring deschis* - exportatorul/aderentul cedează factorului toate creanțele notificând importatorii/debitorii;
- în funcție de dreptul de regres pe care banca îl poate exercita asupra aderentului putem vorbi despre:
 - *factoring fără regres* (engl. non-recourse factoring) - factorul plătește aderentului contravaloarea acceptată a facturii sau facturilor, de regulă 80% imediat după emitere, iar restul de 20% în termen de 180 de zile de la data scadenței facturii, chiar dacă nu încasează (total sau parțial) una sau mai multe dintre facturi. În intervalul de 180 de zile de la scadența facturii(lor) banca încearcă să recupereze sumele de la debitor sau, eventual, de la societatea de asigurare-reasigurare la care s-a asigurat împotriva riscului de neîncasare. Factorul nu se îndreaptă către aderent în vederea recuperării contravalorii facturilor neavând drept de regres asupra acestuia.
 - *factoring cu regres* (engl. recourse factoring) - în caz de neplată, factorul își va recupera sumele neîncasate de la aderent prin exercitarea dreptului de regres, prin debitarea contului curent al aderentului sau prin valorificarea garanției;
- în funcție de participării la operațiunea de factoring putem distinge:
 - *factoring intern* (engl. domestic factoring) - la baza acestei operațiuni nu stă un contract comercial internațional, se desfășoară pe teritoriul aceleiași țări și, în cadrul ei, intervine un singur factor;
 - *factoring internațional* (engl. international factoring) - presupune existența unui contract comercial internațional, în cadrul operațiunii intervin doi factori (factorul de export și cel de import). Factorul de export cumpără

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

creanțele exportatorului (numit și aderent) asupra importatorului, cedându-le apoi factorului de import.

- În funcție de sfera serviciilor oferite de factori:
 - *factoring internațional în sistem de doi factori*: sistemul de factoring standard cel mai utilizat în comerțul internațional;

Forme speciale de factoring internațional, create în scopul satisfacerii unor cerințe specifice ale exportatorilor:

Factoringul simplu sau direct (single factoring) a apărut pentru reducerea costurilor și a timpului de transfer al plății în sistemul celor doi factori: în general, importatorii plătesc contravaloarea mărfurilor importate într-un interval de timp rezonabil de la data plății înscrise în documentele comerciale, fără intervenția factorului de import pentru colectarea creanțelor de la importator;

- *factoringul fără notificare* (non-notification cross border factoring) a apărut ca urmare a solicitărilor venite din partea exportatorilor care au capacitatea de a-și administra și colecta singuri creanțele pe care le au asupra importatorilor și nu doresc ca aceștia să afle de contractele de factoring pe care le-au încheiat;

Această tehnică prezintă anumite particularități:

- exportatorul/aderentul cedează facturile factorului de export în schimbul finanțării în avans, fără a-l anunța pe importator că a încheiat un contract de factoring;
- factorul de import analizează indirect bonitatea importatorilor, pentru că nu îi este permis contactul direct cu aceștia și, pentru facturile pe care le acceptă își asumă riscul de credit;
- exportatorul gestionează facturile, colectează plățile și îl informează pe factorul de export despre plățile efectuate de importator;
- factorul de export îl informează, la rândul său, pe factorul de import despre plățile efectuate de importator;
- dacă exportatorul nu încasează de la importator contravaloarea mărfurilor livrate într-un interval de 30 de zile de la data scadenței, atunci factorul de export îl notifică pe factorul de import, care îl informează pe importator de cedarea facturilor în favoarea sa și în caz de neplată, inițiază procedura legală de recuperare a creanțelor neîncasate;
- factorul de import este obligat că, în maximum 90 de zile de la data notificării importatorului, să efectueze plata contravalorii facturilor acceptate.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Din cele prezentate reiese faptul că, factoring-ul fără notificare este riscant pentru factori, de aceea, se utilizează în cazul exportatorilor cu un standing recunoscut și care utilizează și alte forme de finanțare și asigurare a riscului de credit.

- *factoring-ul spate – în – spate* (back to back factoring), se utilizează în cazul exporturilor efectuate prin intermediul distribuitorilor domiciliați în străinătate (societăți subsidiare ale companiilor străine sau societăți independente), când factoring-ul tradițional nu poate fi aplicat deoarece, fie exportatorul și importatorul fac parte din același grup, fie importatorul nu dispune de resursele financiare necesare acoperirii importurilor;

Această tehnică prezintă anumite particularități:

- exportatorul/aderentul încheie contractul de factoring cu factorul de export;
- factorul de import încheie un contract de factoring la intern cu distribuitorul - prin obligația de finanțare pe care și-o asumă față de distribuitor, el asigură rambursarea plăților în avans efectuate de factorul de export în favoarea exportatorului;
- factorul de import administrează facturile care i-au fost cedate de distribuitor și îi plătește acestuia sumele care rezultă din compensarea obligațiilor cu factorul de export - costurile și profitul distribuitorului.
- *factoring de export direct (direct export factoring)* se utilizează în cazul acelor exportatori care nu sunt interesați de serviciul de acoperire a riscului de credit deoarece deja dețin polițe de acoperire a riscului de credit. Facturile sunt cesionate în favoarea factorului de export, care este responsabil de gestionarea și încasarea lor, mecanismul de derulare fiind asemănător cu cel al factoring-ului intern.
- *factoring de import direct (direct import factoring)* este utilizat în cazul exportatorilor care livrează într-un număr restrâns de țări, și nu sunt interesați de obținerea unei finanțări ci, doar de colectarea plăților și de asigurarea riscului de credit. În această situație, pentru a-și reduce costurile, exportatorul va încheia contractul de factoring direct cu factorul de import, mecanismul de derulare fiind asemănător cu cel al factoring-ului intern.
- *factoring-ul internațional vândut importatorilor* (international factoring sold to the importers) este o metodă folosită de instituțiile de factoring pentru lărgirea ariei de clienți prin atragerea acelor importatori care preferă în locul decontării plăților prin acreditiv, utilizarea ordinului de plată, combinat cu operațiuni de factoring direct. De aceea, condițiile de costuri și garanțiile oferite de factorul de import trebuie să fie

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

mai atractive comparativ cu utilizarea acrédiutivului documentar, pentru a-l convinge pe exportator să încheie un contract de factoring direct.

O pondere importantă în cadrul operațiunilor de factoring o deține factoringul intern, caz în care, factorul derulează operațiuni pe plan național preluând creanțele pe care le are un vânzător local asupra cumpărătorilor săi.

Aspecte actuale privind factoringul

Ponderea redusă a factoringului intern în România explică de ce suntem în urma altor țări din Europa de Est. Componenta internă ar trebui să constituie motorul de bază al acestui produs. La nivelul economiei mondiale, proporția factoringului intern în cadrul unei țări este de 78% din valoarea globală iar cel internațional reprezintă doar 22% din totalul mondial. În țara noastră, băncile s-au concentrat pe finanțarea exporturilor. Una dintre cauze o reprezintă numărul relativ scăzut de agenți economici performanți, care reduce din start dimensiunea pieței interne, însă volumul actual al tranzacțiilor este departe de a atinge potențialul pieței. Pe de altă parte, companiile nu au fost atrase de factoring-ul intern deoarece în acest caz nu era asigurat riscul de neplată. Doar de curând, acest obstacol a fost parțial depășit, deoarece BCR și Raiffeisen Bank au inclus în oferta pentru factoring-ul intern și garantarea riscului de neplată. Pentru a beneficia însă de această facilitate, solicitanții trebuie să îndeplinească anumite criterii financiare foarte stricte.

Băncile se feresc să asigure riscul de neplată, deoarece nu există un asigurător de credit pe plan intern, la care băncile să se reasigure pentru creanțele preluate. Această a determinat că factoring-ul să devină un produs destinat exportatorilor deoarece, în acest caz, riscul de neplată este reasigurat atât la Eximbank cât și la instituțiile specifice din țările de destinație a exporturilor, la care băncile românești au acces prin intermediul rețelei de factori corespondenți.

În România, lipsa de interes pe care asigurătorii au manifestat-o până în prezent față de acest domeniu este explicată în mare parte de starea economiei. Acest lucru este ușor de înțeles dacă avem în vedere că nivelul arieratelor în economie se situa în 2005 la aproximativ 30% din PIB astfel că acoperirea riscului de neplată face dificilă desfășurarea unei activități profiatabile. Din această perspectivă, posibilitățile de creștere în viitor a acestui tip de factoring, în lipsa unui asigurător specializat, depind în întregime de băncile autohtone. Pentru a majora volumul tranzacțiilor, acestea vor trebui să își asume riscul de neplată pe măsură ce

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

își construiesc o bază de date și un sistem prin care să monitorizeze încasarea facturilor.

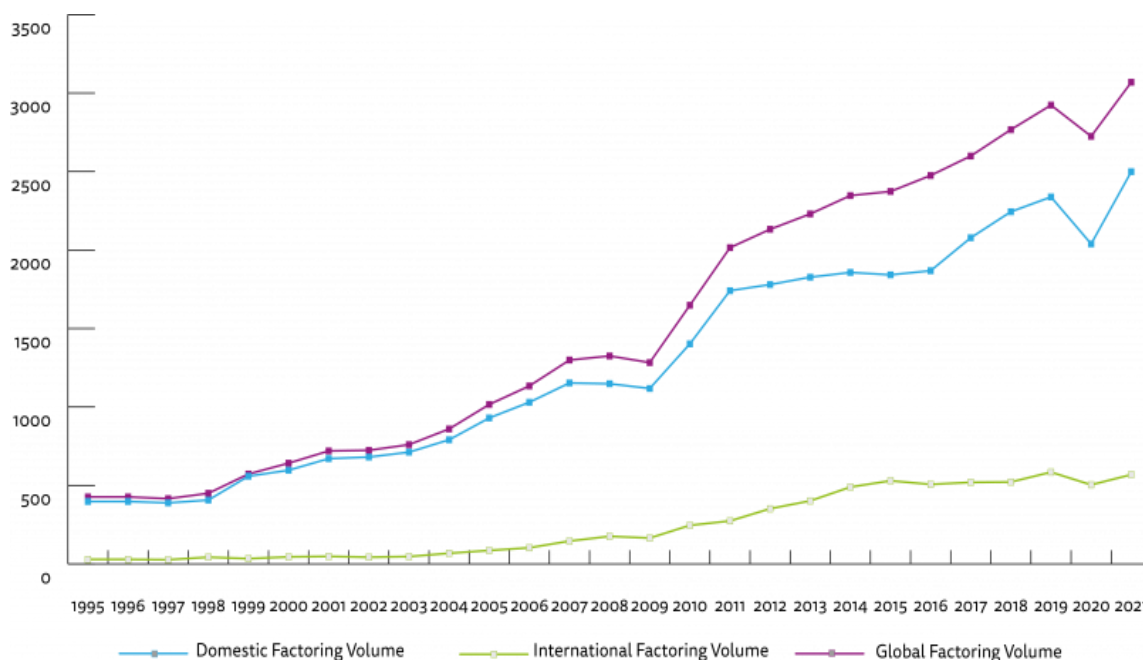
Acest considerent a fost luat în considerare de BCR și Raiffeisen, prin asumarea riscului de neplată, cu condiția că firmele solicitante, mai precis clienții acestora, deoarece pentru aceștia garantează banca, să fie cu adevărat performanți. De aceea, evoluția factoring-ului intern este condiționată de mediul de afaceri autohton, urmând a înregistra o creștere mai susținută, în măsura în care companiile cu facturi neachitate vor fi eliminate din circuitul economic. De asemenea, implicarea mai activă a băncilor în depistarea relațiilor care pot fi finanțate prin factoring, precum și derularea finanțărilor conform modelelor prezentate pot conduce la dinamizarea plăților dintre agenții economici și în final, la diminuarea blocajului financiar din economia națională.

Cu toate că fiecare țară are caracteristicile ei, factoring-ul are aplicabilitate aproape universală, atât în țările dezvoltate, cât și în țările în curs de dezvoltare. Cheia succesului nu este mărimea pieței sau recunoașterea conceptului de factoring. Ceea ce contează este organizarea corespunzătoare a companiilor de factoring și conștientizarea că factoring-ul are propria sa cultură în domeniu. De exemplu, schimbul de informații între membrii unor rețele de factoring, așa cum este Factors Chain International, au contribuit la creșterea profesionalismului și implicit a succesului acestei tehnici moderne de finanțare. Conceptul FCI este construit în jurul expertizei locale și al flexibilității. Astfel, fiecare țară lucrează ținând cont de specificul local și de cultura țării respective, dând o nouă dimensiune factoring-ului internațional. Însă, fiecare membru trebuie să lucreze cu un sistem de comunicații standard, să fie de acord cu un cod de conduită global și să îndeplinească anumite criterii. De la înființare în 1968, numărul membrilor FCI a ajuns la aproximativ 400 la sfârșitul anului 2021. FCI este o rețea internațională de companii specializate, care au ca scop promovarea comerțului internațional prin factoring sau prin alte servicii financiare similare. Misiunea FCI este de a deveni un standard pentru factoring-ul internațional.

Datele furnizate de statistici arată că în Uniunea Europeană factoringul s-a dezvoltat într-un ritm mai rapid decât economia în ansamblul ei. Anual volumul tranzacțiilor finanțare prin factoring crește în medie cu 7% ceea ce arată creșterea popularității acestei forme de finanțare, excepție făcând anul 2020, dar așa cum se

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

poate constata în graficul următor, această tendință și-a revenit în anul 2021, odată cu revenirea economiei în contextul reducerii efectelor pandemiei Covid 19.



³³Sursa: FCI

Fig 11 Evoluția factoringului în perioada 1995-2021

În condițiile actuale ale economiei românești, factoring-ul reprezintă o soluție viabilă pentru exportatorii români, atât ca urmare a posibilității obținerii unor resurse care să satisfacă necesitățile imediate de lichiditate cât și ca urmare a garantării de către factor a încasării integrale a creanțelor și a asumării riscului de neplată a debitorilor externi, toate acestea conducând la promovarea și încurajarea exporturilor românești.

Urmărind evoluția cifrelor privind volumul factoringului în ultimii ani, se poate aprecia trendul ascendent al finanțării utilizând factoringul, chiar dacă cifrele sunt modeste comparativ cu restul țărilor cu o piață dezvoltată. Astfel conform cifrelor furnizate de Asociația Română de Factoring (ASF), volumul factoringului a crescut de la 2.014.978 milioane euro în 2011 la peste 6 miliarde de euro în 2021.

În prezent, în România 18 societăți oferă servicii de factoring, dar având în vedere potențialul neexploatat al acestei piețe, aproape toate băncile se pregătesc să dezvolte fie societăți, fie divizii specializate în astfel de servicii de finanțare.

Firmele românești care se finanțează prin factoring sunt în mare parte, firme cu cifre mari de afaceri (42% firme cu cifra de afaceri de peste 50 milioane de euro),

³³ <https://fci.nl/en/internațional-factoring-statistics>

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

cele cu cifre de afaceri sub 5 milioane de euro reprezentând doar 21% din volumul creanțelor finanțate prin factoring.

Piața de factoring în România a evoluat conform graficului de mai jos, astfel încât în 2019 a depășit suma de 5 miliarde de euro:

Piața de factoring în România în perioada 2001-2019

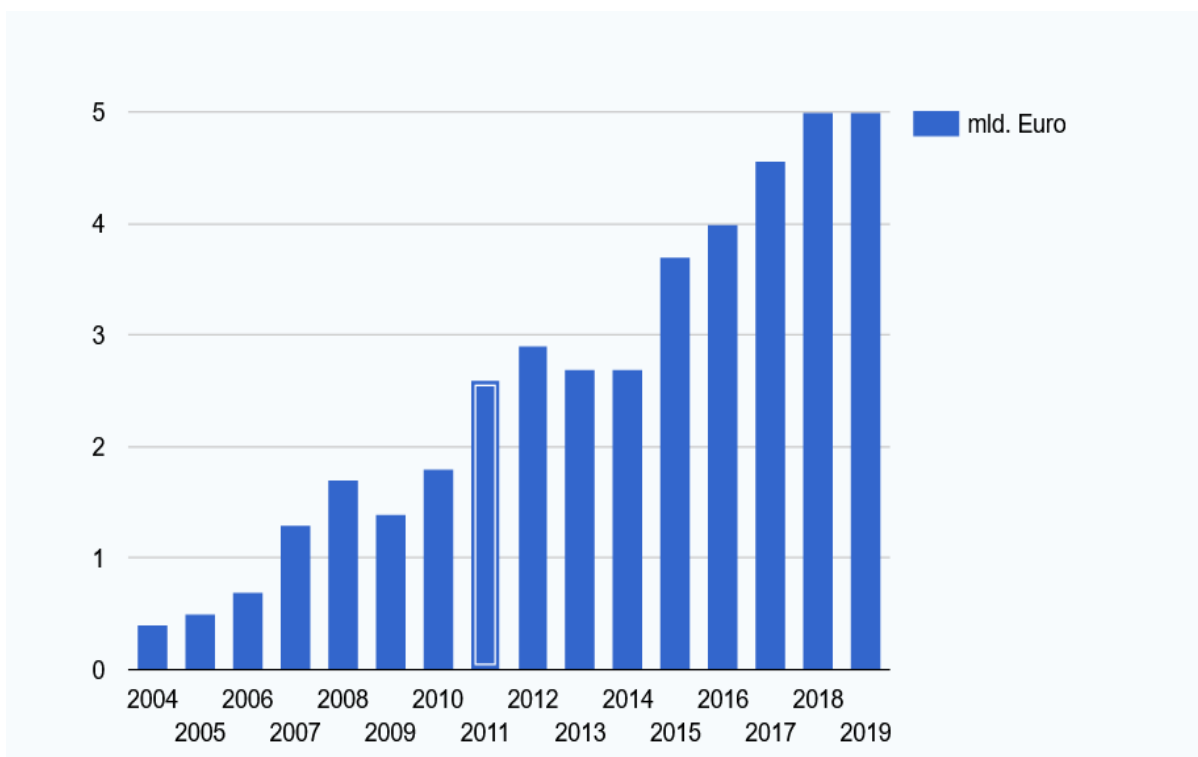


Fig. 12

Factoringul domestic reprezintă 80% din totalul activităților de factoring, proporție ușor redusă față de aproximativ 90% factoring domestic la nivel european, lucru însă explicabil prin lipsa unei baze de date privind agenții economici naționali rău-platnici, doar 5% companii românești își achita la timp datoriile către clienți și aproape jumătate dintre firmele care dau faliment datorează esecul în business partenerilor de afaceri, necunoașterea acestei forme de finanțare la nivelul agenților economici și dificultatea asigurării riscului de neplată.

Un mod de reducere a riscului de neîncasare a creanțelor sunt aplicarea de modele de analiză pentru identificarea clienților rău-platnici. Compania Coface, societate de asigurări de credite comerciale, a pus în practică un astfel de model care indică probabilitatea statistică a unui agent economic de a intra în incapacitate de plată în următoarele 12 luni și evaluează riscul pe o scară de la 1 la 10. Modelul este adaptat conform caracteristicilor specifice fiecărei țări și combina factori calitativi cu factori cantitativi și totodata tratează diferențiat firmele mici de cele mari. Puterea

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

predictivă a punctajului rezultat este de trei ori mai mare decât cea a modelelor de evaluare standard.

Pentru crearea modelului de rating, experții Coface au încorporat în calculul statistic toate cerințele Acordului Basel II. Pentru început, de modelul "rating score" vor beneficia Bulgaria, într-o, Republica Ceha, Ungaria, Polonia, România, Slovacia și Slovenia.

Potrivit datelor publicate, mai puțin de 1% din entități utilizează factoringul ca formă de finanțare. Profilul unei entități care folosește această sursă de finanțare este următorul:

- are o creștere rapidă a cifrei de afaceri sau activitate sezonieră;
- cifra de afaceri anuală este mai mare de 250.000 de euro;
- nu deține bunuri ce pot fi utilizate drept garanții, decât propriile vânzări;
- are activitate de export sau este recent înființată.

Reverse factoring sau Supply Chain Finance – reprezintă o modalitate de finanțare a furnizorului ce este solicitată de către client și se bazează pe bonitatea acestuia. Termenele de plată tot mai lungi solicitate de către clienți, mai ales în condițiile accesului tot mai dificil la alte resurse financiare, ridică probleme de lichiditate pentru furnizorii mici (IMM-uri) și pune în pericol supraviețuirea lor. Aceștia caută soluții de a satisface nevoile clienților lor în ceea ce privește extinderea termenelor de plată, însă condițiile oferite de bănci nu sunt foarte avantajoase datorită situației lor financiare și a gradului de risc pe care îl prezintă.

Reverse factoring reprezintă o soluție care duce la îmbunătățirea fluxului de numerar, prin încasarea creanțelor înainte de termen, reduce riscurile lanțului de aprovizionare și oferă rate de rentabilitate mai ridicate. Această tehnică a apărut în industria auto, permițând firmelor auto să aibă o relație mai bună cu furnizorii de componente

Tehnica finanțării prin reverse factoring este următoarea:

Un cumpărător, companie mare, cu o putere financiară semnificativă inițiază și propune furnizorului intrarea într-un acord de reverse factoring prin care furnizorul beneficiază de decontarea facturilor sale către cumpărător înainte de termen de către banca finanțatoare, care îi va oferi furnizorului, pe baza condițiilor financiare favorabile ale cumpărătorului, rate de dobândă mai mici.

Se poate constata că diferența majoră între reverse factoring și factoringul tradițional este că dacă în cazul factoringului, inițiatorul operațiunii este vânzătorul

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

care își vinde facturile unui factor, în cazul reverse factoring cel care demarează procedura este cumpărătorul pentru a-l ajuta pe vânzător. Dacă în cazul factoringului, vânzătorul decide ce facturi vinde factorului, în cazul reverse factoring cumpărătorul are puterea de decizie.

