

**UNIVERSITATEA DIN CRAIOVA
FACULTATEA DE ECONOMIE ȘI ADMINISTRAREA AFACERILOR**

CUNOȘTINȚE ECONOMICE DE SPECIALITATE

**SPECIALIZAREA
FINANȚE ȘI BĂNCI**

CICLUL DE STUDII UNIVERSITARE DE LICENȚĂ

CRAIOVA

2015

CUPRINS

<i>Cuvânt înainte</i>	5
MODULUL I. POLITICA ȘI MANAGEMENTUL FINANCIAR OPERATIV AL FIRMEI	6
Partea I. MANAGEMENT FINANCIAR	7
Capitolul 1. Managementul fluxurilor de trezorerie	7
1.1. Natura și conținutul trezoreriei întreprinderii	7
1.2. Procesul decizional al gestiunii trezoreriei	11
1.3. Elaborarea planurilor de trezorerie	12
Capitolul 2. Echilibrul financiar al întreprinderii	17
2.1. Conținutul echilibrului financiar al întreprinderii	17
2.2. Formele concrete de manifestare a echilibrului financiar: solvabilitatea, capacitatea de plată și lichiditatea	18
Capitolul 3. Gestiunea bugetară a întreprinderii	20
3.1. Necesitatea, rolul și funcțiile bugetului întreprinderii	20
3.2. Tipuri de bugete	22
3.3. Conținutul bugetului de venituri și cheltuieli al întreprinderii	23
Bibliografie	24
Partea a II-a. DECIZIILE FINANCIARE ALE FIRMEI	25
Capitolul 4. Considerații generale privind deciziile financiare ale firmei	25
Capitolul 5. Decizia de investiții a firmei	26
5.1. Estimarea cash flow-urilor	26
5.2. Principalele criterii de opțiune utilizate în adoptarea deciziei de investiții	33
Capitolul 6. Decizia de finanțare a firmei	36
6.1. Determinarea costului capitalului propriu	37
6.2. Determinarea costului capitalului împrumutat	43
6.3. Abordarea costului capitalului ca un cost mediu ponderat și ca un cost marginal	47
6.4. Structura financiară a firmei	49
Capitolul 7. Decizia de dividend a firmei	50
Bibliografie	52
MODULUL II. MONEDĂ, CREDIT, BĂNCI	53
Partea I. MONEDĂ ȘI CREDIT	54
Capitolul 1. Concepția keynesistă asupra monedei	54
Capitolul 2. Concepția monetaristă	55
Capitolul 3. Etape în evoluția monometalismului aur	56
3.1. Etalonul aur-monedă	56
3.2. Etalonul aur-lingouri	58
3.3. Etalonul aur-devize	58
Capitolul 4. Mecanismul funcționării banilor în schimburile economice internaționale	59
Capitolul 5. Sistemul monetar european	61

Capitolul 6. Conținutul și structura masei monetare	63
Capitolul 7. Analiza situației monetare pe baza componentelor masei monetare	65
Capitolul 8. Politica monetară	69
Capitolul 9. Reglementările bancare	72
Bibliografie	74
Partea a II-a. MANAGEMENT BANCAR	75
Capitolul 10. Introducere în managementul bancar	75
10.1. Conținutul și obiectivele managementului bancar	75
10.2. Funcțiile managementului bancar	76
10.3. Mediul bancar	77
10.4. Strategia bancară	77
Capitolul 11. Reglementarea și conducerea activității instituțiilor de credit în România	80
11.1. Activitatea instituțiilor de credit	80
11.2. Tipuri de instituții de credit	81
11.3. Autorizarea instituțiilor de credit	85
11.4. Administrarea și conducerea instituțiilor de credit	86
11.5. Fondurile proprii. Solvabilitatea și lichiditatea	86
Capitolul 12. Managementul operațiunilor bancare	88
12.1. Managementul operațiunilor bancare pasive	88
12.2. Managementul operațiunilor bancare active	89
12.3. Managementul activității de creditare	89
12.4. Managementul plasamentelor pe piețele organizate	92
Capitolul 13. Managementul performanțelor și riscurilor bancare	93
13.1. Managementul performanțelor bancare	93
13.2. Managementul riscurilor bancare	94
Bibliografie	96
MODULUL III. BUGET ȘI FISCALITATE	97
Partea I. BUGET ȘI TREZORERIE PUBLICĂ	98
Capitolul 1. Bugetul general consolidat și Trezoreria publică	98
Capitolul 2. Împrumuturile de stat și datoria publică	106
Bibliografie	116
Partea a II-a. FISCALITATE	117
Capitolul 3. Creanțele fiscale	117
3.1. Obligația și creanța fiscală	117
3.2. Modalități de stingere a creanțelor bugetare	118
3.3. Inspekția fiscală	123
Capitolul 4. Impozite și taxe	125
4.1. Impozitul pe profit	125
4.2. Impozitul pe venit	126
4.3. Impozitul pe clădiri	128
Bibliografie	133

MODULUL IV. ANALIZA ECONOMICO-FINANCIARĂ	134
<i>Capitolul 1. Cadrul general al analizei economico-financiare</i>	135
<i>Capitolul 2. Analiza activității de producție și comercializare</i>	137
2.1. Conținutul indicatorilor valorici ai producției	137
2.2. Analiza cifrei de afaceri	140
2.3. Analiza valorii adăugate	143
<i>Capitolul 3. Analiza utilizării factorilor de producție</i>	146
3.1. Analiza utilizării extensive a factorilor de producție	146
3.2. Analiza utilizării intensive a factorilor de producție	148
<i>Capitolul 4. Analiza cheltuielilor întreprinderii</i>	151
4.1. Analiza cheltuielilor totale și de exploatare	151
4.2. Analiza principalelor categorii de cheltuieli	156
4.3. Analiza costurilor pe produse și a costului marginal	162
<i>Capitolul 5. Analiza rentabilității întreprinderii</i>	163
5.1. Analiza profitului	163
5.2. Analiza ratelor de rentabilitate	167
5.3. Analiza rentabilității pe baza punctului critic	173
<i>Bibliografie</i>	175
MODULUL V. ASIGURĂRI ȘI INSTITUȚII ALE PIEȚEI FINANCIARE	176
Partea I. ASIGURĂRI	177
<i>Capitolul 1. Nevoia și conceptul de asigurare</i>	177
<i>Capitolul 2. Funcțiile și rolul asigurării</i>	178
<i>Capitolul 3. Clasificarea asigurărilor</i>	180
<i>Capitolul 4. Aspecte principale privind reglementarea asigurărilor în România</i>	184
<i>Capitolul 5. Elementele obligatorii ale contractului de asigurare</i>	189
5.1. Interesul asigurării	189
5.2. Obiectul și riscul asigurat	189
5.3. Suma sigurată și prima de asigurare	190
5.4. Paguba și despăgubirea de asigurare	192
<i>Capitolul 6. Încheierea contractului de asigurare</i>	193
<i>Capitolul 7. Drepturile și obligațiile asiguratului și cele ale asigurătorului</i>	195
<i>Capitolul 8. Încetarea contractului de asigurare</i>	197
<i>Bibliografie</i>	198
Partea a II-a. GESTIUNEA PORTOFOLIULUI DE TITLURI	199
<i>Capitolul 9. Termeni și concete utilizate în gestiunea portofoliului de titluri</i>	199
9.1. Economisirea	199
9.2. Investiția	199
9.3. Piața financiară	200
9.4. Titlurile financiare	201
9.5. Venitul (câștigul)	201
9.6. Riscul	201
9.7. Portofoliul de titluri și diversificarea acestuia	202
9.8. Indicii bursieri	203
<i>Capitolul 10. Tipologia actuală a managementului portofoliului de titluri</i>	203
10.1. Managementul activ	203

10.2. Managementul pasiv	203
10.3. A treia cale: investiția focalizată	204
Capitolul 11. Modelul Markowitz	204
Capitolul 12. Modelul Sharpe	206
Capitolul 13. Teoria pieței eficiente (E. Fama)	207
Capitolul 14. Modelul Buffet de investire și de gestiune a portofoliului	207
14.1. Principiul de piață: evaluarea afacerii și actualizarea valorii intrinseci	207
14.2. Principiul financiar: valoare adăugată economică sau nu?	208
14.3. Principiul managerial: cum evaluăm managerii?	208
Capitolul 15. Matematica investițiilor	209
15.1. Considerații generale cu privire la teoria probabilităților	209
15.2. Interpretarea subiectivă a probabilității	209
15.3. Modelul de optimizare Kelly	209
15.4. Teoria probabilității și piața investitorului focalizat	210
Capitolul 16. Psihologia în investiții	210
16.1. Finanțele comportamentale	210
16.2. Toleranța față de risc	213
Capitolul 17. Investiții internaționale	214
17.1. Investițiile străine	214
17.2. Companiile multinaționale	216
17.3. Balanța de plăți	219
Capitolul 18. Evaluarea performanțelor portofoliilor	220
18.1. Câștigurile titlurilor financiare	220
18.2. Riscul	221
18.3. Criterii de performanță	221
18.4. Evaluarea componentelor portofoliilor	222
Bibliografie	222

Cuvânt înainte

Preocuparea pentru modernizarea învățământului superior economic, ca element de bază al adaptării acestuia la exigențele noului mileniu, ocupă un loc prioritar în viziunea Facultății de Economie și Administrarea Afacerilor din Craiova. În acest scop, este nevoie de sisteme de învățământ și formare profesională competitive la nivel mondial, care să permită tuturor studenților să își dezvolte pe deplin potențialul și să dobândească competențele potrivite pentru realizarea unei cariere profesionale și obținerea succesului pe plan personal.

Pornind de la această necesitate obiectivă, prin elaborarea lucrării de față, autorii doresc să pună la dispoziția studenților un material unitar, util și facil, legat de problematica deosebit de complexă a activității financiar-bancare. Pentru conceperea lui s-a pornit de la cunoștințele transmise studenților, insistându-se, în principal, fie asupra aspectelor mai controversate, fie asupra aspectelor ce au suferit mutații complexe induse de perioada de profundă criză pe care o traversăm.

Lucrarea este structurată pe cinci module, fiecare corespunzând unor grupuri de discipline definitorii pentru specializarea aleasă: **FINANȚE ȘI BĂNCI**.

Anticipat, mulțumim studenților noștri pentru interesul și răbdarea manifestată în lectura lucrării. Îi asigurăm pe toți că observațiile și sugestiile lor privind conținutul lucrării le vom considera gesturi utile și generoase de care vom ține seama cu prioritate la o eventuală reeditare.

Autorii

MODULUL I

POLITICA ȘI MANAGEMENTUL FINANCIAR OPERATIV AL FIRMEI

Autori

prof. univ. dr. Nicolae SICHIGEA:

PARTEA I „MANAGEMENT FINANCIAR”

conf. univ. dr. Dorel BERCEANU:

PARTEA A II-A „DECIZIILE FINANCIARE ALE FIRMEI”

PARTEA I. MANAGEMENT FINANCIAR

Capitolul 1. Managementul fluxurilor de trezorerie

1.1. Natura și conținutul trezoreriei întreprinderii

La **nivelul microeconomic**, trezoreria presupune un ansamblu de operațiuni financiare prin care se asigură capitalurile necesare desfășurării activității de investiții, de exploatare, financiare și sociale a întreprinderii, gestionarea eficientă a acestor capitaluri și întreprinderea de acțiuni pentru selectarea și negocierea creditelor de acoperire a deficitului de trezorerie, sau de plasament corespunzător excedentului de trezorerie. Mai exact, trezoreria rezultă din ansamblul fluxurilor antrenate prin operațiunile ciclurilor de exploatare și în afara exploatării (operațiuni de investiții, operațiuni financiare pe piața capitalurilor și operațiuni extraordinare) conform figurii 1¹.

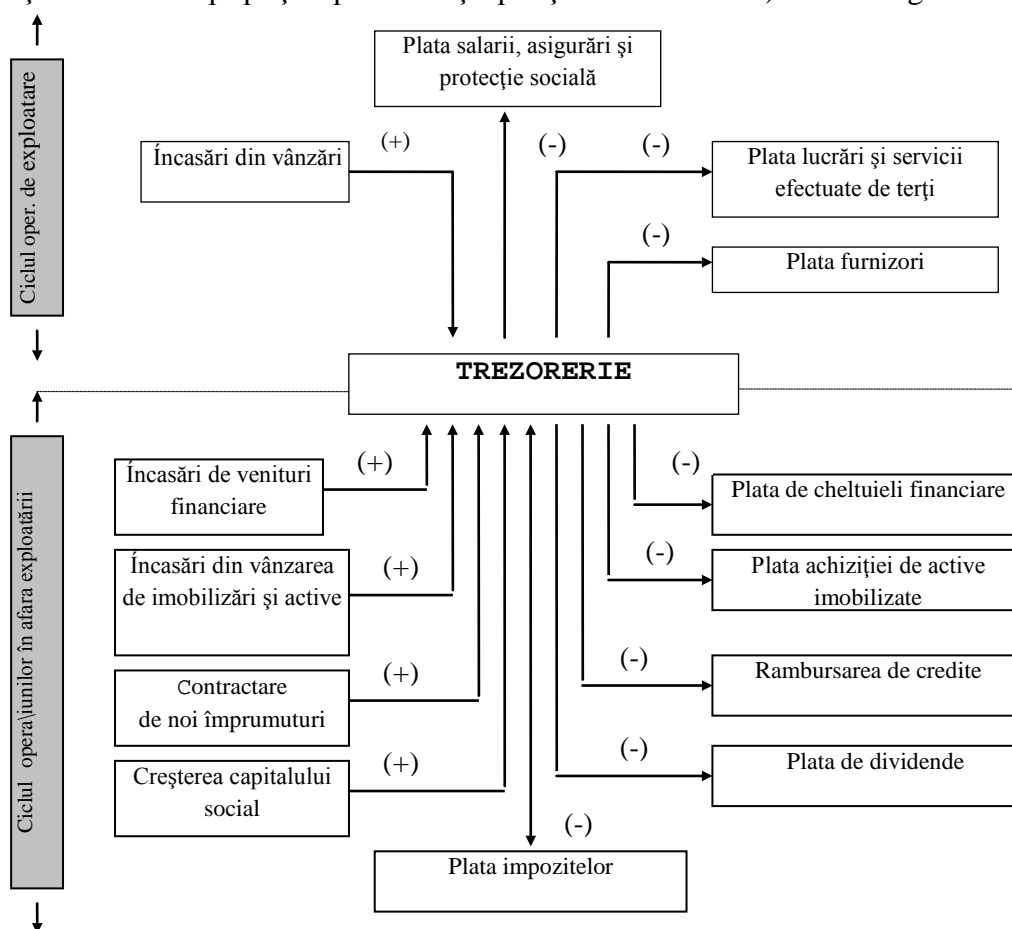


Fig.1. Trezoreria, rezultanta tuturor fluxurilor

Ciclul operațiunilor de investiții se desfășoară pe baza unor decizii strategice: **decizia de investiții**, care urmărește menținerea și, mai apoi, modernizarea, dezvoltarea și diversificarea capacităților de producție și **decizia de finanțare**, care asigură, cu

¹ Jobard, J.P., Navatte, P., Raimbourg, Ph., *Finance*, Edition Dalloz, Paris, 1994, pag. 234

nominalizare precisă, sursele interne și externe de acoperire financiară, în ordinea unor priorități economice (folosirea sumelor din circuitul întreprinderii, respectiv disponibilitățile din perioadele anterioare, amortizarea, sumele din operațiuni de dezinvestire; partea din profitul net destinată capitalizării; sporirea capitalului social; în completare, recurgerea la împrumuturi). De aceea, gestiunea trezoreriei se restrânge până la urmă în administrarea fondurilor pe termen scurt, care să asigure solvabilitatea întreprinderii în cele mai bune condiții. Acest **obiectiv tradițional** al trezoreriei întreprinderii, care îi permite acesteia să își onoreze zilnic angajamentele față de terți, este denumit **obiectivul de lichiditate** al întreprinderii, sau **gestiunea riscului de lichiditate**. Dar factori recentți care influențează întreaga gestiune financiară a întreprinderii, respectiv: multiplicarea posibilităților de asigurare a capitalurilor necesare finanțării nevoii generale a întreprinderii prin dezvoltarea rapidă a pieței financiare și amploarea schimburilor internaționale, au încredințat trezoreriei întreprinderii **alte obiective** și anume: **gestiunea riscului de dobândă** și **gestiunea riscului de curs de schimb**.

Obiectul trezoreriei întreprinderii constă în **determinarea stocului monetar** de care întreprinderea are nevoie pentru a face față diverselor sale plăți pe durata unei perioade și de a cerceta maniera în care acest stoc poate fi constituit.

Nivelul stocului monetar este rezultatul a două categorii de fluxuri: *fluxurile intrărilor de bani în circuit* sau ale aprovizionărilor de bani și *fluxurile ieșirilor de bani din circuit* sau ale scurgerilor de bani. Fiecare din aceste variabile se caracterizează printr-o cantitate de unități monetare și printr-un moment de realizare.

Determinarea stocului monetar necesar este mai greu de atins pentru că *variabilele, încasări și plăți sunt prin definiție anticipative, privesc perioadele viitoare și, în absența unei sincronizări, pot să existe atât momente de realizare, cât și momente de nerealizare*. Însă, trezoreria trebuie să realizeze nu doar previziunea diferitelor fluxuri de trezorerie, dar să fie și o sursă de profit pentru întreprindere, în sensul că trebuie să asigure contractarea de credite la cel mai mic cost și să fructifice excedentul de trezorerie cu cel mai bun randament.

Trezoreria poate fi organizată într-un compartiment (serviciu) distinct al direcției financiare dacă întreprinderea este de proporții mari. Acest resort are legături importante cu piața monetară și financiară, preocupându-se de asigurarea lichidităților întreprinderii, valorificarea eficientă a excedentelor, evaluarea surselor de finanțare, elaborarea și urmărirea bugetelor și planurilor de trezorerie.

Importanța gestiunii trezoreriei este legată de însăși necesitatea asigurării capacității de plată a întreprinderii, care este un veritabil obiectiv de urmărit în condițiile acțiunii legii falimentului în economie. Existența numerarului și echivalentelor de numerar reprezintă una dintre formele cele mai importante de capital. Numerarul reprezintă banii la care societatea poate avea accesul imediat, respectiv numerarul în casă și în depozitele plătibile la cerere (disponibilul în cont). Echivalentele de numerar sunt investițiile financiare pe termen scurt, care sunt ușor convertibile în sume cunoscute de numerar și care sunt supuse unui risc nesemnificativ de schimbare a valorii. Pentru a fi considerată echivalent de numerar, o investiție trebuie să aibe o scadență mică (în practică se consideră 3 luni sau mai puțin de la data achiziției). Investițiile de capital nu pot fi incluse în această categorie, cu excepția cazului în care sunt, în fondul lor economic, echivalente de numerar. Este cazul acțiunilor preferențiale achiziționate în cursul unei perioade scurte de timp înaintea scadenței lor și cu o dată de răscumpărare specificată. De asemenea, trebuie să se țină cont, că în anumite țări, descoperirile de cont care sunt rambursabile la vedere fac parte din gestiunea numerarului. În acest caz, soldul bancar fluctuează între disponibil și descoperit. Lipsa de numerar, chiar în condițiile în care întreprinderea dispune de alte valori materiale, o pune în situații neplăcute față de creditorii, furnizori sau chiar în declararea stării de încetare a plăților. Chiar dacă întreprinderea este rentabilă, are profit, ea se poate găsi în situația de a nu avea capacitatea de

a-și achita obligațiile la un moment dat, dacă nu dispune de numerar sau de alte active lichide ca urmare a efectuării unor investiții exagerate, menținerii unor stocuri mai mari și nerealizării de încasări ritmice de la clienți.

Dacă numerarul este lichiditatea propriu-zisă, activele lichide sunt active transformabile în mijloace de plată de o manieră cvasiinstantanee, fără pierdere de valoare în raport cu valoarea lor nominală, la prețul lor de achiziție sau la prețul de piață.

O trezorerie insuficientă poate genera dificultăți importante și anume:

- întreprinderea care are greutăți în plata furnizorilor săi riscă să piardă încrederea acestora. Furnizorii impun atunci condiții de plată mai severe, care agravează și mai mult situația întreprinderii;

- băncile pot finanța nevoia de trezorerie a întreprinderii, dar trebuie avute în vedere următoarele:

- dacă cererea de credite crește sistematic, băncile devin susceptibile și vor căuta să reducă autorizările de credite sau chiar să întrerupă acordarea de noi credite;

- creditul este un procedeu costisitor, atrăgând după sine dobânzi, comisioane, speze și alte cheltuieli, care cresc odată cu slăbirea capacității de finanțare proprie a întreprinderii și cu apelarea la credite în volum din ce în ce mai însemnat.

Rezultă, deci, că, gestiunea trezoreriei este rodul unui proces decizional în interiorul întreprinderii și în rețeaua de relații cu partenerii externi și, în special, cu băncile.