Se vor parcurge următoarele etape:

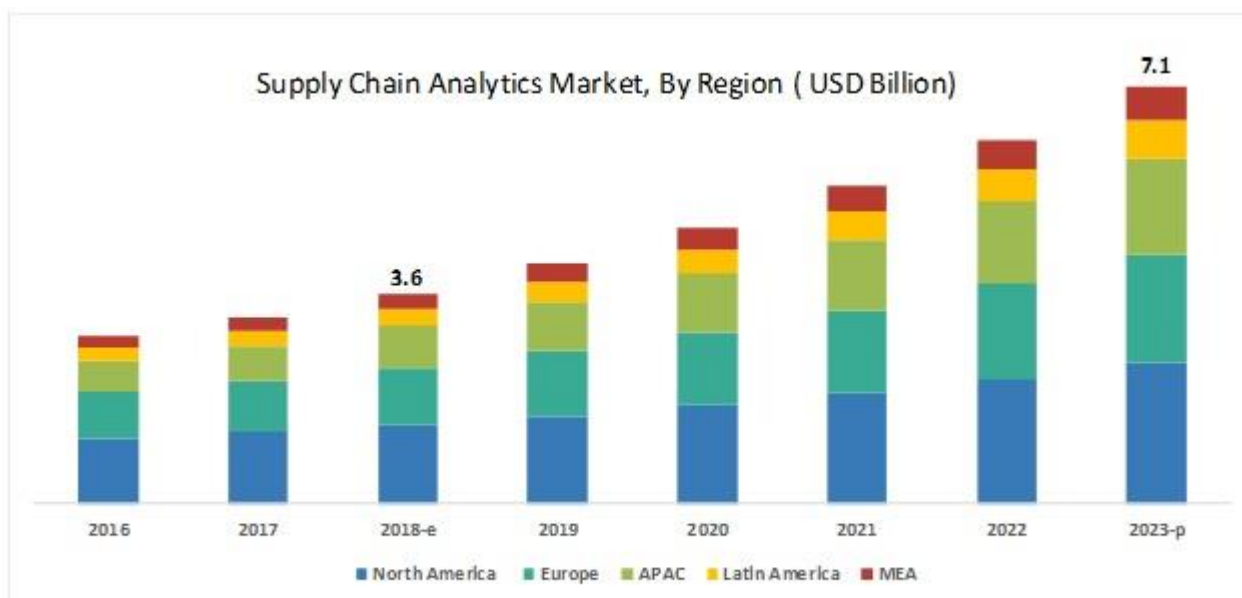
1. Cumpărătorul plasează comanda la furnizor;
2. Furnizorul livrează marfa și emite factura către client/cumpărător;
3. Cumpărătorul aprobă factura și confirmă băncii finanțatoare că va plăti factura la scadență. Factura este încărcată pe platforma online a finanțatorului;
4. Cumpărătorul decide dacă așteaptă până la scadență sau dorește încasarea imediată a facturii. În cazul din urmă, el vinde factura finanțatorului contra unei rate de decontarea prestabilită cu finanțatorul;
5. Finanțatorul decontează imediat factura, iar cumpărătorul își încasează banii minus costul finanțării;
6. La scadență, cumpărătorul achită factura finanțatorului.

Așa cum se poate observa tehnica reverse factoring presupune existența unei platforme online oferită de finanțator, prin intermediul căreia procesul este transparent pentru toate părțile implicate. Dezvoltarea tehnologiei a permis dezvoltarea acestei forme de finanțare și accesibilitatea acesteia. La începutul anilor '90, doar câteva bănci ofereau această variantă de finanțare și la ea aveau acces doar marile companii.

Piața de Supply Chain Finance se așteaptă să crească de la 3.6 milioane de dolari în 2018 la 7.1 milioane în 2023. O proiecție a acestei estimări se poate observa în figura următoare.

În contextul pandemiei Covid 19, furnizorii (în special cei din categoria clienților mici sau mijlocii) își doresc acoperirea riscului de plată întârziată și acces ușor la finanțare. Astfel, anul 2020 a adus o creștere a cererii pentru Supply Chain Finance.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora



e: estimated; p: projected

Source: MarketsandMarkets Analysis

Fig 13. Piața Supply Chain în funcție de regiune

Avantajele reverse factoring pentru **cumpărător**:

- Poate beneficia de termene mai lungi de plată, fără să fie nevoit să negocieze alte aspecte, precum preț mai mare etc.
- Crește valoarea datoriilor față de furnizori, ceea ce se traduce în termeni de optimizare a capitalului de lucru;
- Având în vedere că această finanțare nu afectează datoriile financiare, indicatorii economico-financiari calculați pe baza bilanțului sunt îmbunătățiți (durata medie de plată a furnizorilor, rata lichidității etc), cumpărătorul păstrându-și nealterată capacitatea de a obține alte surse de finanțare

Avantajele reverse factoring pentru **vânzător**:

- Are acces rapid la lichidități în condiții avantajoase (comisioane mici, dobânzi mici), ceea ce duce la îmbunătățirea lichidității firmei;
- La fel că și în cazul cumpărătorului, bilanțul vânzătorului arată mai bine, generând indicatori-economico financiari favorabili obținerii unor surse de finanțare suplimentare;

3.2.2.3. Forfetarea (*forfaiting-ul*)

Dezvoltarea și implementarea acestui produs au fost generate de creditul furnizor, perfectat între un furnizor și un cumpărător - prin care furnizorul accepta că pentru bunurile livrate sau serviciile prestate să fie plătit de cumpărător ulterior, de regula într-o perioadă de timp de până la 5 ani.

Forfetarea se referă la cumpărarea / vânzarea creanțelor materializate în bilete la ordin sau cambii, rezultate din livrarea de bunuri și servicii, cu scadențe la date fixe. Ca tehnică forfețarea este foarte asemănătoare scontării, asemănările și deosebirile dintre ele fiind evidențiate în continuare.

Din punct de vedere *istoric*, forfețarea este apărută relativ recent ca urmare a necesității ca exportatorii să acorde credite pe perioade tot mai lungi și în cote tot mai mari (la exporturile complexe cota de credit ajunge la 80 - 85 %, iar perioada de creditare depășește 5 ani. În aceste condiții, resursele financiare ale exportatorilor și chiar ale băncilor comerciale sunt insuficiente (reescontarea este imposibilă datorită scadențelor foarte lungi).

Din punct de vedere *juridic*³⁴, scontarea și forfețarea se aseamănă prin faptul că ambele presupun transmiterea instrumentului prin andosare. Deosebirea semnificativă de natură juridică este marcată de faptul că, în cazul scontării, noul beneficiar (banca de scont) își conservă dreptul de regres împotriva trăgătorului/beneficiarului, pe când în cazul forfețării, forfețistul renunță la acest drept.

Din punct de vedere *economic*, cea mai importantă asemănare între cele două operațiuni o constituie scopul acestora, și anume refinanțarea exportului. Deosebirile de natură economică sunt:

- forfețarea se realizează de către instituții specializate din câteva țări: Elveția, Anglia, Germania, pe când scontarea este realizată de un număr mare de bănci comerciale din aproape toate țările;

³⁴ Domnișoru, S. și colectiv „*Forfețarea*“, Revista „*Gestiunea și contabilitatea firmei*“, nr. 3/martie 2003

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- forfetarea implică atragerea de fonduri de pe piața eurodevizelor, pe când scontarea se face din fondurile proprii ale băncilor sau pe baza celor obținute din reescontare;
- termenul pentru care se efectuează forfetarea este mediu sau lung, pe când scontarea implică termene scurte;
- taxa de forfetare este influențată de nivelul dobânzii pe piața eurodevizelor, de nivelul garanțiilor de plată, de durata creditului, de valuta de plată, de tipul de marfă vândut precum și de țară și firma importatoare, în timp ce taxa de scont este influențată de nivelul taxei de reescont (a taxei oficiale a scontului). Făcând o analiză se constată că numai nivelul dobânzii este ușor de cuantificat, ceilalți factori care influențează taxa de forfetare trebuind să fie luați în considerare pentru fiecare caz în parte. Astfel nivelul taxei de forfetare se stabilește prin negocieri între forfetist și beneficiarul cambiei. Acest mod de stabilire a taxei este redat în limba franceză prin expresia “a forfait” care a fost preluată și în alte limbi: germană – “forfaiterung”, engleză – “forfait financing”.

Prin Forfetare exportatorii/vânzătorii pot:

1. Să îndeparteze cele mai multe riscuri care implică vânzarea;
2. Să ofere termeni de creditare clienților lor;
3. Să-și îmbunătățească situația fluxul de numerar.

Această permite exportatorilor/vânzătorilor să se concentreze asupra a ceea ce știu să facă mai bine - promovarea și vânzarea produselor.

Unul dintre cele mai importante avantaje ale forfetării este simplitatea documentației solicitată. Acest lucru facilitează încheierea rapidă a tranzacției.

Avantajele forfetării

- Limitarea riscului - Îndepărtarea riscului politic, de transfer și comercial, protecția împotriva riscului creșterii ratei dobânzii și fluctuațiilor ratei de schimb, se poate finanța până la 100% din valoarea contractuală.
- Sporirea avantajelor competitive - Capacitatea de a oferi credit comercial, făcând produsele mai atractive, capacitatea de a încheia afaceri în țările în care riscul de creditare este mare.
- Îmbunătățirea situației fluxului de numerar - Forfetarea convertește o tranzacție bazată pe creditare într-o tranzacție în numerar, bilanțul nu

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

răspunde pentru conturile debitoare, împrumuturi bancare sau pasive condiționate;

- Viteza tranzacției – angajamentele pot fi luate în decurs de câteva ore/zile în funcție de țară;
- Forfetarea permite finanțarea atât a exporturilor de bunuri de capital, cât și a celor de bunuri de consum sau servicii, cu o scadență ce poate fi cuprinsă între 90 de zile și 7 ani;
- Exportatorul nu mai are grija colectării creanțelor la scadență prin remiterea la încasare a titlurilor de credit și deci, nu mai este obligat să cunoască, pentru siguranța operațiunii, particularitățile legislative în domeniul valutar și/sau cambial din țara plătitorului/garantului, riscurile izvorâte din necunoașterea și nerespectarea lor fiind transferate instituției de forfetare;
- Simplitatea tranzacției;
- Nu sunt solicitate garanții reale (ipoteci, gajuri etc.);
- Asigurarea confidentialității, în funcție de opțiunea participanților la tranzacția respectivă;

Dezavantajele forfetării

- costul forfetării este, de regulă, mai ridicat comparativ cu alte tehnici de finanțare, datorită particularităților operațiunii de forfetare, respectiv, transferarea de la vânzătorul creanțelor la cumpărătorul acestora, a tuturor riscurilor ce țin de neîncasarea creanței la scadență. Totuși, marjele de risc adăugate de finanțator peste nivelul de bază al dobânzii nu sunt foarte mari, pentru că operațiunea să nu devină prohibitivă;
- exportatorul poate întâmpina dificultăți în procesul de negociere cu importatorul în obținerea condițiilor impuse de instituția de forfetare pentru: forma titlurilor de credit, modalitatea de plată asiguratorie, garantul etc.

Spre deosebire de scontare, aceasta tehnica nu da instituției drept de recurs asupra vânzătorului creanței în cazul defecțiunii de plată a debitorului. Specific forfetării este și faptul că se aplică nu numai creanțelor pe termen scurt, de până la un an, ci și celor provenite din exporturile pe credit cu scadența mijlocie, de la 1 an la 7 ani. Utilizarea acestei tehnici permite deci realizarea unor operațiuni de finanțare

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

pe termen mediu, stimulând pe aceasta cale exortul de instalații, mașini, utilaje și alte produse de valoare ridicată.

Costul forfetării este mai ridicat decât cel al scontării și constă într-o rată fixă de dobândă, la care se adaugă comisionul instituției de finanțare, stabilit diferențiat în funcție de bonitatea debitorului, de măsură în care cambiala (creanța) este sau nu avalizată, de riscul estimat al operațiunii, de modalitatea de plată.

Forfetarea, că și scontarea, permite recuperarea sumelor înainte de scadența sau transformarea unei vânzări pe credit într-o vânzare pentru exportator.

Pentru a iniția o operațiune de forfetare, exportatorii trebuie să cunoască elementele specifice fiecărei case de forfetare, cum sunt titlurile de creanță acceptate ca documente pentru forfetare (cambii, bilete la ordin, acreditive, alte documente comerciale); instrumente de garantare solicitate de instituția de forfetare (avalizarea titlurilor de credit, scrisoarea de garanție bancară, acreditive irevocabile netransferabile); alte documente suplimentare (declarația exportatorului privind cesiunea, sau după caz, transferul drepturilor de încasare a creanțelor).

Deși cele mai utilizate documente pentru forfetare sunt cambiala și biletul la ordin, în ultimii ani s-a impus tot mai mult și acreditivul, în special acreditivul cu plată diferită în operațiunile de forfetare pe termen scurt – 180-360 de zile. Casele de forfetare acceptă astfel de acreditive în următoarele condiții: să nu poarte clauza "transferabil"; să nu existe o cambială trasă asupra băncii emitente; banca emitentă să fie de prim rang; acreditivul să poartă mențiunea că este supus Publicației nr.500.

Eximbank, bancă românească specializată în activități de forfetare precizează tipurile de efecte de comerț admise la forfetare:

- biletul la ordin emis de importator și avalizat/ garantat de către o bancă;
- cambială trasă asupra unui importator și avalizată/ garantată de către o bancă;
- cambială trasă asupra unei bănci în cadrul unui acreditiv documentar de export și acceptată de către aceasta.

Aspecte actuale privind forfetarea

În ciuda largii sale aplicabilități, forfetarea nu deține decât o pondere mică din potențialul pieței sale. O explicație a acestei situații poate rezida din faptul că nu s-a reușit atragerea unui număr mai mare de investitori, deoarece prețurile și soluțiile

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

oferite nu au fost atractive pentru exportatori/producători. De aceea, forfetarea este încă considerată o tehnică de finanțare de ultimă instanță, cu costuri mari.

Se apreciază de către practicieni, că la nivel mondial sunt implicate aproximativ 300 de bănci în operațiuni de forfetare și că volumul anual al acestor tranzacții se ridică la nivelul cifrei de 500-100 miliarde USD.

Investitorii ocolesc piața operațiunilor de forfetare datorită lipsei uniformității, bazându-se efectiv pe vânzarea-cumpărarea documentelor financiare/comerciale, fluxului limitat de informații/transparență, ceea ce conduce la lipsa de lichiditate. Toate celelalte piețe financiare au rezolvat aceste probleme, înregistrând creșteri substanțiale, spre beneficiul tuturor. Astfel, pentru atragerea de noi investitori, o soluție o reprezintă adoptarea unei practici/uzanțe/ reglementări standard. Fără această standardizare nu este posibilă oferirea acelor soluții și costuri atractive pentru potențialii investitori, instituții, fonduri care acționează pe piață, care doresc și așteaptă înființarea unui/unei organism/instituții central/centrale, adoptarea unei proceduri de înregistrare și existența unui sistem electronic de tranzacționare care să permită fluxul liber de informații, precum și afișarea cotațiilor de preț într-o manieră transparentă. În acest caz, câștigurile potențiale ar fi impresionante, dacă ne gândim, de exemplu, numai la investitorii investiționali care ar considera forfetarea o modalitate de finanțare avantajoasă.

Piața forfetării este considerată drept cea mai opacă, ascunsă și incertă dintre toate piețele financiare. Activele care se tranzacționează/forfetează trebuie să fie atractive pentru investitorii instituționali și fonduri. Profitul este comparabil cu cel obținut prin tranzacționarea activelor cu venit fix pe piețele în tranziție, însă riscul este mai mic datorită naturii comerciale a creanței. Totuși, investitorii sunt reticenți datorită faptului că nu pot înțelege mecanismele acestei piețe nereglementate și nestandardizate măcar din punct de vedere al documentelor solicitate, cu riscurile asociate necesității existenței fizice (pe suport hârtie) a creanțelor în momentul achitării și, cel mai important, costurile mari pe care le implică tranzacționarea pe această piață.

Toate acestea îi îndepărtează pe potențialii investitori de această piață, ei neavând posibilitatea să-și fundamenteze decizia de a investi, pe informații clare și coerente. Această se întâmplă și atunci când se dorește promovarea acestui produs în rândul exportatorilor, deoarece prin intermediul internet-ului ei au acces la informații numai parțial iar cotațiile listate sunt, de multe ori, orientative, lăsând

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

impresia unor costuri foarte mari. Libera circulație a informațiilor reprezintă un element cheie pentru o piață eficientă. Forfetorii se află la polul opus, lăsând impresia că, furnizând mai puține informații, au posibilitatea să câștige mai mult. Or, dacă se dorește dezvoltarea și nu declinul/dispariția acestei piețe, investitorii trebuie atrași prin oferirea informațiilor de care au nevoie pentru a-și fundamenta decizia de a investi pe această piață.

Piața forfetării s-a dovedit, cu precădere, rezistentă la schimbare și modernizare. Unii specialiști în domeniu se mândresc cu aceasta³⁵. S-a observat clar ce s-a întâmplat cu inițiativa/încercarea de a introduce practici comune pe această piață. La adunarea generală anuală din 2000 a IFA – International Forfaiting Association s-a demarat procesul de definire și adoptare a unor reguli comune de funcționare a pieței. De atunci, scopul inițial propus, s-a îngustat continuu, limitându-se doar la recomandarea unor reguli generale pentru derularea tranzacțiilor de forfetare între membrii, pe piața secundară. Însă, în cadrul dezbaterilor care au urmat nu s-a ajuns la un consens în această privință. Motivația acestui eșec, spun specialiștii, l-a constituit complexitatea pieței internaționale a forfetării și faptul că, derularea tranzacțiilor pe această piață necesită luarea în considerare a mai multor variabile, ceea ce îngreunează procesul de standardizare și de adoptare a unor noi tehnologii. Este vorba despre relații de afaceri care însă nu funcționează fără o implicare personală. Actorii acestei piețe sunt reticenți asupra legalității utilizării unui cadru electronic standardizat de comunicare și operare, precum și utilizarea/acceptarea documentelor în format electronic. Există temerea că noile tehnologii nu conferă suficientă siguranță, expunând unor riscuri prea mari instituțiile care forfetează.

Toate acestea sunt cu siguranță motive serioase de îngrijorare/teamă, însă nici unul nu este imposibil de surmontat, așa cum o demonstrează experiența altor piețe. De fapt, este vorba de un amestec de teamă, rețineră și complacere din partea forfetorilor. Mulți specialiști se tem de schimbare, de faptul că modernizarea pieței va determina scăderea marjelor de profit, pierderea brevetelor și a locurilor de muncă. De aceea, se complac în această situație, afirmând că dispariția pieței forfetării a fost previzionată de mulți ani, dar ea încă funcționează.. Însă,

³⁵ Rovența, Mihaela, *Introducere în forfetare și factoring: tehnici moderne de finanțare a activității de export*, Ed. Economică, București, 2002

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

supraviețuirea și dezvoltarea acestei piețe depind de standardizarea și modernizarea ei. Această ar trebui să constituie o prioritate pentru toate instituțiile de forfetare.

Este adevărat că tranzacțiile de forfetare sunt nestandardizate, complexe și nu se pretează unor soluții tehnologice standard totuși, exportatorii doresc aceste lucruri iar noii investitori vor aprecia existența lor. Utilizarea unor soluții tehnologice nu este imposibilă, fapt demonstrat și rezultatele obținute de câteva instituții de forfetare selectate pentru testarea unei platforme electronice de lucru în timp real, care a fost aprobată și apoi lansată în data de 15 mai 2003. Cu siguranță, vor fi necesare ajustări și corecții pentru a se obține un sistem unanim acceptat, sigur și verificat în piață. Pe piața forfetării, poate mai mult decât pe alte piețe financiare, se manifestă tendința că fiecare instituție de forfetare să se considere deținătoarea/proprietara unui .brevet de invenție. unic pentru maniera în care își derulează afacerile, exacerbând până la extrem termenul de confidențialitate, față de celelalte instituții de forfetare și chiar față de colegii din propria instituție, atunci când, de fapt, există niște reguli nescrise pe care le urmează și respectă toată lumea. Prin transparența și uniformitatea oferită de utilizarea unei platforme de lucru comună tuturor instituțiilor de forfetare, nu se vor pierde contractele existente, ci vor fi atrași mai mulți participanți, ceea ce va determina creșterea pieței și posibilitatea de a oferi clienților reinformațiile necesare fundamentării unei decizii corecte de investire/finanțare, lucru care s-a demonstrat în cazul factoring-ului.

Avocații/juriștii specializații în operațiuni de forfetare susțin necesitatea adoptării unui set de norme și practici (Uniform Custom and Practice . UCP), în genul celor emise de Camera de Comerț Internațional de la Paris (CCIP) pentru acreditive, incasouri, garanții etc. Ei caracterizează piața forfetării că pe un paradis al avocaților și susțin ideea că multe din aspectele și probleme prezente, care complică soluționarea litigiilor apărute din operațiunile de forfetare pot fi cu ușurință soluționate prin adoptarea unor uzanțe/norme general acceptate. Conceptele de comerț electronic și semnătură electronică au fost deja acceptate la nivel internațional deși mai există încă diferențe în reglementarea lor în legislațiile naționale. Securitatea mesajelor electronice este unul din principalele elemente ale riscului operațional cu care se confruntă orice piață care trece printr-un proces de transformare tehnologică. Însă, codificarea și protejarea datelor/mesajelor nu mai reprezintă o problemă pentru platformele electronice din zilele noastre, ele dovedindu-se fezabile și sigure. Cu toate acestea, securitatea datelor rămâne o

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

preocupare majoră și, de aceea, trebuie păstrat echilibrul între promovarea beneficiilor operațiunilor electronice și protejarea integrității piețelor și a participanților pe aceste piețe. Oricum, toate acestea rămân la latitudinea fiecăruia, adoptarea unui sistem standardizat sau utilizarea noilor tehnologii sunt opționale iar beneficiile pe care le oferă sunt evidente.

În acest sens, prioritatile ar putea fi următoarele:

- ❖ realizarea unui consens/acord privind acceptarea unor practici standard pe piață. Absența unor principii generale de lucru constituie o barieră în calea intrării pe piața forfetării. Aceste uzanțe general acceptate nu sunt imposibil de stabilit, lucru dovedit odată cu standardizarea unor piețe mult mai complexe. Necesitatea lor este recunoscută de participanții pe această piață, care însă sunt în dezacord referitor la condițiile de formă și substanță. Lipsește starea de urgență. (presiunea timpului) în adoptarea acestor măsuri/principii și chiar seriozitatea în tratarea acestui subiect. În 2003, IFA a angajat un avocat pentru a rescrie aceste reguli/principii generale, pe baza propunerilor înaintate de membrii săi, urmând că ultimele versiuni să fie publicate și să circule între membrii IFA, astfel încât, în urma colectării ultimelor recomandări să se obțină un document unanim acceptat, acesta fiind și motivul principal al înființării IFA. IFA este, de fapt, o organizație care auto-reglementează piața forfetării, și, în consecință este responsabilă cu stabilirea, revizuirea și impunerea standardelor de funcționare pentru membrii săi și desfășurarea echitabilă a operațiunilor de comerț internațional;

- ❖ organizarea de dezbateri pe tema standardizării documentelor și strâns legat de aceasta, stabilirea unei autorități centrale și a unui agent neutru de decontare a tranzacțiilor. Un început l-a reprezentat propunerea unei platforme de tranzacționare, în măsura în care ea va fi acceptată de piață. Existența unei instituții independente, însărcinată cu gestionarea documentelor, va face tranzacționarea creanțelor mai accesibilă, reducând semnificativ costurile (nu va mai necesară reluarea procesului de analiză la fiecare tranzacționare) și riscul sustragerii sau pierderii documentelor (asemănător EUROCLEAR);

- ❖ implementarea unei platforme similare de tranzacționare, neutră, care va face piața mai eficientă și transparentă, oferind tuturor participanților accesul la și schimbul rapid de informații. Astfel, va fi posibilă gestionarea în mai bune condiții a volumului în creștere al schimburilor comerciale. Datele referitoare la tranzacțiile efectuate vor fi stocate, dând posibilitatea oferirii unor informații complexe și

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

integrate membrilor care vor subscrie la această platformă. Acest sistem centralizat de raportare și diseminare a informațiilor va conduce la realizarea unei piețe a forfetării extrem de transparente care va permite atât investitorilor să-și estimeze cu acuratețe cuantumul investițiilor cât și exportatorilor să cunoscă costurile exacte ale finanțării prin forfetarea creanțelor pe care le au asupra importatorilor.

Ca orice altă afacere, forfetarea trebuie reinventată/înnoită în mod constant, pentru a găsi cele mai adecvate modalități și mijloace de a servi/răspunde cât mai bine intereselor clienților.

Forfetarea și factoringul, că metode de finanțare sunt asemănătoare și o analiză comparativă este realizată în tabelul de mai jos:

Analiză comparativă factoring – forfetare

	Factoring	Forfetare
Orientarea regională	La nivel național în țările OECD, cu tendințe de expansiune spre țările în dezvoltare	- la nivel internațional. Cum tranzacțiile se bazează pe garanții bancare, este dezvoltat la nivelul multor țări
Obiectul tranzacțiilor	- în general bunuri de consum și servicii	- echipamente, utilaje etc (de obicei în proiecte de anvergură)
Obiectul cesiunii	- documente comerciale (facturi, contracte)	-instrumente financiare (bilet la ordin, cambie etc)
Dimensiunea pieței	- redusă	- net superioară factoringului
Durata	Între 30-180 de zile pentru contracte ce prevăd o singură plată	- între 1-7 ani, pentru contracte ce prevăd plăți periodice
Mărimea contractelor	-între 20.000 – 100.000 USD, valoarea medie a contractelor fiind 30.000	- >250.000 USD ajungând până la 20 mil USD
Relația contractuală	- factorii au acces la o parte relativ însemnată din activele aderentului	- marea majoritate a operațiunilor de facturare se bazează pe o singură tranzacție

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

3.2.2.4. Franciza

Franciza³⁶ este un sistem de comercializare bazat pe o colaborare continuă între persoane fizice sau juridice, independente din punct de vedere financiar, prin care o persoană, denumită francizor, acordă unei alte persoane, denumită beneficiar, dreptul de a exploata sau de a dezvolta o afacere, un produs, o tehnologie sau un serviciu.

Francizorul este un comerciant care:

- este titularul drepturilor asupra unei mărci înregistrate; drepturile trebuie să fie exercitate pe o durată cel puțin egală cu durata contractului de franciză;
- conferă dreptul de a exploata ori de a dezvolta o afacere, un produs, o tehnologie sau un serviciu;
- asigură beneficiarului o pregătire inițială pentru exploatarea mărcii înregistrate;
- utilizează personal și mijloace financiare pentru promovarea mărcii sale, cercetării și inovației, asigurând dezvoltarea și viabilitatea produsului.

Beneficiarul este un comerciant, persoana fizică sau juridică, selecționat de francizor, care aderă la principiul omogenității rețelei de franciza, așa cum este ea definită de către francizori.

Know-how este ansamblul formulelor, definițiilor tehnice, documentelor, desenelor și modelelor, rețelelor, procedeelelor și al altor elemente analoge, care servesc la fabricarea și comercializarea unui produs.

Rețeaua de franciza cuprinde un ansamblu de raporturi contractuale între un francizor și mai mulți beneficiari, în scopul promovării unei tehnologii, unui produs sau serviciu, precum și pentru dezvoltarea producției și distribuției unui produs sau serviciu.

Cumpărarea unei francize poate oferi **avantaje** substanțiale pe care o companie nou înființată nu le poate obține în mod tradițional :

- *Existența unui brand* - francizele vând de obicei produse cu o piață regională, națională sau internațională.

³⁶ Blideanu, D. ,*Franciza ø elemente fundamentale*“, Revista de Comerț nr.9 /septembrie 2004

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- *Trainingul* - de obicei francizorii acordă trainingul necesar celor care cumpără fransiza, lucru deosebit de important pentru accesarea la un anumit know-how.
- *Puterea cumpararii engross* - francizorii de obicei cumpără materie primă și materiale engross și au o putere mare de negociere pe care o companie mică nu o are. Această permite oferirea un preț mai mic sau creșterea marjei profitului. Majoritatea francizelor presupun cumpărarea în bloc, ceea ce presupunerea eliminarea inconvenientului de a căuta furnizori.
- *Publicitatea* - de obicei francizorul face campanii promotionale intense care ajuta pe cei care au cumparat francizele. Chiar mai mult, câțiva francizati pot să puna în comun fonduri pentru a derula o campanie publicitară regională.
- *Un model de afaceri* - mulți francizori au atins succesul dintr-un motiv fundamental : modelul afacerii este testat și funcționează. În decursul activitatii s-au confruntat cu toate problemele care ar putea apărea, au făcut față și costurile erorii sunt deja plătite.
- *Contabilitatea și bugetarea* - când se adoptă o franciza se vor primi modelele testate deja care feresc de implementarea unor noi metode și modele.
- *Alte ajutoare* – Franchizorii sunt dispusi să furnizeze training de la marketing până la resurse umane.

Riscurile francizei:

- Beneficiarul francizei poate pierde controlul afacerii;
- Problemele francizorului sunt și problemele celui care a cumparat franciza;
- Existenta unui contract cu clauze stricte;
- Marja redusă de initiativa și creativitate pentru beneficiar;
- Pot apărea probleme la repatrierea profiturilor;
- Controlul limitat asupra francizaților s.a.

O afacere în franciză implică din partea persoanei fizice sau juridice devenite francizat, achitarea a 3 categorii principale de taxe:

- taxa inițială de franciza („franchise fee”) care permite francizatului să beneficieze de toate avantajele oferite de francizor și rețeaua de franciza.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Taxa inițială de franciză se achită o singură dată, la intrarea în sistemul de franciza și se prezintă de regula, sub forma unei taxe în forma fixă, ce poate varia între câteva mii și câteva sute de mii de dolari.

- taxa de redevență („royalty fee”) care, în general, trebuie platită săptămânal, lunar sau trimestrial, că procent din vanzarile totale, brute sau nete. În anumite cazuri, aceasta poate fi o suma fixă ce trebuie platita, chiar în cazul în care afacerea nu aduce profit. Această taxă este justificată prin oferirea către beneficiar a dreptului de a utiliza numele francizorului și a imaginii companiei acestuia. Trebuie deci avută în vedere clauza contractuală a taxei de redevență, deoarece aceasta poate obliga beneficiarul la plăți pe toată durata contractului.
- alte taxe asimilate francizei cum ar fi: taxa de marketing sau de publicitate, taxa de rezervare, taxa de apartenență la lanțul francizei, taxa de asistență tehnică și service.

Cu 160 de rețele de franciză dezvoltate până acum în România, din care 60 numai în ultimii doi ani, piața francizei este considerată de specialiști încă la început. Deși lucrurile au demarat cam greu, potențialul de dezvoltare este ridicat, iar integrarea europeană, care induce percepția unei economii sigure și predictibile pentru întreprinzători, va dinamiza lucrurile.

Din cele 160 de rețele funcționale de franciza, marea majoritate sunt dezvoltate de branduri străine. Există însă și circa 20 de companii românești care au reușit să-și dezvolte asemenea rețele: Rodipet, Tina R, Ziua, Angst, Cris Tim, Coco Rico, Elvila sau Depozitul de calculatoare. În același timp, și IMM-urile românești încep să fie mai informate pe acest subiect, corectând astfel una din piedicile în dezvoltarea sistemului - deficitul de informație.

Domeniile care s-au pretat cel mai bine în România la achiziționarea unei francize sunt pe retail - comerț (56 % din mărcile francizate), servicii (23 %), restaurante și fast-food-uri (16 %) sau baruri și cafenele (5 %). Până acum, mai puțin producția. Un mare potențial de dezvoltare o au francizele din domeniul serviciilor. Se pot dezvolta rețele de gradinite, creșe, curătorii, agenții imobiliare, saloane de coafură sau spălătorii auto, care pot supraviețui pe o piață din ce în ce mai competitivă beneficiind de notorietatea unei mărci certe. Conform unei anchetei CCIRB, domeniile preferate de firmele românești interesate să activeze în franciza sunt în principal serviciile și comerțul (30% fiecare din totalul celor care au răspuns

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

la chestionar), urmate de producție (peste 20%), într-o măsură mult mai scăzută construcțiile (5%) și alte domenii. Puterea mică de cumpărare a românilor este unul dintre principalele obstacole în calea expansiunii francizei. Mai mult de jumătate din respondenți doresc să aloce mai puțin de 10.000 euro în achiziționarea unei francize, în timp ce numai 10% vor să investească mai mult de 50.000 euro.

Lipsa de finanțare, eterna nemulțumire a companiilor românești, frânează și dezvoltarea rețelelor de franciza. Costul achiziționării unei francize înseamnă o taxă de intrare care poate varia în marje foarte extinse, între 0 - pentru Fornetti, cea mai extinsă rețea de franciză din România - și 100.000 de euro, costuri pentru trainingul pe care îl asigură francizorul, pentru achiziționarea mobilei - care trebuie să respecte standardele impuse de brand. De asemenea, de regulă, francizatul trebuie să plătească o taxă de marketing sau publicitate, costuri care ajung și ele la 2 - 5 la sută din cifra de afaceri. Apoi, francizatul trebuie să plătească o redevență care poate fi plătită lunar sau trimestrial și care poate fi calculată în suma fixă sau ca procent din cifra de afaceri realizată.

Avantajul principal al francizei este siguranța afacerii. În timp ce statisticile arată că 80 la sută din afaceri dau faliment în primii trei ani, în domeniul francizei rata de eșec este de numai 10 la sută. Totuși, pentru achiziționarea unei francize, solicitantul trebuie să aibă abilitații manageriale dovedite și, de multe ori - mai ales pentru comerț, trebuie să dețină un spațiu comercial cu vad. Deși rata de profitabilitate este mai mică în sistemul franciză, principala motivație a investitorilor este legată de viabilitatea sistemului; francizatul nu are cheltuieli de publicitate, de cercetare, el este susținut pe întreaga durată a colaborării de know-how-ul francizorului.

Dacă în anul 2006 cifra de afaceri a rețelelor de franciză a fost de un miliard de euro, față de nivelul de 890 de milioane de euro în 2005, anul 2022 estimează o piață a francizelor cu cifră de afaceri peste 5 miliarde de euro pe an.

Peste 65% din cifra de afaceri a rețelelor de franciză a fost generată de activitatea din București. Acest rezultat arată că orașele din provincie au potențial imens. În anul 2019 erau înregistrate aproximativ 450 de concepte, din care anual ies de pe piață doar 15, ceea ce reprezintă o rată ridicată de succes.

Sunt însă și state unde sistemul de franciză este foarte dezvoltat, unul dintre exemple fiind Franța care are peste 18.000 de francizați și 2000 de concepte. Rata de succes a rețelelor de franciză în România a fost estimată la 89%.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Distingem mai multe **categorii de francize**³⁷:

- *Contractele de franciză în distribuție*, presupun că francizatul vinde anumite produse într-un magazin care poartă sigla francizorului. Această este forma cea mai răspândită de franciză.
- *Contractele de franciză în servicii*, presupun că francizații oferă servicii sub semnul, marca francizorului, conformându-se directivelor acestuia din urmă.
- *Contractele de franciză în producție* : francizatul fabrică produsele pe care apoi le vinde, respectând indicațiile oferite de francizor în privința procesului de producție.
- *Contractele de franciză industrială* încadrează producția industrială sau agricolă, clasificare făcută având ca bază anumite norme. Puțin dezvoltată în exteriorul Statelor Unite, franciza industrială este dublata de o franciza de comercializare sub aceeași marca.

Deseori, rețelele pot prezenta diferite niveluri de integrare reciprocă ale francizorilor sau francizaților. Distingem astfel³⁸ :

- *Contractele de franciză corner* care autorizează vânzarea de produse ale unui francizor într-un spațiu destinat în magazin. Folosită rar de câteva mărci de fabricanți, relația între cei doi, francizor și francizat, seamănă foarte tare cu cea existentă între furnizori și clienți.
- *Contractele de franciză financiară* permit disocierea între aportorul de capital (francizatul) și managerul/ gestionarul salariat al francizorului sau francizatului.
- *Contractele de franciză asociativă (participativă)* relevă asocierea de capitaluri, în care francizorul obține o participație care poate ajunge până la 50 % din capitalul francizatului. Este o modalitate prin care francizorul poate controla rețeaua francizaților săi.
- *Contractele de master franciză*: francizorul acordă unui șef de întreprindere dreptul de a franciza el însuși marca deținută într-un spațiu geografic bine determinat. Formula a fost inventată în SUA pentru a extinde o rețea în toate statele. Este folosită de francizori străini, în special pentru a pătrunde pe piețe noi.

³⁷ Beshel, Barbara —An Introduction to Franchising—,2001,

³⁸ Gheorghiu, G. Turcu, G. N. *Operațiuni de franciză*“, Ed. Lumina Lex, București, 2002

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- *Rețelele de franciză mixte* : contrar rețelelor clasice care au doar câteva magazine pilot aparținând francizorului, sucursalele pot avea o pondere mare în numărul magazinelor în rețelele mixte. Existența numeroaselor sucursale dovedesc încrederea pe care o are francizorul în conceptul său și pot fi adesea benefice francizaților, dar pot de asemenea să lase un semn de întrebare privind franciza că un concept adecvat de dezvoltare a afacerii și realizând din aceasta cauza un climat tensionat. Această este una din reinformațiile pe care orice viitor francizat trebuie să le cunoască, înainte de a adera unei rețele.
- *Contractele multi-franciză* sunt încheiate atunci când un francizor încredințează unui francizat, considerat a fi un bun întreprinzător, mai multe unități ale aceleiași mărci. Rețelele care au o vechime considerabilă, pot avea zeci de multi-francize, este exemplul mult prea bine cunoscutei mărci McDonald's.
- *Contractele pluri-franciză* (a nu se confunda cu cele de multi-franciză) permit unui întreprinzător francizat să dețină mai multe mărci. Acest caz este des întâlnit în moda pret-a-porter, sau mai bine spus în echipa casei de modă. Astfel personalul unei anumite case de modă poate fi întâlnit pe aceeași poziție sau alta într-o altă casă de modă.

3.2.2.5. Capital de risc (venture capital)

Capitalul de risc, cunoscut și sub numele de private equity, venture capital sau în terminologia românească, fonduri de investiții, se referă la sumele investite de companii specializate în astfel de operațiuni, în afaceri cu grad mare de risc, investiții ce se fac pe termen scurt sau mediu.

Aceste companii deși devin acționari ai entității finanțate se retrag după rambursarea capitalului investit și a unei dobânzi prevăzute.

Capitalul de risc reprezintă principala sursă de finanțare a afacerilor din domeniul tehnologiilor inovative. În termeni relativi, „venture capital” (*fonduri investite în investiții noi și neverificate, deci având un risc mare*) dețin încă o pondere mică în totalul piețelor de capital, dar dinamica lor devine din ce în ce mai importantă. Rolul lor în privința creșterii economice se găsește în stadiile critice, incipiente, ale dezvoltării multora dintre companiile devenite astăzi giganți ai economiei mondiale. Totuși, deținătorii de capitaluri care investesc banii lor în acțiuni riscante, precum

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

fazele de debut ale constituirii unor firme complet noi, speră să aibă succes în viitor, căci altfel pur și simplu nu și-ar investi banii. Aceștia se implică prin participarea ca membri în consiliile de conducere sau consilieri de management, sugerând conducerilor fondurilor cu capital de risc anumite direcții strategice de investiții.

În afara aspectelor ce țin de stricta capitalizare a companiei putem observa că investitorii furnizează companiei asistența și consultanța în elaborarea planului de afaceri, know-how, și îi fac expertiza în prisma cotației ei la bursa într-un moment din viitor. Principalul motiv al acestor investiții cotate că fiind de risc este obținerea unui profit superior unuia obținut normal cu aceeași sumă. Această este unitatea de măsură a succesului unei investiții Venture.

Capitalul de risc pe piața românească este destul de slab reprezentat, deoarece riscurile pe care și le asumă sunt destul de importante, există spiritul autarhic și lipsă de flexibilitate și experiență managerială și instrumentele legislative specifice sunt insuficiente.

Paradoxal, în acest caz nu lipsa banilor creează problemele, ci sumele mari de creditare, pornind de la 500.000 și până la 10.000.000\$, oferite de firmele de acest gen din România (sumele sunt totuși mici față de capitalul venture vehiculat în Occident).

Un fond de private equity nu cumpără niciodată fără să știe când anume va vinde; are întotdeauna în vedere dacă peste patru sau cinci ani va exista cerere pe piață pentru compania pe care intenționează să o cumpere. Dintr-o sută de companii analizate se concretizează doar câteva tranzacții, fiind aleasă doar cele care prezintă potențialul de multiplicare de cel puțin patru sau cinci ori a banilor investiți. În general, perioada de investiții într-o companie este cuprinsă între trei și cinci ani, cu posibilitatea de extindere până la șapte sau opt ani, în funcție de evoluția pieței și performanțele companiei

În Europa, piața capitalului de risc este fragmentată, în prezent existând 27 de medii de operare diferite. Acest lucru influențează în mod negativ atât mobilizarea de fonduri, cât și investițiile. Desfașurarea de operațiuni transfrontaliere este din ce în ce mai complexă, iar fondurile mici tind să evite să investească în afara jurisdicției lor naționale. În special pe piețele de capital de risc mic sau emergente, este greu ca fondurile să se extindă, să se dezvolte și să atingă masa critică de tranzacții.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Un cadru de reglementare mai bun ar conduce la scăderea costurilor operaționale și a riscurilor, ar crește fluxul de capital de risc și ar îmbunătăți funcționarea piețelor de capital de risc, ceea ce ar fi în avantajul IMM novatoare.

Se consideră că pentru înlăturarea barierelor din calea mobilizării de capital și a investițiilor transfrontaliere ale fondurilor cu capital de risc este nevoie ca structurile de capital de risc care funcționează bine să fie adoptate și recunoscute în celelalte state membre.

Autoritățile naționale ar putea recunoaște faptul că fondurile dintr-un alt stat membru, care funcționează pe piața respectivă, se supun deja regimului de reglementare din țară de origine. Soluția propusă presupune că autoritățile naționale să aibă niveluri reciproc acceptabile de control și transparența în ceea ce privește fondurile cu capital de risc.

Deși IMM novatoare reprezintă doar o mică parte din totalul de întreprinderi mici, acestea au capacitatea de a genera beneficii considerabile prin crearea de noi locuri de muncă și tehnologii noi. Un studiu recent efectuat asupra industriei arată că firmele din UE care primesc fonduri proprii și capital de risc au creat un milion de noi locuri de muncă în perioada 2000-2006³⁹; peste 60% din aceste locuri de muncă au fost create de firmele care au beneficiat de capital de risc, gradul de angajare din aceste întreprinderi crescând cu 30% pe an. În plus, întreprinderile novatoare și orientate către creștere, care sunt susținute de capital de risc au alocat cercetării și dezvoltării în medie 45% din totalul cheltuielilor, ceea ce reprezintă, în medie, 3,4 milioane de euro pe întreprindere pe an sau 50.000 de euro pe salariat, adică de șase ori mai mult decât primii 500 mari investitori în cercetare-dezvoltare din UE-25.

În plus, capitalul de risc este din ce în ce mai important pentru salvagardarea mediului (1,25 de miliarde de euro mobilizați în 2006). Fondurile cu capital de risc durabile investesc între 1 și 5 milioane de euro în principal pentru investițiile primare, cele în resursele de energie regenerabile și tehnologiile curate.

Avantajele finanțării prin capital de risc:

- nu se plătesc dobânzi și nici rate la finanțarea acordată, pentru perioada pentru care a fost semnat contractul inițial de finanțare;
- nu se solicită constituirea de garanții pentru finanțare.

³⁹ <http://www.evca.eu>

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- Această infuzie de capital nu figurează în evidențele firmei că datorii ci că surse financiare proprii (este aport la capitalul social);
- Odată cu banii, fondul aduce și specialiștii săi care vor asista întreprinzătorul la managementul firmei;
- Oferă capital atunci când alte surse de finanțare nu sunt disponibile (creditele ar putea limita creșterea companiei);
- Asigură maximizarea valorii companiei printr-o structură financiară adecvată;
- Interesele fondurilor de investiții coincid cu cele ale antreprenorilor;
- Acces la o gama largă de relații de afaceri – de ex. potențiali clienți, parteneri strategici, alți investitori

Ratele de rentabilitate pe care le cer fondurile cu capital de risc sunt foarte mari, 30-35% de obicei, întrucât și ele, la rândul lor, trebuie să se împrumute de la o organizație, care își asumă riscul și care cere, la rândul ei, un randament ridicat. Una dintre caracteristicile principale ale investiției de capital de risc este termenul scurt sau mediu pe care se realizează. Fondurile de capital de risc, deși devin acționari, nu rămân în afacerea respectivă, ci ies din investiție după un termen impus de restituire a creditului și a dobânzii.

Acest tip de asociere cu un fond de capital de risc prezintă un mare inconvenient: întreprinzătorul trebuie să participe cu o sumă mai mare decât a fondului, pentru că fondul să-și păstreze poziția de acționar minoritar. În afară de acest lucru, în România, fondurile de capital de risc nu sunt destinate în special IMM-urilor, ci mai ales firmelor mari care doresc o infuzie de capital pentru o anumită perioadă. Evident, există posibilitatea că un fond de risc să dorească să fie partener și cu o firmă nou-înființată.

În ceea ce privește dimensiunea sumelor anuale investite sub forma capitalului de risc, România a beneficiat de 250 milioane euro în 2006, comparativ cu 110 milioane euro în 2005 ceea ce indică o creștere semnificativă, deși că pondere în totalul investițiilor sub această formă în Europa Centrală și de Est reprezintă doar 6.5%.⁴⁰

Capitalul de risc este direcționat spre firme aflate în diferite stadii de dezvoltare, o clasificare folosită în literatura de specialitate fiind:

⁴⁰ Central and Eastern Europe Statistics 2007 EVCA

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- firme aflate în stadiu incipient (seed)
- firme recent înființare (start-up)
- firme în dezvoltare (expansion)
- înnoirea capitalului
- preluări de firme (buy-out).