Noțiunea de trezorerie poate fi înțeleasă în *termeni de flux*, corespunzând încasărilor sau plăților pe timpul unei perioade, sau în *termeni de stoc*, reprezentând situația trezoreriei la un moment dat. În ceea ce privește trezoreria, relația care leagă fluxurile cu stocul este:

situația trezoreriei la începutul perioadei

+ **încasările perioadei**

- **plățile perioadei**

= **situația trezoreriei la finele perioadei**

Definirea trezoreriei constă, în fapt, în a preciza elementele conținute în situația trezoreriei.

Având în vedere **aria de cuprindere**, pot fi socotite **patru mari concepții cu privire la noțiunea de trezorerie**, conținutul fiind din ce în ce mai cuprinzător: *totalul valorilor de casă, active lichide, trezoreria netă și trezoreria potențială*.

1) Definirea trezoreriei prin totalul valorilor de casă este o definiție îngustă. În practică, de altfel, trebuie să se realizeze și o distincție între acestea. Totalul valorilor de casă poate fi definit ca ansamblul mijloacelor de plată deținute de întreprindere și care sunt disponibile cvasiimediat.

Totalul valorilor de casă include, în principal:

- sumele din casierie în lei și în devize;
- conturi la bănci în lei și în devize, la vedere (soldul debitor pentru întreprindere sau creditor pentru bancă);

- acreditive deschise;

- cecuri și efecte comerciale de încasat;

- efecte comerciale remise spre scontare;

- sume în curs de decontare;

- alte valori (timbre, bilete de odihnă și tratament, tichete și bilete de trezorerie).

În optica gestiunii trezoreriei, trezorierul întreprinderii are ca *obiectiv reducerea, pe cât posibil, la un nivel minim a soldului totalului valorilor de casă*, întrucât ele sunt considerate "*active leneșe*" pentru că nu aduc nimic, sau în cazul conturilor bancare la vedere,

dobânda acordată de bancă este mai mică în raport cu cea acordată în cazul constituirii de depozite la termen. De aceea, teoria financiară a stabilit **obiectivul "trezoreriei zero"**.

2) Definirea trezoreriei prin active lichide presupune luarea în calcul nu doar a mijloacelor de plată cvasiimediată, dar și a ansamblului plasamentelor corespunzând unei trezorerii excedentare.

Activele lichide cuprind, deci, disponibilitățile bănești sau lichiditățile și diferitele titluri de plasament deținute de întreprindere:

- valorile mobiliare de plasament (acțiuni, obligațiuni, certificate de investiții etc.);
- bonurile de casă sau biletele de trezorerie emise pentru credite pe termen scurt de alte întreprinderi;
- depozitele bancare la termen.

În această arie de cuprindere, se regăsește concepția anglo-saxonă a noțiunii de trezorerie, în care "*cash*" sau "*cash echivalent*" cuprinde încasările de trezorerie și plasamentele trezoreriei excedentare.

3) Definirea trezoreriei prin accețiunea de trezorerie netă lărgeste sfera de cuprindere față de accețiunile anterioare. Ea este utilizată de adepții analizei funcționale a bilanțului, în care trezoreria netă rezultă ca o diferență între fondul de rulment și nevoia de fond de rulment, astfel:

$$\text{TN} = \text{FR} - \text{NFR}$$

În fond, trezoreria netă reprezintă diferența între activele de exploatare și pasivele de exploatare (**NFR**) comparată cu suma capitalurilor permanente disponibile după finanțarea activelor imobilizate (**FR**). Trezoreria netă poate fi pozitivă, nulă sau negativă.

De asemenea, trezoreria netă este dată de diferența între valorile de trezorerie active și pasive. *Valorile de trezorerie active* cuprind disponibilitățile bănești, veniturile din plasamentul trezoreriei excedentare și, în special, a valorilor mobiliare de plasament și a titlurilor de credit negociabile pe piața financiară. *Valorile de trezorerie pasive* corespund diferitelor tipuri de credite la care a recurs întreprinderea pentru a-și finanța nevoia de fond de rulment. Este vorba de soldul creditor al conturilor bancare pentru creditele acordate în conturi curente, efectele comerciale scontate neajunse la scadență și care nu mai figurează în bilanț, biletele de trezorerie subscrise de întreprindere, obligațiunile caucionate, respectiv depuse ca garanție pentru un împrumut.

Ca atare, trezoreria netă poate fi definită în *termeni de utilizări și resurse* pe baza bilanțului, determinată astfel:

$$\begin{array}{l} \text{Valori de trezorerie active} \\ - \text{Valori de trezorerie pasive} \end{array}$$

$$= \text{Trezorerie netă}$$

În practica altor țări, trezoreria netă este judecată în *termeni de variații ale utilizărilor și resurselor* și, în acest caz, se determină pe baza tabloului de finanțare (cazul Franței).

4) Definirea trezoreriei prin accețiunea de trezorerie potențială rezultă ca o diferență între suma activelor de trezorerie și capacitățile neutilizate la creditele bancare convenite pe termen scurt, mediu sau lung, pe de o parte, și ansamblul resurselor de trezorerie, pe de altă parte. Trezoreria este, astfel, tratată ca un activ condiționat, iar preocuparea principală a trezorerului întreprinderii nu este doar lichiditatea de zi cu zi, ci ea devine un element de planificare financiară. Astfel, în cazul unei trezorerii excedentare, se poate acționa pentru accelerarea plăților față de furnizori, pentru a beneficia de reducerea dobânzilor convenite în efectele comerciale de plătit, crescând, astfel, nevoia de fond de rulment și diminuând trezoreria. De asemenea, capacitatea de îndatorare neutilizată în cazul liniilor de credit aprobate întreprinderii îi poate permite obținerea de finanțări noi în caz de nevoie.

1.2. Procesul decizional al gestiunii trezoreriei

Oricare ar fi sfera de cuprindere, **procesul decizional al gestiunii trezoreriei se desfășoară în trei etape:**

- previzionarea fluxurilor monetare, care permite determinarea *nevoilor de trezorerie* sau a *excedentelor de trezorerie*;
- alegerea mijloacelor de acoperire a *dezechilibrului* și plasare a *excedentelor*;
- controlul trezoreriei.

a) Previziunile de trezorerie

Eficiența deciziilor luate de trezorerierul întreprinderii depinde de calitatea informațiilor și previziunilor de care dispune, referitoare la fluxurile de trezorerie. Pentru a lua decizii optime de plasament sau de finanțare a nevoii de trezorerie, el trebuie să urmărească nu numai evoluția trezoreriei de pe o zi pe alta, dar să stabilească și previziuni referitoare la încasările și plățile întreprinderii.

În cea mai mare parte, fluxurile monetare au, prin origine, *contrapartidă în fluxuri reale*, determinate de achiziții de valori materiale pentru producție sau vânzările de produse, ori provin din angajamente (împrumuturi, creanțe).

Fluxurile monetare pot fi simultane sau decalate în raport cu fluxurile reale.

Baza informațională o constituie bugetul vânzărilor, bugetul cumpărărilor (aprovizionării), clauzele contractuale referitoare la vânzări și aprovizionări, procedeele statistice de apreciere a modului de plată și încasare și schimburile de informații cu băncile, realizate nu numai prin intermediul extraselor de cont zilnice emise de bancă, ci și prin înștiințarea întreprinderii despre instrucțiunile apărute în sistemul bancar, de comunicările interbancare facilitate de progresul recent realizat în perfecționarea sistemului informațional bancar și de mijloacele moderne de transmisie.

b) Alegerea mijloacelor de acoperire a dezechilibrului și de plasare a excedentului

Prin bugetul de trezorerie, instrumentul prin care se realizează previziunea fluxurilor monetare, se reflectă nivelul și, uneori, momentul efectuării diverselor plăți și încasări pentru a pune în evidență dezechilibrele.

Dacă nevoile sunt prevăzute în quantum suficient și în avans, trezorerierul are timpul de a alege și a negocia cea mai bună acoperire. Pentru aceasta, el trebuie să cunoască cu exactitate tipurile de condiții care sunt legate de creditul acordat de bancă. În afara cunoașterii permanente a nivelului ratelor dobânzilor aplicate de diversele bănci comerciale pentru a o alege pe cea mai avantajoasă la care să își deschidă cont (se știe că întreprinderea poate să aibă deschise conturi la mai multe bănci), trezorerierul trebuie să cunoască și celelalte condiții bancare (comisioane, speze, alte condiții bancare), care, de fapt, măresc nivelul real al ratei dobânzii, respectiv al costului creditului.

În caz de excedent de trezorerie, trezorerierul trebuie să cunoască facilitățile pieței financiare și bancare, pentru a alege instrumentul care realizează cel mai bun randament pentru întreprindere. Evident, un rol important are și opțiunea pentru diversificarea instrumentelor de plasament pentru a se putea compensa riscul ridicat al unor plasamente.

În îndeplinirea obiectivului acestei etape, un rol important îl are aspectul extern al gestiunii trezoreriei, ce constă în relațiile cu băncile, clienții, furnizorii și piața financiară.

Negocierea angajamentelor cu băncile are drept scop îmbunătățirea condițiilor bancare, respectiv, așa cum am arătat, minimizarea costului creditelor bancare. Aceste relații sunt fundamentate pe structura financiară existentă a întreprinderii, respectiv raportul între capitalurile împrumutate și cele proprii și pe echilibrul financiar, care determină o trezorerie potențială a acesteia. O trezorerie potențială ridicată este o garanție de solvabilitate pentru

întreprindere, care se reflectă în condiții bancare preferențiale, mai ales, în condițiile în care întreprinderea este cu serviciul datoriei la timp, adică, își rambursează conform graficului ratele și plătește regulat dobânda.

De asemenea, prin intermediul gestiunii trezoreriei sunt conduse și relațiile cu clienții și furnizorii, în scopul vânzării pentru realizarea unor încasări anticipate, vizând reducerea deficitului de trezorerie sau în scopul selectării furnizorilor după condițiile de plată cerute de aceștia.

Opțiunea pentru diversele forme de plasament se face numai printr-o urmărire atentă a evoluțiilor la bursele de valori sau pe piața financiară secundară în tot cursul anului și nu în momentele în care întreprinderea deține o trezorerie pozitivă.

c) Controlul trezoreriei

Este ultima fază a tuturor deciziilor de gestiune. Analiza abaterilor între previziuni și realizări contribuie la ameliorarea previziunilor și intervenția promptă pentru redresarea situațiilor nefavorabile. **Instrumentul controlului este planul de trezorerie glisant**, care înregistrează încasările și plățile lunii, pe săptămână sau pe decadă, actualizate sistematic cu schimbările care se produc sau cu influența evenimentelor conjuncturale.

Sursele de informare pentru construcția acestui instrument sunt reprezentate de comenzile, livrările sau facturările retratate, în funcție de condițiile de plată acordate sau obținute. Natura extracontabilă a acestor informații cere instituirea unui sistem informațional care să lege serviciul de trezorerie cu serviciile de urmărire a producției, comercial și de marketing. Evident, aceste informații nu pot să facă abstracție de cele provenite din analiza analitică a conturilor de clienți și de furnizori, grupate pe scadențe, în funcție și de modul de respectare a termenului de plată.

Totodată, controlul trezoreriei trebuie să evalueze și costul erorilor de echilibrare, al supra sau submobilizărilor, respectiv controlul performanțelor trezoreriei.

1.3. Elaborarea planurilor de trezorerie

Elaborarea planurilor de trezorerie necesită asocierea unui sistem de retratare cu un sistem de previziune.

Pentru a stabili bugetul de trezorerie pe an și planurile pe termene mai scurte, trebuie un număr mare de informații, deoarece aceste planuri au ca obiect ansamblul de previziuni de încasări și plăți.

Previziunile de încasări și plăți se bazează fie pe operațiuni deja angajate (împrumuturi, vânzări) care au rolul de a integra informații trecute, fie pe prevederi provenind de la alte secțiuni de program ale activității întreprinderii.

Astfel, **bugetul de trezorerie** pornește de la bugetul activității de investiții, de aprovizionare, de desfacere, având rolul de a converti informațiile din aceste secțiuni în fluxuri de încasări și plăți lunare.

Întocmirea planurilor de trezorerie se bazează pe **informații din contabilitate** ca sursa cea mai sigură și mai precisă, dar se are în vedere faptul că aceste informații sunt tardive în raport cu timpul real, rapiditatea informației fiind indispensabilă responsabilului cu trezoreria. De asemenea, se are în vedere faptul că în contabilitate *cheltuielile și veniturile sunt reflectate în flux real și nu în flux financiar*, neținând cont de decalajul existent între acestea.

Totodată, la baza elaborării planurilor de trezorerie stau **studii statistice**, utile pentru determinarea previziunilor de flux cu caracter de repetabilitate, în special, pentru încasările din vânzări. Cunoscând cifra afacerilor previzionale din bugetul vânzărilor se pot stabili încasările din vânzare în funcție de media încasărilor din intervalul precedent față de vânzările din luna respectivă și în lunile următoare.

În afara acestor informații, pentru responsabilul cu gestiunea trezoreriei o importanță deosebită o prezintă cunoașterea structurii vânzărilor (către agenți economici ai statului, clienți privați sau export) deoarece, în funcție de aceasta există și posibilități de încasare foarte diferite.

Totodată, în elaborarea planurilor de trezorerie, o importanță deosebită o are **sistemul de comunicații cu băncile**, care trebuie să fie rapid și să faciliteze actualizarea previziunilor de zi cu zi pentru a se lua deciziile corespunzătoare. Banca oferă informații certe cu privire la datele exacte ale unor viramente, cu timpul necesar pentru operarea diferitelor instrumente de decontare, respectiv duratele circuitelor bancare.

Pe baza unui sistem fiabil de informații se pot stabili, în principal, următoarele **tipuri de planuri de trezorerie**:

- planul anual (bugetul de trezorerie);
- planuri intermediare (3 până la 6 luni);
- previziuni zilnice.

Bugetul de trezorerie reflectă fluxurile de numerar cu reflectare lunară și cumulată a deficitului sau excedentului după relația:

$$S_t = V_t + I_t + TP_t - P_t - RI_t$$

în care:

S_t = stocul de numerar al perioadei t;

V_t = veniturile perioadei t;

I_t = împrumuturile perioadei t ;

TP_t = titlurile de plasament în perioada t;

P_t = plățile perioadei t;

RI_t = rambursările de împrumuturi în perioada t;

Această egalitate are la bază modul de tratare a compoziției optimale a stocului monetar al perioadei, adică a nivelului împrumuturilor, titlurilor de plasament, plăților, rambursărilor de credite, astfel încât, costul stocului monetar să fie minim.

Bugetul de trezorerie urmărește stabilirea stocului (soldului) separat pentru activitatea de exploatare, activitatea din afara exploatării și total activitate pe fiecare lună a anului. Astfel, pentru *activitatea de exploatare*, soldul se stabilește ca diferență între **încasările din exploatare (+)**: încasări din producția vândută; încasări din vânzarea de mărfuri; subvenții din exploatare; alte venituri din exploatare și **plățile pentru exploatare (-)**: costul cumpărărilor de mărfuri; achiziții materii prime, materiale consumabile, lucrări și servicii executate de terți; cheltuieli cu personalul; impozite și taxe; alte cheltuieli de exploatare. Pentru *activitățile în afara exploatării*, soldul se stabilește ca diferență între **încasările în afara exploatării (+)**: venituri financiare (dobânzi, dividende de încasat din titluri de portofoliu); creșterea capitalului social în numerar; creșterea creditelor pe termen lung; subvenții pentru investiții; sume din vânzări de active, mijloace fixe sau valorificări din casare; alte încasări și **plățile în afara exploatării (-)**: cheltuieli financiare (dobânzi, comisioane, prime de emisiune obligațiuni); rambursare credite pe termen lung; investiții; impozit pe profit; dividende; alte plăți.

Soldul final al trezoreriei (excedent +sau deficit-) = soldul inițial al trezoreriei + soldul din activitatea de exploatare + soldul activității în afara exploatării

El oferă informații cu privire la acele luni cu probleme în ceea ce privește necesitățile de trezorerie sau care se soldează cu excedente, dând astfel posibilitatea alegerii din timp a celor mai economicoase moduri de acoperire sau respectiv a celor mai bune tipuri de plasament.

În *practica financiară românească*, ca anexă a bugetului de venituri și cheltuieli al întreprinderii, se elaborează de regiile autonome și societățile comerciale cu capital de stat,

bugetul activității de trezorerie (determinarea cash-flow-ului), cu defalcare trimestrială, al cărui scop este stabilirea unei sinteze a resurselor proprii, grupate în funcție de proveniență.

Determinarea fluxurilor de trezorerie, conform Standardului Internațional de Contabilitate, IAS 7, Situațiile fluxurilor de numerar, se efectuează separat pe activități (de exploatare, de investiții, de finanțare), prin două metode:

- metoda directă;
- metoda indirectă.

a) Metoda directă

A. Fluxuri de numerar din activități de exploatare

- încasările de la clienți în numerar din vânzarea de bunuri și prestarea de servicii;
- încasările în numerar provenite din redevențe, onorarii, comisioane și alte venituri;
- plățile în numerar către furnizorii de bunuri și servicii;
- plățile în numerar către și în numele angajaților;
- plățile în numerar sau restituiri de impozit pe profit, doar dacă nu pot fi identificate în mod specific cu activitățile de investiții și de finanțare.

B. Fluxuri de numerar din activitatea de investiții

- plățile în numerar pentru achiziționarea de terenuri și mijloace fixe, active necorporale și alte active pe termen lung;
- încasările de numerar din vânzarea de terenuri și clădiri, instalații și echipamente, active necorporale și alte active pe termen lung;
- plățile în numerar pentru achiziția de instrumente de capital propriu și de creanță ale altor întreprinderi;
- încasările în numerar din vânzarea de instrumente de capital propriu și de creanță ale altor întreprinderi;
- avansurile în numerar și împrum. efectuate către terți;
- încasările în numerar din rambursarea avansurilor și împrumuturile efectuate către alte părți.

C. Fluxurile de numerar din activitățile financiare

- veniturile în numerar din emisiunea de acțiuni și alte instrumente de capital propriu;
- plățile în numerar către acționari pentru a achiziționa sau a răscumpăra acțiunile întreprinderii;
- veniturile în numerar din emisiunea de obligațiuni, credite, ipoteci și alte împrumuturi;
- rambursările în numerar ale unor sume importante;
- plățile în numerar ale locatarului pentru reducerea obligațiilor legate de o operațiune de leasing financiar.

Fluxurile de numerar - total

Numerar la începutul perioadei

Numerar la finele perioadei

b) Metoda indirectă

A. Fluxuri de numerar din activitatea de exploatare

- rezultatul net;
- modificările pe parcursul perioadei ale capitalului circulant;
- ajustări pentru elementele nemonetare și alte elemente incluse la activitățile de investiții sau de finanțare.

B. Fluxuri de numerar din activitatea de investiții

- plățile în numerar pentru achiziționarea de terenuri și mijloace fixe, active necorporale și alte active pe termen lung;

- încasările de numerar din vânzarea de terenuri și clădiri, instalații și echipamente, active necorporale și alte active pe termen lung;
- plățile în numerar pentru achiziția de instrumente de capital propriu și de creanță ale altor întreprinderi;
- încasările în numerar din vânzarea de instrumente de capital propriu și de creanță ale altor întreprinderi;
- avansurile în numerar și împrumuturile efectuate către terți;
- încasările în numerar din rambursarea avansurilor și împrumuturile efectuate către alte părți.

C. Fluxurile de numerar din activitățile financiare

- veniturile în numerar din emisiunea de acțiuni și alte instrumente de capital propriu;
- plățile în numerar către acționari pentru a achiziționa sau a răscumpăra acțiunile întreprinderii;
- veniturile în numerar din emisiunea de obligațiuni, credite, ipoteci și alte împrumuturi;
- rambursările în numerar ale unor sume importante;
- plățile în numerar ale locatarului pentru reducerea obligațiilor legate de o operațiune de leasing financiar.

Fluxurile de numerar - total

Numerar la începutul perioadei

Numerar la finele perioadei

În bugetul activității de trezorerie se determină, mai întâi, profitul sau pierderea activității, apoi se determină fluxul de numerar pentru activitatea de exploatare, de investiții și financiară, iar, în final, disponibilitățile bănești la sfârșitul perioadei.

Profitul sau pierderea se determină etapizat astfel:

Total venituri din exploatare - Total cheltuieli variabile = Marja brută;

Marja brută - Total cheltuieli fixe = Rezultatul din exploatare (+/-);

Rezultatul din exploatare (+/-) + Rezultatul financiar (+/-) + Rezultatul financiar (+/-) =

Rezultatul brut al exercițiului (+/-);

Rezultatul brut al exercițiului (+/-) - Impozit pe profit = Rezultatul net al exercițiului (+/-).

Fluxul de numerar se determină astfel:

Flux de numerar net (A+B+C) = Flux de numerar din activitatea de exploat. (A) + Flux de numerar din activitatea de investiții (B) + Flux de numerar din activit.financiară (C).

Disponibilitățile bănești la finele perioadei de determină astfel:

Disponibilități bănești la sfârșitul perioadei =

Disponibilități bănești la începutul perioadei + Flux de numerar net (A+B+C)

În realizări, în cadrul situațiilor financiare anuale, se întocmește **Situația fluxurilor de numerar**, (conform OMFP nr. 3055/2009), care prezintă modul în care o întreprindere generează și utilizează numerarul și echivalentele de numerar. Fluxurile de numerar se prezintă în evoluție în cursul perioadei, clasificate pe activități de exploatare, de investiții și de finanțare. Fluxurile de numerar exclud mișcările între elemente care constituie numerar sau echivalente de numerar, deoarece aceste componente fac parte din gestiunea numerarului unei întreprinderi și nu din activitățile de exploatare, investiții și finanțare. Gestiunea numerarului presupune plasarea excedentului de numerar în echivalente de numerar. Structura Situației fluxurilor de numerar, în care fluxurile din activitatea de exploatare sunt prezentate conform metodei directe, este următoarea:

Situția fuxurilor de numerar

Denumirea elementului	Ecerțiul financiar	
	Precedent	Curen t
Fluxuri de numerar din activități de exploatare:		
Încasări de la clienți		
Plăți către furnizori și angajați		
Dobânzi plătite		
Impozit pe profit plătit		
Încasări din asigurări împotriva cutremurelor		
Numerar net din activități de exploatare (A)		
Fluxuri de numerar din activități de investiții:		
Plăți pentru achiziția de acțiuni		
Plăți pentru achiziția de imobilizări corporale		
Încasări din vânzarea de imobilizări corporale		
Dobânzi încasate		
Dividende încasate		
Numerar net din activități de investiții (B)		
Fluxuri de numerar din activități de finanțare:		
Încasări din emisiunea de acțiuni		
Încasări din împrumuturi pe termen lung		
Plata datoriilor aferente leasing ^{ului} financiar		
Dividende plătite		
Numerar net din activități de finanțare (C)		
Creșterea netă a numerarului și echivalentelor de numerar (A+B+C)		
Numerar și echivalente de numerar la începutul exercițiului financiar		
Numerar și echivalente de numerar la sfârșitul exercițiului financiar		

Planurile intermediare de trezorerie se întocmesc, de regulă, pe trei sau șase luni și urmăresc actualizarea bugetului și luarea deciziilor corespunzătoare, ele fiind niște bugete glisante. În practica financiară de la noi, un astfel de plan este numit chiar **planul de trezorerie**, care se întocmește trimestrial cu defalcare lunară și pe baza căruia se obțin creditele de trezorerie, a căror tehnică a fost prezentată într-un subcapitol precedent.

Previziunile zilnice de trezorerie: previziunile realizate prin bugetul anual al trezoreriei ca și în planurile intermediare, contribuie la aprecierea stării de echilibru financiar a întreprinderii, fără a oferi informații cu privire la trezoreria reflectată în conturile bancare. Proiectarea evoluției soldurilor conturilor bancare se realizează prin intermediul previziunilor zilnice de trezorerie care țin cont de decalajele între fluxurile reale și fluxurile monetare determinate de circuitul bancar. Disciplina bancară obligă întreprinderile la respectarea orei de casă, respectiv a orei până la care se primesc documentele în cursul zilei. După această oră se consideră documente ale zilei următoare. Prin trecerea la sistemul de decontări electronice, decalajele între momentul efectuării plății și momentul ajungerii în contul beneficiarului s-au redus foarte mult, urmând ca în scurt timp aceste decalaje să fie eliminate prin trecerea la decontări în timp real.

În afara cunoașterii decalajului determinat de circuitul bancar, în elaborarea previziunilor zilnice de trezorerie, trebuie să se aibă în vedere frecvența operațiunilor care determină fluxuri monetare și caracterul plății. Astfel, fluxurile de intrare și ieșire de trezorerie pot fi:

- fluxuri de valori relativ constante și la termene fixe;
- fluxuri de valori variabile și la termene aleatorii;

Din prima categorie, de regulă, fac parte, ca *fluxuri de ieșire*, plata cheltuielilor cu personalul (salarii, CAS, contribuția pentru șomaj, contribuția la asigurările sociale de sănătate), plata unor impozite și taxe (impozitul pe profit, impozitul pe clădiri, impozitul și taxa pe terenuri), rambursări de credite și plata dobânzilor aferente, sau ca *fluxuri de intrare*, sumele provenite din dobânzi la depozite, din chirii, locații de gestiune etc., toate fluxuri cu o frecvență lunară redusă.

În cea de-a doua categorie, se cuprind fluxurile monetare provenite din încasări pe vânzarea producției sau plăți pentru aprovizionările de la furnizori. Acestea au o frecvență foarte mare, iar nivelul sumelor este diferit după cum aprovizionările sau livrările sunt ritmice sau nu. În ceea ce privește momentul realizării fluxului monetar acesta poate fi apreciat cu mai mare sau mai mică exactitate ținând cont de durata circuitului bancar și de modul de efectuare a plății: imediat sau amânat în cazul în care întreprinderea acordă credit comercial clienților prin intermediul titlurilor de credit sau primește credit comercial de la furnizori. În cazul decontărilor amânate, exactitatea previziunii este ridicată, deoarece se cunoaște și mărimea fluxului monetar și data scadenței, urmând să fie influențată de durata circuitului bancar. În cazul decontărilor imediate, exactitatea previziunilor depinde foarte mult de ritmicitatea realizării aprovizionărilor sau a producției, mai exact de respectarea clauzelor contractuale dar și de durata transportului, în acest caz operându-se pe bază de informații din contracte dar și din evoluțiile statistice ale perioadelor anterioare.

Prin dispunerea pe fiecare zi lucrătoare a perioadei (săptămână, decadă, lună), în funcție de termenele de efectuare a tuturor plăților și încasărilor, se stabilește soldul zilnic care poate fi pozitiv sau negativ.

Obiectivul urmărit prin previziunea zilnică a trezoreriei este evitarea incapacității de plată cu consecințele ei și determinarea unui nivel minim de trezorerie care să asigure efectuarea eventuală a plăților urgente și neprevăzute, minim de trezorerie rezultat din următoarea corelație:

$$Izi > Pzi$$

în care:

Izi = încasări zilnice;

Pzi = plăți zilnice.

Necesitatea determinării minimului de trezorerie este impusă de obiectivul "trezoreriei zero", analiza previziunilor zilnice de trezorerie fiind și un instrument de control în ceea ce privește derularea contractelor cu furnizorii și clienții, respectarea obligațiilor de plată față de salariați, bugete, permițând, astfel, adoptarea unor decizii operative de corecție a influențelor conjuncturale care apar.

Capitolul 2. Echilibrul financiar al întreprinderii

2.1. Conținutul echilibrului financiar al întreprinderii

Având în vedere faptul că o cerință fundamentală a asigurării și menținerii funcționalității normale a mecanismului întreprinderii o reprezintă existența echilibrului financiar, apare justificată necesitatea, în condițiile tranziției la economia de piață, de a găsi mijloacele și modalitățile cele mai adecvate pentru a caracteriza calitatea activității financiare

și prin prisma modului în care se realizează acest deziderat, atât în ipostaze de program, cât și în execuție. Aceasta, în contextul în care, prin legislația care statuează tranziția la economia de piață, se stabilește ca obiectiv de bază al activității financiare din întreprinderi asigurarea și menținerea echilibrului financiar.

Echilibrul financiar al întreprinderii este o componentă a echilibrului financiar macroeconomic. Dar faptul că este o componentă dependentă de echilibrul financiar macroeconomic, nu înseamnă că echilibrul financiar microeconomic nu are trăsături proprii, reguli proprii de stabilire și menținere. Tinând seama de aceste precizări, **echilibrul financiar al întreprinderii poate fi definit ca fiind acea stare de corespondență permanentă între volumul nevoilor de resurse pentru asigurarea desfășurării normale a activității, pe de o parte, și posibilitățile de procurare a acestora, pe de altă parte.**

Echilibrul financiar microeconomic este determinat de modul în care întreprinderea asigură utilizarea fondurilor atrase în patrimoniu, dar, în același timp, este condiționat și de *macrosistem*. Macrosistemul fixează prin legiferarea sistemului de finanțare și creditare a economiei naționale, posibilitățile normale, deci legale, de procurare a fondurilor.

Așa cum s-a menționat, prin realizarea echilibrului financiar, întreprinderile urmăresc asigurarea unei corespondențe permanente între necesitățile de resurse financiare, pe de o parte, și resursele financiare existente sau posibile, pe de altă parte. Deoarece necesitățile de resurse financiare, reclamate de desfășurarea normală a activității, sunt structurate în funcție de diferite categorii de prioritate, rezultă că și echilibrul financiar al întreprinderii se manifestă ca un **echilibru structural ce reflectă o stare**, prin definiție fiind, deci, un **echilibru static**. Aspectul structural al echilibrului financiar este determinat tocmai de structura gestiunii financiare a întreprinderii, ce cuprinde elemente care privesc activitatea desfășurată de întreprindere în legătură cu formarea, sporirea sau diminuarea fondurilor, obținerea și repartizarea pe destinațiile legale a rezultatelor financiare.

Deoarece gestiunea financiară a întreprinderii funcționează ca un mecanism, între elementele sale stabilindu-se și manifestându-se o multitudine de conexiuni, inclusiv în ceea ce privește utilizarea diferitelor tipuri de fonduri, apare posibilitatea și, în același timp, necesitatea, ca echilibrul financiar să fie abordat și sub **aspect dinamic sau funcțional**.

2.2. *Formele concrete de manifestare a echilibrului financiar:* *solvabilitatea, capacitatea de plată și lichiditatea*

Echilibrul financiar static se prefigurează cu ajutorul **bugetului de venituri și cheltuieli**, prin care, *pe trimestre*, se realizează egalitatea dintre necesitățile de resurse financiare și existentul de resurse, în limita unui nivel prestabilit pentru fiecare fond în parte. Aceasta presupune, de fapt, dimensionarea fondurilor bănești necesare desfășurării în condiții normale a activității de producție, cu luarea în considerare a criteriilor de eficiență și a tuturor obligațiilor impuse de macrosistem. Din acest punct de vedere, se poate afirma că, aceasta trebuie să constituie *problematica de bază a activității financiare desfășurate în întreprinderi*. În **faza de elaborare** a bugetului de venituri și cheltuieli, activității financiare îi revine sarcina dimensionării necesarului de fonduri, în condițiile respectării cerințelor de echilibru financiar structural, în timp ce, **în execuție**, îi revine sarcina, deosebit de importantă, a asigurării fondurilor în cuantumul prestabilit, a angajării lor în circuitul economic și utilizării lor în conformitate cu criteriile de eficiență cerute. Realizarea acestor deziderate, pe lângă faptul că asigură funcționalitatea mecanismului întreprinderii, permite acesteia satisfacerea tuturor obligațiilor asumate pe seama fondurilor existente în circuitul economic.

Forma concretă de manifestare a *echilibrului static al întreprinderii* este **solvabilitatea**, care *reflectă capacitatea acesteia de a face față tuturor obligațiilor asumate*

prin contracte sau care i s-au impus în virtutea legii, pe seama fondurilor existente în circuitul său economic. Deci, solvabilitatea reprezintă expresia "calității" activității financiare desfășurate într-o perioadă dată de gestiune în legătură cu asigurarea și utilizarea fondurilor bănești ale întreprinderii.

Dacă în faza de programare este surprinsă prin bugetul de venituri și cheltuieli, în execuție ea poate fi apreciată numai la finele perioadei de gestiune, pe baza informațiilor cuprinse în bilanțul contabil.

Pentru cuantificarea, la un moment, a stării de solvabilitate a întreprinderii, este necesară utilizarea, în practica financiară, a unui indicator adecvat. Un asemenea indicator ar putea fi **coeficientul solvabilității**, construit sub formă relativă, potrivit relației:

$$C_{sb} = \frac{C_s}{E_{pc} + C_s} \times 100$$

în care:

C_{sb} = coeficientul solvabilității;

C_s = capital social;

E_{pc} = elemente patrimoniale constituite din credite.

Nivelul coeficientului solvabilității poate fi unitar sau subunitar. Starea de solvabilitate este dată de nivelul unitar, în timp ce nivelul subunitar al coeficientului reflectă o depreciere de diferite grade a solvabilității întreprinderii și odată cu aceasta, a echilibrului financiar.

La rândul său, **echilibrul financiar dinamic** se manifestă, în mod concret, prin intermediul **capacității de plată și al lichidității**.

Capacitatea de plată reflectă capacitatea întreprinderii de a onora la termen obligațiile devenite scadente, pe seama disponibilităților proprii și împrumutate. Asigurarea și menținerea capacității de plată sunt hotărâtoare pentru realizarea funcționalității mecanismului financiar al întreprinderii.

Prin definiție, capacitatea de plată reflectă o stare de moment, caracterizarea ei fiind posibil de realizat cu ajutorul unui indicator denumit **indicatorul capacității de plată**, construit ca o mărime relativă potrivit relației:

$$C_{cp} = \frac{D_{mb} + S_i + T_{cn} + E_a}{(C + D)_{ts}} \times 100$$

în care:

C_{cp} = coeficientul capacității de plată;

D_{mb} = disponibilități și alte mijloace bănești;

S_i = sume de încasat;

T_{cn} = titluri de credit negociabile;

E_a = elemente de activ;

$(C + D)_{ts}$ = credite și datorii pe termen scurt.

Nivelul coeficientului operativ al capacității de plată, astfel calculat, trebuie să fie *unitar*, pentru a reflecta existența unui echilibru desăvârșit între disponibilitățile existente și plățile scadente ale fiecărui moment t .

Nivelul *subunitar* al coeficientului, înregistrat, în mod repetat, pe durata unei perioade de timp date, reflectă o depreciere a capacității de plată, respectiv a succesiunii de situații în care unitatea nu a fost capabilă să-și onoreze în întregime plățile scadente, datorită lipsei de disponibilități. Lipsa de disponibilități se poate atribui perturbațiilor ce au loc în circuitul fondurilor și reflectă o deteriorare a echilibrului financiar dinamic, cu implicații posibile și asupra echilibrului financiar static. Nivelul *supraunitar* repetat al coeficientului capacității de

plată, deși reflectă o situație "foarte bună" a întreprinderii, în legătură cu onorarea plăților scadente, totuși, relevă și unele aspecte negative ce țin de supraevaluarea fondurilor cu prilejul elaborării bugetului de venituri și cheltuieli.

Pentru a caracteriza pe un interval de timp dat, starea medie a capacității de plată și legat de aceasta, calitatea activității desfășurate, se poate calcula un **coeficient mediu al capacității de plată**, ca o medie aritmetică simplă a nivelurilor individuale înregistrate în fiecare moment.

Urmărindu-se în evoluție, *abaterile* nivelului individual al coeficienților operativi ai capacității de plată față de nivelul înregistrat de coeficientul mediu, se poate constata dispersia stărilor de moment față de medie, aceasta servind nemijlocit analizei asupra modului în care s-au desfășurat încasările și plățile în perioada supusă studiului. O astfel de analiză poate pune în evidență factorii care au influențat asupra capacității de plată și implicit, asupra echilibrului financiar, *oferind informații utile procesului decizional*.

Orice întreprindere își poate asigura capacitatea de plată, deci echilibrul financiar dinamic, numai cu **îndeplinirea concomitentă a două condiții de bază**. În primul rând, ea trebuie să-și asigure solvabilitatea, deci echilibrul static, iar, în al doilea rând, activul patrimoniului său să prezinte o lichiditate corespunzătoare. În acest context, **lichiditatea** apare ca un factor determinant al capacității în condițiile în care solvabilitatea este, în principiu, asigurată. Ea realizează, de fapt, *conexiunea dintre echilibrul static și cel dinamic*, pe parcursul derulării proceselor economice.

În general, prin **lichiditatea financiară a întreprinderii se înțelege capacitatea acesteia de a-și transforma activele ce-i compun patrimoniul în disponibilități bănești, pe măsura săvârșirii normale a rotației fondurilor**.

Lichiditatea este determinată, în mod nemijlocit, de structura elementelor de active circulante, respectiv de gradul de lichiditate a fiecărui element de activ în parte.

Capitolul 3. Gestiunea bugetară a întreprinderii

3.1. Necesitatea, rolul și funcțiile bugetului întreprinderii

Activitatea întreprinderilor s-a desfășurat și se desfășoară în cadrul relației de echilibru dintre venituri și cheltuieli. **Instrumentul financiar** prin care se previzionează veniturile și cheltuielile întreprinderii, rezultatul exercițiului și echilibrul financiar al acesteia pe an și trimestre este **bugetul de venituri și cheltuieli**. În viața economică occidentală, preocuparea pentru bugetarea oricărei acțiuni și activități capătă o importanță deosebită deoarece *managementul prin bugete este principalul instrument de conducere și organizare al întreprinderii*. Prin buget se alocă resursele necesare fiecărei activități, se evaluează nivelul cheltuielilor acesteia și se controlează modul de gestionare a lor, atribuindu-se competențe și responsabilități pe toate nivelurile ierarhice. **Gestiunea bugetară este, astfel, principalul instrument de previziune și control al întregii activități a întreprinderii**.

La început, bugetul a pătruns în teorie și practică ca **instrument de evaluare a veniturilor și de limitare a cheltuielilor** necesare obținerii acestor venituri sau de dimensionare a cheltuielilor care urmează să fie acoperite din veniturile previzionate. *Ulterior*, ca **metodă de management**, bugetul dă expresie atributelor conducerii privind previzionarea, organizarea și coordonarea activităților și structurilor întreprinderii pentru realizarea **obiectivului financiar de bază al întreprinderii și anume maximizarea valorii sale**. Realizarea acestui obiectiv presupune pentru acele activități din întreprindere creatoare de valoare nouă, creșterea profitului, iar pentru cele administrative și sociale - economisirea resurselor alocate.

Luat în considerare ca **instrument de previzionare financiară**, bugetul este folosit pentru a dimensiona, în termeni financiari și în condiții de eficiență economică, alocarea și

utilizarea resurselor întreprinderii. Pe baza lui se evaluează pe perioada de gestiune, obiectivele de realizat și cheltuielile necesare pentru îndeplinirea lor, veniturile de obținut sau resursele financiare alocate. Tot prin buget se stabilesc competențele și responsabilitățile cu privire la gospodărirea resurselor. În procesul de realizare a veniturilor și de efectuare a cheltuielilor, bugetul reprezintă un **instrument de analiză și control, implicit de asigurare a echilibrului financiar**. Complementar activității de bugetare, este organizată contabilitatea prin care se urmărește și se controlează în ce măsură realizările efective corespund cu cele previzionate și pe această bază se fundamentează decizia de corecție. În felul acesta prin buget, ca **instrument de conducere**, se realizează integrarea activităților de previzionare, control și urmărire a cheltuielilor, veniturilor și rezultatelor exercițiului.

O trăsătură distinctă a bugetului este și aceea că pe baza lui se asigură *coerența activităților și structurilor organizatorice ale întreprinderii pe linia creșterii rentabilității și economisirii resurselor*. Analizat din acest punct de vedere, bugetul leagă, pe plan financiar, verigile componente ale întreprinderii în vederea gospodăririi eficiente a resurselor materiale și bănești, respectiv a obținerii de rezultate favorabile cât mai mari. Această capacitate a bugetului se întemeiază pe faptul că orice prevedere înscrisă în programul de producție, sau obiectiv angajat de către aceste verigi, inclusiv de întreprindere, în ansamblul său, trebuie să asigure nivelul de eficiență dimensionat prin buget. Totodată, din punct de vedere metodologic, prin natura și forma de exprimare a indicatorilor financiari, bugetul permite reflectarea sintetică a tuturor fenomenelor și proceselor economice, oricât de variate ar fi acestea.

Modalitatea prin care bugetul realizează coerența activităților și structurilor organizatorice din cadrul întreprinderii, este aceea a **descentralizării**. Fiecare activitate, sau, după caz, structură organizatorică a întreprinderii, este considerată un **centru de venituri și cheltuieli sau un centru de gestiune**, la nivelul căruia se evaluează pe o anumită perioadă obiectivele financiare, se alocă resursele necesare și se organizează controlul.

De asemenea, întreprinderea, în ansamblul său, reprezintă un centru de venituri și cheltuieli, care intră în relații economico-financiare cu mediul înconjurător, economico-social. Fiecare centru de venituri și cheltuieli este investit cu autoritatea și responsabilitatea necesare gestiunii resurselor, în vederea îndeplinirii obiectivelor ce revin din bugetul general al întreprinderii. De fapt, factorul care a impulsivat utilizarea bugetului ca instrument de conducere, l-a constituit necesitatea creșterii rentabilității diverselor activități sau structuri organizatorice în condițiile sporirii complexității procesului de obținere a profitului. Ori, prin bugetarea activității centrelor de venituri și cheltuieli se previzionează, se coordonează și se controlează mișcarea tuturor variabilelor structurale ale întreprinderii, în vederea potențării contribuției lor la creșterea rentabilității și la economisirea resurselor alocate.