Tipuri de tranzacții cu capital de risc

	Investiții inițiale		Investiții în entități existente		
Investiții	Capital inițial	Start-up	Expansiune	Buy-out	Capital de înlocuire
Vârsta entităților în care se investește	1-2 ani	2-3 ani	3-5 ani	> 5 ani	> 5 ani
Scopul investiției	Dezvoltarea și finalizarea conceptului inițial al afacerii	Lansarea activității și începerea vânzărilor	Expansiunea și creșterea entității	Aducerea entității la nivelul următor	Aducerea entității la nivelul următor
Folosirea capitalului	Finalizarea cercetării și dezvoltarea planului de afaceri	Realizarea produsului și începerea campaniei inițiale de marketing	Finanțarea creșterii capacității de producție, dezvoltarea unor produse noi sau intrarea pe piețe noi	Achiziția afacerii sau a unei divizii cu păstrarea managementului existent	Achiziția afacerii de la un alt fond cu capital de risc

Conform datelor furnizate de EVCA, capitalul de risc s-a orientat către start-up-uri în proporție de 28%, firme în dezvoltare 35%, cumpărări de firme (buy-out) 32% și înlocuirea capitalului 5%.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Fondurile de private equity au încheiat puține tranzacții pe piața românească, deși sumele disponibile pentru investiții sunt de ordinul miliardelor de euro, unul din principalele motive fiind lipsa oportunităților care implică preluări de peste 50 milioane euro. Un alt factor care limitează numărul tranzacțiilor încheiate de fondurile de private equity este oferta mare de pe piața de companii de 1-10 milioane de euro. Sunt foarte mulți bani disponibili, dar sunt puține deal-uri. În plus, echipele de management ale celor zece fonduri de investiții prezente în România nu au capacitatea de a pune la lucru banii pe care îi au la dispoziție.

Investițiile de risc în România în perioada 2017-2020

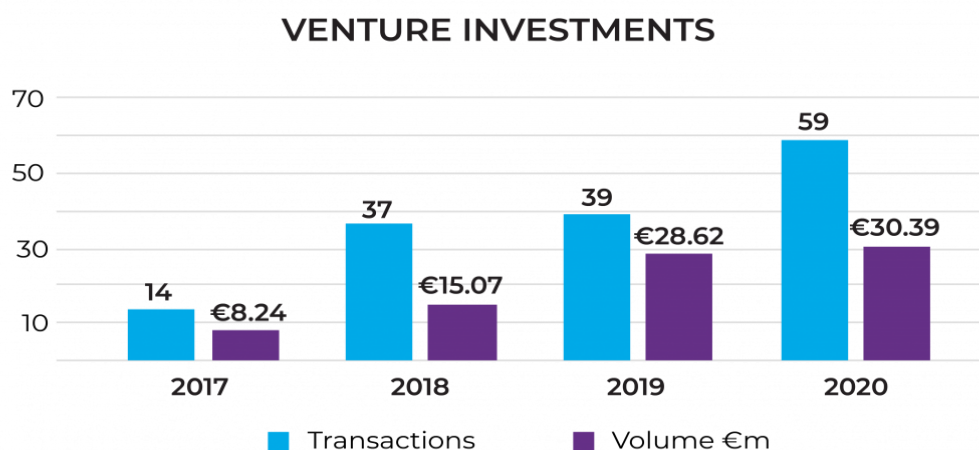


Fig 14

3.2.2.6. Îngerii (*BUSINESS ANGELS*)

Ei sunt de obicei conducători ai unor afaceri de succes sau profesioniști care fac importante investiții în alte afaceri, în special în afaceri emergente. Ei de obicei investesc în domeniul lor de activitate sau de expertiză.

Cel mai important rol al unui astfel de investitor este de a infuza capital într-o entitate economică încă de la început. Dar în plus față de bănci sau alte tipuri de investitori aceștia fac mai mult decât simplă susținere financiară. Ei preiau rolul de consultant principal, mai ales când afacerea se afla la început.

„Îngerii”⁴¹ pot fi surse importante pentru accesarea ulterioară la anumite împrumuturi, stabilirea consiliului executiv, alegerea consultantilor principali, și chiar întâlnirea de potențiali clienți sau parteneri. Însă trebuie ținut cont de un aspect

⁴¹ Gerald A. Benjamin – *Angel capital. How to raise early stage private equity finance* Ed. John Wiley and Sons 2005

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

important. Deși au o calitate mai specială, un astfel de investitor rămâne totuși un investitor. Ei așteaptă profit și datorită părții care o dețin în companie să obțină beneficii. De obicei o perioadă de 5-7 ani este considerată rezonabilă până se recuperează banii (sau vânzare a companiei, sau cotarea ei la bursa și vânzarea acțiunilor).

"Angels Investors" sunt altceva decât sponsorii și mult mai accesibili decât fondurile de investiții sau băncile.

În general, fondurile nu se încurcă cu 10-50.000 de dolari sau euro. Băncile la rândul lor au și ele anumite criterii după care își aleg clienții. Aici își găsește locul și e nevoie de un așa-numit "angel".

Conceptul de "angel investor" este puțin cunoscut în țara noastră. Deși în SUA există în jur de 225.000 de business angels, iar în Franța aproximativ 6 business angels la 100.000 de locuitori, în România nu poate fi vorba nici măcar de unul la 100.000 de locuitori.

Antreprenorii români nu cunosc atât de bine activitatea unui business angel încât să aibă suficientă încredere în el. Implicit, investițiile de acest tip sunt întâlnite destul de rar.

Teama multor întreprinzători este că, în cazul atragerii unor investitori și cedarea unor părți din afacere, riscă să piardă controlul asupra afacerii. Însă această temere nu este justificată, deoarece acești business angels nu intenționează să rămână în afacere pe termen lung, ci ei au pregătit un plan de exit, prin vânzarea părții lor din afacere către proprietarul afacerii în schimbul unei sume care să justifice riscul și implicarea lor.

Acest tip de finanțare este cunoscut și sub denumirea de *seed financing*, în sensul că este acest capital investit este văzut că sămânța necesară pentru creșterea afacerii și pentru atragerea unor alți potențiali investitori, dacă este cazul.

Avantajul principal al unui antreprenor care apelează la un business-angel și reusește să castige un asemenea partener este că nu are nevoie de vreo garanție pentru aceasta finanțare venita de la ingerul-investitor (la banca sau în alte tipuri de finanțare, riscurile bancherilor sau ale investitorilor sunt parțial sau total acoperite cu diverse tipuri de garanții). În plus, rolul unui business-angel este în general mai activ decât cel al investitorilor financiari instituționali, pentru că acesta poate oferi sprijin direct și personal în elaborarea sau rafinarea strategiei, stabilirea și urmărirea obiectivelor, un audit informal permanent asupra organizației, structurarea

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

departamentelor companiei, aducerea și motivarea unor resurse umane valoroase în companie (care vor veni să lucreze acolo pe baza reputației aceluși business-angel), furnizarea de contacte utile de afaceri. Nu în ultimul rând, un business-angel cu experiența poate găsi rute de a duce afacerea la următorul nivel (având acces la fonduri de investiții și bănci, poate refinanța afacerea sau, de ce nu, poate găsi rute de exit prin vânzarea către un alt investitor a companiei, cu un randament foarte bun nu doar pentru el personal, cât și pentru antreprenorul care a beneficiat de acest parteneriat).

Comparativ, Marea Britanie numără în jur de 20.000 de business angels, investițiile anuale ridicându-se la câteva miliarde de euro. Spre deosebire de țara noastră, unde fenomenul se află la început, iar banii se duc către domenii precum serviciile sau imobiliarele, în Franța, acest tip de investitori finanțează și idei mai originale, precum înființarea unei formații de muzică sau edituri de carte. Asociația investește într-o afacere numai dacă există și o investiție individuală a unuia dintre membri.

Nu există statistici oficiale, dar un studiu Biz Angels (companie înființată pentru a intermediar legătura între business angel și antreprenori) arată că domeniile principale de interes ale investitorilor sunt serviciile de afaceri (aproape 14%), pregătire/training (peste 12%), imobiliare, turism, recreere, cercetare (în jur de 11%), hardware și software (aproape 10%).

Deși business angels există în majoritatea țărilor, un fenomen de dată recentă este crearea de rețele formate de business angels. Deoarece una din problemele majore ale finanțării cu ajutorul acestor "îngeri" este întâlnirea dintre entitățile ce au nevoie de finanțare și business angels, soluția la această problemă este crearea acestor rețele. În general, business angels sunt investitorii informali privați care pun capital, expertiză managerială, experiență, relații în afaceri aflate în fază incipientă, localizate geografic în imediată vecinătate deoarece ei vor să păstreze contactul cu entitatea finanțată⁴². Practic, acest aspect limitează aria în care ei pot acționa.

Prin înființarea rețelelor de business angels (BAN) este înlăturat acest inconvenient. BAN sunt rețele organizaționale publice sau private care acționează ca intermediar între business angels și întreprinzători.

⁴² Reitan, B., Sorheim, R. – *The informal venture capital market in Norway- Investor characteristics, behaviour and preferences*, Venture Capital An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2000 p.129-141

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Mai jos sunt creionate câteva criterii de baza recomandate de Marius Ghenea, un business angel de success din România, pentru că cei care doresc finanțare prin astfel de investitori să poată face alegerea cea mai buna, dacă au posibilitatea:

- “Alegeți un investitor *business-angel* care să aibă gradul potrivit sau dorit de voi în ceea ce privește implicarea în afacere: sunt antreprenori care, mai ales la început de drum, preferă un *business-angel* extrem de activ, chiar hands-on în afacere, care să îl ajute, să îl ghideze pe partea de strategie, dar uneori chiar și în zona de operațiuni; dimpotrivă, sunt antreprenori care preferă un *business-angel* mai puțin implicat în activitatea operatională, care să participe doar la deciziile importante.
- Încercați să găsiți un *business-angel* care a investit deja cu succes și în alte proiecte similare (că industrie, tip de activitate etc.) cu cel pe care îl dezvoltați voi acum.
- Alegeți investitorul potrivit că valoare a finanțării.
- Căutați *business-angels* „cât mai aproape de casă”. De fapt, și ei vor căuta același lucru. Pentru un *business-angel*, să investească la mare distanță înseamnă creșterea semnificativă a costurilor (deplasări, ședințe de board, discuții cu echipa) dar și a riscurilor (mai departe înseamnă mai puțin sub control).
- Și pentru că este vorba despre cum vă poate ajuta un *business-angel*, ultimul și cel mai important criteriu de alegere a celui mai potrivit *business-angel* este „ce poate aduce în afară de bani?”

Una din principalele deficiențe ale acestei forme de finanțare o reprezintă inexistența unei piețe fizice, localizată, unde să se poată întâlni cererea cu oferta de fonduri pentru astfel de investiții. Această lipsă a determinat apariția de diverse rețele de business angels.

Investitorii de acest fel tind să se grupeze în asociații sau grupuri mai mici sau mai mari, astfel încât să poată să fie disponibili pentru cei care caută finanțare. Asocierile pot fi în funcție de zona geografică, de tipul afacerii finanțate etc.

În România o astfel de asociere este TechAngels, un grup de investitori din domeniul tehnologiei, iar activitatea acestora este în creștere de la an la an, astfel încât în anul 2019 cifra investițiilor a fost de 4 ori mai mare față de 2017, iar în 2021 datele arată că vor depăși 6 milioane de euro, cifra anului dinainte de pandemie.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

La nivel european exista BAE (Business Angels Europe) o rețea care înglobează la rândul ei peste 250 de alte rețele naționale sau locale cu peste 40.000 de membrii individuali, precum și EBAN (European Business Angel Network), o rețea cu peste 150 de organizații din peste 50 de țări care au ca obiectiv finanțarea în diferite stadii a antreprenorilor din Europa, cu scopul de a acoperi un gol care există între finanțarea start-up-urilor din fondurile personale ale antreprenorilor, familiei și prietenilor (family, friends and fools) și finanțarea în faza de dezvoltare a afacerii pe baza capitalului investit de fondurile de investiții. În forma ei organizată oficial, această rețea a apărut în 1999 și de atunci este în continuă creștere.

3.2.2.7. Crowdfunding (Multifinanțare)

Deși aparent nouă, ideea de crowdfunding, adică strângerea sumelor de bani necesare pentru a finanța un obiectiv de la mai multă lume a apărut undeva prin anii 1875, odată cu necesitatea găsirii sumelor de bani pentru a construi pedestalul pe care să fie pusă Statuia Libertății oferită cadou americanilor de către francezi. Pulitzer a făcut apel la mândria americanilor și din sume mici s-au strâns astfel banii necesari.

Crowdfunding-ul este în esență o strategie de marketing implementată fie înaintea fie în timpul producției unui produs cultural, social sau politic. Se aseamănă foarte mult cu fundraising (strângerea de fonduri) cu deosebirea că se încearcă eliminarea ideii de donație și se pune accent pe partea de recompense.

Această formă de finanțare s-a dezvoltat tacit încă din anii 2000, un rol important în evoluția acestuia avându-l internetul.

Crowdfundingul a apărut și în România sub forma platformelor de multifinanțare sau finanțare participativă. Firmele românești pot obține finanțări și prin intermediul platformelor internaționale cum este Indiegogo, dar în cazul în care produsele firmei sunt cu specific și adresabilitate locală este mai bine să se solicite finanțare pe platforme românești.

Ca antreprenor, pentru a obține finanțarea pentru un produs ce urmează a fi realizat, antreprenorul solicită bani pe platforma online urmând că finanțatorii să fie recompensați sub forma produsului fie gratuit, fie personalizat, fie la un preț redus

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

etc. în România există opt astfel de platforme de crowdfunding. Pe lângă sursa de finanțare, crowdfundingul mai are și alte avantaje cum ar fi pretestarea ideei de afacere și găsirea de noi clienți. În esență, finanțatorii start-upului sunt și primii clienți.

Trebuie menționat faptul că platformele de crowdfunding rețin o parte din suma acumulată, care poate varia între 0 și 10%.

Ca multe alte fenomene economice, și crowdfundingul a apărut în România ca o realitate economică, înainte de a fi reglementată juridic. În prezent nu există o lege a multifinanțării. A existat un proiect de lege inițiat în 2014 care însă nu s-a finalizat într-o lege care să reglementeze această formă de finanțare. Lipsa acesteia ridică probleme legate de modalitatea de tratarea din punct de vedere contabil și fiscal a fondurilor astfel obținute. Opinia specialistilor este că aceste fonduri nu pot fi tratate ca și donații, ci mai degrabă ca niște vânzări cu plata în avans, deoarece finanțatorii vor primi în schimbul sumelor avansate produsele start-upului, chiar dacă prețul este unul promoțional.

O variantă pe care proiectul de lege o propunea era de a oferi susținătorilor, în schimbul banilor, acțiuni sau părți sociale. Opinia personală este că această variantă nu este viabilă și nici convenabilă pentru antreprenor, deoarece numărul finanțatorilor poate fi foarte mare, sumele adunate prin această formă de finanțare putând ajunge de ordinul sutelor de mii de euro. Această ar însemna diluarea acționariatului și poate pierderea controlului asupra propriei companii.

O altă variantă de tratare a acestor fonduri este înregistrarea lor ca împrumuturi acordate de persoane fizice și care beneficiază în schimbul acestora de o dobândă.

Uniunea Europeană s-a gândit să facă reglementări pentru protejarea micilor investitori individuali care finanțează și ei startup-uri în speranța că acestea vor ajunge companii mari și vor obține câștiguri. Dacă pe burse există un cadru normativ prin care investitorii sunt protejați într-o anumită măsură, pe platformele de crowdfunding, din afara pieței de capital reglementate, UE a văzut că este nevoie de legi care să guverneze această activitate de finanțate.

Bineînțeles, riscurile sunt prezente în orice investiție, dar reglementările vin cu un cadru predictibil de asumare a riscurilor.

Cea mai nouă reglementare UE, de anul trecut, este Regulamentul 1503/2020, privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri și de modificare a Regulamentului (UE) 2017/1129 și a Directivei (UE) 2019/1937.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Regulamentul se va aplica obligatoriu din 10 noiembrie 2021, în toată Uniunea Europeană, inclusiv în România. Până atunci, România trebuie să dea o lege care să stabilească un cadru național de aplicare a regulamentului. În mod normal, regulamentele europene, spre deosebire de directive, nu au nevoie de legi care să le transpună în legislația națională, dar acum, acest regulament prevede faptul că statele membre stabilesc un anumit cadru de aplicare, prin legi interne.

La nivel mondial, cele mai cunoscute site-uri de crowdfunding sunt Kickstarter și Indiegogo, din SUA. Prima nu permite finanțarea proiectelor prin vânzarea unor părți sociale, dar este foarte populară în rândul startup-urilor care vor să obțină fonduri vânzându-și produsele către susținători. Indiegogo a introdus în 2016 finanțarea prin equity crowdfunding, pentru startup-urile care voiau să obțină investiții de la susținători, în schimbul unor părți sociale.

În România prima și cea mai cunoscută platformă de crowdfunding este Seedblink, lider de piață, însă din decembrie 2021 are un concurent serios și anume platforma Ronin, unde contribuția minimă este de 100 de ron.

3.2.2.8. Incubatoare de afaceri

Numele generic al acestor companii este foarte sugestiv: ele cumpără diferite firme aflate în faze inițiale de dezvoltare - de start-up (proiect), sau recent înființate. Ele pun la dispoziția antreprenorilor o serie de servicii strategice și logistice pentru a se dezvolta.

Conform Comisiei Europene un incubator de afaceri (pepinieră de întreprinderi cum se definește în limba franceză) este un *loc în care sunt concentrate, într-un spațiu limitat, întreprinderi recent create*. Obiectivul incubatoarelor este de a spori șansa de creștere și durata de supraviețuire a acestor întreprinderi, furnizându-le spații modulare, cu servicii comune, că și o încadrare în scopul asigurării unor servicii specifice. *Accentul* este pus, în mod esențial, pe *dezvoltarea locală și pe crearea de locuri de muncă*. Orientarea tehnologică este deseori lăsată pe un plan secundar. Între *serviciile* acordate de către incubatoarele de afaceri: spațiu flexibil, consultanță directă în afaceri, consultanța managerială sau expertiză managerială directă, servicii de birotică, baze de date, informații de piață, software, computere și logistică, marketing, engeneering, design, servicii de contabilitate, căutarea și oferirea de oportunități financiare și uneori chiar un „*capital de risc*”. O altă definiție și

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

totodată o altă viziune asupra dezvoltării incubatoarelor de afaceri este dată de Asociația Națională (Americană) a incubatoarelor de afaceri. Astfel, un incubator de afaceri este *un program de asistență în domeniul afacerilor pentru crearea și dezvoltarea firmelor antreprenoriale*. În același timp, incubatoarele de afaceri sunt *instrumente pentru încurajarea transferului tehnologic, revitalizarea comunităților și crearea de noi locuri de muncă*.

Necesitatea acestor incubatoare de afaceri derivă din înțelegerea faptului că noile întreprinderi, în special cele inovative, necesită o finanțare intensă câtă vreme rodul lor este vulnerabil la intemperiiile pieței, exact că un copil neprotejat sau fără sistem imunitar. Scopul declarat este însă facilitarea dezvoltării și îmbunătățirea bazei antreprenoriale dintr-o regiune, în condițiile globalizării pieții, condiții care oferă noi oportunități pentru IMM-uri în țările în curs de dezvoltare.

Realizările în acest domeniu sunt pretutindeni în lume, pornind de la țările puternic industrializate și până la cele aflate în curs de dezvoltare, sau chiar slab dezvoltate industrial. În Statele Unite, o formă particulară de incubator de afaceri, a constituit-o așa numitul *micro-credit*, încă de la începutul anilor 90, strategiile și politicile de dezvoltare economică și-au schimbat optica în ce privește antreprenoriatul. Dacă în anii 80 strategiile vizau *atragera* de întreprinderi, orașele și regiunile fiind în permanentă concurență pe acest sector, acum se merge mai degrabă pe *crearea de* întreprinderi. Acest *nou* val al strategiilor de dezvoltare, accentuează *rolul individului*, mai curând decât al teritoriului și s-a concretizat prin numeroase parteneriate public - privat. Termenii *microcredit* și *micro-întreprindere* sunt adesea folosiți cu același sens. În fapt, programele de microcredit sunt subansamble ale programelor de micro-întreprindere, diferența constând în faptul că, pentru programele de micro-credit contractarea creditelor este unul din serviciile furnizate în mod particular. Dar pe ansamblu, este vorba despre stimularea creării de întreprinderi și prin procurarea, în același timp, a capitalurilor necesare demarajului, precum și formarea noilor antreprenori.

Incubatoarele joacă astfel patru roluri principale:

- de „**părinte**” - susținând managerii firmelor incubate atât din punct de vedere tehnic cât și material
- de „**mediu**” - oferă posibilitatea dezvoltării rapide a strategiilor de afaceri ale firmelor incubate

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- de „**investitor**” - incubatorul aduce capital în schimbul unor acțiuni ale firmelor incubate, la fel că și firmele cu capital mixt; diferența este că incubatorul se implică activ în dezvoltarea firmei incubate;

- de „**club de afaceri**” - incubatorul caută și oferă oportunități de afaceri firmei incubate, facilitându-i întâlnirea cu alți jucători de pe piață.

Există mai multe tipuri de incubatoare ele putând fi grupate, după structura serviciilor furnizate în:

- Tradiționale - urmăresc dezvoltarea firmelor care pot înregistra o schimbare rapidă a tehnologiilor de fabricație;
- Pentru afaceri;
- Culturale – sprijină activități culturale și sociale;
- Tehnologice – sprijină firme care dezvoltă produse sau servicii apărute în urma unor cercetări științifice;
- Agricole – încurajează dezvoltarea afacerilor în domeniul agricol și inovarea tehnologică în agricultură.

Prin definiție, incubatoarele de afaceri sunt create pentru a sprijini dezvoltarea întreprinderilor aflate la început de activitate, care au idei, dar nu dispun de know-how, nu știu să facă un plan de afaceri și nici nu au resursele financiare pentru închirierea, la preturile pieței, a unui sediu adecvat. Analistii apreciază că o cauză frecventă a eșecului întreprinderilor de tip start-up este lipsa suportului financiar, deoarece firmele mici sunt obligate să funcționeze pe piața pe baza propriilor resurse, fără a beneficia de susținere financiară care să le ajute să facă față presiunilor mediului concurențial. Aici intervine rolul incubatorului de afaceri: pe lângă asigurarea suportului logistic necesar, aici se organizează cursuri de pregătire, se întocmesc planuri de afaceri, se învață cum trebuie realizat un proiect pentru atragerea fondurilor puse la dispoziție de finanțatorii interni sau externi, într-un cuvânt, se însușesc primii pași în lansarea unei afaceri. Odată cu dezvoltarea firmei, aceasta se rupe de incubatorul în care s-a născut și începe să funcționeze pe cont propriu.

Acționarii unui astfel de incubator, pot fi universități de prestigiu, administrații locale, bănci și chiar firme private. Banii necesari pentru astfel de incubatoare de afaceri provin fie de la stat, iar în zonele eligibile și de la UE –care finanțează astfel de proiecte cu până la 50%. După finanțarea inițială - acordată pentru o perioadă de

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

4 ani, acestea trebuie să se autofinanțeze. Ca să reușească în 4 ani de zile să se autofinanțeze, incubatoarele dezvoltă activități cum ar fi:

- ajută la finanțarea firmelor ce vin la incubator (stabilirea de contacte)
- ajută la desfacere (pregătește personal de vânzare)
- prestează activități de servicii
- organizează cu ajutorul universităților parteneri școli de afaceri de tip MBA.

Incubatoarele de afaceri reprezintă instrumentul utilizat de către autoritățile publice, pentru a încuraja formarea și supraviețuirea noilor întreprinderi. Analizele efectuate indica faptul că acesta este un domeniu în care autoritățile locale și autoritățile guvernamentale pot asigura valoare adăugată ridicată. Scopurile principale ale Incubatoarelor de Afaceri sunt de a ajuta noile afaceri să se consolideze și să devină creatoare de noi locuri de muncă. Schemele financiare destinate susținerii Incubatoarelor de Afaceri trebuie să includă principalele aspecte, cum sunt scopurile și obiectivele de început ale schemei, precum și criteriile privind abilitățile manageriale solide ale echipei de conducere a centrului de incubare. Managementul incubatorului trebuie să prezinte calificarea și experiența adecvată pentru a asigura marketingul și suportul pentru planificarea afacerilor și care sunt în concordanță cu nevoile specifice ale micilor întreprinderi, iar politica de selecție a IMM trebuie focalizată pe start-up sau afaceri de dimensiune mică pentru a le asigura o creștere rapidă. Politica de ieșire din incubatorul de afaceri identifică clar momentul în care întreprinderile care au atins o anumită rată de creștere economică trebuie să părăsească incubatorul. Regulile interne ale incubatorului trebuie să stabilească norme clare de excludere din incubator pentru clienții care au performanțe scăzute. Proprietatea spațiilor destinate incubatorului trebuie să fie clar definită pentru întreaga perioadă de funcționare a acestuia. În cazul în care incubatorul de afaceri își va înceta activitatea, se va urmări că, la transferul infrastructurii create, să se evite crearea de avantaje pentru una sau mai multe întreprinderi, indiferent de forma juridică de organizare sau regimul de proprietate al acesteia. Incubatoarele de afaceri sunt create pentru a sprijini și a face parte dintr-un cadru strategic național, axat pe prioritățile economice de dezvoltare. În acest sens, trebuie încurajată realizarea unor interdependente economice între zonele geografice propuse pentru a fi dezvoltate, tocmai pentru că evoluția lor s-ar putea produce în cadrul unei rețele sustenabile de incubatoare de afaceri care vor aplica cele mai bune proceduri în domeniu.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

National Business Incubator Association (NBIA) este o asociație înființată în 1985 care are drept scop promovarea dezvoltării noilor afaceri și educarea mediului de afaceri și a investitorilor cu privire la beneficiile incubatoarelor. În prezent asociația numără peste 900 de incubatoare afiliate, răspândite pe teritoriul Statelor Unite și încă 40 de țări.

În prezent, în România numărul și impactul incubatoarelor de afaceri este destul de scăzut, pentru a satisface nevoile specifice ale IMM-urilor aflate în faza de început de dezvoltare a afacerii, sau care funcționează deja. Distribuția geografică inegală și rata de supraviețuire foarte mică, au făcut că o serie de incubatoare înființate cu sprijin internațional să înceteze să funcționeze în momentul în care s-a încheiat finanțarea, dat fiind faptul că sprijinul din partea autorităților locale, al Guvernului, sau al sectorului privat a fost inexistent sau insuficient pentru a le menține în funcțiune. Constituirea lor nu a avut la bază planuri de afaceri pe termen lung și parteneriate care să asigure finanțarea după încetarea susținerii financiare din partea donatorilor.

Incubatoarele de afaceri constituie un instrument financiar eficient de stimulare a înființării și dezvoltării IMM-urilor, eligibil pe fonduri structurale.

Incubatoarele de afaceri nu sunt generatoare de noi entități economice sau locuri de muncă care funcționează izolate în spațiu. Pentru a avea succes, ele trebuie să se integreze într-un sistem local - sau, mai bine chiar, regional - de colaborare cu felurite tipuri de organizații și instituții. Parteneriatul public-privat reprezintă cheia dezvoltării sănătoase a oricărei economii regionale, iar în aceste economii IMM-urile reprezintă o parte esențială, de neînlocuit.

Guvernul susține înființarea de incubatoare de afaceri prin măsuri specifice:

- Facilitarea accesului IMM la spații de lucru în condițiile unor chirii reduse și în termeni flexibili (creșterea taxei pentru chirie gradual, în timp, pentru facilitarea funcționării firmei în primele luni);
- Furnizarea de utilități la valori reduse și fara taxe de conectare inițiale;
- Furnizarea de servicii de consultanță pentru planul de afaceri, în domenii ca marketing, contabilitate, legislație;
- Asistență pentru negocierea unor linii de credit avantajoase cu băncile locale și alte instituții financiare.

În sprijinul dezvoltării mediului de afaceri și a start-up-urilor în special, a fost emisă Legea 102/2016 privind incubatoarele de afaceri.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Tipurile de incubatoare care pot fi înființate sunt următoarele:

- incubator de afaceri cu portofoliu mixt (vizează IMM-urile cu potențial de creștere dintr-o gamă largă de sectoare);
- incubator de afaceri tehnologic (vizează IMM-urile cu potențial de creștere tehnologic);
- folosirea incubator de afaceri academic (vizează IMM-urile a căror activitate rezidă în aplicarea sau rezultatelor activității de cercetare-dezvoltare din cadrul unei universități ori al unui institut de cercetare sau dezvoltă inițiativa antreprenorială din mediul universitar, având ca obiectiv reținerea tinerilor în comunitate și comercializarea tehnologiilor elaborate și dezvoltate de studenți sau de facultate);
- agroincubator de afaceri (vizează IMM-urile sau societățile agricole);
- incubator de afaceri social (folosește spiritul antreprenorial și inovația pentru a crea impact social);
- incubator specific unui sector (oferă toată gama de servicii necesare celor care au o idee fezabilă, aplicabilă într-un anumit sector, expresie a potențialului endogen existent în acel teritoriu);
- incubator virtual (oferă servicii de incubare prin internet, sub forma portalurilor de afaceri);
- incubator pentru activități nonagricole în mediul rural.

Fondatorii incubatoarelor de afaceri au dreptul la o serie de facilități fiscale, care vor fi acordate în baza unor scheme de ajutor de stat. Mai exact, este vorba despre:

- scutirea de la plata impozitului pe teren, corespunzător terenului aferent incubatorului de afaceri, cu aprobarea autorităților locale;
- scutirea de la plata impozitului pe clădiri, corespunzător clădirilor care fac parte din incubatorul de afaceri, cu aprobarea autorităților locale;
- scutiri de la plata oricăror taxe datorate pentru eliberarea certificatelor de urbanism, autorizațiilor de construire și/sau desființare de construcții pentru terenurile și clădirile aferente incubatorului de afaceri, cu aprobarea autorităților locale.

Chiar dacă numărul lor este în creștere, incubatoarele de afaceri nu oferă, de obicei, oportunități de finanțare, de aceea următorul pas ar trebui făcut în direcția sprijinului financiar.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

În momentul de față, finanțarea incubatoarelor de afaceri se poate face din fonduri private, din fonduri publice ale bugetelor consiliilor locale sau județene, în limita sumelor aprobate cu această destinație, sau din fonduri externe nerambursabile.

Din anul 2019 se încearcă modificarea legislației privind incubatoarele de afaceri și în aceste sens există un proiect de lege care elimină condiția existenței unui studiu de fezabilitate pentru realizarea unui incubator iar de la 6 tipuri de incubatoare de afaceri cum este prevăzut în actuala lege, numărul va fi redus la 3.

3.2.2.9. Acceleratoarele de afaceri

Acceleratoarele de afaceri sunt asemănătoare și în același timp diferite de incubatoarele de afaceri. Definiția acceleratorului de afaceri conform aceluiași proiect de lege, menționat mai sus este "Program derulat în cadrul incubatorului de afaceri, care asigură rezidenților, în etape, accesul la surse de finanțare, în scopul lansării pe piață, în termen de 3 până la 6 luni, a unui produs sau serviciu. Programul poate include activități de educație antreprenorială, mentorat și de networking, în vederea creșterii rapide a afacerii".

În esență, un accelerator de afaceri este un program intensiv de afaceri oferit de către organizații care sprijină afaceri incipiente. În cadrul acestui program, care durează câteva luni (de regula trei sau patru), sunt oferite activități de mentorat, educaționale și acces la surse de capital. Participanții „absolvă” programul care este așa cum se poate observa foarte concentrat și de regulă își prezintă la final ideile în față potențialilor investitori, în cadrul unei așa numite „ Demo Day”.

Printre cele mai cunoscute acceleratoare de startupuri de tehnologie, în Europa, se numără SeedCamp și TechStars în Londra și StartupBootcamp în Dublin. Alte acceleratoare cunoscute sunt Rockstart, în Olanda, Oxygen și Founders Institute în Marea Britanie, TechPeaks în Italia și, mai aproape de România, Eleven și LaunchHUB în Bulgaria. Inscrierea într-un accelerator implică, de cele mai multe ori, cedarea a 5% până la 9% din afacere contra unei investiții inițiale minore, de regulă suficientă pentru a acoperi cheltuielile fondatorilor pe perioada de desfășurare a

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

programului, de obicei trei luni, deși în unele cazuri poate dura chiar șase luni sau un an. În medie, investițiile acceleratoarelor nu depășesc 30.000 euro, în funcție și de cât de mare este echipa.

În ultimii 10 ani numărul acceleratoarelor de afaceri a „explodat” de-a dreptul, astfel încât dacă în 2005 în SUA era înregistrat doar un astfel de accelerator, în prezent există 578. În România existau în 2017, opt acceleratoare de afaceri.

Cui i se potrivește un accelerator de afaceri?

Răspunsul la această întrebare este: în principal celor care doresc să se dedice 100% ideii lor de afaceri, celor care sunt dispuși să se relocheze pentru câteva luni unde este situat acceleratorul și acceptă programul extrem de intensiv, asemănător unei tabere de concentrare.

Diferențe între incubatoarele de afaceri și acceleratoarele de afaceri

Deși aparent similare, există câteva diferențe esențiale între incubatoare și acceleratoare de afaceri:

- incubatoarele sprijină idei de afaceri incipiente, care sunt în etapa înființării lor, în timp ce acceleratoarele sunt destinate creșterii unor afaceri deja existente;
- durata sprijinului- în timp ce firmele stau în incubator un timp destul de lung, de la 1 an până la 3 ani și creșterea acestora este lentă, în accelerator timpul petrecut este fix, de 3 până la 6 luni.

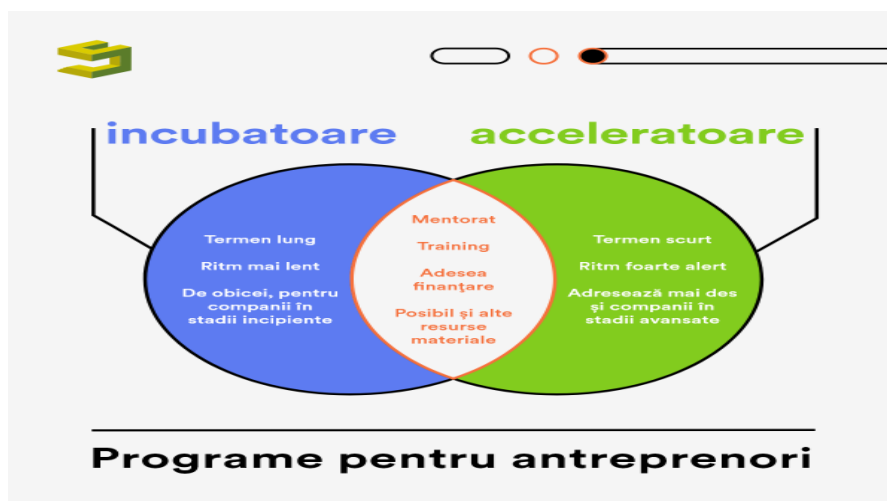


Fig 15. Asemănări și deosebiri între incubatoare și acceleratoare de afaceri

Capitolul 4 Costul surselor de finanțare a investițiilor economice

4.1. Costul surselor proprii de finanțare

În determinarea costului capitalului propriu și analiza oportunității utilizării acestuia trebuie avute în vedere mai multe aspecte printre care:

- accesibilitatea surselor de finanțare
- prezervarea drepturilor acționarilor/proprietarilor
- cele două "tăişuri ale sabiei" privind participarea activă în management
- obținerea de profituri
- flexibilitate versus disciplină
- impactul levierului financiar
- impactul avantajelor fiscale
- punctele de vedere ale creditorului și ale investitorului

În evaluarea surselor de finanțare trebuie să se facă o comparație a costurilor diferitelor surse angajate. Având în vedere că o entitate economică nu se poate finanța integral pe seama surselor proprii, costul global al capitalului angrenat în activitate este de fapt un cost mediu ponderat calculat după formula clasică:

$$k_{ec} = k_e \frac{CPR}{PASIV} + k_d \frac{DAT}{PASIV},$$

unde k_{ec} – costul mediu ponderat

k_e – costul capitalului propriu (rentabilitatea așteptată de acționari)

k_d – costul capitalului împrumutat

Se consideră că există două mari grupe de surse de finanțare: capitaluri proprii, respectiv capitaluri proprii interne, obținute prin autofinanțare pe baza reinvestirii unei părți din profitul net, și capitaluri proprii externe, procurate prin emisiuni noi de acțiuni sau majorarea valorii celor existente, precum și capitaluri împrumutate, cum ar fi creditele bancare, creditele comerciale oferite de partenerii de afaceri (dacă sunt obținute cu titlu gratuit nu se iau în calculul datoriilor din cadrul formulei costului mediu ponderat), creditele de scont pe bază de titluri de valoare, împrumutul obligatar, leasing-ul etc.

Fiecare dintre acestea au o metodologie specifică de determinare a costului lor.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

După impozitare, ca urmare a tratamentului diferențiat al veniturilor de capital ale acționarilor și creditorilor, costul mediu al capitalului se calculează cu formula:

$$k_{ec} = k_e \frac{CPR}{PASIV} + k_d(1 - \tau) \frac{DAT}{PASIV}, \text{ unde } \tau - \text{cota de impozit}$$

Deci, calculul costului mediu al capitalului este aparent simplu, dar trebuie să se utilizeze costuri omogene, adică înainte sau după aplicarea cotei de impozit. De asemenea, costul mediu ponderat se poate exprima atât în valori de piață, cât și în valori contabile. Mai ales pentru întreprinderile cotate pe piața de capital, se recomandă utilizarea valorilor de piață atât pentru estimarea valorii datoriilor, cât mai ales pentru cea a capitalurilor proprii pe baza capitalizării, ceea ce conferă o exprimare obiectivă și cât mai aproape de realitate a costului de oportunitate al capitalului.

Ambele metode se bazează însă pe costurile istorice ale capitalurilor cu ajutorul cărora se fac previziuni privind ratele de remunerare așteptate de proprietarii de capitaluri. Inadvertențele utilizării costurilor istorice pot fi eliminate prin determinarea unei structuri financiare optime care conduce la maximizarea valorii întreprinderii. Se pornește astfel de la premisa că întreprinderea a stabilit în prealabil această structură optimă și estimează că o va atinge ca obiectiv al politicii sale financiare.

În concluzie, costul capitalului este un indicator care nu poate fi calculat în mod obiectiv și riguros. Calculul său se bazează în mod inevitabil pe previziuni cu un grad mare de incertitudine, fiind considerat un cost de oportunitate. Această rată de oportunitate a capitalului exprimă simultan situația întreprinderii prin prisma pieței financiare ca rezultat al politicii sale de finanțare și al politicii de investiții urmărite.

Indiferent dacă se calculează înainte sau după impozitare, costul mediu ponderat al capitalului depinde de doi factori importanți:

- **structură financiară** (ponderea capitalurilor proprii și a celor împrumutate în total capital), care reflectă proporția de participare a surselor de finanțare la formarea capitalului total al firmei. Se disting astfel capitalurile permanente (CPR și DAT pe termen lung) utilizate pentru finanțarea ciclului de investiții, și capitalurile pe termen scurt, destinate în special pentru finanțarea ciclului de exploatare. Dacă însă nevoia de fond de rulment nu este finanțată integral pe seama fondului de rulment, se apelează la creditele pe termen scurt pentru acoperirea acesteia. Această variabilă a costului capitalului este endogenă gestiunii și politicii financiare

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

a firmei, fiind stabilită de managerii acesteia în scopul reducerii costului global al capitalului și al maximizării valorii întreprinderii prin actualizarea cash-flow-urilor generate cu acest factor de capitalizare redus. În anumite condiții, modificarea structurii financiare conduce la creșterea valorii întreprinderii;

- **costurile specifice ale diferitelor componente ale capitalului**, făcându-se distincție în special între capitalurile proprii și cele împrumutate, al căror cost diferă semnificativ și care se influențează reciproc. Costul capitalului total depinde de așteptările investitorilor de capital privind rentabilitatea asociată riscului investiției lor în cadrul firmei, deci costurile specifice surselor de capital reprezintă o variabilă exogenă gestiunii financiare a întreprinderii, dar dependentă de situația acesteia pe piața financiară și monetară.

Costul capitalului propriu

Așa cum se deduce pe baza formulei de calcul, costurile capitalurilor proprii și împrumutate influențează costul mediu, ceea ce explică preferința pentru o rată a îndatorării cât mai mare, ceea ce generează economii fiscale ca urmare a deductibilității dobânzii, deci reducerea costului capitalului total. Dincolo însă de anumite limite, îndatorarea determină creșterea riscului financiar și antrenarea de costuri suplimentare de faliment, care pot anihila avantajele acesteia. Se impune astfel determinarea și luarea în considerare a unei structuri financiare optime care generează pe ansamblu efecte favorabile pentru o companie îndatorată.

În literatura de specialitate⁴³ sunt abordate în mod distinct patru componente majore ale capitalului: creditul, acțiunile preferențiale, profitul reinvestit (sau acumulat conform traducerii din engleză), și emisiunile de acțiuni ordinare, pentru fiecare dintre acestea existând modele specifice de calcul a costului lor. Conform acestei grupări a surselor de finanțare, costul mediu ponderat al capitalului se calculează după formula:

$$k_{ec} = k_p \frac{P}{Pasiv} + k_e \frac{E}{Pasiv} + k_s \frac{S}{Pasiv} + k_d (1 - \tau) \frac{DAT}{Pasiv}$$

⁴³ Halpern P., Weston J.F., Brigham E.F. – *Finanțe manageriale*, Ed. Economica, București 1998

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

unde:

P – valoarea acțiunilor preferențiale

k_p – costul acțiunilor preferențiale

E – valoarea acțiunilor comune

k_e – costul acțiunilor comune

S – profitul reinvestit

k_s – costul profitului reinvestit

Costul acțiunilor preferențiale (k_p)

Acțiunile preferențiale reprezintă titluri financiare hibride, între instrumentele de credit și cele de capital propriu. Deținătorii acestora au prioritate în încasarea dividendelor față de acționarii obișnuiți, dar nu au prioritate în față altor categorii de creditori. De asemenea, plățile dividendelor la acțiunile preferențiale nu sunt deductibile fiscal, iar în caz de faliment deținătorii acestora nu pot cere falimentul întreprinderii.

Costul componentei de acțiuni preferențiale se stabilește în funcție de dividendul plătit la acțiunea preferențială D_p și de prețul net de emisiune P_p sau prețul pe care firma îl primește după scăderea costurilor de emisiune:

$$k_p = \frac{D_p}{P_p}$$

Costul acțiunilor preferențiale exprimă randamentul capitalului investit în acest tip de acțiuni înainte de impozitarea venitului personal. Deoarece acțiunile preferențiale au un grad de risc mai mic decât acțiunile obișnuite, dar un risc mai mare decât obligațiunile, costul acestei componente deține o poziție de mijloc între costul datoriilor și cel al capitalului propriu, ceea ce îi conferă un avantaj substanțial printre sursele de finanțare ale întreprinderii.

Costul profiturilor reinvestite (k_s) este un cost de oportunitate care reflectă rata de rentabilitate pe care acționarii o așteaptă de la capitalul investit de ei în schimbul renunțării la distribuirea imediată a acestuia sub formă de dividende. Deși aparent se poate considera că această componentă de capital este gratuită, proprietarii decid să reinvestească o parte din profit cu promisiunea că acest capital să le ofere o remunerare viitoare superioară celei medii pentru alte investiții cu grad similar de risc. Dacă firma investește în proiecte cu o rată de rentabilitate superioară

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

cele estimate de acționari, prețul acțiunilor pe piață crește. În caz contrar, prețul acțiunilor scade și implicit se reduce valoarea de piață a firmei.

Costul noilor emisiuni de acțiuni obișnuite (capital propriu extern) sau k_e este mai mare decât cel al profiturilor reinvestite deoarece orice emisiune de acțiuni implică anumite costuri de emisiune sau subscriere. Pentru că o nouă emisiune să fie benefică pentru firmă se impune luarea în considerare a costului sau a rentabilității generate de aceasta.

În concluzie, orice întreprindere are la dispoziție patru modalități principale de finanțare pe care le poate utiliza în diverse proporții simultan sau numai anumite categorii în funcție de necesitățile sale de finanțare, de situația și accesibilitatea acesteia pe piața financiară, și mai ales în funcție de costul acestor capitaluri proprii și împrumutate. Autofinanțarea este sursa cea mai sigură în condiții de profitabilitate, dar aceasta implică de asemenea anumite costuri. Capitalul împrumutat utilizat până la o anumită limită, oferă avantajul reducerii costului global pe seama economiilor fiscale realizate în condiții de profitabilitate. Comparativ, costul datoriilor este mai redus decât cel al capitalurilor proprii externe: emisiuni noi de acțiuni ordinare și emisiuni de acțiuni preferențiale. Dintre cele două surse externe de finanțare, costul acțiunilor preferențiale este mai redus decât cel al acțiunilor ordinare ca urmare a riscului asociat acestora.