În concluzie, bugetul de venituri și cheltuieli, în calitatea sa de instrument al conducerii activității economico-financiare, asigură realizarea următoarelor **deziderat**²:

- integrarea activităților de previzionare, evidență și control privind cheltuielile, veniturile și rezultatul exercițiului ;
- descentralizarea procesului de conducere prin împărțirea activității întreprinderii pe centre interne de venituri și cheltuieli ;
- investirea fiecărui centru cu autoritate și responsabilitate în gestiunea resurselor alocate pentru realizarea obiectivului de eficiență ce i-a fost defalcat ;
- abordarea activității fiecărui centru prin prisma relației dintre venituri și cheltuieli și, pe această bază, antrenarea lui în creșterea rentabilității întreprinderii sau în economisirea resurselor.

² Opreșcu M., Sichigea N., Drăcea M., *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Dova, Craiova, 1996, pag.321

În acest scop, bugetul de venituri și cheltuieli îndeplinește următoarele **funcții**:

- funcția de previzionare a activităților financiare ;
- funcția de control a execuției financiare ;
- funcția de asigurare a echilibrului financiar al întreprinderii.

Funcția de previziune a bugetului are la bază faptul că el reprezintă instrumentul cu ajutorul căruia se previzionează nivelurile de resurse și cheltuieli pentru toate activitățile economico-sociale ce se desfășoară în întreprindere. Prin buget se dimensionează veniturile, cheltuielile și rezultatul activității curente, resursele și cheltuielile activității de investiții, celelalte resurse și cheltuieli ale întreprinderii precum și corelațiile cu bugetul statului și băncile finanțatoare.

Funcția de control a bugetului se manifestă în procesul de execuție financiară, când se angajează și se efectuează cheltuielile, se obțin veniturile ca rezultate ale propriei activități, se constituie capitalurile din resurse interne sau externe și se alocă pe destinații. În această calitate, bugetul dă expresie organizatorică funcției de control a finanțelor și se interconstrucționează cu controlul financiar preventiv și ulterior privind angajarea și cheltuirea fondurilor materiale și bănești. Prin funcția de control, bugetul se transformă într-o pârghie cu caracter operant de întărire a ordinii în folosirea fondurilor de care dispun întreprinderile, în sporirea răspunderii din partea celor investiți cu autoritate de a angaja cheltuielile pe seama patrimoniului.

Funcția de control a bugetului se exercită și prin urmărirea și analiza modului de execuție a acestuia, prin care se asigură cunoașterea modului de îndeplinire a sarcinilor bugetare asumate, determinarea abaterilor de la indicatorii financiari programați, identificarea cauzelor care le-au determinat, stabilirea măsurilor de luat, precum și a compartimentelor ce trebuie să acționeze pentru îmbunătățirea activității financiare a întreprinderii. Totodată, manifestarea funcției de control este condiționată de existența unui sistem informațional prin care să se analizeze trimestrial modul de execuție a bugetului pe perioada expirată și să se fundamenteze deciziile de corecție care se impun.

În funcția sa de **instrument al asigurării echilibrului financiar**, bugetul este folosit în dirijarea și controlul relațiilor balanțiere dintre venituri și cheltuieli. Aceste relații trebuie prevăzute și realizate prin buget, atât din punct de vedere *dimensional* pe total venituri și cheltuieli la nivel de întreprindere, cât și *structural* pe fiecare activitate economico-socială sau pe verigi organizatorice. În strânsă legătură cu echilibrul financiar, prin intermediul bugetului, este dirijat și asigurat și echilibrul bănesc, de trezorerie, ca parte componentă a bugetului. De altfel, echilibrul financiar trebuie astfel controlat prin buget încât să existe o anumită sincronizare în timp între ritmul asigurării întreprinderilor cu fonduri bănești și necesarul pentru onorarea obligațiilor lor de plată.

3.2. Tipuri de bugete

Cheltuielile și veniturile dimensionate prin buget capătă expresie organizatorică prin activitatea centrelor interne de gestiune sau centrelor de responsabilitate. Aceste nuclee organizatorice reprezintă activități, locuri de producție și compartimente funcționale care ocazionalizează cheltuieli și generează venituri, iar din punct de vedere al conducerii sunt investite cu competențe și responsabilități privind gestiunea resurselor. În principiu, pot fi considerate centre de gestiune toate compartimentele structurale ale întreprinderii pentru care se poate determina o funcțiune, o activitate, un produs, o lucrare, un obiectiv, un program, un proiect. De asemenea, și întreprinderea privită în ansamblu reprezintă un centru de gestiune.

În mod concret, în cadrul unei întreprinderi se pot întâlni următoarele tipuri de centre de gestiune: *centre de alocare*; *centre de gestiune simplă*; *centre de gestiune mixtă*; *centre de gestiune complexă*; *centre funcționale*.

Centrele de alocare cuprind activitățile care prin natura lor nu contribuie direct la obținerea veniturilor întreprinderii, și, implicit, nici la crearea profitului. Cheltuielile lor sunt limitate la alocațiile bugetare, iar obiectivul financiar principal este economisirea resurselor și păstrarea echilibrului între cheltuielile efective și cele dimensionate prin buget.

Centrele de gestiune simplă corespund activităților de producție sau funcționale ale întreprinderii, care prin natura și destinația lor reprezintă trepte intermediare în obținerea de venituri și profit. Ele se află în situația în care întreaga lor producție sau activitate se include în circulația internă, adică este destinată consumului intern al întreprinderii. Cheltuielile acestor centre sunt, de regulă, limitate la nivelul costurilor programate, iar obiectivul financiar este minimizarea acestor costuri.

Centrele de gestiune mixtă sunt create pentru acele activități din întreprindere care prin natura și destinația lor sunt menite să contribuie, în mod direct, la realizarea profitului. În structura unor asemenea centre se pot întâlni situații în care întreaga producție este destinată vânzării, sau cazuri în care o parte din producție este destinată vânzării, iar alta își continuă procesul de producție în alte centre. Pentru aceste centre se fixează sarcini cu privire la profit, atât pentru producția destinată vânzării, cât și pentru cea care își continuă procesul de producție în cadrul altor centre. În această situație, toate decontările privind consumul intern se fac la nivelul unor prețuri interne de decontare sau la prețuri de vânzare stabilite.

Centrele de gestiune complexă corespund subdiviziunilor organizatorice care realizează activități complexe cum ar fi: promovarea și gestionarea resurselor, lansarea de produse, legătura cu piața, obiective de cercetare, de dezvoltare, etc. Aceste centre au autonomie economico-financiară în cadrul întreprinderii din care fac parte, concretizată în independență operativă, cont în bancă, relații directe cu terții. În această situație se pot afla fabricile, uzinele, exploatarea, etc. De asemenea, întreprinderea în ansamblul său poate fi considerată un centru de gestiune complexă.

3.3. Conținutul bugetului de venituri și cheltuieli al întreprinderii

Bugetul de venituri și cheltuieli, ca instrument operațional de management al întreprinderii trebuie să realizeze detalierea sarcinilor și responsabilităților prin *descentralizare pe scară ierarhică* până la locul în care se fac cheltuielile sau se generează veniturile. Prin coordonarea și conlucrarea tuturor secțiunilor organizatorice și activităților întreprinderii trebuie să se asigure obiectivul de bază stabilit prin politica economico-financiară a acesteia.

Bugetul de venituri și cheltuieli este apreciat, în primul rând, ca un **sistem complex și corelat de indicatori economico-financiar** care au rolul fie de condiții ale activității, când este vorba de necesarul de resurse ce trebuie alocat, fie de valori de comandă a utilizării condițiilor, când este vorba de nivelul eficienței scontate. În al doilea rând, bugetul poate fi considerat ca un complex de acțiuni care se concretizează într-un document final și care exprimă eficiența activității generale a întreprinderii prin cumularea veniturilor, cheltuielilor și rezultatelor exercițiului de la toate subunitățile considerate ca centre de responsabilitate. Ca atare, bugetul de venituri și cheltuieli apare ca un *sistem de anexe corelate, ce reflectă obiectivul strategiei economico-financiare a întreprinderii*.

Pentru regiile autonome, societățile naționale, companiile naționale și societățile comerciale cu capital de stat, precum și pentru toți agenții economici cu capital privat, Ministerul Finanțelor Publice a stabilit formularele și normele metodologice de întocmire a bugetului de venituri și cheltuieli, pentru a fi în concordanță cu prevederile sistemului de contabilitate aplicat.

Astfel, bugetul anual cu defalcare trimestrială cuprinde următoarele formulare:

- Bugetul activității generale;

- Bugetul activității de trezorerie, respectiv determinarea cash flow-ului;
- Împrumut garantat de stat;
- Principalii indicatori economici și financiari.

Indicatorii anuali prevăzuți în fiecare anexă fac comparația și cu nivelul previzionat pentru exercițiul precedent.

Bugetul activității generale conține date referitoare la veniturile, cheltuielile și rezultatele preconizate să fie realizate în anul curent, comparativ cu cele realizate/prelimate în anul precedent, precum și alte date referitoare la profitul de repartizat, surse de finanțare a investițiilor, cheltuieli pentru investiții și date de fundamentare. *Veniturile totale* sunt fundamentate pe trei categorii: din exploatare, financiare și extraordinare, cu reflectarea în veniturile din exploatare a celor din activitatea de bază, din alte activități, din surse bugetare și din fonduri speciale.

Cheltuielile totale sunt, la rândul lor, fundamentate pe:

- cheltuieli pentru exploatare cu evidențierea expresă a cheltuielilor materiale, a cheltuielilor cu personalul, cheltuielilor privind amortizarea și provizioanele, cheltuielilor prevăzute de legea bugetului de stat, cheltuielilor de protocol, de reclamă și publicitate, cu sponsorizarea, cu tichetele de masă și a altor cheltuieli;
- cheltuieli financiare;
- cheltuieli extraordinare.

Diferența între veniturile totale și cheltuielile totale este reprezentată de *rezultatul brut al exercițiului*.

Separat sunt cuprinse *fondul de rezervă, alte cheltuieli deductibile stabilite potrivit legii, acoperirea pierderilor din anii precedenți, impozitul pe profit și profitul de repartizat*.

Sursele de finanțare a investițiilor sunt evidențiate pe surse proprii, alocații de la buget, credite bancare (interne și externe) și alte surse, iar *cheltuielile pentru investiții* cuprind investițiile (inclusiv investiții în curs la finele anului) precum și rambursările de rate aferente creditelor pentru investiții (interne și externe).

Componenta *rezerve* evidențiază cele trei categorii de rezerve prevăzute de legislația în vigoare: legale, statutare și alte rezerve.

Bugetul activității de trezorerie reprezintă o sinteză a resurselor proprii grupate în funcție de proveniență. Acest formular a fost prezentat în cadrul subcapitolului "Gestiunea trezoreriei".

Formularul **Împrumut garantat de stat** se întocmește numai de agenții economici care au astfel de împrumuturi, stabilindu-se soldul împrumutului la sfârșitul anului exprimat, și în valută și în lei, pornind de la nivelul lui la începutul perioadei, împrumuturile primite în cursul anului din care se deduc rambursările, dobânzile, comisioanele și spezele bancare plătite în cursul anului.

De asemenea, prin bugetul de venituri și cheltuieli se fundamentează și **principalii indicatori economico-financiari**:

- **indicatori de lichiditate;**
- **indicatori de echilibru financiar;**
- **indicatori de gestiune;**
- **indicatori de rentabilitate;**
- **indicatori ai fondului de rulment**

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. Sichigea, Nicolae; Drăcea, Nicoleta – Management financiar, Editura Universitaria, Craiova, 2012

PARTEA A II-A. DECIZIILE FINANCIARE ALE FIRMEI

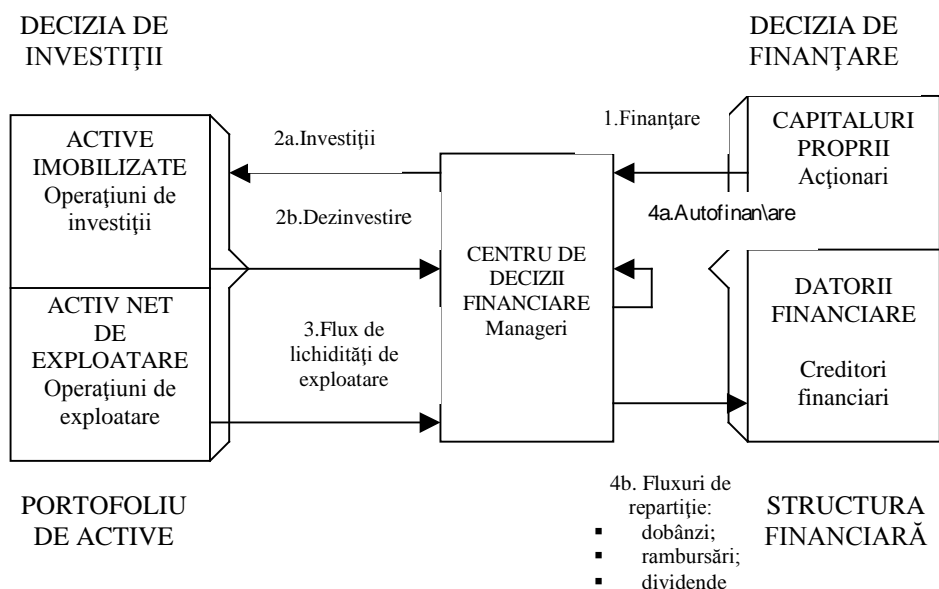
Capitolul 4. Considerații generale privind deciziile financiare ale firmei

Decizia financiară este, prin excelență, actul fundamental al conducerii. Aceasta trebuie să îndeplinească următoarele condiții:

- să fie fundamentată științific;
- să fie adoptată la nivelul ierarhic corespunzător;
- să fie coordonată cu celelalte decizii;
- să fie adoptată în timp util;
- să fie formulată precis, clar și concis.

În domeniul finanțelor firmei, prima și cea mai importantă (prin implicațiile ei) este decizia de investiții. Cum piața financiară nu este perfectă, decizia de investiții trebuie fundamentată împreună cu decizia de finanțare. Alegerea între sursele proprii și /sau împrumutate de capital este, la rândul ei, dependentă de decizia de dividend.³

Deciziile financiare la nivel microeconomic și modul lor de întrepătrundere pot fi reprezentate sub forma unui **circuit financiar**⁴, așa cum reiese din fig.2.



Notă: Activul net de exploatare este reprezentat de activele circulante mai puțin datoriile de exploatare.

Fig.2. Modelul circuitului financiar

Circuitul financiar pune în evidență fluxurile de lichidități ca rezultată a diverselor decizii financiare.

Într-o primă fază (1), cei care dispun de lichidități acordă firmei capitalul necesar realizării operațiunilor de investiții. Capitalul se constituie prin confruntarea pe piața financiară a cererii de capital cu oferta deținătorilor de disponibilități (acționari, bănci, investitori individuali). În acest sens, firma emite titluri financiare care sunt fie titluri de proprietate (acțiuni), fie titluri de creanță. Operațiunile de colectare a capitalurilor constituie operațiuni de finanțare, finanțarea fiind, în acest caz, de origine externă.

³ I. Stancu, Finanțe, *Editura Economică*, București, 2002, pag.549

⁴ N. Sighiea, M. Drăcea, D. Berceanu ș.a., *Gestiunea financiară a întreprinderii - manual universitar*, Editura Universitaria, Craiova, 2001, pag.24

În a doua fază (2a), managerii decid investirea capitalului în active imobilizate. În acest caz, vorbim de un flux determinat de operațiunile de investiții. Firma poate, ulterior, să cedeze diferite active imobilizate, primind în contrapartidă un flux de lichidități, reprezentat de acest flux de dezinvestire (2b).

Investiția în active industriale și comerciale este efectuată în ideea realizării pe viitor a unor fluxuri de lichidități (3) ce provin din operațiunile de exploatare (aprovizionare, producție, desfacere) care implică achiziția sau crearea de active de exploatare (stocuri de active circulante, creanțe etc.). Aceste active sunt finanțate parțial pe bază de credit comercial furnizori. Fluxurile de lichidități rezultate din operațiunile de exploatare sunt, apoi, completate cu fluxurile determinate de activele financiare (titluri de participare, titluri de plasament) și de operațiunile de dezinvestire. Toate acestea, diminuate cu eventualele prelevări fiscale sunt utilizate fie pentru autofinanțare (4a), fie pentru a se achita obligațiile față de aportatorii de capital: remunerarea sub formă de dobândă a creditelor; rambursarea acestora; plata dividendelor către acționari sau asociați (4b).

Fundamentarea deciziei financiare implică existența unui sistem informațional care să furnizeze date asupra tuturor factorilor ce influențează activitatea economică și financiară. Sistemul informațional permite cunoașterea realităților economice, stabilirea soluțiilor posibile și alegerea soluției adecvate, optime care să asigure buna executare a programului economic și a bugetului.

Prin urmare, managerul financiar trebuie să fie un component cheie al echipei de conducere care se implică, în mod constructiv, în întregul strategie a firmei.

Sarcinile managerului financiar, în etapa actuală, includ: investirea în active și produse noi; determinarea celei mai bune combinații între finanțarea din capitaluri proprii și capitaluri împrumutate în corelație cu evaluarea întregii firme; repartizarea optimă a profitului net al activității firmei astfel încât să se asigure concilierea tuturor intereselor participanților la viața acesteia.

Investirea capitalurilor în active determină dimensiunea firmei, profiturile sale operaționale, riscul afacerii și lichiditatea sa.

Obținerea celei mai bune combinații de finanțare determină cash flow-urile viitoare, riscul financiar și are impact asupra valorii firmei.

De asemenea, o repartizare optimă a profitului net creează atât premisele dezvoltării ulterioare a firmei cât și structurarea unui acționariat stabil.

Ideea de bază este de a achiziționa active și, deci, de a investi atunci când cash flow-urile așteptate actualizate depășesc investiția și de a finanța cu acele instrumente care sunt cele mai avantajoase, precum și realizarea unui optim al distribuirii de profit net pentru autofinanțare și dividende.

Capitolul 5. Decizia de investiții a firmei

5.1. Estimarea cash flow-urilor

În funcție de aspectele de natură economică, financiară sau contabilă, la **nivelul microeconomic**, noțiunii de investiție i se pot atribui mai multe **sensuri**.

Astfel, din punct de vedere **economic**, investiția este crearea unui capital fix, durabil, deci *acumularea de active fizice de producție și comercializare; este vorba de acumulare de capital*.

Din punct de vedere **financiar**, investiția este decizia de imobilizare a capitalului, de angajare a unei cheltuieli în prezent, adică de renunțare la o sumă de bani, actuală și certă în speranța obținerii unor venituri viitoare superioare sumei actuale, dar probabile; *este vorba de investire*. Aceasta este și cea mai generală definiție care este dată acestei noțiuni. Teoria

financiară urmărește să pună la dispoziția practicii criteriile care stau la baza opțiunii pentru investire.

Din punct de vedere **contabil**, investiția este asimilată noțiunii de imobilizări necorporale, corporale sau financiare; *este vorba de imobilizări*, obiectul sau suportul deciziei de investiții.

Tipologia investițiilor se face după mai multe **criterii** fiecare dintre ele prezentând o importanță deosebită prin prisma mesajului informațional pe care îl transmite precum și a stabilirii unor modalități de eficientizare a portofoliului de proiecte de investiții în active reale și de optimizare a portofoliului de investiții financiare (de titluri financiare).

Activitatea de investiții în cadrul unei firme are la bază strategia de dezvoltare economică stabilită la nivelul acesteia și se desfășoară pe bază de programe investiționale sau proiecte.

Programele de investiții, indiferent de nivelul la care sunt elaborate în cadrul unei firme, se detaliază în scopul implementării lor în mai multe proiecte investiționale.

Proiectul de investiții este definit ca un plan complet și autonom de acțiune ce implică realizarea unei investiții și exploatarea acesteia de-a lungul duratei sale de viață.

O firmă poate fi privită ca un **portofoliu de proiecte investiționale** între care pot exista sau nu relații de intercondiționare.

Eficacitatea unui proiect de investiții este apreciată corect dacă sunt evaluate just cash flow-urile determinate de acesta:

- fluxurile de ieșire de trezorerie (out flow-uri);
- fluxurile de intrare de trezorerie (in flow-uri);
- economii de plăți datorate modului de acțiune a fiscalității firmei.

La rândul lor, acestea se estimează:

- ◆ în faza inițială (de realizare a proiectului);
- ◆ în perioada exploatării investiției;
- ◆ la finele exploatării.