Pornind de la considerentul că profiturile acumulate reprezintă o componentă a capitalului propriu și deci are o rata de rentabilitate aproximativ egală cu cea a capitalului propriu extern, alți autori⁴⁴ sunt de părere că există doar trei surse importante de capital: componenta de credit, acțiunile preferențiale și acțiunile obișnuite. Astfel, formula de calcul a costului mediu al capitalului este următoarea:

$$k_{ec} = k_p \frac{P}{Pasiv} + k_e \frac{E}{Pasiv} + k_d(1 - \tau) \frac{DAT}{Pasiv}$$

unde:

DAT - valoarea piață a datoriilor neconvertibile;

P - valoarea de piață a acțiunilor preferențiale neconvertibile;

E - valoarea de piață a capitalului propriu;

k_d - rata dobânzii pentru credite (capitalul împrumutat);

⁴⁴ McKinsey & Company, Inc., T.Copeland, T.Koller și J.Murrin, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons INC., 2000

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

k_p - costul componentei de acțiuni preferențiale;

k_e - costul de oportunitate al capitalului propriu;

Alte surse posibile pot fi introduse în calcul conform combinației specifice de surse de finanțare ale firmei: leasing-ul (operațional sau de capital), datoriile convertibile, acțiunile preferențiale convertibile, warrant-urile sau acțiunile deținute de salariați sau manageri conform programelor de stock-options etc.

Așa cum am menționat anterior, finanțarea nevoilor de capital ale unei societăți se poate face pe seama capitalului propriu, adică prin autofinanțare, prin majorarea valorii acțiunilor existente sau prin emisiuni de noi acțiuni. Autofinanțarea este cea mai sigură și accesibilă sursă de capital pentru o întreprindere profitabilă care îi asigură acesteia independența față de eventuali deținători noi de capitaluri (acționari și creditori). În plus oferă garanția obținerii de surse suplimentare de capitaluri. Totuși, acest capital propriu obținut prin reinvestirea profitului net nu este gratuit așa cum consideră unii manageri, ci proprietarii acestuia trebuie să fie remunerați cel puțin la nivelul costului capitalului propriu existent. Finanțarea externă prin capitaluri proprii este mult mai costisitoare și presupune accesul la piața de capital, precum și nemulțumirea unora dintre acționari și salariați în cazul diluției și nedistribuirii unei părți din profit.

Costul capitalului propriu reprezintă rata rentabilității așteptată de acționari pentru remunerarea investiției lor în întreprinderea respectivă. Se iau astfel în considerare profiturile nete ale întreprinderii care influențează valoarea capitalurilor proprii. Variabilitatea capitalurilor proprii este ridicată datorită caracterului rezidual al acestora, adică acționarii sunt remunerați conform "regulii restului", după achitarea datoriilor către creditorii firmei. Creditorii au prioritate în a primi dobânda convenită, în timp ce acționarii primesc dividende doar dacă se obține profit net și dacă aceștia decid încasarea lor imediată sau ulterioară, dar la o rată de remunerare mai mare că urmare a reinvestirii profitului. Costul capitalului propriu este dificil de determinat deoarece nu este direct observabil pe piață că în cazul ratei dobânzii pentru costului datoriilor.

Costul capitalurilor propriu este un cost de oportunitate, reprezentând remunerația pe care investitorii o așteaptă de la capitalul investit, ținând cont de riscul asumat. Principiul care sta la baza determinării costului capitalurilor proprii în demersul actuarial vizează modul de remunerare a acestuia, că pret al renunțării la lichiditate, în funcție de o rata așteptată de creștere viitoare superioară. Astfel, în

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

estimarea costului capitalurilor proprii se porneste de la caracteristicile acțiunilor, care reprezintă instrumente financiare ce certifică dreptul deținătorilor acestora asupra unei parti proporționale a întreprinderii și a unei remunerări corespunzătoare. Această remunerare a acționarilor are un caracter rezidual, dividendele distribuindu-se din fluxurile de trezorerie rămase la dispoziția întreprinderii după achitarea tuturor obligațiilor, inclusiv a dobânzilor și principalului aferent împrumuturilor. Remunerarea pecuniară a acțiunilor este formată atât din dividend, cât și din plus-valoarea aferentă majorării valorii de piață a acțiunilor, constituind element de determinare a rentabilității sperată a se obține din deținerea unei acțiuni.

Teoria și practica financiară recomandă utilizarea mai multor metode de estimare a capitalului propriu, fiecare dintre acestea având anumite limite și probleme privind aplicarea lor. Cu toate impedimentele, specialiștii în evaluare au la îndemână o mare varietate de date utile pentru evaluarea întreprinderii cu ajutorul metodei discounted cashflow, ceea ce presupune ajustarea fluxurilor viitoare de lichidități cu ajutorul ratei de actualizare sau a costului capitalului. Deci determinarea valorii companiei presupune în prealabil estimarea costului capitalului și implicit a costului capitalului propriu. Cele mai utilizate metode de determinare a costului capitalului propriu sunt: modelul Gordon-Shapiro de creștere constantă, modelele de creștere diferențiată sau metoda DCF (Discounted cash-flow), CAPM (capital asset pricing model), APM (arbitrage pricing model) etc.

Metoda DCF (Discounted cash-flow)

În condițiile în care nu se întrevăd operațiuni de răscumpărare sau vânzare a acțiunilor, achiziții și fuziuni, acționarii vor obține câștiguri numai din dividende. Deci, prețul unei acțiuni va depinde de valoarea actualizată a dividendelor viitoare:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

P_0 = prețul curent al acțiunii;

D_t = dividendul estimat în anul t ;

k_e = rata rentabilității așteptate de acționari pentru investiția lor.

Conform **modelului Gordon-Shapiro de creștere constantă**, dacă se previzionează că dividendele vor crește cu o rată constantă, atunci prețul acțiunii devine:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}, \text{ deci rezultă } k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Unde g reprezintă conform definiției lui Gordon și Shapiro, rata de creștere a dividendelor, calculată ca produs între rata b , constanta de reinvestire a profitului net și rata medie anuală r de rentabilitate netă a investițiilor noi.

Deci rata de rentabilitate a capitalului propriu depinde de randamentul dividendelor (D_1/P_0) rată de creștere estimată sau cerută. Determinarea randamentului dividendelor pe baza datelor de piață este relativ simplă, dar estimarea ratei de creștere constantă este dificilă, ceea ce va conduce la succesul sau insuccesul aplicării acestei metode. Dacă ratele de creștere din trecut au fost relativ stabile și investitorii așteaptă o continuare a datelor din trecut, rata de creștere g se poate calcula pe baza datelor istorice ale firmei, luând în considerare fie rata de creștere a dividendelor fie pe cea a câștigurilor pe acțiune (DIV sau EPS). În caz contrar se impune o estimare internă sau externă a acestei rate de creștere ce intervine în calculul costului capitalului propriu.

Estimarea internă a ratei de creștere pe baza componentelor creșterii se bazează pe considerentul că dezvoltarea firmei depinde de rata de distribuire a dividendelor γ și de rata de rentabilitate a noilor proiecte de investiții finanțate pe baza profitului reinvestit.

Considerând că rata de distribuire a dividendelor este constantă și că rata de rentabilitate a proiectelor noi de investiții este egală cu rentabilitatea estimată pentru tot capitalul întreprinderii ROE, costul capitalului propriu are următoarea formulă:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + vROE$$

Analizii de valori mobiliare realizează frecvent estimări ale ratelor de creștere a companiilor pe baza previziunilor privind vânzările, profitabilitatea și factorii de competitivitate. Analizii consideră, că și în cazul estimării creșterii pe baza componentelor acesteia, că rata de creștere se va menține constantă pe toată durata de funcționare a firmei.

Modelul Gordon – Shapiro se bazează pe ipoteza nerealistă de creștere spre infinit a dividendelor, caracterizată printr-o piață perfectă și finanțarea integrală a capitalurilor proprii.

În aplicarea acestui model trebuie să se țină cont de următoarele limite:

- dividendelor nu vor crește la infinit, ci în timp se vor stabiliza la un anumit nivel;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- costul capitalurilor proprii nu trebuie limitat la repartizarea dividendelor către acționari.

CAPM (capital asset pricing model)

Această metodă consideră că rata de rentabilitate a capitalului propriu așteptată de investitori este egală cu rentabilitatea titlurilor fără risc, la care se adaugă prima de risc aplicabilă unei acțiuni medii, multiplicată cu coeficientul gradului de risc specific unei acțiuni:

$$k_e = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf})$$

k_{rf} – rata de rentabilitate pentru risc 0

k_m – rentabilitatea medie a pieței

β - coeficient de risc al acțiunii respective

Pentru a aplica CAPM în scopul estimării costului capitalului propriu al unei firme, se impune stabilirea celor trei factori care determină dreapta CAPM: rentabilitatea pentru risc zero, prima de risc și riscul sistematic.

În practică se utilizează ca titluri cu grad de risc zero titlurile guvernamentale americane: certificatele de trezorerie, obligațiunile de stat pe o perioadă de 10 ani și obligațiunile de trezorerie pe 30 de ani.

Unii autori recomandă utilizarea ratei obligațiunilor de trezorerie pe 10 ani emise de guvernul american, deoarece certificatele de trezorerie emise pe termen scurt au o durată de viață mai lungă apropiată de cea a cash-flow—urilor generate de o companie; comparativ cu obligațiunile de trezorerie pe termen de 30 de ani, obligațiunile pe 10 ani au o rată de rentabilitate mai puțin sensibilă la schimbările neașteptate la inflație, deci prima determinată pe baza ratei lor de rentabilitate are o lichiditate mai scăzută decât obligațiunile pe 30 de ani. În plus, index-ul portofoliului de piață, de exemplu Standard & Poor's are o durată apropiată de cea pentru care se fac estimările pentru prima de risc de piață și riscul sistematic al firmei.

Prima de risc reprezintă diferența dintre rata așteptată de rentabilitate a portofoliului pieței și rata de rentabilitate pentru risc zero. Această variabilă se determină fie pe baza datelor istorice, considerându-se că trendul perioadei trecute se va menține și în viitor, fie pe baza previziunilor analiștilor financiari. Ambele abordări au și critici și adepți. La începutul anului 2000, analiștii recomandau

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

utilizarea unei rate de 3-8% pentru companiile americane că primă de risc determinată pe baza datelor istorice în funcție de media și de intervalul utilizat.

Deși aparent modelul CAPM pare să aibă un grad mare de acuratețe și să dea estimări precise pentru costul capitalului propriu în condiții de piață perfectă, există probleme ale aplicării sale. Formula utilizează o rentabilitate medie a pieței pe baza unui portofoliu diversificat, dar acționarii nu au întotdeauna un astfel de portofoliu, aceștia fiind interesați nu de riscul pieței, ci mai degrabă de un risc total care nu poate fi apreciat cu ajutorul coeficientului beta.

De asemenea, nu este clar încă dacă trebuie folosită rata de rentabilitate a titlurilor guvernamentale pe termen scurt sau lung, iar riscul sistematic și prima de risc de piață sunt dificil de determinat. Cu toate acestea, specialiștii în evaluarea afacerilor folosesc această metodă cu bune rezultate bazându-se în mare măsură și pe estimările agențiilor din domeniu. Metoda este cu mult mai greu de aplicat în cazul întreprinderilor non-americane cotate pe piețe de capital eficiente, unde nu se pot folosi previziunile analiștilor financiari și diversele estimări ale ratelor cu risc zero și ale primelor de risc.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) descrie relația liniară dintre risc și randamentul investiției, riscul fiind cuantificat cu ajutorul lui β , care reflectă riscul sistematic, riscul comun întregului sistem economic. Teoreticienii macro-economiei numesc acest risc „risc de ciclicitate”⁴⁵. Prețul acțiunilor este barometrul expectațiilor privind ciclurile economice. Desigur, unele domenii economice sunt mai afectate decât altele de aceste evoluții ciclice. Din acest considerent există tendința de a particulariza coeficientul β pe domenii economice.

În fapt, validitatea lui β depinde de mai multe lucruri. Dincolo de ciclicitatea pieței, este vorba și despre schimbările intervenite în structură portofoliului de afaceri al unei firme. Din acest motiv este dezirabilă determinarea lui β pe baza unor informații și date istorice bine delimitate, din perspectiva orizontului de timp, de regulă 5 ani de zile, pentru a nu periclita validitatea estimației. Atunci când, pentru estimarea lui β aferent unei firme, datele disponibile sunt insuficiente se recurge la analogii cu firme comparabile cu cea în cauză. În această situație există un aspect crucial care trebuie luat în calcul, este vorba de gradul de îndatorare. Firmele pot

⁴⁵ Gron, Anne & Winston, Andrew, „RiskOverhang and Market Behavior”; *The Journal of Business*, vol.74, no.4, october, 2001, pp.591-612.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

avea nivele de îndatorare diferite al căror impact este reflectat de β . Levierul financiar (relația dintre randamentul capitalului propriu și gradul de îndatorare) are implicații directe asupra deciziilor investiționale.

$$ROE = ROA + L_F$$

ROE - randamentul capitalului propriu,

ROA - randamentul activelor,

L_F - levierul financiar

Levierul financiar va avea efect pozitiv asupra randamentului capitalului propriu atâta timp cât randamentul activelor este superior costului dobânzii, după impozitare, și are un efect negativ în caz contrar. Creșterea levierului financiar conduce la creșterea lui β . Prin urmare, firmele pot utiliza levierul financiar pentru a-și ajusta riscul sistematic la care se expun. În practică, pentru estimarea riscului sistematic, se recurge la tehnica regresiei, plecându-se de la datele istorice înregistrate într-un domeniu dat. De regulă, pentru determinarea lui β aferent unei firme se pleacă de la premisa că politica de finanțare a firmei este axată pe împrumuturi (bancare sau obligatare, spre exemplu) și emiterea de acțiuni. Prin urmare, riscul asociat firmei i este dat de riscul specific celor două categorii de surse de finanțare.

β - riscul firmei,

% - ponderea datoriilor, respectiv a capitalului propriu, în totalul pasivului (activului):

$$\beta = \% \text{ datorii } \beta_{\text{datorii}} + \% \text{ capital propriu } \beta_{\text{capital propriu}}$$

O valoare subiectivă a coeficientului β poate fi stabilită de către investitor, în special în situațiile în care piața de capital dintr-o țară se află într-o fază emergentă sau funcționarea sa este marcată de numeroase sincopă. Determinarea riscului sistematic asociat investiției în fondurile proprii ale unei firme, se va face într-un mod oarecum subiectiv, luându-se în calcul, drept limită minimală a randamentului așteptat (k_e) valoarea medie a dobânzilor bancare la depozitele la termen. Caz în care nu se mai poate vorbi de optimizare ci mai degrabă de o estimare, câtă vreme sunt omise cerințele legate de rata de actualizare.

Cercetările recente din domeniu propun că soluție de rezolvare a acestui inconvenient utilizarea unui **model CAPM îmbunătățit (build-up model)**⁴⁶ care consideră că rentabilitatea așteptată a capitalului propriu are două componente, rata

⁴⁶ S.P.Pratt, Cost of Capital – Estimation and Applications, John Wiley & Sons INC., 2002

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

pentru grad de risc zero și prima de risc. Prima de risc, la rândul ei, este formată din alte trei componente: prima de risc de capital, prima legată de dimensiunea întreprinderii și prima de risc specific companiei. Corespunzător condițiilor de instabilitate economică și politică ale fiecărei țări, se determină o primă de risc specifică întreprinderii respective.

Modelul multifactorial - Arbitrage Pricing Theory

O alternativă la modelul unifactorial Capital Asset Pricing Model (CAPM), este modelul multifactorial – Arbitrage Pricing Theory (APT). Arbitrage Pricing Theory (APT) se bazează pe ipoteza că există câțiva factori macro-economici care pot influența randamentul investițiilor, cum ar fi: rata inflației, produsul intern brut, credibilitatea mediului de afaceri etc. Tocmai acesta pare a fi punctul nevralgic al modelului Arbitrage Pricing Theory (APT). Nu pot fi identificați cu ușurință factorii de risc, și chiar dacă au fost identificați, nu oferă certitudinea unei bune reprezentări pentru

cuantificarea riscului sistematic⁴⁷. Forma operațională a modelului Arbitrage Pricing Theory (APT) este:

$$r_i = r_f + \beta_{i,1} (r_{F1} - r_f) + \beta_{i,2} (r_{F2} - r_f) + \dots + \beta_{i,n} (r_{Fn} - r_f),$$

unde

r_i - randamentul investiției sau activului i ,

r_f - randamentul estimat al firmei pe piață, dată fiind influența factorilor (independenți între ei) 1,2 ...n,

β_i - coeficientul de risc asociat randamentului investiției sau activului i , dată fiind

influența factorilor (independenți între ei) 1,2...n,

r_f - rentabilitatea plasamentelor fără risc.

Forma operațională a modelului Arbitrage Pricing Theory (APT) este o extrapolare a Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Modelul Arbitrage Pricing Theory (APT) permite unui investitor să-și adapteze portofoliul investițional la obiectivele stabilite cu condiția să fie în măsură să perceapă sursele fundamentale de risc și să poată estima volatilitatea factorilor de risc identificați.

⁴⁷ McLaney, E., J., *op.cit.*, p. 267 –295; Dowd, Kevin, *op.cit.*, p.71.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Altfel, este dezirabilă simplitatea modelului Capital Asset Pricing Model (CAPM) care, în complementaritate cu diverse tehnici asociate complementarismului, poate conduce la estimări realiste ale riscului. Prin urmare, ceea ce trebuie reținut este faptul că, indiferent de modalitatea aleasă, riscul inerent unei afaceri trebuie cuantificat, într-o formă sau alta. În cazul micilor afaceri managerii și proprietarii sunt aceiași. Utilizarea unei rate de actualizare în baza costului capitalului determinat cu ajutorul CAPM este rezonabilă, în cazul firmelor mari, pentru că riscul sistematic este cel care trebuie luat în calcul de către investitori în momentul opțiunii investiționale, și mai puțin riscul diversificabil, dată fiind posibilitatea lor de a controla acest tip de risc. Pentru micile afaceri supoziția este invalidă, pentru că este puțin probabil că micii investitori să aibă un portofoliu de afaceri bine diversificat (riscul diversificabil să fie eliminat). În cazul micilor afaceri, proprietarii dețin o mare parte din capital, dacă nu întreg capitalul. Dacă afacerea dă faliment el pierde tot. Prin urmare, rata de actualizare trebuie să țină seama de riscul sistematic dar și de cel diversificabil (nonsistematic). Ceea ce înseamnă că nu există un mod direct de a determina rata de actualizare adecvată. Nefiind posibilă utilizarea unei rate de actualizare, logic VPN este problematică, prin urmare fluxul de numerar este dificil de estimat, în special dincolo de o perioadă mai mare de un an de zile. O rată de actualizare poate fi folosită prin utilizarea CAPM cu β mediu din industria în care operează firma.

Modelul de determinare a costului k_e pe baza PER

Conform acestui model, costul capitalului propriu este inversul PER-lui care depinde de valoarea de piață a firmei. Principalul dezavantaj al acestui model este că se bazează pe datele istorice ale unui singur an sau o medie pe o perioadă considerată relevantă pentru activitatea firmei. De asemenea, se consideră că dividendele și rata de creștere a profitului sunt constante. Formula de calcul a costului capitalului este:

$$PER = \frac{1}{k_e} \text{ și } k_e = \frac{d(1+g)}{P_0/EPS_0} + g$$

unde: d – rata de distribuire a dividendelor

EPS_0 – profitul pe acțiune la momentul t

$P_0/EPS_0 = PER$

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Modelul de determinare a costului k_e pe baza ratei de rentabilitate financiară

În cazul acestui model se pornește de la ipoteza că performanțele firmei sunt relativ stabile în condiții macroeconomice neschimbate și că acestea se vor menține în viitor la același nivel constant, ceea ce determină că rata de rentabilitate a capitalului propriu estimată de investitori să fie egală cu costul actual al acestei componente a capitalului. Rata rentabilității financiare este:

$$R_f = \frac{\text{Pr ofit net}}{\text{Capital propriu}} \cdot 100$$

Costul mediu ponderat al capitalului depinde nu numai de costul diferitelor surse de capital, ci și de structură financiară a firmei. Structura financiară a firmei constă în proporția diferitelor surse de finanțare la formarea capitalului total al firmei: capital propriu intern obținut prin reinvestirea profitului, credite bancare, împrumuturi obligatate, credite de scont pe bază de titluri de valoare, emisiuni de acțiuni obișnuite sau preferențiale etc. Sursele de capitaluri proprii și cele împrumutate sunt remunerate însă cu rate diferite de rentabilitate, ceea ce impune tratarea lor diferențiată, precum și analiza influenței acestora asupra costului mediu al capitalului și implicit asupra valorii întreprinderii prin intermediul ratei de actualizare sau capitalizare. Valoarea întreprinderii depinde direct de cash-flow-urile generate de activitatea productivă a firmei, prin intermediul cărora se realizează remunerarea deținătorilor de capitaluri, a acționarilor prin intermediul dividendelor și a creditorilor prin intermediul dobânzilor.

Rentabilitatea acțiunilor depinde atât de dividendele încasate, cât și de variația valorii de piață a acestora, în timp ce rentabilitatea datoriilor depinde de dobânda încasată, precum și de variația valorii de piață a titlurilor în cazul obligațiunilor. Deoarece riscul și rentabilitatea asociate acțiunilor, sunt mai ridicate decât riscul și rentabilitatea datoriilor, existența impozitării veniturilor corporative justifică înclinația spre îndatorare nelimitată a firmelor profitabile că o posibilă cale de reducere a costului total al întreprinderii. Rezultă că proporțional cu reducerea costului capitalului că factor de actualizare, valoarea întreprinderii crește pe măsura creșterii îndatorării.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Explicația științifică a influenței îndatorării asupra valorii firmei a fost oferită de articolele lui F. Modigliani și M. Miller (MM)⁴⁸. În 1958, Modigliani și Miller demonstrează că dacă piața financiară este perfectă și dacă nu există taxe și costuri de tranzacționare, valoarea întreprinderii depinde doar de cash-flow-urile generate și de riscul asociat investiției de capital în activele întreprinderii. În aceste condiții nu contează dacă firma apelează la surse externe de finanțare sau se bazează pe autofinanțare. Această concluzie a modelului clasic al celor doi autori privind neutralitatea politicii de finanțare sugerează de asemenea, faptul că nu există o structură optimă a capitalurilor deoarece valoarea întreprinderii nu este influențată de deciziile de finanțare.

Modigliani și Miller revin cu corecții ale teoriei lor în 1963, ceea ce revoluționează știința finanțelor clasice de până atunci. Aceștia demonstrează că luând în considerare impozitul pe profit, rata rentabilității financiare (a capitalului propriu) crește ca urmare a efectului de levier al îndatorării:

$$R_f = R_e + (R_e - d) \frac{DAT}{CPR} (1 - \tau)$$

R_f = rata rentabilității financiare;

R_e = rata rentabilității economice;

d = rata dobânzii;

τ = cota de impozit pe profit;

DAT/CPR = rata îndatorării;

$CPR/DAT (1 - \tau)$ = efectul de levier al îndatorării.

Asimetria de impozitare a veniturilor investitorilor determină creșterea remunerării acționarilor prin rata de rentabilitate financiară R_f . Dobânda și dividendele reprezintă venituri ale investitorilor de capital care sunt însă tratate diferit din punct de vedere fiscal. Dobânda este plătită în întregime din profit fără a fi impozitată, în timp ce dividendele sunt dublu impozitate până ce sunt încasate de acționari. O întreprindere îndatorată va plăti un impozit mai mic decât o întreprindere neîndatorată. Se obține deci reducerea impozitului pe profit și realizarea de economii fiscale ($Dob \cdot \tau$).

Acestea depind de mărimea îndatorării și de rata impozitării, ceea ce determină că în condiții de profitabilitate (rata rentabilității este superioară ratei

⁴⁸ F. Modigliani și M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investments*, American Economic Review, 1958

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

dobânzii), îndatorarea să fie recomandată cu atât mai mult cu cât cota de impozitare este mai mare. Îndatorarea nu se recomandă în cazul întreprinderilor nerentabile (cu pierderi) sau cu o rentabilitate inferioară ratei dobânzii pe piață ca urmare a efectului de “ măciuca “ sau levier negativ.

Remunerarea capitalurilor proprii crește ca urmare a efectului de levier al îndatorării, deoarece acționarii își asumă un risc mai mare decât creditorii, respectiv apare riscul financiar al îndatorării. Avantajul fiscal ce revine acționarilor prin diminuarea impozitului pe profit plătit se va transforma într-o diminuare a ratei de remunerare cerută de acționari pentru capitalurile proprii, deci va determina reducerea costului capitalurilor proprii și implicit majorarea valorii de piață a acestora.

Valoarea întreprinderii crește pe măsura îndatorării, astfel valoarea unei întreprinderi îndatorate este egală cu valoarea întreprinderii neîndatorate și cu valoarea actualizată a economiilor de impozit:

Pentru exemplificare voi ilustra cazul a două întreprinderi, una neîndatorată (N) și una îndatorată în proporție de 50% cu o rată de remunerare a capitalului împrumutat de 10%. Ambele întreprinderi fac parte din aceeași clasă de risc economic și sunt plătitoare de impozit pe profit (16%).

	N	I
Capitaluri proprii	10.000	5.000
Capitaluri împrumutate		5.000
Total pasiv	10.000	10.000
EBIT	2.000	2.000
Cheltuieli financiare	-	500
Rezultat impozabil	2.000	1.500
Impozit	320	240
Rezultatul net	1.680	1.260
R_f	16.8%	25.2%

Dintr-o altă perspectivă, este nerealist să considerăm că managerii trebuie să urmărească creșterea ratei de îndatorare până la o limită superioară pentru a maximiza valoarea totală a întreprinderii. Pe măsura creșterii îndatorării, se schimbă

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

poziția întreprinderii față de partenerii săi de afaceri și automat scade valoarea întreprinderii, că urmare a creșterii riscului financiar și implicit a apariției riscului de faliment. Modelul MM consideră rata dobânzii constantă, dar este dovedit faptul că un grad foarte mare de îndatorare îi determină pe creditorii să pretindă o rată a dobânzii superioară celei medii ca urmare a riscului de insolvabilitate.

Rezultă că rata dobânzii va crește cu această primă de risc de insolvabilitate față de creditele inițiale, ca urmare a riscului mai mare al investiției lor în activele firmei. Concomitent, partenerii firmei vor fi mai precauți în derularea relațiilor lor de afaceri cu firma îndatorată, ceea ce determină apariția costurilor de oportunitate în reducerea aprovizionărilor, accesul redus la noi surse de creditare etc. În plus, apare și riscul de faliment, respectiv costuri administrative și legale implicate de acest proces. Cu alte cuvinte, valoarea întreprinderii îndatorate crește cu valoarea actuală a economiilor fiscale și scade cu valoarea costurilor de faliment.

Analiza surselor de finanțare a investițiilor în cadrul societăților românești a pus în evidență preferința acestora pentru finanțarea pe seama capitalurilor proprii, lucru ce poate fi constatat și în țările din Europa de Vest. Există o explicație teoretică a acestui fenomen, elaborată de Myers în 1984 care a precizat că firmele preferă finanțarea internă, apoi dacă este necesar recurg la creditele bancare, emisiune de titluri hibride și în ultimă instanță la creșterea capitalului prin emisiune de acțiuni.

Autofinanțarea este preferată datorită independenței pe care o conferă, stabilitate și are un cost relativ scăzut, accesibilitatea pe care o presupune și imposibilitatea accesării altor surse de finanțare.

Se poate constata în cazul societăților pe acțiuni, o sursă suplimentară de capital reprezentată de dividendele de plătit întârziate la plată.

În alegerea surselor de finanțare a investițiilor trebuie să se urmărească găsirea mixului optim între sursele proprii și cele împrumutate (structură financiară optimă) care să asigure maximizarea valorii întreprinderii.

4.2. Costul surselor externe de finanțare a investițiilor

Cunoașterea condițiilor contractuale în care se angajează un credit (dobândă fixă, termenul de scadență, valoarea rambursării și a anuităților etc) face că determinarea costului capitalurilor împrumutate să fie relativ simplă. Se pornește de la rata dobânzii care se corectează cu cota de impozit pe profit în condițiile în care

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Întreprinderea este profitabilă, deci beneficiază de economii fiscale generate de deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile din profitul brut al acesteia. În cazul unei rate constante a dobânzii, costul datoriei este acela care actualizează plățile viitoare (sub formă de dobânzi și sume rambursate, chirii în cazul leasing-ului etc) generate de utilizarea surselor împrumutate⁴⁹:

$$Fonduri\ împrumutate = \sum_{t=1}^n \frac{Dobanda_t + ramburs_t}{(1 + k_d)^t} \quad (21)$$

Rata k_d reprezintă costul datoriei și se calculează ca soluție a ecuației generale de mai sus. Forma acestei ecuații diferă în funcție de tipul de datorie utilizată de întreprindere pentru finanțarea nevoilor sale: credite, împrumuturi obligatate și leasing.

a) Costul creditului bancar

Pentru firmele profitabile, costul creditelor se calculează în funcție de rata anuală a dobânzii, valoarea creditului rămasă de restituit și cota de impozit, precum și în funcție de rambursările anuale conform clauzelor contractuale ale împrumutului:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+k_d)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{V_{t-1} \cdot d(1-\tau) + R_t}{(1+k_d)^t} \quad (22)$$

unde:

A_t = anuitatea la anul t ;

V_{t-1} = valoarea creditului de plătit în anul $n-1$;

d = rata dobânzii;

τ = cota de impozit pe profit;

R_t = valoarea rambursării în anul t .

Deci, în cazul împrumutului ordinar, valoarea anuității se reduce cu economiile fiscale pentru firmele profitabile, dar apar și alte cheltuieli de emisiune a creditului, directe sau indirecte (de exemplu, cheltuielile de întocmire a dosarului de credit). Se impune luarea în considerare a acestor costuri suplimentare de emisiune pentru calcularea riguroasă a costului creditului.

Soluția pentru determinarea costului capitalului împrumutat trebuie să țină cont și de modul de rambursare, scadentă etc. Astfel, putem identifica următoarele cazuri:

⁴⁹ I. Stancu, Finanțe, București, Editura Economică, 2002, cap.21

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- Rambursare la scadență – în acest caz se plătesc dobânzi anual, determinat prin aplicarea ratei de dobânzii la valoarea totală a împrumutului, iar la scadență se rambursează întreaga sumă. Acest tip de împrumut este mai puțin practicat datorită costului ridicat. Costul se determină rezolvând următoarea ecuație⁵⁰ :

$$\frac{d(1-\tau)}{k_d} \left[1 - \left(\frac{1}{1+k_d} \right)^n \right] + \left(\frac{1}{1+k_d} \right)^n - 1 = 0 \quad (23)$$

- Rambursare în rate egale – în acest caz se achită anuități care conțin rate egale ce se rambursează din credit și dobânzi variabile, calculate la soldul rămas nerambursat. Formula de calcul a costului capitalului împrumutat este următoare :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\left[\frac{d \cdot VN \cdot (n+1-t)}{n} \right] \cdot (1-\tau) + \frac{VN}{n}}{(1+k_d)^t} \quad (24)$$

- Rambursare prin anuități constante – în acest caz, suma plătită este egală, iar în componența acesteia, tranșa și dobânda sunt variabile. Costul capitalului împrumutat rezultă din rezolvarea următoarei ecuații :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dob_t(1-\tau) + R_t}{(1+k_d)^t} \quad (25)$$

Dob – suma dobânzii din anul t

R_t – suma rambursată în anul t

O analiză a celor trei variante de rambursare a unui credit indică faptul că cea mai scumpă formă de creditare este cea cu rambursarea integrală la scadență și cea mai ieftină varianta de rambursare în rate egale. Această concluzie este valabilă și pentru împrumutul obligatar.

Trebuie menționat că valoarea actuală V_0 a împrumutului se determină ca diferență între VN (valoarea nominală a împrumutului) și diverse taxe și comisioane ce sunt achitate.

b) Costul împrumutului obligatar

Spre deosebire de împrumutul ordinar, cheltuielile de emisiune în cazul împrumutului obligatar sunt mult mai mari, ceea ce impune luarea în considerare a acestora, precum și a primelor de emisiune.

⁵⁰ D. Dumitrescu, V. Dragotă, A. Ciobanu – *Evaluarea întreprinderilor* – Ediția a II-a, Ed. Economică, 2002, p. 257

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Costul împrumutului obligatar se determină cu ajutorul următoarei formulei de calcul:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{A_t - X_t(V_0 - E)\tau}{(1+k_d)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{V_{t-1} \cdot d(1-\tau) + R_t - X_t(V_0 - E)\tau}{(1+k_d)^t} \quad (26)$$

unde:

A_t = anuitatea la anul t ;

V_{t-1} = valoarea creditului de plătit în anul $n-1$;

d = rata dobânzii;

τ = cota de impozit pe profit;

R_t = valoarea rambursării în anul t .

E = prima de emisiune;

X_t = nr. de acțiuni rambursabile în anul t .

Suma aferentă obligațiunilor rambursate la un moment dat poate diminua profitul impozabil cu o sumă egală cu prima de emisiune plătită acestor obligațiuni, diminuare care determină realizarea unei economii de impozit $X_t(V_0 - E)\tau$. Soluția acestei ecuații reprezintă costul k_d al împrumutului obligatar.

c) Costul creditului comercial

Legea de aprobare a Ordonanței de Urgență nr. 119/2007 privind măsurile pentru combaterea întârzierii executării obligațiilor de plată rezultate din contractele comerciale a fost promulgată în iunie 2008.

Noul act normativ aduce unele clarificări în ceea ce privește: rata dobânzii datorate în cazul întârzierilor la plată, creanțele care rezultă din contractele de achiziție publică și concesiune și procedura de recuperare a creanțelor. OUG 119 se aplică acelor creanțe care sunt certe, lichide și exigibile, reprezentând obligații de plată a unor sume de bani care rezultă din contracte comerciale. Deci legea nu se referă la contractele încheiate între comercianți și consumatori și nici la creanțele înscrise la masa credală în cadrul unei proceduri de insolvență, ci la contractele între comercianți sau între acestia și o autoritate contractantă. Autorități contractante sunt autoritățile publice ale statului român sau ale unui stat membru al Uniunii Europene, ori alte organisme de drept public înființate pentru a satisface nevoi de interes general, fără caracter comercial. Legea detaliază entitățile care pot fi considerate autorități contractante.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Ordonanța OUG 119 transpune Directiva 2000/35/CE privind combaterea întârzierii plăților în tranzacțiile comerciale, modificând legislația românească în ceea ce privește modul de calcul al valorii dobânzii legale aplicabile creanței neplătite de către o autoritate contractantă. Dacă în contract a fost fixat un termen de plată, creanța produce dobânzi din ziua următoare acestui termen. Însă, dacă data sau termenul nu au fost fixate în contract, atunci creanța va produce dobânzi:

- după 30 de zile de la data primirii de către debitor a facturii sau a oricărei alte asemenea solicitări de plată;

- dacă data primirii facturii ori a unei solicitări echivalente de plată este incertă, după 30 de zile de la recepția mărfurilor sau prestarea serviciilor;

- dacă solicitarea de plată a fost comunicată înainte de a primi mărfurile sau serviciile, la expirarea unui termen de 30 de zile de la primirea mărfurilor sau prestarea serviciilor;

- dacă legea sau contractul stabilește o procedură de acceptare ori de verificare, permițând certificarea conformității mărfurilor sau serviciilor, iar debitorul a primit factura ori solicitarea de plată la data verificării sau anterior acestei date, la expirarea unui termen de 30 de zile de la ultima dintre aceste date.

Dacă rata dobânzii nu este stabilită prin contract, se va aplica rata dobânzii de referință stabilită de Banca Națională a României.

Modul de calcul al dobânzii este calculul dobânzii simple.

4.3. Costul surselor externe moderne de finanțare a investițiilor

4.3.1. Costul leasingului

Ca și în cazul unui împrumut, pentru calculul costului leasingului se va proceda la calculul valorii actualizate netă a leasingului (VAN_L) folosind următoarea formulă:

- leasing financiar

$$VAN_L = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Principalul}_t + \text{Dobânda leasing}_t(1-\tau)}{(1+k_l)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{A_t \cdot \tau}{(1+k_l)^t} + \frac{VR}{(1+k_l)^n} \quad (27)$$

k_l - dobânda leasing

VR- valoare reziduală leasing

Principalul – componenta de capital din rata de leasing

A_t – amortizare în anul t

- leasing operațional

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

$$VAN_{LO} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Rata de leasing}(1-\tau)}{(1+k_l)^t} + \frac{VR}{(1+k_l)^n} \quad (28)$$

De regulă în cazul luării în considerare a leasingului ca variantă de finanțare, se face comparația cu creditul bancar și pentru a lua o decizie fie se calculează avantajul net al leasingului ca diferență între costul creditului și costul leasingului sau prin aplicarea criteriului de minimizare a costului anual echivalent (CAE).

4.3.2. Costul factoringului

Prin definiție costul factoringului este rata de factoring, însă este o diferență între rata de factoring și rata dobânzii pentru un credit bancar. În primul rând factorii nu pot oferi o rata standard, aceasta fiind stabilită în funcție de riscul perceput și alte aspecte specifice acestui tip de finanțare.

Costul perceput pentru operațiunile de factoring se împarte în taxa pentru administrarea tranzacției și o taxa separată pentru finanțarea propriu-zisă a operațiunii. Astfel, există un comision de factoring și unul de finanțare. Comisionul de factoring se aplică la valoarea nominală a facturilor achitate și reprezintă 0,5-1% pentru serviciile de factoring intern (în lei) și 1-2% pentru serviciile de factoring de export (în valută). Comisionul pentru serviciile de factoring de export este stabilit de cotația băncii sau societății de factoring externe și depinde în mare măsură și de volumele ce se vor derula prin factoring. De asemenea, contează numărul de debitori, precum și numărul de facturi tranzacționate.

Comisionul de finanțare se aplică la valoarea finanțată, respectiv la 80-90% din contravaloarea facturilor, pe perioada derulării contractului. Acesta este comparabil cu dobânda aplicată la creditele pe termen scurt (în lei sau valută) și este negociabil în funcție de fiecare tranzacție. De regulă comisionul de finanțare sau dobânda este calculat ca BUBOR (sau altă rată de această natură) + o marjă negociabilă în funcție de analiza portofoliului de facturi.

Costul finanțării prin factoring cu plata în avans:

$$VAN = \text{Valoare creanta} - \text{comision} - \frac{\text{Dob} \cdot \text{Valoare creante} \cdot \text{Nr zile}}{100 \cdot 365} \quad (29)$$

Exemplu calcul:

Valoarea nominală a creanțelor: 50000 RON

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Procent creanțe decontate: 85%

Sumă obținută prin factoring: 42500 RON

Comision de factoring (1%): 500 RON

Comision de finanțare (10%) = $42500 \cdot 10\% = 4250$ RON

De aici rezultă că suma totală plătită de aderent este de $425+500 = 4750$ RON

$$K_f = \frac{4750}{42500} = 11.11\%$$

4.3.3. Costul forfetării

În forfetare, costul dobânzii plătit exportatorului/vânzătorului ia forma unei scontări pentru întreaga perioadă a creditului implicat și se deduce de către Agent din valoarea nominală a Biletelor la Ordin sau Cambiilor înainte de a plăti la exportator/vânzător.

Taxele de scont se bazează de obicei pe taxele oferite de Inter-Bank Londra (LIBOR) pe perioada creditului și implică programul de rambursare, împreună cu o marjă corespunzătoare care să acopere riscurile asumate de Agent.

Valoarea taxei de forfetare se poate calcula după una din următoarele metode:

- 1) "straight discount" (STD) . valoarea taxei de forfetare se determină după formula utilizată pentru calculul dobânzii, prin raportarea produsului între valoarea nominală a creanței, rata dobânzii și numărul de zile la baza de calcul (360 sau 365 zile). În acest caz, taxa de forfetare, exprimată ca procent, se aplică asupra valorii nominale a creanței, iar valoarea actuală a creanței/creanțelor se obține prin deducerea valorii taxei de forfetare din valoarea nominală a creanței.
- 2) "discount to yield" (DTY) . exprimă, din punctul de vedere al finanțatorului, rata venitului asupra capitalului investit, iar din punctul de vedere al exportatorului, rata dobânzii pe care o plătește pentru operațiunea de forfetare. În practică, această metodă este cel mai frecvent folosită. Pentru a determina impactul operațiunii de forfetare asupra tranzacției comerciale, valoarea taxei de forfetare trebuie comparată cu valoarea dobânzii pe care exportatorul o încasează de la importator pentru creditul furnizor acordat. Orice diferență între cele două reprezintă pentru exportator câștig sau pierdere. Prin metoda

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

DTY se obține valoarea actuală sau valoarea prezentă a unei valori din viitor.

Formula de calcul este următoarea:

Taxa de forfetare = Valoarea nominală a creanței (VN) – Valoarea actuală a creanței (VA)

$$VA = \frac{VN}{D_1}, \text{ unde } D_1 = \frac{t_f \cdot N_z + 1}{360 \cdot 100} \quad (30)$$

Pentru exportator, cel care obține finanțarea prin forfetare varianta cea mai avantajoasă din punct de vedere al costului o reprezintă metoda DTY.

Studiu de caz

O firmă exportatoare din țară A vinde în aprilie anul N, în cadrul unui contract comercial internațional, produse proprii unei firme importatoare din țară B. Termenul de livrare al mărfii este aprilie N+1.

Potrivit condițiilor stipulate în contractul comercial internațional, în valoare de 1.000.000 euro, exportatorul intenționează să forfeteze creanțele rezultate din tranzacția pe care a încheiat-o, în următoarele condiții:

- 10 % plata la livrare, respectiv 100.000 euro;
- 90 % plată pe credit, respectiv 900.000 euro. Creditul furnizor se va materializa într-un set de 6 cambii, fiecare cu o valoare de 150.000 euro, cu o dobândă de 6 % pe an, cu scadențe semestriale, prima cambie fiind scadentă la 6 luni de la livrare, după cum urmează:

Valoarea cambiei (euro)	Dobânda	Valoarea nominală (euro)	Scadența
150.000	4.500	154.500	20.10.2002
150.000	9.000	159.000	20.04.2003
150.000	13.500	163.500	20.10.2003
150.000	18.000	168.000	20.04.2004
150.000	22.500	172.500	20.10.2004
150.000	27.000	177.000	20.04.2005
900.000	94.500	994.500	

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Condițiile de executare constau în faptul că plata se va de către o bancă face contra prezentării fiecărei cambii la data scadenței, în cazul în care firma B. nu poate efectua plata;

Formula de angajament a băncii este irevocabilă și necondiționată în ceea ce privește plata către exportator sau către orice alt deținător “bona fide” al cambiilor, la prima cerere și având toate drepturile de protest;

Firma A inițiază operațiunea de forfetare, în vederea reîntregirii rapide a fondurilor investite în mașinile textile respective. Pentru a decide eficiența operațiunii de forfetare, exportatorul trebuie să aibă în vedere taxa de forfetare, care este periodic publicată de instituțiile de forfetare și dobânzile la eurovalute. Taxa de forfetare pentru țară A (creanțe exprimate în euro) este de 6 %, egală cu dobânda la creditul acordat de exportator. Pentru a determina, în acest stadiu, suma care se va încasa prin forfetare se utilizează formula:

$$V_f = V_n - \frac{V_n \cdot t_f \cdot n_z}{100 \cdot 360}$$

unde:

V_f – valoarea de forfetare sau suma cash pe care beneficiarul creanței o obține prin forfetare;

V_n – valoarea nominală a creanței sau suma înscrisă pe efectul de comerț și care urmează a fi achitată la scadență instituției forfetare;

t_f – taxa de forfetare;

n_z – numărul de zile din momentul forfetării până la scadența creanței.

În exemplul avut în vedere, dobânda la creditul comercial este egală cu taxa de forfetare, operațiunea fiind avantajoasă pentru exportator, care întocmește următorul scadențar:

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Valoarea nominală (Vn) (euro)	Nr.zile (Nz)	Discount (euro)	Valoarea de forfetare (Vf) (euro)
154.500	180	4.635	149.865
159.000	330	9.540	149.460
163.500	540	14.715	148.785
168.000	720	20.160	147.840
172.500	900	25.875	146.625
177.000	1.080	31.860	145.140
994.500		106.785	887.715

Rezultă astfel că prin forfetarea creanței de 994.500 euro (credit și dobândă) costul total, prin aplicarea taxei de forfetare de 6 % se ridică la 106.785 euro. Exportatorul va încasa suma de $994.500 - 106.785 = 887.715$ euro.

Perioada medie de rambursare se poate calcula prin intermediul a două metode⁵¹:

1) metoda rapidă – se însumează perioada după care se adună prima creanță cu perioada ultimei creanțe și rezultatul se împarte la doi.