Cash flow-urile în faza inițială

În această etapă se determină **suma de investit (valoarea investiției)** care ia în considerare costurile directe și indirecte legate de proiectul de investiții, precum și incidența fiscală asupra unor sume realizate din operații de dezinvestire cerute de realizarea proiectului. Astfel, pentru un proiect de investiții dat, suma de investit se compune din următoarele *fluxuri de ieșire de trezorerie*:

- ◆ prețul utilajelor și materialelor de construcții achiziționate, sau costul lor în cazul obținerii acestora în firmă;
- ◆ cheltuieli de transport, montaj și punere în funcțiune a utilajelor;
- ◆ cheltuieli determinate de realizarea proiectului: cheltuieli de cercetare, formare a personalului;
- ◆ nevoia de fond de rulment suplimentară, determinată de creșterea capacității de producție ca urmare a realizării proiectului (creșterea stocurilor, creanțelor etc.);
- ◆ costul de oportunitate, adică veniturile pe care le-ar fi realizat firma dacă investea sub altă formă capitalurile necesare proiectului;
- ◆ diferența dintre suma încasată și valoarea contabilă netă a activelor a căror vânzare sau casare este impusă de realizarea proiectului; dacă diferența este pozitivă, fluxul de lichidități respectiv va diminua suma investită.

În cazul în care cheltuielile prezentate anterior au fost efectuate în trecut, pe parcursul mai multor ani, situație destul de frecventă, de altfel, dat fiind faptul că astfel de investiții în

active reale necesită, așa cum am mai precizat, importante sume de finanțare, este necesară capitalizarea lor pentru a fi aduse la valoarea prezentă.

Cash flow-urile în perioada exploatării investiției

Dacă cash flow-urile care au loc în faza inițială sunt mai ușor de estimat fiind determinate de prețurile și tarifele la echipamente și servicii, sau în funcție de creșterea capacității de producție și respectiv cifrei de afaceri în cazul nevoii suplimentare de fond de rulment de exploatare, care reprezintă o cotă procentuală din cifra de afaceri, cash flow-urile care au loc în perioada exploatării investiției, care sunt, în principiu, fluxuri de intrare de trezorerie, se stabilesc pe bază de previziuni cu un anumit grad de probabilitate.

Prin urmare, vom căuta să **determinăm cash flow-urile** generate de proiectul de investiții încercând să prognozăm viitorul.

Un element important în estimarea cash flow-urilor este identificarea cash flow-urilor relevante, care sunt reprezentate de grupul acelor cash flow-uri care trebuie luate în considerare, în decizia respectivă. Există două reguli, pentru ca analiștii financiari să evite greșelile:⁵

- deciziile, pe baza cărora se stabilesc bugetele de investiții, trebuie să pornească de la cash flow-uri nu de la venitul contabil;
- numai cash flow-urile incrementale (discrete), adică acelea care sunt generate prin acceptarea proiectului, sunt cele relevante în decizia de acceptare sau de respingere.

În literatura de specialitate, se întâlnește noțiunea de **cash flow net disponibil** (free cash flow), acesta fiind cel mai potrivit pentru evaluarea unui proiect de investiții sau, prin extensie, a unei firme. În continuare noi îl vom denumi, simplu, **cash flow net**.

Pentru a realiza previziunea cash flow-ului net aferent unui anumit proiect de investiții, există două posibilități:⁶

- determinarea cash flow-ului net generat exclusiv de proiectul de investiții analizat;
- determinarea cash flow-ului net generat de proiect ca diferență între cash flow-ul care se obține la nivelul întregii firme după adoptarea deciziei de realizare a investiției și cash flow-ul net care s-ar fi obținut la nivelul întregii firme dacă nu s-ar fi investit în proiectul analizat.

În această ultimă situație, avem de-a face cu un **cash flow net marginal** dat de relația:

$$CF_{net\text{marginal}} = CF_{net\text{ cu investiție}} - CF_{net\text{ fără investiție}} \quad (1)$$

Idea de la care trebuie să pornim în demersul nostru este aceea că principala activitate a unei firme este cea de exploatare, aceasta desfășurând numai în mod accidental operațiuni de capital, adică investiții sau dezinvestiții coroborate cu noi finanțări sau rambursări ale datoriilor deja angajate.

Așadar, primul pas în determinarea cash flow-urilor generate de proiectul de investiții (problematica poate fi extinsă la nivel de firmă) constă în înțelegerea **cash flow-ului din exploatare** (CFexpl) a acestuia. Din perspectiva financiară, acesta este dat de relația:

$$CF_{expl} = EBIT + Amo - Imp \quad (2)$$

în care:

EBIT = rezultatul din exploatare (earnings before interest and taxes);

⁵ P. Halpern, J. Weston, E. Brigham, *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998, pag.448

⁶ V. Dragotă ș.a., *Management financiar, Vol. II, Politici financiare de întreprindere*, Editura Economică, București, 2003, pag.51

Amo = cheltuiala cu amortizarea implicată de proiectul de investiții analizat în vederea adoptării;

Imp = impozitul pe profit rezultat din exploatarea proiectului de investiții.

Pentru a ajunge la o expresie mult utilizată în determinarea cash flow-ului din exploatare, ținem cont de următoarele relații de legătură:

$$\text{EBITDA} - \text{Amo} = \text{EBIT} \quad (3)$$

$$\text{EBIT} - \text{Dob} = \text{EBT} \quad (4)$$

$$\text{EBT} - \text{Imp} = \text{PN} \quad (5)$$

în care:

EBITDA = excedentul brut din exploatare (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization);

EBT = rezultatul exercițiului înainte de impozitare (earnings before taxes);

Dob = cheltuielile cu dobânzile generate de finanțarea proiectului de investiții;

PN = profitul net previzionat a fi generat de proiectul de investiții analizat; în principiu, vorbim de profit, dar s-ar putea întâmpla ca într-o anumită perioadă să avem pierdere și atunci, poate mai potrivită ar fi noțiunea mai largă de rezultat net.

Înlocuind în relația (2), obținem:

$$\begin{aligned} \text{CFexpl} &= \text{EBT} + \text{Dob} + \text{Amo} - \text{Imp} = \text{PN} + \text{Imp} + \text{Dob} + \text{Amo} - \text{Imp} = \\ &= \text{PN} + \text{Dob} + \text{Amo} \end{aligned} \quad (6)$$

Cash flow-ul din exploatare trebuie să fie, în general, pozitiv. Dacă o firmă are mult timp cash flow-ul din exploatare negativ aceasta este în dificultate deoarece înseamnă că nu generează suficiente disponibilități pentru a plăti costurile de exploatare.

Ceea ce caracterizează, însă adevărata valoare a unui proiect de investiții este cash flow-ul net, disponibil după acoperirea creșterii economice ulterioare a proiectului de investiții.⁷ Aceasta se referă la creșterea netă a activelor imobilizate (investițiile sau cheltuielile de capital) și creșterea, eventual descreșterea, activelor circulante nete (modificări ale capitalului de lucru net).

Așadar:

$$\text{CFnet} = \text{CFexpl} - \text{Creșterea economică} \quad (7)$$

sau ținând cont de relația (6), obținem:

$$\text{CFnet} = \text{PN} + \text{Dob} + \text{Amo} - \text{Creșterea economică} \quad (8)$$

adică:

$$\text{CFnet} = \text{PN} + \text{Amo} + \text{Dob} - \Delta \text{AIMOB} - \Delta \text{ACRnete} \quad (9)$$

În relația (9), *suma dintre profitul net și amortizare constituie ceea ce contabilii numesc cash flow-ul după dobânzi și impozite*⁸ (cash flow-ul contabil).

Atunci când o firmă are o rată de creștere rapidă, investițiile în activele imobilizate și cheltuielile cu activele circulante nete pot fi mai mari decât cash flow-ul contabil plus dobânda și, deci, se înregistrează un cash flow net negativ. Chiar dacă aceasta poate fi considerată o situație normală în faza de dezvoltare a firmei, în faza de maturitate, obținerea de cash flow-uri nete negative trebuie văzută ca un semnal de alarmă ce indică reale probleme în gestiunea firmei sau în ceea ce privește eficiența activității sale.

Prin urmare, o bună previzionare a cash flow-ului net are ca fundament o bună și realistă previzionare a fiecărui element component: profit net, amortizare, dobânzi, variația investițiilor de capital (activelor imobilizate brute) și variația activelor circulante nete.

Profitul net

⁷ I. Stancu, *Finanțe, Ediția a treia*, Editura Economică, București, 2002, pag. 583

⁸ S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate finance, Second Edition*, Editura Irwin, Homewood și Boston, 1990, pag. 31

Din analiza relațiilor (3), (4) și (5) obținem:

$$PN = EBITDA - \text{Amo} - \text{Dob} - \text{Imp} \quad (10)$$

sau, dat fiind faptul că:

$$EBITDA = CA - CV - CF \quad (11)$$

rezultă:

$$PN = CA - CV - CF - \text{Amo} - \text{Dob} - \text{Imp} \quad (12)$$

în care:

CA = cifra de afaceri aferentă proiectului de investiții;

CV = cheltuielile variabile generate de proiectul de investiții;

CF = cheltuielile fixe generate de proiectul de investiții;

Imp = impozitul pe profit.

De subliniat importanța covârșitoare pe care o are în determinarea cash flow-ului și, apoi, în evaluarea proiectului de investiții, o bună previzionare a cifrei de afaceri și o temeinică structurare și, implicit, previzionare a cheltuielilor fixe și variabile.

Amortizarea

În previzionarea amortismentului se va ține cont de regimul de amortizare prevăzut de legislația din țara noastră (liniar, degresiv, accelerat)⁹. Conform reglementărilor legale, este permisă reevaluarea activelor în funcție de inflație. În aceste condiții, în previziunile privind amortizarea, realizate în termeni reali (prețuri constante), se pot utiliza valorile considerate la momentul actual (deci neafectate de inflație). În cazul în care previziunile sunt realizate în termeni nominali (prețuri curente), valoarea amortizării luată în considerare va ține cont de modificările de prețuri.¹⁰

Dobânzile

Cheltuielile cu dobânzile trebuie să fie bine analizate, ținându-se cont, efectiv, numai de dobânzile generate de datoriile contractate pentru finanțarea proiectului de investiții analizat. Pentru a se stabili legătura ce există între rata dobânzii reală, rata dobânzii nominală și rata inflației se va folosi relația lui Fisher, și anume:

$$R_r = \frac{R_n - R_i}{1 + R_i} \quad (13)$$

$$R_n = R_i + R_r(1 + R_i) \quad (14)$$

în care:

R_r = rata reală a dobânzii;

R_n = rata nominală a dobânzii;

R_i = rata anuală a inflației.

Impozitul pe profit

Acesta se previzionează aplicând rata de impozitare actuală sau cea previzionată, în măsura în care există informații pertinente că aceasta ar suferi modificări în orizontul previzional, asupra profitului impozabil (fiscal) previzionat.

Investițiile de capital

Investițiile adiționale în active imobilizate au în vedere numai acele plăți și, eventual, încasări aferente imobilizărilor implicate de proiectul de investiții. Acestea se determină prin

⁹ *Legea nr. 15/1994 privind amortizarea capitalului imobilizat în active corporale și necorporale republicată*

¹⁰ V. Dragotă ș.a., *Management financiar, Vol. II, Politici financiare de întreprindere*, Editura Economică, București, 2003, pag.48

însurubarea variației activelor imobilizate nete (calculată ca diferență între activele imobilizate previzionate a existența în bilanț la sfârșitul anului și cele la începutul anului) și amortizarea anului curent:

$$\Delta \text{AIMOB} = \Delta \text{AIMOB}_{\text{nete}} + \text{Amo} = (\text{AIMOB}_1 - \text{AIMOB}_0) + \text{Amo}_1 \quad (15)$$

Modificările (variațiile) activelor circulante nete

Modificările capitalului de lucru net reprezintă variațiile activelor circulante nete generate de proiectul de investiții și sunt egale cu variațiile capitalurilor permanente minus variațiile activelor imobilizate nete.

Conform legislației în vigoare¹¹, activele circulante nete sunt date de relația:

$$\text{ACR}_{\text{nete}} = \text{ACR} + \text{CHav} - \text{Dts} - \text{Vav} \quad (16)$$

în care:

ACR = active circulante (active curente);

Dts = datorii pe termen scurt (datorii care trebuie plătite într-o perioadă de până la un an, datorii de exploatare, datorii curente);

CHav = cheltuieli în avans (active de regularizare);

Vav = venituri în avans (pasive de regularizare)

Dat fiind faptul că cheltuielile în avans și veniturile în avans au rol de regularizare, cu o pondere mai mică în structura bilanțieră și care apar accidental în activitatea firmei, în ideea previzionării vom considera relația:

$$\text{ACR}_{\text{nete}} = \text{ACR} - \text{Dts} \quad (17)$$

$$\Delta \text{ACR}_{\text{nete}} = \Delta \text{ACR} - \Delta \text{Dts} \quad (18)$$

Din egalitatea bilanțieră:

$$\text{ACR} + \text{AInete} = \text{Dts} + \text{Dtml} + \text{Cpr} \quad (19)$$

$$\text{ACR} - \text{Dts} = \text{Dtml} + \text{Cpr} - \text{AInete} \quad (20)$$

sau, cunoscând faptul că suma dintre capitalurile proprii și datoriile pe termen mediu și lung reprezintă capitalurile permanente, obținem:

$$\text{ACR} - \text{Dts} = \text{Cperm} - \text{AInete} \quad (21)$$

$$\Delta \text{ACR} - \Delta \text{Dts} = \Delta \text{Cperm} - \Delta \text{AInete} \quad (22)$$

în care:

AInete = active imobilizate nete;

Dtml = datorii pe termen lung, adică datorii care trebuie plătite într-o perioadă mai mare de un an;

Cpr = capitaluri proprii;

Cperm = capitaluri permanente;

Previziunea variației activelor circulante nete se realizează de către personalul calificat din departamentele de producție (pentru fundamentarea nivelului stocurilor de materii prime și materiale necesare, al stocurilor de producție neterminată și activelor imobilizate implicate în procesul de fabricație.), marketing (fundamentarea nivelului stocurilor de produse finite și al creanțelor) sau financiar (fundamentarea datoriilor).

¹¹ O.M.F.P. nr. 3055/2009 pentru aprobarea reglementărilor contabile conforme cu directivele europene

Cash flow-ul net total rezultat din proiectul de investiții trebuie să remunereze investitorii de capital în acel proiect (creditorii și acționarii) astfel că acesta poate fi separat în:

- cash flow-ul plătit creditorilor;
- cash flow-ul plătit acționarilor.

Cash flow-ul plătit creditorilor cuprinde serviciul datoriei către aceștia (plata dobânzii plus principalul, adică ratele ce trebuie rambursate aferente datoriei financiare ce a fost contractată pentru proiectul analizat) minus datoria nouă ce se contractează.

Prin urmare,

Cash flow-ul plătit creditorilor =

= Dob + Rambursarea datoriei financiare vechi – Datoria financiară nouă =

= Dob – (Datoria financiară nouă – Rambursarea datoriei financiare vechi) =

= **Dob – ΔDAT_{fin}** (23)

în care:

ΔDAT_{fin} = variația mărimii datoriilor financiare contractate de firmă aferente proiectului de investiții; de subliniat faptul că aici se cuprind numai datoriile financiare nu și cele de exploatare.

Cash flow-ul plătit acționarilor cuprinde cash-ul acționarilor (dividendele repartizate acționarilor plus sumele alocate pentru răscumpărarea unui anumit număr din acțiunile existente pe piață) minus sumele obținute ca urmare a sporirii capitalului social prin emisiunea de noi acțiuni prin aport în numerar.

Așadar,

Cash flow-ul plătit acționarilor =

Div + Răscumpărarea acțiunilor – Emiterea de noi acțiuni =

Div – (Emiterea de noi acțiuni – Răscumpărarea acțiunilor) = **Div – ΔCAP_{social}** (24)

în care:

Div = dividendele repartizate acționarilor;

ΔCAP_{social} = variația mărimii capitalului social.

Având în vedere cele discutate, putem aprecia faptul că cash flow-ul este generat de proiectul de investiții și plătit creditorilor și acționarilor. Acest lucru ne conduce la următoarea **clasificare a cash flow-ului**:

a) după origine:

- cash flow din exploatare;
- cash flow din variația activelor imobilizate;
- cash flow din variația activelor circulante nete.

b) după destinații:

- cash flow plătit creditorilor;
- cash flow plătit acționarilor.

Cash flow-urile la finele exploatării

La finele duratei de viață a investiției, cash flow-urile determinate sunt fluxuri de intrare ce cuprind **două elemente**:

◆ *valoarea reziduală a investiției*, formată din prețul de vânzare ca atare, sau al materialelor și pieselor de schimb rezultate din lichidare după deducerea cheltuielilor efective cu lichidarea;

◆ *nevoia de fond de rulment recuperată*, ca urmare a dispariției capacității de producție creată de investiție; această nevoie, la finele duratei de viață, este egală cu cea inițială, eventual corectată cu variațiile care intervin pe durata exploatării investiției.

5.2. Principalele criterii de opțiune utilizate în adoptarea deciziei de investiții

Opțiunea pentru investiții presupune selectarea proiectelor de investiții în funcție de rentabilitatea lor, comparând costul acestora cu suma cash flow-urilor nete realizate din exploatarea lor. Această comparație se poate face *fără actualizare*, conform principiului sumei algebrice a veniturilor și cheltuielilor scontate pe durata de viață a bunului, sau confruntând cash flow-urile nete pe ani cu cheltuiala pentru investiții, *aduse la momentul opțiunii pentru investiții*. De aceea, **în adoptarea deciziei de investiții se folosesc:**

- **criterii de opțiune fără actualizare, numite și criterii simple de opțiune;**
- **criterii de opțiune pe baza actualizării.**

Asigurarea desfășurării unei activități în cele mai bune condiții, precum și menținerea pe piață în condițiile actuale de concurență, la nivel microeconomic, necesită realizarea unor investiții la nivelul firmelor, investiții materializate în achiziționarea, construirea sau primirea ca aport de active de producție și comercializare.

Dată fiind importanța crucială a deciziei de investiții, managerii au nevoie de o procedură de evaluare logică și practică prin care să evalueze oportunitățile de investiții care le au la îndemână. Această procedură trebuie să promoveze *obiectivul maximizării averii acționarilor*, deși, în analiza finală pot fi luate în considerare și alte obiective.¹²

Realizarea investițiilor impune necesități de finanțare importante, conducând la afectarea resurselor pe termen lung. De aceea, eficiența proiectelor de investiții trebuie să fie comparată cu randamentul plasamentelor pe piața capitalurilor.¹³

5.2.1. Valoarea actualizată netă

Valoarea actualizată (actuală) netă (net present value) este criteriul care răspunde cel mai bine obiectivului de bază al funcției financiare a firmei, și anume *maximizarea valorii firmei*.

Teoria economică a statuat legea randamentelor descrescătoare ale oportunităților de investiții din economie, potrivit căreia randamentul marginal al investiției este descrescător; adică, cu cât se investește mai mult, cu atât, rentabilitatea obținută la ultimul leu investit este mai slabă. De aceea, *decidentul trebuie să știe când să se oprească din a investi*, fără a primi un răspuns clar din partea teoriei ci numai caracteristicile de bază ale analizei. Totodată, plasamentul disponibilităților bănești pe piața bunurilor și serviciilor (investițiilor reale) se face numai dacă randamentul (rentabilitatea) acestora este superior ratei dobânzii fără risc pe piața financiară, considerată, în condițiile României, a fi rata dobânzii la CEC (bancă cu garanție integrală a statului) sau rata dobânzii la obligațiunile de stat.

Valoarea actualizată netă se stabilește ca diferență între cash-flow-urile actualizate și capitalul investit (valoarea investiției).

Problema care se pune este aceea a alegerii **ratei de actualizare**. Astfel, pentru comparabilitatea cash-flow-urilor viitoare cu cheltuielile prezente în investiții se face actualizarea cash flow-urilor la o rată de actualizare care, în mediul cert, poate fi:

- tip cost de oportunitate;
- rata inflației;
- costul mediu ponderat al capitalului.

Ținând cont de faptul că finanțarea investițiilor se realizează atât din capitaluri proprii cât și din capitaluri împrumutate, se recomandă folosirea ca rată de actualizare a **costului**

¹² E.J. McLaney, *Business Finance for Decision Makers*, 2nd edition, Ed. Pitman Publishing, London, 1994, pag.70

¹³ N. Sichega, M. Drăcea, D. Berceanu, articol "*Criterii de fundamentare a deciziei de investiții la nivel microeconomic*", Revista "Finanțe, Credit, Contabilitate", nr.1/1998, pag.19

mediu ponderat al capitalului investit. Acesta se calculează prin ponderarea fiecărei surse de finanțare cu proporția respectivei surse în total capital investit și însumarea acestora.

Relația de calcul a valorii actualizate nete este:

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+a)^i} - I \quad (1)$$

în care:

n = durata de exploatare a investiției;

CF_i = cash-flow-ul din anul "i";

a = rata de actualizare;

I = valoarea investiției.

O reprezentare grafică a acestei relații este următoarea:

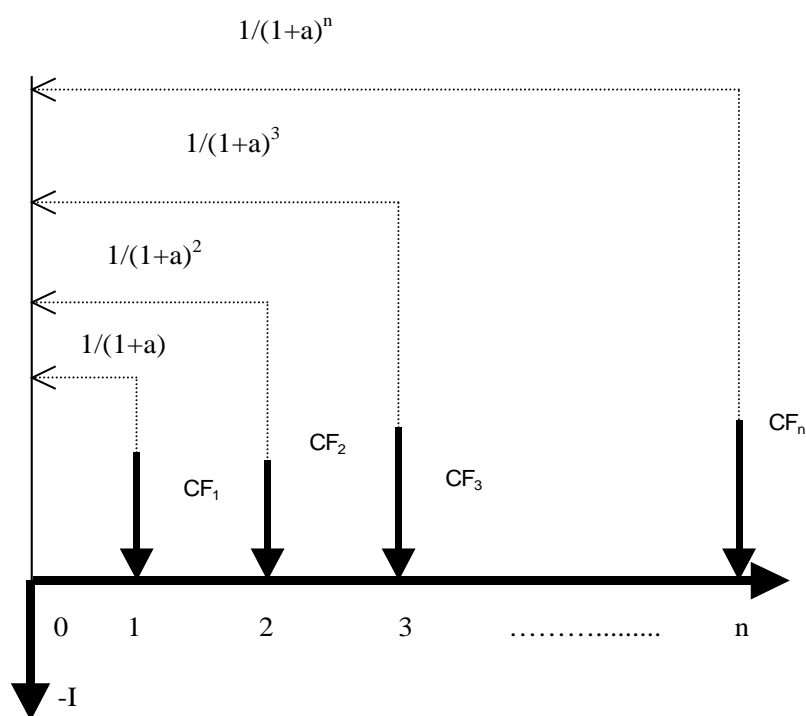


Fig.3. Analiza proiectului de investiții la momentul 0

Dacă $VAN > 0$ rezultă că valoarea firmei crește și, deci, firma va opta pentru efectuarea investiției respective. În caz contrar, proiectul se respinge.

Este important de subliniat faptul că mărimea investiției inițiale nu are o relevanță directă asupra deciziei de investiții, numai valoarea actualizată netă fiind importantă, cu alte cuvinte, analiza se face la nivelul valorii actualizate nete și nu a mărimii investiției. Singura ocazie când noi trebuie să considerăm dimensiunea valorii actualizate nete în corelație cu suma investită este atunci când trebuie să examinăm sursele de finanțare a proiectelor de investiții.

Dacă pentru același obiectiv de investiții există două proiecte ce se exclud reciproc, se optează pentru cel cu valoarea actualizată netă mai mare.

Raționamentul de comparare a cash-flow-urilor viitoare și investițiilor se poate face și prin exprimarea mărimilor de comparat la puterea de cumpărare de la sfârșitul duratei de viață a investiției. Criteriul de comparare va fi, deci, **valoarea viitoare netă (VVN)**, care nu este altceva decât capitalizarea VAN, pe perioada de viață a investiției (n).

Formula de calcul:

$$VVN = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot (1+a)^{n-i} - I \cdot (1+a)^n \quad (2)$$

adică:

$$VVN = VAN \cdot (1+a)^n \quad (3)$$

Într-o altă exprimare, VAN reprezintă valoarea actualizată a VVN pe aceeași perioadă de viață economică a investiției (n):

$$VAN = \frac{VVN}{(1+a)^n} \quad (4)$$

În practică, tendința este de a folosi abordarea VAN în luarea deciziei de investiții, în detrimentul VVN, deși, în esență, nici una nu este superioară celeilalte, datorită faptului că:

- atunci când se compară oportunitățile de investiții, dacă este folosită valoarea viitoare netă trebuie cunoscut numărul anilor pentru care se face capitalizarea, iar dacă oportunitățile sunt de lungimi diferite pot apărea dificultăți;
- atâta timp cât oportunitatea este apreciată prin stabilirea efectului asupra valorii firmei pare mult mai logic să privim la efectul prezent decât la efectul viitor.

5.2.2. Rata internă de rentabilitate (randament)

Rata internă de rentabilitate (RIR) (în terminologia anglo saxonă, Internal Rate of Return -IRR), este *acea rată de actualizare pentru care valoarea actualizată netă este zero*.

Deci, notând $RIR = r$, ecuația de determinare a ratei interne de rentabilitate este:

$$\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} - I = 0 \quad (5)$$

Cunoscând cash-flow-urile anuale previzionate pentru proiectul de investiții CF_i , valoarea investiției I și durata de viață a acesteia n , se poate determina r prin două metode:

- metoda aproximărilor succesive;
- cu ajutorul calculatoarelor financiare și al computerelor.

Deși, au la bază, în principiu, o ecuație de aceeași natură, deosebirea între criteriul VAN și RIR constă în aceea că, în cazul VAN rata de actualizare este cunoscută, alături de celelalte elemente ce intervin în ecuație, urmând a se determina valoarea actualizată netă, în timp ce în cazul criteriului RIR, VAN este cunoscută, urmând a se calcula rata de actualizare RIR care face ca VAN să fie zero.

Dacă rata internă de rentabilitate pentru un proiect de investiții este r , atunci pentru firma care dă cu împrumut la nivelul ratei r , investiția nu-i aduce nimic în plus față de un plasament pe piață la nivelul acestei rate. De aceea, RIR trebuie să fie superioară ratei dobânzii fără risc pe piața financiară, adică, $r \geq d$

Metoda aproximărilor succesive

Calculul RIR necesită, în principiu, rezolvarea ecuației de grad n , (1), care presupune dificultăți deosebite când $n > 2$, și de aceea este mai simplu de a ne folosi de cvasiliniaritatea curbei $VAN=f(a)$, așa cum se observă din fig. 4.

Astfel, se determină două valori $x\%$ și $(x+1)\%$ pentru r , consecutive, astfel încât în x , $VAN > 0$, iar în $x+1$, $VAN < 0$.

Pe intervalul de variație a ratelor de rentabilitate de la x la $x+1$, curba VAN poate fi aproximată cu o dreaptă, iar, prin interpolare liniară se determină RIR.

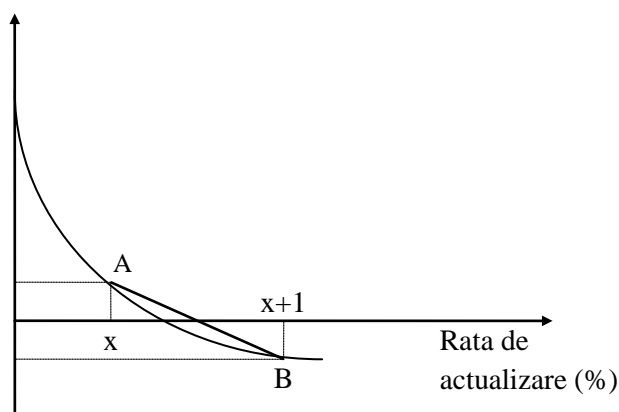


Fig.4. Reprezentarea $VAN = f(a)$

Criteriul RIR, abordat în această manieră, este un mare consumator de timp, în special, atunci când avem de-a face cu proiecte pe perioade lungi de timp, și dacă calculele sunt făcute manual, procedeul este extrem de laborios și ineficient. Dar, cu un soft adecvat, acestea pot fi făcute mult mai rapid, astfel încât, în mod obișnuit, nu trebuie să reprezinte o dificultate practică deosebită.

Metoda de determinare cu ajutorul calculatoarelor financiare și al computerelor este una extrem de elegantă, utilizată din ce în ce mai frecvent de către firme. Astfel, se utilizează fie calculatoare financiare care conțin funcții de genul VAN, RIR, etc., fie pachete soft de genul **Excel** sau **Lotus 1-2-3** care conțin foi de calcul care au funcții de natura celor specificate anterior.

Capitolul 6. Decizia de finanțare a firmei

Atât teoria cât și practica financiară au demonstrat că **investiția** este motorul oricărei creșteri economice puternice și durabile. Creșterea economică cere, într-adevăr, dezvoltarea capacităților de producție competitive care să permită firmelor să-și lărgescă segmentul lor de piață, astfel încât exploatarea să creeze premisele unei creșteri viitoare. Dacă investițiile de înlocuire trebuie să îmbrace caracteristica de investiții de productivitate și investiții de capacitate, în baza unei prospectări judicioase a cererii, acestea trebuie să determine și îmbunătățirea utilizării forței de muncă, întrucât în unele economii, chiar dezvoltate, substituirea muncii de capital este mai slabă, dar și creșterea nivelului de competitivitate a produselor realizate. În lipsa investițiilor, productivitatea stagnează, segmentele de piață se reduc, ceea ce antrenează producția într-o spirală recesionistă cu efecte negative asupra locurilor de muncă.

Dacă *rentabilitatea și riscul* unei firme depind esențial de strategiile și investițiile pe care decide să le realizeze, în mod categoric, se poate afirma că și **modalitățile lor de finanțare** pot influența puternic acești parametri.

La nivel național și internațional, sistemul financiar-bancar pune la dispoziția firmelor o **largă diversitate de mijloace de finanțare**. De aceea, *alegera* uneia sau mai multora dintre sursele accesibile și *combinarea* acestor surse constituie două aspecte majore ale deciziei de finanțare a firmei.

În adoptarea deciziilor de finanțare, firma trebuie să dispună de criterii riguroase care să-i permită să selecționeze și să combine toate aceste surse ce sunt utilizate, așa cum am

arătat, apoi, pentru procurarea activelor. Printre variabilele susceptibile să intervină pentru a orienta aceste decizii, trebuie subliniată importanța considerațiilor referitoare la durată, autonomie și flexibilitate. Dar, alegerea unui mod de finanțare este determinată, în mod deosebit, de **costul** său, pe de o parte, și de **structura financiară** existentă, pe de altă parte. Deci, există o legătură indisolubilă între noțiunile de **cost al capitalului și structura financiară**. O structură financiară optimă corespunde unui cost minim al capitalului.

Problema costului pare destul de simplistă dacă este văzută punctual, la nivelul fiecărei surse considerată izolat. În schimb, determinarea costului global al finanțării ridică mari dificultăți, unele dintre acestea prezentând un caracter tehnic.

Costul mediu ponderat al capitalului depinde de costul fiecărei surse de finanțare și de proporția finanțării pe care o reprezintă.

6.1. Determinarea costului capitalului propriu

Costul capitalului propriu este egal cu rata de rentabilitate cerută de acționarii firmei, sau altfel spus este acea rată de rentabilitate pe care trebuie să o realizeze o firmă astfel încât să mențină valoarea afacerii. Dacă rata rentabilității este mai mică decât costul de oportunitate atunci valoarea afacerii scade, iar dacă rata rentabilității este superioară costului de oportunitate atunci valoarea afacerii crește.¹⁴

Dimensiunea costului capitalului propriu depinde de o multitudine de factori, dintre care menționăm:

- mărimea profitului viitor și hotărârea adunării generale a acționarilor sau asociaților cu privire la proporția distribuirii profitului net al exercițiului pentru dividende, adică dividendele așteptate;
- câștigul de capital;
- prețul sau cursul curent de piață al acțiunii;
- rata rentabilității fără risc;
- riscurile asumate de investitor.

Cu alte cuvinte, costul capitalului propriu este determinat de elemente previzibile dar cu un grad probabilistic ridicat de realizare, față de costul capitalului împrumutat care se calculează cu exactitate, mai ales, când rata dobânzii este fixă.

Costul capitalurilor proprii privește totalitatea capitalurilor proprii indiferent de originea acestora, adică externă sau internă.

Pentru determinarea costului capitalului propriu sunt folosite, în principal, **două modele:**

- modelul dividendelor actualizate;
- modelul de evaluare a activelor financiare.

6.1.1. Modelul dividendelor actualizate (DDM)

Este modelul tradițional de evaluare a costului capitalului propriu ce se bazează pe actualizarea dividendelor fără a ține, însă, seama de risc într-o manieră explicită.

Conform modelului general de actualizare, prețul sau cursul actual al unei acțiuni (P_0) este egal cu valoarea actualizată a cash flow-urilor viitoare pe care aceasta le generează: dividende și preț (curs) de revânzare.

Rata de actualizare utilizată este rata de rentabilitate așteptată de acționari ținând cont de perspectivele firmei și de riscul pe care acestea îl încorporează.¹⁵

¹⁴ I. Anghel, *Seminar de pregătire continuă D 03 – rata de actualizare-rata de capitalizare*, ANEVAR, București, 2005, pag.8

¹⁵ D. Berceanu, *Politicile financiare ale firmei*, Editura Universitaria, Craiova, 2001, pag.215

Deci:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + R_c)^i} + \frac{P_n}{(1 + R_c)^n} \quad (1)$$

în care:

- D_i = dividendul pe acțiune anticipat pentru anul "i";
 P_n = cursul (prețul) de revânzare al acțiunii la finele celor "n" ani;
 n = numărul anilor de previziune, adică "orizontul investiției";
 R_c = rata rentabilității așteptată de acționari (rata costului capitalului propriu).

Această formulă mai poartă denumirea de **formula fundamentală a lui Irving Fisher**.

Pornind de la relația (1) s-a obținut următoarea relație derivată:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + R_c)^i}, \text{ cu } n \rightarrow \infty \quad (2)$$

Această formulă este aplicabilă în cazul posibilității estimării dividendului anual pe acțiune pe o perioadă de previziune îndelungată (infinită), astfel încât prețul de revânzare (valoarea reziduală a acțiunii) să poată fi considerată nesemnificativă sau chiar egală cu zero. Această formulă se mai numește **modelul dividendelor actualizate (Dividend Discounted Model-DDM)**.

Pornind de la acest model, pot fi puse în evidență *patru cazuri particulare*, și anume:

- modelul creșterii constante a dividendelor;
- modelul creșterii zero a dividendelor;
- modelul creșterii multiple (supranormale sau inconstante)
- modelele cu două și respectiv trei stadii.

Modelul creșterii constante a dividendelor (modelul lui Gordon și Shapiro)

Întrucât modelul general de actualizare presupune estimarea dividendelor pe orizontul dat de exploatare a investiției, lucru destul de anevoios, de altfel, precum și estimarea și mai dificilă a cursului de revânzare a acțiunii peste "n" ani, curs care ține seama de o multitudine de factori conjuncturali, economiștii **M.J. Gordon** și **E. Shapiro**, au propus un model mai simplificat (1956) care pleacă de la aceeași idee, și anume că: acționarii vor fi remunerați exclusiv din dividendele repartizate iar acțiunea va fi deținută practic o perioadă nedeterminată, nefiind revândută.

Cei doi pornesc de la următorul set de ipoteze restrictive:

- absența fiscalității și a costurilor legate de tranzacționarea titlurilor pe piață;
- creșterea perpetuă a dividendelor cu o rată constantă;
- amortizarea este egală cu investițiile de menținere a capacității de producție a firmei;
- investițiile sunt realizate numai din reinvestirea profitului net;
- durată de viață infinită a firmei emitente.¹⁶

Acest model ține seama de dividendul pentru anul următor (D_1) și de o rată de creștere anuală constantă a dividendului pe acțiune pe un orizont de timp infinit (g).

Astfel, presupunând că dividendul curent este D_0 (în fapt, este vorba de dividendul ce se plătește în anul curent aferent rezultatelor financiare ale anului trecut care sunt date certe) și că rata de creștere anuală a acestuia este g , obținem:

¹⁶ I. Stancu, *Finanțe*, Editura Economică, București, 1997, pag.355

$$\begin{cases} D_1 = D_0(1+g) \\ D_2 = D_1(1+g) = D_0(1+g)^2 \\ D_3 = D_2(1+g) = D_0(1+g)^3 \\ \dots \\ D_n = D_{n-1}(1+g) = D_0(1+g)^n \end{cases} \quad (3)$$

Deci, modelul dividendelor actualizate devine:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{1+R_c} + \frac{D_2}{(1+R_c)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+R_c)^n} = \\ &= D_0 \frac{1+g}{1+R_c} + D_0 \frac{(1+g)^2}{(1+R_c)^2} + \dots + D_0 \frac{(1+g)^n}{(1+R_c)^n} = \\ &= D_0 \left[\frac{1+g}{1+R_c} + \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^n \right] \end{aligned} \quad (4)$$

Notând $A = \frac{1+g}{1+R_c}$, obținem:

$$P_0 = D_0 [A + A^2 + \dots + A^n] \quad (5)$$

$$P_0 = D_0 \cdot A [1 + A + \dots + A^{n-1}] \quad (6)$$

În paranteză avem o progresie geometrică cu rația A , primul termen 1 și ultimul termen A^{n-1} și, deci:

$$P_0 = D_0 \cdot A \cdot \frac{1 - A \cdot A^{n-1}}{1 - A} = D_0 \cdot A \cdot \frac{1 - A^n}{1 - A} \quad (7)$$

Înlocuind pe A cu valoarea sa, se obține:

$$\begin{aligned} P_0 &= D_0 \cdot \frac{1+g}{1+R_c} \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^n}{1 - \frac{1+g}{1+R_c}} = D_0 \cdot \frac{1+g}{1+R_c} \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^n}{\frac{1+R_c - 1 - g}{1+R_c}} = \\ &= D_0(1+g) \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^n}{R_c - g} = \frac{D_1}{R_c - g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^n \right] \end{aligned} \quad (8)$$

$$\text{În ipoteza simplificatoare, } g < R_c, \lim_{n \rightarrow \infty} \left(\frac{1+g}{1+R_c} \right)^n \rightarrow 0$$

(9)

și, deci:

$$P_0 = \frac{D_1}{R_c - g} \quad (10)$$

În caz contrar, pentru $g > R_c$, ar rezulta un curs al acțiunii infinit, lucru complet nerealist.

Rezultatul obținut constituie un instrument ușor de utilizat pentru evaluarea acțiunilor, putând fi ușor adaptat pentru a ține cont de ipotezele de orizont mai redus și de schemele de creștere mai realiste.

Dacă dividendul din anul curent nu a fost distribuit, relația de mai sus capătă forma:

$$P_0 = D_0 + \frac{D_1}{R_c - g} \quad (11)$$

În ceea ce privește rata costului capitalului propriu, R_c , aceasta se determină foarte ușor, pornind de la relațiile (10) și (11).

$$R_c = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (12)$$

sau:

$$R_c = \frac{D_1}{P_0 - D_0} + g \quad (13)$$

Dat fiind faptul că relația (13) reprezintă un caz particular, vom analiza în continuare relația (12) care constituie **modelul lui Gordon și Shapiro** sau **modelul creșterii constante**.

În această relație de calcul, capitalul propriu cuprinde două componente:

- randamentul acțiunilor: $\frac{D_1}{P_0}$;
- creșterea dividendului pe acțiune: g .

În mod paradoxal, rata rentabilității așteptată de acționari (rata costului capitalului propriu) nu depinde de politica de dividend, ci de perspectivele firmei și de caracteristicile acesteia în termeni de risc de exploatare și risc financiar. Conform modelului, o rată de creștere mai ridicată a dividendului pe acțiune nu implică un cost al capitalurilor proprii mai ridicat, deoarece există o compensație între componentele randament și creștere. O distribuție mai mare de dividende diminuează creșterea și invers, o capitalizare mai ridicată a profitului net accelerează creșterea.

Evaluarea costului capitalului propriu prin acest model pune, în principal, **problema estimării ratei de creștere a dividendului "g"**. Această estimare se realizează *fie prin extrapolarea tendințelor trecute, fie prin modelarea creșterii rentabilității așteptate de acționari bazată pe efectul de levier financiar (efectul de pârghie financiară)*.

Modelul este aplicabil cu șanse de reușită în cazul firmelor care își propun o politică de creștere a dividendelor cu o rată constantă.

Întrucât creditorii financiari au fost remunerați prin dobânda plătită, rentabilitatea financiară este rentabilitatea așteptată de acționari, respectiv rata costului capitalului propriu. Dacă profitul net este în întregime reinvestit, rata de creștere a dividendului va fi egală cu rentabilitatea financiară. De obicei, însă, din profitul net, conform hotărârii adunării generale a acționarilor, se reține o cotă "b" pentru capitalizare (autofinanțare) și o cotă "1-b" se distribuie sub formă de dividende. Deci, rata de creștere a dividendului va fi:

$$g = b \cdot R_f \quad (14)$$

Rata de creștere a dividendului pe acțiune se calculează și se utilizează astfel, numai dacă numărul de acțiuni rămâne constant. În caz contrar, ea trebuie ajustată. De exemplu, sporirea capitalului implică sporirea numărului de acțiuni care duce, implicit, la diminuarea dividendului pe acțiune (deoarece profitul net nu se modifică în condițiile date) și, deci, o scădere a ratei de creștere a dividendului pe acțiune.

6.1.2. Modelul de evaluare a activelor financiare (CAPM)

În secțiunea precedentă, am văzut modul de calcul al costului capitalului propriu al unei firme pornind de la un anumit număr de variabile (dividende, preț al acțiunii, rată de creștere a dividendului etc.), folosind modelele actuariale, iar în cadrul acestora un spațiu deosebit l-a ocupat modelul Gordon și Shapiro.