De exemplu: 6 creanțe cu scadența de la 6 la 36 luni $(6+36)/2 = 21$ luni = 1,75 ani

Această metodă poate fi aplicată numai dacă creanțele au sume identice și sunt plătibile la același interval de timp. De obicei majoritatea creditelor furnizor se calculează aplicând o dobândă asupra soldului nerambursabil al creditului, astfel încât valorile creanțelor se micșorează și perioada de rambursare se scurtează. În aceste cazuri perioada medie de rambursare se calculează astfel:

2) metoda precisă – perioada de rambursare se calculează ca raport între total dobânzi scadente și valoarea nominală a creanțelor raportată la 100.

Față de nivelul dobânzilor pe piața pe termen scurt și pe termen mediu la euro (între 8,25% și 10,8%) mobilizarea fondurilor prin forfetare este deosebit de avantajoasă

La aceasta se adaugă faptul că, renunțând la creditul pe termen scurt de pe piață, exportatorul evită riscurile fluctuației dobânzilor.

⁵¹ Ioan Popa - *Tranzacții de comerț exterior*- Editura Economică, București, 2002

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Pentru contractul luat ca exemplu, operația de forfetare se decide în următoarele condiții de eficiență:

- exportatorul deține pentru contravaloarea produselor sale (900.000 euro) titluri la ordin în valoare de 994.500 euro (credit 900.000 plus dobândă 94.500);
- exportatorul trebuie să stabilească taxa de forfetare maximă care îi asigură eficiența operațiunii, astfel:

$$994500 - \frac{994500 \cdot t_f}{100} = 900000, \text{ de unde rezultă } t_f = 9.5\%$$

În măsura în care taxa de forfetare este egală sau mai mică decât 9,5 %, operațiunea de forfetare este eficientă, aceasta fiind raportată exclusiv în relația contractuală de vânzare pe credit.

4.3.4. Costul francizei

Deși tratată ca sursă de finanțare, franciza este o formă de finanțare mai aparte, care uneori poate fi costisitoare, chiar prea costisitoare pentru a fi luată în considerare. În primul rând, intrarea în sistemul de francizare care poate să fie de la 20.000 de euro în sus. Evident există și francize care nu presupun avansarea acestei taxe, dar sunt cazuri mai rare. Taxa de intrare se plătește o singură dată. Pe lângă această taxă, franciza implică și o redevență, care poate fi procent din vânzări sau o sumă fixă. Suplimentar, unele francize solicită și plata unei taxe de publicitate. Taxa de franciză trebuie luată în considerare la stabilirea costurilor initiale, iar redevența trebuie luată în calcul la estimarea profitabilității afacerii și a momentului în care se amortizează toate cheltuielile. Se pot percepe și alte taxe, destinate acoperirii consultanței, serviciilor de contabilitate etc.

Având în vedere că franciza se derulează pe termene limitate de timp, costul total al francizei poate fi calculat astfel:

$$\text{cost}_{\text{Franciza}} = \text{taxa de franciza} + \text{taxa de publicitate} + \sum_{k=1}^n \frac{\text{redevența (\%CA sau fixa)} + \text{alte taxe anuale}}{(1+a)^k}$$

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

4.3.5. Costul capitalul de risc și al capitalului furnizat de business angels

Capitalul de risc și capitalul furnizat de business angels apare la nivelul structurii financiare a entității economice că și capital propriu, însă modul de calcul al costului acestui capital este puțin diferit de modul de calcul prezentat la paragraful referitor la costul capitalului propriu.

Diferența este reprezentată de faptul că fondurile de investiții și business angels, având în vedere gradul de risc al investiției solicită o rată de rentabilitate a investiției mai mare decât cea așteptată în condiții obișnuite. De asemenea contractarea unor astfel de surse presupune, mai ales în cazul fondurilor de investiții elaborarea unor planuri de afaceri, proiecte care necesită timp, costuri cu resursa umană etc.

Capitolul 5 Decizia de finanțare a investițiilor unei entități economice

5.1. Avantajele și dezavantajele finanțării din surse proprii

Alegerea metodei de finanțare nu este o decizie ușoară. Deși nu există o rețetă general valabilă fiecare companie trebuie să analizeze ce abordare îi este potrivită pentru crearea unui mix corespunzător între finanțarea din capitaluri proprii și finanțarea prin împrumuturi. Această analiză necesită folosirea unor metode financiare sofisticate, care permit realizarea unor proiecții financiare sub diferite scenarii. Scopul realizării unui mix de finanțare optim este de a găsi acel raport datorie/capital care furnizează cea mai mare valoare acționarială așteptată pe termen lung.

Finanțarea prin capital presupune că și în cazul finanțării prin îndatorare, recurgerea la diferite surse. Finanțarea prin capital presupune vânzarea unei părți din acțiunile companiei către investitori, în schimbul obținerii capitalului necesar finanțării. În schimbul acestei investiții, finanțatorii participă la luarea deciziilor și pretind să aibă în mod regulat acces la toate reinformațiile privitoare la activitatea și performanțele companiei.

Cea mai obișnuită sursă de finanțare o reprezintă surplusurile personale ale acționarilor actuali ai companiei, dar pot fi și acționari ai altor societăți sau chiar alți investitori care nu au nici o legătură cu compania respectivă, ci pur și simplu doresc să obțină un surplus de câștig dintr-o afacere.

Finanțarea prin capitaluri proprii, metoda care apare deseori că fiind o decizie bună din punct de vedere managerial, este o opțiune bună pentru cei cu afaceri de succes, capabile să atragă investitorii. Cea mai mare problemă a finanțării prin capital este faptul că aceasta poate genera disoluția acționariatului companiei soldată eventual cu pierderea de către vechii acționari a controlului companiei. Această variantă de finanțare este recomandată societăților pe acțiuni care sunt într-o mare dezvoltare și cu un risc investițional mare. De exemplu, în prima fază a dezvoltării, pentru o companie cu o rată mare de creștere, dar cu venituri limitate și cu previziuni de venituri operaționale negative pe următorii ani, această variantă de finanțare este una recomandabilă.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Finanțarea prin emisiune de acțiuni presupune pentru emitent costuri mai reduse, deoarece nu își asuma angajamentul remunerării acestora, că și în cazul obligațiunilor.

Un dezavantaj al finanțării prin emisiune de acțiuni în cazul transformării în societate deschisă societatea are obligația redactării de rapoarte privind activitățile sale curente și a celor cu impact pentru acționari.

În analiza surselor de finanțare, o problemă importantă o reprezintă structura financiară a entității economice în cauză. Prin structură financiară se înțelege structură pasivului bilanțier, pasiv divizat în capitaluri proprii și capitaluri împrumutate, sau surse proprii și surse atrase. Într-o altă abordare, structură financiară se referă la împărțirea resurselor în surse atrase pe termen scurt și pe termen lung. Optimizarea structurii financiare presupune găsirea mixului între sursele proprii și sursele atrase astfel încât să se realizeze maximizarea valorii entității economice și respectiv maximizarea averii proprietarilor. Alegerea structurii financiare este extrem de importantă, deoarece aceasta va avea efect asupra rentabilității și riscurilor activității.

Nu există o rețetă general valabilă pentru găsirea structurii financiare optime, însă în alegerea acesteia, managerul financiar trebuie să țină cont de rentabilitatea activității, dimensiunea afacerii, riscurile implicate, domeniul de activitate etc.

De-a lungul timpului ceea ce se înțelege prin structură financiară optimă sau echilibrată, a evoluat astfel:

- în anii 50 o structură financiară bună se considera atunci când îndatorarea era scăzută. Se pune astfel accentul pe autonomia financiară a întreprinderii;
- în anii 60 – 70 o structură financiară bună era considerată atunci când îndatorarea era „normală” adică să nu depășească sursele împrumutate valoarea capitalurilor proprii;
- începând cu anii 80 s-a pus accentul pe structură financiară echilibrată, caracterizată printr-o micșorare progresivă a îndatorării, o îmbunătățire a autofinanțării și a rentabilității financiare.

Avantajele finanțării din surse proprii:

- se menține independență și autonomia financiară
- se păstrează capacitatea de contractare de împrumuturi
- accesibilitate: sunt ușor de utilizat

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- fondurile investite nu trebuie să fie rambursate
- păstrarea drepturilor acționarilor

Dezavantajele finanțării din surse proprii:

- sunt limitate ca și dimensiune
- se pierde oportunități de a investi în activități mai profitabile datorită orientării acestor resurse spre activitățile proprii.
- este necesară acceptarea unui grad mai ridicat de risc personal
- nu beneficiază de efectul de levier financiar

5.2 Avantajele și dezavantajele finanțării din surse externe

Finanțarea excesivă prin capital propriu poate indica faptul că respectivă entitate nu folosește capitalul în mod corespunzător, nefiind utilizat efectul de levier la potențialul maxim. De asemenea un capital propriu scăzut poate sugera că acționarii/asociații nu au investit și riscat suficient în propria afacere.

O prezentare a finanțării din surse externe (împrumutate) vis-a-vis de finanțarea din surse proprii permite o mai bună înțelegere a dificultății luării deciziei de finanțare.

Avantajele finanțării prin îndatorare comparativ cu finanțarea din surse proprii

- ❖ Nu afectează structura acționariatului și nu duce la diluarea profitului pe acțiune. Creditorii nu participă în mod activ la activitățile entității;
- ❖ Mărirea resurselor este limitată doar de condițiile cerute pentru accesarea lor;
- ❖ Posibilități de negociere a condițiilor de obținere a acestor resurse: durată, cost, modalitate de rambursare;
- ❖ Creditorii nu au drept asupra profiturilor suplimentare obținute din activitatea desfășurată, ci doar la dobânda convenită prin contractul de creditare;
- ❖ În cazul capitalurilor împrumutate cu dobândă fixă, se cunoaște graficul de rambursare, dobânzile care vor fi suportate, permițând o bună anticipare și structurare a fluxurilor de numerar;
- ❖ În condiții de inflație, costul real al capitalului împrumutat poate fi negativ;
- ❖ Surse disponibile în orice moment;
- ❖ Dobânzile reprezintă sume deductibile din profitul impozabil, permițând economii de impozit și determină apariția efectului de levier;
- ❖ Contractarea creditelor este mai puțin complicată din punct de vedere al documentației cerute decât majorarea capitalurilor proprii;

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- ❖ Creditorii nu beneficiază de dreptul de a fi informați periodic asupra situației financiare a entității credite, cum este cazul acționarilor;

Dezavantajele finanțării prin îndatorare comparativ cu finanțarea din surse proprii

- ❖ Capitalul împrumutat trebuie rambursat, capitalurile proprii nu;
- ❖ Dobânda este un cost fix care ridică gradul de rentabilitate al entității, putând duce la apariția riscului de insolabilitate;
- ❖ Instrumentele de îndatorare conțin de multe ori restricții cu privire la activitatea entității, putând fi utilizate uneori numai pentru destinațiile pentru care au fost obținute;
- ❖ De multe ori, este necesară ipotecarea/gajarea activelor entității;
- ❖ Poate duce la apariția efectului de "măciucă", adică reversul efectului de levier;
- ❖ Sursele împrumutate duc la înrăutățirea indicatorilor economico-financiari, afectând capacitatea entității de a se îndatora pe viitor.

Alegerea metodei de finanțare este în cele din urmă o analiză a costului de oportunitate. În schimbul distribuirii riscurilor între acționari, furnizorii de capital împart și profiturile entității. De aceea alegerea metodei de finanțare se reduce de multe ori la raportul între ratele de dobândă și plata de dividende.

Din punct de vedere teoretic alegerea este facilă, atunci când rentabilitatea economică a entității este mai mare decât costul îndatorării (ex.: rata dobânzii), atunci entitatea se poate împrumuta maxim, adică cât poate obține, deoarece efectul de levier va fi maxim.

Structura de capital este considerată optimă atunci când valoarea de piață a entității este maximă.

O situație aparte o reprezintă societățile nou înființate. De regulă, acestea în primii ani prezintă rezultate negative, nici nu pot face estimări pozitive ale cash-flow-urilor și nici nu au active care să le poată oferi garanție pentru obținerea de credite. De aceea pentru aceste

Deși criteriul rentabilitatii este primordial, la stabilirea structurii financiare a unei întreprinderi sunt luați în calcul și alți factori, cum ar fi presiunea acționarilor, a băncilor, politica economic a statului, conjunctura economica-financiară în general (situația pieței financiare, oscilațiile ratei dobânzii, devalorizarea moneta etc.).

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

În ultima instanță, adoptarea unei structuri financiare este determinată de creditor care are în vedere riscurile pe care și le asuma: risc de pierdere de capital, risc de dobândă sau risc de imobilizare a capitalului.

Succesul depinde de alegerea corespunzătoare a pieței, a grupului de investitori țintă și a mecanismelor adiacente folosite.

În ceea ce privește sursele externe, companiile românești sunt încă reticente cu privire la metodele alternative de finanțare. Creditul bancar este, în continuare, principala sursă de atragere de fonduri.

Analiză comparativă a finanțării din surse de finanțare interne sau externe provenind din emisiuni pe piața de capital: acțiuni, acțiuni preferențiale, obligațiuni

Tabel 13

	Avantaje	Dezavantaje
Acțiuni ordinare (comune)	<ul style="list-style-type: none">- firma nu este obligată să plătească dividende către acționari;- nu există scadență, deci acțiunile nu trebuie răscumpărate niciodată;- scade costul îndatorării și asigură flexibilitatea opțiunilor viitoare de finanțare pe termen lung;- capitalul atras prin vânzare este mai mare deoarece acțiunile comune au o rentabilitate mai mare și reprezintă un titlu de proprietate asupra firmei.	<ul style="list-style-type: none">- se extinde dreptul de vot controlul deținătorilor noilor acțiuni;- acționarii au dreptul de a primi dividend;- costurile de subscriere și distribuție sunt mai mari;- costul mediu al capitalului crește ca urmare a nedeductibilității dividendelor;- orice emisiune nouă determină scăderea cu aproximativ 3% a prețului acțiunilor cotate;- emisiunea este subevaluată în cazul ofertei publice inițiale.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

<p style="text-align: center;">Acțiuni preferențiale</p>	<ul style="list-style-type: none"> - nu există plăți fixe de dobândă; - scade riscul de faliment; - noii acționari nu participă la distribuirea unor dividende mai mari; - nu se împarte controlul prin participarea la vot; - pentru acțiunile preferențiale fără maturitate și fără fond de amortizare există mai puține probleme privind fluxul de numerar; - permit majorarea de capital propriu; - dividendele plătite pot fi mai reduse decât rata dobânzii pentru obligațiuni; - costurile de subscriere și distribuție sunt mai mici. 	<ul style="list-style-type: none"> - acționarii au dreptul de a primi dividend;
<p style="text-align: center;">Obligațiuni</p>	<ul style="list-style-type: none"> - nu se extinde controlul asupra întreprinderii; - plata dobânzii este o cheltuială deductibilă; - rata de remunerare a creditorilor este mică; - se pot reduce cheltuielile fixe (rata dobânzii) prin introducerea clauzei de revocare; - costurile de subscriere și distribuție sunt mai mici. 	<ul style="list-style-type: none"> - crește riscul întreprinderii; - costul capitalului propriu se majorează; - datoriile se rambursează la maturitate; - apar restricții perturbatoare; - se impune respectarea unor limite privind rata îndatorării.

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Alegerea mijloacelor de finanțare depinde de mai mulți factori, fiecare opțiune prezentând avantaje și dezavantaje, în funcție de etapa în care se află compania și de nevoile acesteia:

- costul alternativelor de finanțare;
- efectul alternativelor de finanțare asupra flexibilității financiare a companiei;
- disponibilitatea alternativelor de capital, în funcție și de nevoile de finanțare în raport de stadiul companiei: seed financing/start up, first stage financing, second-stage financing, mezzanine financing, leveraged buyouts.
- compatibilitatea alternativelor de finanțare cu strategia de dezvoltare propusă.

Sursele de finanțare menționate în capitolele anterioare, nu pot fi utilizate în orice moment și în orice cantitate de către toate tipuri de entități economice. Pentru a avea o imagine de ansamblu asupra tipurilor de entități și surselor de finanțare recomandate a fi utilizate, voi prezenta în continuare tabelul următor:

Tabel 14

Sursa de finanțare	IMM		Întreprindere mare	
	Start-up, primii ani de funcționare	Maturitate, expansiune	Start-up, primii ani de funcționare	Maturitate, expansiune
Autofinanțare		x	x	x
Constituire capital social	x	x	x	x
Credit asociați	x	x		
Vânzarea activelor		x	x	
Împrumuturi intragrup	x	x	x	x
Credit bancar	x	x	x	x
Credit obligatar (doar pt. SA)		x		x
Credit comercial		x	x	
Cumpărare cu plata în rate	x	x	x	x

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

Fonduri nerambursabile	x	x	x	x
Leasing	x	x	x	x
Factoring		x	x	x
Forfetare (doar pt. activități de export)			x	x
Franciza	x	x	x	
Capital de risc	x	x	x	x
Business angel	x			
Incubator de afaceri	x			
Crowdfunding	x			

În funcție de tipul investițiilor, clasificate după riscul pe care îl implică și natura lor, investiții care urmează a fi finanțate, recomandarea privind sursele de finanțare a se utiliza este prezentată în tabelul următor:

Sursa de finanțare	Investiții				Investiții		
	Inlocuire	modernizare	dezvoltare	Strategice	Tehnice	Umane	financiare
Autofinanțare	x	x	x	x	x	x	x
Constituire capital social		x	x	x	x		X
Credit asociați	x	x			x	x	X
Vânzarea activelor	x				x		
Împrumuturi intragrup		x	x	x	x		X
Credit bancar	x	x	x	x	x	x	x
Credit obligatar			x	x	x		

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

(doar pt. SA)							
Credit comercial	x				x		
Cumpărare cu plata în rate	x	x			x	x	
Fonduri nerambursabile	x	x	x	x	x	X	
Leasing	x	x	x	x	x	x	
Factoring	x				x	x	
Forfetare (doar pt. activități de export)		x	x		x		
Franciza			x		x		
Capital de risc			x	x	x		
Business angel		x	x	x	x	x	
Incubator de afaceri		x			x	x	
Crowdfunding		x	x	x	x		

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

BIBLIOGRAFIE

- Achim V. M.** *Leasing o afacere de succes: concept, derulare, contabilitate, eficiență*, Editura Economică, București, 2005
- Bătrâncea I.** *Analiza financiară pe bază de bilanț*, Editura Presa Universitară, Cluj-Napoca, 2001
- Berman M** *Synthetic leases: Changed but still viable* - Journal of Equipment Lease financing, Toamna 2004, vol. 22
- Berman M.** *Synthetic leases: Changed but still viable*, Journal of Equipment lease financing, 2004, vol. 22
- Beshel B.** *An Introduction to Franchising*, 2001
- Biermann, H. Jr. and Smidt, S.** *The Capital Budgeting Decision*, 8th editura MacMillan, New York, 1992
- Blideanu, D.** *Franciza ø elemente fundamentale* "Revista de Comerț nr.9 /septembrie 2004
- Boardman A., D. Greenberg s.a.** *Analiza cost-beneficiu*, Editura ARC, Chisinau, 2004
- Brealey, R. and Myers, St** *Principles of corporate finance*, 5th ed Mc Graw Hill Companies, 1996
- Brezeanu P.,
Dâmbean- Creta O.,** *Managementul financiar al firmei, teorii și practici de inspirație occidentală*, Editura INR, București, 2000
- Călin, O.
Ristea, M.** *Bazele contabilității*, Editura Didactică și Pedagogică, R.A., București, 2003
- Colectiv de autori** *Elaborarea proiectelor cu finanțare din fonduri structurale pentru IMM-uri* – Editura Contaplus 2007
- Domnișoru, S. și colectiv** *Forfetarea - Revista „Gestiunea și contabilitatea firmei”*, nr. 3/martie 2003
- Dragotă V. Și colectiv** *Abordări practice în finanțele firmei*, Editura Irecson, 2006
- Dumitrescu D., Dragotă V. , Ciobanu A.
G. Sandu** *Evaluarea întreprinderilor* – Ediția a II-a, Editura Economică 2002
- Gerald A. Benjamin** *Formarea capitalurilor firmelor private*, București, Editura Economică, 2000
- Gheorghiu, G. Turcu, G. N.** *Angel capital. How to raise early stage private equity finance* Editura John Wiley and Sons 2005
- Giurgiu, A. , Duma I, Sebastian F.** *Operațiuni de franciză*“, Editura Lumina Lex, București, 2002
- Giurgiu, A.I.** *Management financiar pentru Start - Up*, Casa Cartii de Știință, Cluj- Napoca, 2006;
- Giurgiu, A.I.** *Mecanismul financiar al întreprinzătorului*, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 1995
- Grinblatt M, Titman S.** *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill Irwin, 2002
- Hennie van Greuning** *Standarde internaționale de raportare financiară – Ghid practice*, Editura Irecson 2005
- Hoanță N.** *Finanțele firmei*, Editura Continent, 1996
- Ion, M.** *Managementul investițiilor* – Editura Dacia 2000
- Molico T, Wunder E.,** *Leasingul, un instrument modern de investiții și finanțare* Editura CECCAR, București, 2003

Investițiile în România și sursele de finanțare ale acestora

- Ngendakumana J,** *Modelul structurii financiare optime a societăților comerciale în industrie*, Editura Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, 2002
- Popa I.** *Tranzacții de comerț exterior-* Editura Economică, București, 2002
- Pratt S.P.** *Cost of Capital – Estimation and Applications*, John Wiley & Sons INC., 2002
- Purcaru I., Purcaru O.G.,** *Matematici financiare*, Editura Economică, București 2000
- Reinhardt U.E.** *Break Even Analysis for Lockheed Tri Star An application of Financial Theory*, Journal of Business, 1955
- Ross S.A.** *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach -* Bell Journal of Economics nr. 8, 1977
- Ross, S., R. Westerfield and J. Jaffe,** *Corporate Finance*, 3rd edition, Boston, Irwin 1995
- Roventa, M.** *Introducere în forfetare și factoring: tehnici moderne de finanțare a activității de export*, Editura Economică, București 2002
- S. Malcolm** *Research methods in accounting*, SAGE Publications Ltd, London
- Stancu I,** *Finanțe*, Editura Economică, București, 2002
- Stancu I,** *Investiții directe și finanțarea lor*, Ed. Economică, București, 2003
- Stancu I,** *Finanțe*, Editura Economică, București, 2002
- Stancu I,** *Finanțe. Teoria piețelor financiare. Analiza și gestiunea financiară*, Editura economică, București 2002
- Stoian, A.** *Contabilitate și gestiune fiscală*, Editura Mărgăritar, București, 2001
- Treger L. T., Hebbeln M** *Is Lease a financing agreement in disguise? -* The Journal of Coporate Renewal Iulie 2004