Este evident faptul că aceste modele actuariale prezintă un interes practic deosebit. Cu toate acestea ele au o serie de **limite**.

Astfel, în primul rând, *necesită cunoașterea sau anticiparea corectă a ratei de creștere a firmei pe termen lung*, ceea ce constituie un exercițiu destul de dificil și, totodată, riscant. O eroare de previziune, în acest context, va avea consecințe foarte importante pentru calculul costului capitalului propriu al unei firme.

În al doilea rând, se poate remarca faptul că, într-o oarecare măsură aceste modele sunt *"deconectate" de condițiile pieței financiare*. Costul capitalului propriu astfel determinat, depinde, în mod esențial, de variabilele interne gestiunii firmei.

În cel de-al treilea rând, este de reținut faptul că *"marele absent"* al acestor modele este riscul.

Modelul care încearcă să atenueze, într-o oarecare măsură, aceste dezavantaje și să furnizeze, în același timp, o altă metodă de estimare a costului capitalului propriu este **modelul de evaluare a activelor financiare (CAPM, în limba engleză sau MEDAF, în limba franceză)**.

Acest model poate fi considerat una din "piesele de bază" ale teoriei financiare moderne. El permite estimarea ratei rentabilității așteptată (cerută) de acționari, adică rata costului capitalului propriu pornind numai de la **trei variabile**, și anume: *rata rentabilității unui activ fără risc, rata rentabilității medii pe piața financiară și coeficientul de risc (β_s) numit risc sistematic al activului*.

Din analizele efectuate pe piețele financiare se observă că există o corelație directă între rentabilitatea plasamentului și riscul încorporat. Făcând parte din categoria modelelor explicative, modelul urmărește să determine costul capitalului într-o manieră metodică, realizând o comparație față de alternativele investiționale, cu performanțele pieței de capital, în general.

Modelul de evaluare a activelor financiare evidențiază legătura dintre nivelul rentabilității și nivelul riscului și evaluează prima de risc pentru investitor, conform următoarei relații:

$$R_c = R_F + \beta_S(R_M - R_F) \quad (1)$$

în care:

R_c = rata costului capitalului propriu;

R_F = rata rentabilității activului fără risc sau rata fără risc (de obicei, rata titlurilor emise de stat, rata dobânzii la CEC, bancă garantată de stat sau rata plasamentelor la societățile bancare în limita plafonului de garantare a depozitelor);

$\beta_S(R_M - R_F)$ = prima de risc a investiției (activului);

β_S = coeficientul de sensibilitate (de evaluare a riscului sistematic); acesta măsoară sensibilitatea ratei rentabilității unui activ față de rentabilitatea medie a pieței;

$(R_M - R_F)$ = prima riscului sistematic (prima de risc a pieței);

R_M = rata rentabilității medii pe piața financiară

Reprezentarea grafică a relației (1) este o dreaptă denumită **dreapta titlurilor**. Pentru o piață în echilibru, toate titlurile sunt situate pe această dreaptă.

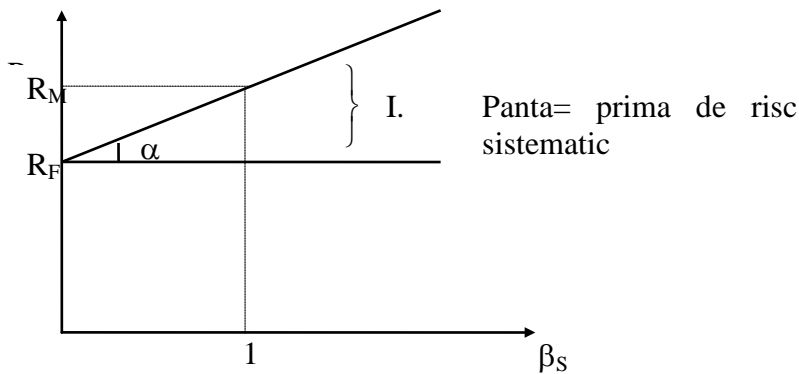


Fig.5. Dreapta titlurilor

$$\text{Panta} = \text{tg}\alpha = \frac{R_C - R_F}{\beta_s} \quad (2)$$

$$\text{Folosind și (1)} \Rightarrow \text{Panta} = R_M - R_F = \frac{R_C - R_F}{\beta_s}$$

$$\beta_s = \frac{\text{Cov}(R_C, R_M)}{\sigma_M^2} \quad (3)$$

în care:

$\text{Cov}(R_C, R_M)$ = covarianța între rata de rentabilitate a activului și rata de rentabilitate a pieței;

σ_M^2 = dispersia ratei de rentabilitate a pieței.

Coefficientul de sensibilitate β_s este, în mod tradițional, aferent capitalurilor proprii ale firmei. Acesta este 1, atunci când randamentul plasamentului corespunde rentabilității medii a pieței. Cu cât β_s este mai ridicat, cu atât riscul este mai important. Titlurile cu coeficientul de risc mai mare de 1 prezintă un risc mai ridicat decât riscul mediu al pieței, iar cele cu coeficientul de risc subunitar prezintă un risc mai mic.

Dificultățile practice de calcul și utilizare a coeficientului de sensibilitate au la bază: obținerea informațiilor; frecvența și numărul de observații; alegerea furnizorilor de informații; utilitatea mediei sectorului etc.

În estimarea costului capitalului dar și în evaluarea firmei este necesar să se facă distincție între:

- ◆ riscul sistematic (de piață);
- ◆ riscul specific titlului negociat pe piață.

Riscul sistematic sau de piață este determinat de evenimente neprevăzute care au incidență asupra tuturor titlurilor, cum ar fi, de exemplu, un conflict militar.

Riscul specific este determinat de evenimente care nu influențează decât titlul considerat, cum ar fi, de exemplu, eșecul unei campanii publicitare. Riscul specific poate fi eliminat prin diversificare. Dacă investitorul are un portofoliu de titluri suficient de diversificat, se realizează o compensație între câștigurile realizate la unele titluri și pierderile înregistrate la alte titluri. Dar cu cât adăugăm mai multe titluri, de la un anumit număr de titluri încolo, mai precis $15 \div 20$, riscul total se va reduce foarte puțin sau deloc.

Investitorii nu suportă decât riscul sistematic, și ca atare, li se cuvine o primă de risc pentru a-i despăgubi.

Prima de risc, la rândul său, cuprinde:

- **prima de risc de exploatare;**
- **prima de risc financiar.**

Coefficientul de risc se poate exprima astfel:

$$\beta_S = \beta_a \left[1 + (1 - T) \frac{D}{C} \right] \quad (4)$$

în care:

β_a = componenta riscului sistematic determinată de rentabilitatea de exploatare și influența politicii de finanțare.

Înlocuind coeficientul de risc în (1), rata costului capitalului propriu devine:

$$R_c = R_F + \beta_a(R_M - R_F) + \beta_a(1 - T) \cdot \frac{D}{C} \cdot (R_M - R_F) \quad (5)$$

în care:

$\beta_a \cdot (R_M - R_F)$ = prima de risc de exploatare;

$\beta_a(1 - T) \cdot \frac{D}{C} \cdot (R_M - R_F)$ = prima de risc financiar.

În felul acesta, se pun în evidență cele două componente ale primei de risc a titlului, putându-se analiza care dintre ele deține o pondere mai importantă.

6.2. Determinarea costului capitalului împrumutat

Ținând cont de informațiile furnizate de **contabilitate**, **costul capitalului împrumutat (datoriilor)** corespunde cheltuielilor suportate de firmă ca urmare a recurgerii la împrumuturi. Aceste cheltuieli înglobează dobânzi vărsate, prime acordate creditorilor, comisioane și alte cheltuieli financiare efectuate pentru aceste operațiuni de finanțare. Din această perspectivă, costul datoriilor se analizează ca un *flux de cheltuieli financiare*, efectuate de firmă și care, grevează, în consecință, rezultatul său.

Într-o **optică financiară**, noțiunea de cost presupune o definiție extrem de divergentă. Ea corespunde unei rate de actualizare care poate fi exprimată atât din punctul de vedere al creditorului (împrumutătorului, investitorului), cât și din punctul de vedere al debitorului (împrumutatului). De altfel, *în teoria financiară, costul unei surse de finanțare este definit ca fiind acea rată de actualizare care egalează intrările de fonduri cu ieșirile de fonduri actualizate.*

6.2.1. Costul creditului bancar pe termen mediu și lung

Presupunem că o firmă contractează un credit bancar pe termen mediu și lung în sumă D , și se angajează (promite) să ramburseze creditorului său (băncii) anuitățile A_i , $i = 1, n$.

Costul împrumuturilor (datoriilor) poate fi măsurat prin costul actualizat utilizat atât în selectarea dintre mai multe posibilități de împrumut, dar și în determinarea costului mediu ponderat al capitalului firmei.

Costul actualizat al împrumuturilor este dat, așa cum s-a mai precizat, de acea rată de actualizare r_d care permite egalarea sumei datoriilor contractate, în cazul nostru D , cu anuitățile (rate de rambursat și dobânzi) actualizate cu această rată, astfel:

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1 + r_d)^i} \quad (1)$$

În continuare, vom defalca anuitățile ținând sau nu cont de incidența impozitului și dacă rambursarea se face integral la sfârșitul celor n ani, proporțional în timp sau, în situații mai "delicate", neuniform în timp.

Astfel:

a) **fără incidența impozitului**

◆ *cu rambursarea întregii sume la sfârșitul celor n ani:*

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{D \cdot d}{(1+r_d)^i} + \frac{D}{(1+r_d)^n} \quad (2)$$

◆ *cu rambursarea neuniformă în timp:*

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{D_i \cdot d + R_i}{(1+r_d)^i} \quad (3)$$

în care:

d = rata nominală a dobânzii (în procente);

R_i = amortizarea din anul "i" (rata de rambursat anuală);

D_i = suma din credit rămasă de rambursat la începutul anului "i".

Între R_i și D_i sunt valabile următoarele relații:

$$\begin{cases} D_1 = D \\ D_2 = D_1 - R_1 = D - R_1 \\ D_3 = D_2 - R_2 = D - (R_1 + R_2) \\ \dots \\ D_n = D_{n-1} - R_{n-1} = D - (R_1 + R_2 + \dots + R_{n-1}) \end{cases}$$

◆ *cu rambursarea proporțională în timp:*

În acest caz, R₁=R₂=...=R_n=R= $\frac{D}{n}$, și deci relația (3) devine:

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{D_i \cdot d + R}{(1+r_d)^i} \quad (4)$$

b) **sub incidența impozitului**

În această situație, dobânzile sunt deductibile din profitul impozabil și sarcina reală suportată de firmă este mai mică, adică dacă firma debitoare este profitabilă, dobânda pe care ea o va vărsa în fiecare an creditorului său îi permite să realizeze economii de impozit.

Astfel, considerând T = cota de impozit pe profit, relațiile (2), (3) și (4) devin:

◆ *cu rambursarea întregii sume la sfârșitul celor n ani:*

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{D \cdot d(1-T)}{(1+r_d)^i} + \frac{D}{(1+r_d)^n} \quad (5)$$

◆ *cu rambursarea neuniformă în timp:*

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{D_i \cdot d(1-T) + R_i}{(1+r_d)^i} \quad (6)$$

◆ *cu rambursarea proporțională în timp:*

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{D_i \cdot d(1-T) + R}{(1+r_d)^i} \quad (7)$$

În relațiile de mai sus expresiile D_i·d și D_i·d(1-T) reprezintă *dobânzile plătite și respectiv suportate* de firmă.

O mențiune specială care trebuie făcută, îndeosebi în condițiile actuale ale țării noastre, este aceea că atâta timp cât rata dobânzii poate fi fixă sau variabilă, aceasta are o influență deosebită asupra fluxurilor de dobânzi. În primul caz, fluxurile de dobânzi sunt cunoscute de la început, iar în cel de-al doilea caz, acestea pot fi numai estimate cu o anumită probabilitate.

De asemenea, dat fiind faptul că apar și o serie de cheltuieli legate de gestionarea împrumutului, debitorul suportă în plus față de anuitățile de rambursat și aceste cheltuieli (dacă ele trebuiesc plătite ulterior momentului acordării creditului) sau creditul pe care-l primește este diminuat cu suma corespunzătoare acestor cheltuieli (dacă ele trebuiesc plătite în momentul acordării creditului). Chiar dacă aceste cheltuieli nu sunt suportate efectiv din respectivul credit, ele au o legătură directă cu acesta, iar pentru a cunoaște cu exactitate costul unui împrumut trebuie să se țină neapărat seama de aceste cheltuieli care uneori pot atinge sume considerabile.

6.2.2. Costul creditului obligatar

În ceea ce privește **costul creditului obligatar**, formulele stabilite anterior pentru creditul bancar pe termen mediu și lung sunt valabile și aici și se aplică fără dificultăți. Singura problemă mai "delicată" apare atunci când împrumutul obligatar se emite cu *primă de emisiune*¹⁷.

Considerăm o firmă care emite N obligațiuni, cu valoarea nominală V_N și cu prețul de emisiune P_E , cu $P_E < V_N$. Suma efectiv încasată este $N \cdot P_E$. Dar firma are posibilitatea să diminueze suma profitului impozabil cu diferența dintre valoarea nominală și prețul de emisiune, pe măsură ce obligațiunile emise sunt rambursate la valoarea lor nominală. Dacă firma rambursează suma aferentă a N_i obligațiuni în anul "i", ea poate diminua profitul impozabil cu o sumă egală cu prima de emisiune plătită acestor obligațiuni, adică $N_i \cdot (V_N - P_E)$. Această diminuare calculată, îi permite, dacă este profitabilă, să realizeze o economie de impozit egală cu $N_i \cdot (V_N - P_E) \cdot T$.

Așadar, costul r_d al unui împrumut obligatar, emis cu primă, se obține ca soluție a ecuației:

$$N \cdot P_E = \sum_{i=1}^n \frac{A_i - N_i (V_N - P_E) \cdot T}{(1 + r_d)^i} \quad (1)$$

în care A_i este anuitatea ce trebuie rambursată, calculată conform metodelor prezentate la costul creditului bancar pe termen mediu și lung.

6.2.3. Costul leasingului

Așa cum am văzut, din cele prezentate anterior, leasingul ne apare ca un mod de finanțare particular ce se poate analiza ca un împrumut, și, deci, costul său poate fi evaluat sub forma unei **rate actuariale**.

Ecuația fundamentală care stă la baza determinării costului leasingului este:

$$\sum_i (\text{Fluxuri de intrare actualizate})_i = \sum_i (\text{Fluxuri de ieșire actualizate})_i \quad (1)$$

sau:

$$\sum_i \frac{(\text{Fluxuri de intrare})_i}{(1 + a_L)^i} = \sum_i \frac{(\text{Fluxuri de ieșire})_i}{(1 + a_L)^i} \quad (2)$$

¹⁷ I. Stancu, *Finanțe*, Editura Economică, București, 1996, pag. 260

Rata de actualizare " a_L " ca soluție a ecuației (2), reprezintă **costul explicit al leasingului**.

Așadar, fluxurile de intrare și fluxurile de ieșire pe care le presupune derularea unei operațiuni de leasing determină, în mod direct, mărimea costului acestuia suportat de către firmă. Este vorba de următoarele cash flow-uri (inflow-uri sau outflow-uri):¹⁸

- *valoarea bunului luat în leasing*, ce reprezintă, în mod indirect, mărimea împrumutului primit de firmă de la societatea de leasing. Pornind de la această valoare se va calcula, în cadrul contractului de leasing, dobânda (în cazul leasingului financiar) sau beneficiul (în cazul leasingului operațional) de plătit locatorului;

- *chiria netă plătită*. Se va lua în considerare economia de impozit realizată de firmă prin deductibilitatea chiriei din profitul impozabil;

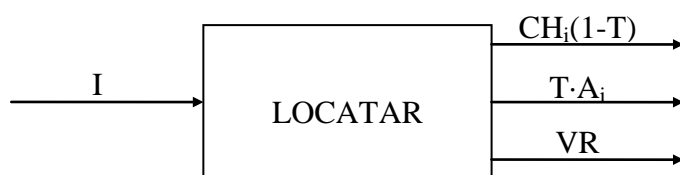
- *valoarea reziduală a bunului luat în leasing*. Este întâlnită în cazul contractelor de leasing financiar, în condițiile în care acestea prevăd transferarea dreptului de proprietate asupra bunului către utilizator. Mărimea acesteia este stabilită prin contract sau va fi estimată în funcție de prețurile negociate la momentul respectiv, pentru acel bun, ținând cont de deprecierea cumulată.

În plus, față de aceste elemente care sunt evidente, apreciem că pentru o corectă determinare a costului leasingului, în cazul locatarului, ca "ieșire" trebuie să considerăm și *economia de impozit aferentă amortizării*, dat fiind faptul că partea reprezentând amortizarea bunului luat în leasing nu mai constituie o cheltuială deductibilă și nu mai generează o economie fiscală pentru utilizatorul leasingului. În consecință, utilizatorul leasingului, nefiind proprietarul bunului, înregistrează un cost de oportunitate, determinat de pierderea economiei de impozit aferentă amortizării bunului luat în leasing.¹⁹

Așadar, orice contract de leasing trebuie evaluat atât de locatar cât și de locator. Locatarul trebuie să determine dacă apelarea la leasing este mai puțin costisitoare decât apelarea la un credit bancar sau unul obligatar, în timp ce locatorul trebuie să decidă ce chirie este necesară pentru a obține o rată rezonabilă a rentabilității.

Dat fiind faptul că atenția noastră este concentrată, îndeosebi, asupra **modalităților de finanțare a firmei și costului acestora** este firesc să ne intereseze cu precădere punctul de vedere al celui care apelează la împrumut (utilizatorului), ceea ce nu înseamnă, însă, că punctul de vedere al societății de leasing este mai puțin interesant.

Prin urmare, din **optica locatarului** (a celui care se îndatorează), sistemic situația se prezintă astfel:



Așadar, el primește bunul de valoare I la momentul 0 (fără a fi, însă, așa cum am mai precizat, proprietarul său).

În consecință, el se angajază să plătească în viitor chiriile nete $CH_i(1-T)$, valoarea reziduală (VR) și, în plus, dat fiind faptul că nu este proprietarul bunului, înregistrează ca "ieșire" și pierderea economiei de impozit aferentă amortizării ($T \cdot A_i$).

Deci, în cazul său, ecuația (2) se transcrie:

¹⁸ A. Ciobanu, articol "*Costul leasingului- analiză comparativă între leasingul operațional și cel financiar*", Buletin informativ ANEVAR, nr.2-3/2002, pag26

¹⁹ I. Stancu, *Finanțe, Ediția a treia*, Editura Economică, București, 2002, pag.651.

$$I = \sum_{i=1}^n \frac{CH_i(1-T) + T \cdot A_i}{(1+a_L)^i} + \frac{VR}{(1+a_L)^n} \quad (3)$$

Prin urmare, dacă locatarul determină rata de actualizare care stabilește egalitatea între fluxurile de intrare imediate cu fluxurile de ieșire viitoare, stabilește **costul actuarial al operațiunii de leasing**.

Aceasta ar fi, dacă putem spune așa, **cazul general**. Studiind, însă, cu atenție modul în care este reglementat leasingul în țara noastră, cu accent pe *structura ratelor de leasing* în cazul celor două tipuri de leasing prevăzute de legislația noastră, remarcăm faptul că relația (3) este **valabilă, cel mult, în cazul estimării costului leasingului operațional**.

Având în vedere faptul că, **în cazul leasingului financiar**, chiriile plătite (cota parte din valoarea de intrare a bunului plus dobânda de leasing) nu coincid ca valoare cu cheltuielile deduse de firmă (cota de amortizare a bunului plus dobânda de leasing), acestea din urmă fiind mai mari în primii ani de exploatare, suntem de părere că ecuația de determinare a costului leasingului trebuie detaliată considerând separat economia de impozit anuală obținută de firmă datorată deductibilității ratei de leasing (chiriei) din profitul impozabil. Se va ține, astfel cont și de faptul că gradul de incertitudine asociat mărimii acestor economii de impozit este diferit de acela specific valorii ratelor de leasing stabilite prin contract. Este evident faptul că putem vorbi de economii de impozit numai atunci când firma obține profit. Prin urmare, un grad ridicat de risc asociat profiturilor firmei va implica un risc mai mare aferent realizării economiilor de impozit și, ca rezultat, rata de actualizare aferentă acestora *poate fi* majorată cu o primă de risc.

Așadar, relația care surprinde aspectele semnalate anterior este:

$$I = \sum_{i=1}^n \frac{CH_i + T \cdot A_i}{(1+a_L)^i} + \frac{VR}{(1+a_L)^n} - \sum_{i=1}^n \frac{EICh_i}{(1+a_{EI})^i} \quad (4)$$

în care:

$EICh_i$ = economia de impozit din anul "i" obținută de firmă datorată deductibilității ratei de leasing (chiriei);

a_{EI} = rata de actualizare aferentă economiilor de impozit, ce are în vedere gradul de incertitudine privind realizarea lor.

Această relație poate fi folosită și în cazul estimării costului leasingului operațional cu atât mai mult cu cât și în această situație putem vorbi de o incertitudine în ceea ce privește economiile de impozit.

Așa cum am precizat, costul leasingului este soluția ecuațiilor de mai sus ce *se calculează după metodologia ratei interne de rentabilitate*. Dealtfel, costul leasingului pentru locatar este contrapartida ratei rentabilității pentru locator.

Costul fiecărei surse de finanțare, fie acesta capital propriu sau capital împrumutat se compară cu sursele alternative pe care firma le are la dispoziție și, în mod evident, va fi selectată sursa cea mai ieftină.

6.3. Abordarea costului capitalului ca un cost mediu ponderat și ca un cost marginal

Problematica costului capitalului este extraordinar de importantă în toată lumea afacerilor, din **trei motive principale**, și anume:²⁰

- pentru a maximiza valoarea de piață a firmei pentru care lucrează, managerii trebuie să minimizeze costurile tuturor intrărilor, deci inclusiv costul capitalului, iar

²⁰ P. Halpern, J.F. Weston, E.F. Brigham, *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998, pag.586-587

pentru a minimiza costul capitalului, managerii trebuie să fie, în primul rând, capabili să măsoare acest cost;

- managerii compartimentelor financiare au nevoie de o estimare a costului capitalului pe baza căreia să ia decizii de investiții corecte;
- multe alte decizii luate de către managerii departamentelor financiare, inclusiv cele referitoare la leasing, răscumpărarea obligațiunilor, politica fondului de rulment etc., se bazează pe estimarea costului capitalului.

Capitalul firmei este format din diverse surse (componente), fiecare cu un cost al său. Ideea de bază, într-o economie ca a noastră, aflată în plin proces de restructurare și re tehnologizare, este de a asigura capitalurile necesare cu un cost cât mai redus. Este motivul pentru care managerii trebuie să fie capabili să-și însușească și, apoi, să utilizeze **metodele moderne de stabilire a costurilor capitalurilor**.

Capitalul este un factor de producție esențialmente necesar și, ca orice alt factor are un cost. Costul fiecărei componente este denumit *costul componentei* reprezentată de acel tip anume de capital. Prin urmare, atunci când dorim să determinăm costul capitalului unei firme trebuie să avem în vedere doi parametri: costul fiecărei surse de finanțare și ponderea fiecăreia în totalul capitalurilor investite. Așadar, **costul capitalului total al firmei apare ca un cost mediu ponderat corespunzând costului surselor de care dispune firma**.

Costul mediu ponderat al capitalului firmei, CMPC, (weighted average cost of capital - WACC, în limba engleză) sau **costul compozit al capitalului**, cum mai este denumit, se determină conform relației:

$$CMPC = R_c \cdot \frac{C}{C + D} + r_d \cdot \frac{D}{C + D} \quad (1)$$

în care:

R_c = rata costului capitalului propriu, determinată conform modelelor prezentate în secțiunile anterioare;

r_d = rata costului capitalului împrumutat (datoriilor), determinată în funcție de costul probabil al împrumuturilor după impozitarea firmei; acest cost, atunci când vorbim de un singur împrumut, reprezintă rata dobânzii pentru creditul obținut, r , din care se scade economia de impozit ($r \cdot T$) care rezultă datorită faptului că dobânda este o cheltuială deductibilă în scop fiscal;

C = suma capitalurilor proprii, care sunt fie de natură internă fie de natură externă.

D = suma datoriilor;

În ceea ce privește relația (1) trebuie făcute **două precizări**:

- atât costurile specifice fiecărei surse de finanțare cât și ponderile lor au un *caracter istoric* și se consideră că adoptarea de investiții noi nu modifică semnificativ aceste variabile;²¹

- atât suma capitalurilor proprii cât și suma datoriilor *ar fi recomandabil* să fie exprimată în valori de piață. Mai mult, dacă firma este cotate la bursă, pentru capitalurile proprii se ia în calcul capitalizarea bursieră, iar dacă datoriile provin din credite obligatate, D este produsul dintre numărul de obligațiuni emise și cursul (prețul) curent al obligațiunii. Din păcate, însă, instabilitatea și indisponibilitatea informațiilor privind valorile de piață conduce, de cele mai multe ori, la utilizarea valorilor contabile.

Costul capitalului pentru o anumită investiție **reprezintă** costul economic de atragere și menținere a capitalului într-un mediu competitiv în care investitorii analizează atent și compară toate oportunitățile de investiție.

²¹ I. Stancu, *Finanțe, Ediția a treia*, Editura Economică, București, 2002, pag.665

Atunci când o firmă are nevoie de noi capitaluri pentru a finanța noile proiecte de investiții (finanțarea dezvoltării), și dorește să-și păstreze în echilibru structura financiară, trebuie să obțină noile fonduri, parțial din capital împrumutat și parțial din capital propriu, în concordanță cu structura financiară la nivel de firmă. Un lucru este, însă, clar. Chiar dacă, firma dorește acest lucru, este foarte dificil de realizat. De obicei, finanțarea se face în sume discrete, ajungându-se ca un anumit proiect să fie finanțat în proporții diferite de structura financiară a firmei, ceea ce implică faptul de a finanța următorul proiect în alte proporții, astfel încât, pe termen lung să se păstreze structura financiară obiectiv a firmei.

De asemenea, CMPC reprezintă costul marginal al capitalului, deoarece se referă la costul incremental sau marginal al fondurilor necesare pentru finanțarea unui proiect de investiții.

Abordarea costului capitalului atât ca un cost mediu ponderat cât și ca un cost marginal are următoarea explicație: costul mediu ponderat al capitalului reflectă costul de oportunitate sau costul marginal al fiecărei surse specifice de fonduri utilizată de firmă. Din acest punct de vedere, acesta este un concept marginal. Însă, dat fiind faptul că firma utilizează aceste fonduri în anumite proporții, valabile, așa cum am arătat, pe termen lung, pentru a finanța investițiile, calcularea costului mediu ponderat al capitalului se face prin determinarea mediei ponderate a costurilor marginale specifice care vor fi utilizate. *Întrucât costul mediu ponderat al capitalului este o medie ponderată a costurilor marginale ale fiecărei surse de finanțare, reprezintă și el tot un cost marginal.*

Costul marginal al capitalului, CMC, (marginal cost of capital - MCC) - este definit ca fiind acel cost necesar a fi suportat în vederea obținerii unei unități monetare suplimentare de capital, și sporește pe măsură ce nevoia de capital crește.

Este de remarcat faptul că o firmă poate obține *sume limitate* de noi fonduri care să aibă o rată a costului constantă. Aceasta, deoarece, pe măsură ce firma dorește să obțină sume din ce în ce mai mari într-o anumită perioadă, costurile aferente diverselor surse încep să crească și, implicit, CMPC, pentru fiecare unitate monetară nou obținută va crește. Așadar, capitalul nu poate fi obținut în cantități nelimitate la un cost constant. După un anumit prag, costul fiecărei unități monetare adiționale va crește.

6.4. Structura financiară a firmei

Problematika structurii financiare a firmei constituie una din problemele importante ale managementului financiar. Alegerea structurii financiare a unei firme este o problemă veche și, în același timp, dificilă.²² "Delicatețea" acesteia izvorăște din faptul că, încă, nu s-a dat un răspuns, unanim acceptat, la întrebarea *dacă o firmă este prea mult sau suficient îndatorată*. În legătură cu această întrebare, există o serie de teorii și păreri, unele contradictorii, care vin să complice și mai mult problema.

În cadrul politicii financiare a oricărei firme moderne, necesitatea alegerii unei structuri financiare-obiectiv reprezintă o prioritate. Această politică trebuie să se încadreze în normele strategiei generale a firmei, în funcție de realitățile conjuncturale și domeniul de desfășurare a activităților, în vederea realizării obiectivelor dorite.

Conform obiectivului de bază al funcției financiare a firmei, preocuparea managerilor este creșterea continuă a valorii firmei, astfel încât să se realizeze o maximizare a acesteia în raport cu structura activelor care o compun. Dacă obiectivul maximizării valorii firmei este urmărit pe fiecare proiect de investiții ce se intenționează a se realiza, prin obținerea unei valori actualizate cât mai mari, *firma considerată ca o sumă de proiecte de investiții* va spori în valoare. Dar valoarea actualizată netă este mai mare fie datorită obținerii unor cash-flow-

²² M. Albouy, *Financement et coût du capital des entreprises*, Editura Eyrolles, Paris, 1991, pag.1.

uri mai mari, fie datorită înregistrării unui cost mediu ponderat al capitalului investit cât mai mic, cost mediu ponderat care reprezintă rata de actualizare a cash flow-urilor investiției.

Deci, realizarea unei structuri financiare optimale a capitalului investit va permite minimizarea costului mediu ponderat al capitalului și, implicit, maximizarea valorii firmei.

Există, ca atare, o interdependență între costul capitalurilor și structura financiară și de aceea problema optimizării structurii este o problemă de management financiar strategic care diferențiază, din punct de vedere al eficienței, concurenței cu eforturi financiare asemănătoare.

Structura financiară exprimă împărțirea resurselor financiare ale firmei între capitaluri proprii și capitaluri împrumutate (datorii). Aceasta este, adesea, confundată cu raportul datorii/capitaluri proprii numit levier financiar (pârghie financiară).

Optimizarea structurii financiare presupune stabilirea acelei combinații între capitalurile proprii și cele împrumutate definită în termeni de rentabilitate și risc care să maximizeze valoarea acțiunilor firmei. Așadar, alegerea unei structuri financiare optime este esențială pentru orice firmă, întrucât va determina, în mod direct, rentabilitatea și riscul acesteia.

Cu privire la structura financiară, sunt de subliniat următoarele *aspecte*:

- firmele rentabile și viabile, datorită produselor lor, pot să nu cunoască nici un fel de dificultate importantă a trezoreriei din cauza unei îndatorări mari;
- firmele nerentabile, neviabile pe termen lung din cauza calității produselor lor, vor avea mari probleme de trezorerie, indiferent de structura lor financiară.

Adoptarea unei anumite structuri financiare este rezultatul unui proces decizional al firmei care nu se poate realiza fără a ține seama de constrângerile rezultate din funcționarea pieței de capital, dat fiind faptul că orice formă de capital costă.²³ Astfel, structura capitalului este o variabilă care nu depinde numai de firmă, de obiectivele sale de creștere economică, de rentabilitatea sau de riscurile pe care consimte să și le asume. Aceasta este influențată și, adesea, determinată de acționari, de bănci sau de alți împrumutători, de stat, ca și de conjunctura economico-financiară.²⁴

Optimizarea structurii financiare, respectiv a proporțiilor optime de finanțare prin capitaluri proprii și împrumutate se poate realiza prin două **modalități**:

- **analiza ratelor structurii financiare;**
- **teoria lui Modigliani și Miller.**

Capitolul 7. Decizia de dividend a firmei

Scopul direct al oricărei activități economice este obținerea unui rezultat favorabil cât mai mare posibil care să asigure cointeresarea tuturor participanților la această activitate. Însă, independent de problema participării și cointeresării salariaților, *arbitrajul între distribuirea de dividende și reținerea profiturilor constituie un element esențial al oricărei decizii financiare.*

Conform legislației noastre în vigoare²⁵, **dividendul** este orice distribuire în bani sau în natură, efectuată de o persoană juridică unui participant la persoana juridică, drept consecință a deținerii unor titluri de participare la acea persoană juridică, exceptând următoarele:

- o distribuire de titluri de participare suplimentare care nu modifică procentul de deținere a titlurilor de participare ale oricărui participant la persoana juridică;

²³ H. Cristea, I. Talpoș, D. Cosma, *Gestiunea financiară a întreprinderilor*, Editura Mirton, Timișoara, 1998, pag.189

²⁴ N. Hoanță, *Finanțele firmei*, Editura Continent, Sibiu, 1996, pag.232.

²⁵ *Legea nr.571/2003 privind codul fiscal, art.7, pct.12*

- o distribuire în bani sau în natură, efectuată în legătură cu răscumpărarea titlurilor de participare la persoana juridică, alta decât răscumpărarea care face parte dintr-un plan de răscumpărare, ce nu modifică procentul de deținere a titlurilor de participare al nici unui participant la persoana juridică;

- o distribuire în bani sau în natură, efectuată în legătură cu lichidarea unei persoane juridice;

- o distribuire în bani sau în natură, efectuată cu ocazia reducerii capitalului social constituit efectiv de către participanți.

Dacă suma plătită de o persoană juridică pentru bunurile sau serviciile furnizate către un participant la persoana juridică depășește prețul pieței pentru astfel de bunuri sau servicii, atunci diferența se tratează drept dividend.

O definiție foarte sintetică este următoarea:²⁶ cota-parte din profit ce se plătește fiecărui asociat constituie **dividend**.

Apreciem că o *definiție precisă, clară și concisă* este următoarea: **dividendul** este orice distribuire făcută de o persoană juridică, în bani și/sau în natură, în favoarea acționarilor sau asociaților săi, din profitul net stabilit pe baza situațiilor financiare anuale, proporțional cu cota de participare a acestora la capitalul social vărsat, dacă prin actul constitutiv nu s-a prevăzut altfel.

Stabilirea cotei de distribuire este de resortul adunării generale a acționarilor. Tot aceasta este și cea care stabilește *termenul de plată* a acestora, dacă prin legi speciale nu s-a prevăzut altfel, dar nu mai târziu de 8 luni de la data aprobării situațiilor financiare anuale aferente exercițiului financiar încheiat. În caz contrar, firma va plăti o penalitate aferentă perioadei de întârziere, la nivelul dobânzii legale.

De menționat și faptul că dividendele se vor distribui decât din profiturile reale determinate cu respectarea prevederilor legale. Orice dividend plătit contrar legii se restituie, în măsura în care firma care le-a distribuit dovedește că acționarii sau asociații au cunoscut neregularitatea distribuirii sau, în împrejurările existente, trebuiau să o cunoască. Dreptul la acțiunea de restituire a dividendelor se prescrie în termen de trei ani de la data distribuirii lor. Dividendele care se cuvin după data transmiterii acțiunilor aparțin cesionarului, în afară de cazul în care părțile au convenit altfel.

Decizia de dividend reprezintă ansamblul acțiunilor și tehnicilor folosite pentru determinarea nivelului dividendelor ce pot fi distribuite acționarilor. În cadrul acesteia, se pune problema de a opta între distribuirea dividendelor sau capitalizarea unei părți cât mai mari din profitul net, de către firma respectivă.

Autofinanțarea realizată prin capitalizarea profitului creează *avantaje* pentru toate părțile interesate de viața firmei:

- **pentru acționarii firmei** crește valoarea acțiunilor, pentru că în majoritatea sistemelor fiscale câștigurile de capital sunt mai puțin taxate decât dividendele;

- **pentru managerii firmei**, deoarece le sporește autonomia și libertatea în mișcare ca urmare a scăderii nivelului de îndatorare;

- **pentru creditorii firmei** favorizează rambursarea datoriilor.

Însă, **decizia de autofinanțare este indisolubil legată de decizia de distribuire a dividendelor**. Decizia de a distribui o parte mai mare sau mai mică din profitul net acționarilor - sub formă de dividende - determină nivelul sumei din profitul net pe care o capitalizează. De aceea, **stabilirea ratei de distribuire a profitului ((dividend pe acțiune / profit net pe acțiune) · 100)** este o problemă fundamentală pentru firmă întrucât, în mod logic, *profitul net este remunerarea riscului acționarilor*.

²⁶ *Legea nr.31/1990 privind societățile comerciale republicată și modificată, art.67*

Decizia de distribuire a dividendelor este considerată scăzută dacă rata de distribuire este sub 20%, și puternică atunci când depășește 60%.

O decizie de dividend optimă presupune asigurarea unui optim între partea din profitul net distribuită sub formă de dividende și partea rămasă pentru autofinanțare care va asigura creșterea viitoare a firmei, și, deci, premisele creșterii prețului acțiunilor.

Atunci când adunarea generală a acționarilor hotărăște să nu se distribuie în totalitate profitul net, o parte a acționariatului este privată de dreptul său de a realiza un venit imediat în schimbul speranței realizării unui venit viitor. Aceasta stă la baza *selectării acționariatului pentru firmă*.

De nivelul ratei de distribuire sunt interesați direct și creditorii firmei, în special, *obligarii* acesteia, pentru ca să nu aibă loc un transfer de bogăție de la ei spre acționari. Cum remunerarea acestora este, de cele mai multe ori, fixă (nivelul dobânzii fiind fix), dacă nivelul de risc care s-a avut în vedere la stabilirea dobânzii este inferior celui real suportat, valoarea obligațiunilor lor se va diminua, antrenând transferul amintit.

Reamintind și interesul *managerilor firmei* de a beneficia prin autofinanțare de o sursă directă cu un cost egal cu costul capitalurilor proprii dar care îmbunătățește structura financiară a firmei, este evident interesul firmei pentru aplicarea unei decizii optime de dividend care să concilieze interesele contradictorii ale principalilor *actori* ai acesteia.

Trebuie, de la început, să precizăm că interesul deosebit al problematicii dividendului a făcut obiectul unor numeroase realizări teoretice și studii empirice de testare a acestor teorii și teze fără, însă, a se ajunge la puncte de vedere comune, și, de aceea, nu se poate vorbi de o decizie de dividend unitară ci mai degrabă de *metode și practici ce stau la baza deciziei de distribuire a dividendelor*.

Mai mult, teoria în acest domeniu, este cea mai puțin dezvoltată și cea mai incompletă. Decizia de dividend este și cea mai controversată pentru că "*punctul spinos*" atât pentru decizia de investiții cât și pentru decizia de finanțare este chiar dividendul²⁷.

Însă, eforturile teoretice și observațiile practice în problematica dividendelor au permis evidențierea mai multor *aspecte* dintre care, mai principale, sunt:

- modul de apreciere de către investitori a firmelor, în funcție de nivelul mai ridicat sau mai scăzut al ratei de distribuire;
- semnalul pe care-l transmit pentru investitori firmele, care, deși profitabile, nu distribuie dividende, în privința oportunităților pentru investiții. Procură viitoarele investiții mai multă bogăție decât dividendul pe care urmau să-l distribuie în prezent?;
- dacă dividendele distribuite sunt un semnal pentru investitori în ceea ce privește anticiparea pentru viitor a rentabilității firmei;
- felul în care dividendele reglează conflictele de interese între participanții activi la viața firmei.

Toate acestea evidențiază *rolul conținutului informațional* al dividendului pentru piața de capital, aspect ce considerăm că se va regăsi și în economia românească pe măsura stabilizării legislației de funcționare a pieței de capital și legislației fiscale, a funcționării normale a firmelor și stabilirii de raporturi corecte și neinfluențate de interese de grup, restrânse cu piața de capital.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. Berceanu, Dorel – *Management financiar strategic. Aplicații practice*, Editura Universitaria, Craiova, 2007;
2. Berceanu, Dorel – *Deciziile financiare ale firmei, Ediția a doua*, Editura Universitaria, Craiova, 2006.

²⁷ S. Lumby, *Investment Appraisal and Financing Decision. A first course in financial management*, Fourth Edition, Chapman & Hall, Londra, 1991, pag.470

MODULUL II
MONEDĂ, CREDIT, BĂNCI

Autori

prof. univ. dr. Marin OPRÎTESCU;
prof. univ. dr. Jenica POPESCU:

PARTEA I „MONEDĂ ȘI CREDIT”

prof. univ. dr. Cristi SPULBĂR:

PARTEA A II-A „MANAGEMENT BANCAR”

PARTEA I. MONEDĂ ȘI CREDIT

Capitolul 1. Concepția keynesistă asupra monedei

Concepțiile monetare dominante în prezent în literatura economică sunt cea a lui J.M.Keynes – formată și dezvoltată în timpul mării crize interbelice din anii 1929-1933 și preluată și amplificată de succesorii săi, keynesienii- și cea a monetariștilor – grupați în jurul cercurilor academice ale Universității din Chicago și inspirați de profesorul Milton Friedman. În condițiile crizei din anii 1974-1975, controversa dintre aceste două curente de gândire s-a transformat într-o dezbateră principială care a opus intervenționismul statului în economie, susținut de keynesieni, liberalismului economic, susținut de monetariști.

După Keynes, intervenția statului în economie este necesară pentru asigurarea utilizării complete a forței de muncă, iar principalul mijloc prin care statul poate acționa în acest sens este modificarea cheltuielilor globale. Aceasta deoarece între nivelul și structura cheltuielilor și produsul intern net există o strânsă legătură. De exemplu, sporirea cheltuielilor de investiții ale întreprinderilor, componentă a cheltuielilor globale, determină în mod direct o creștere a produsului intern net.

Însă, investițiile reprezintă totodată și elementul de cheltuieli cel mai instabil, astfel încât ele constituie principalul factor stimulator sau inhibitor al activității economice globale. Investițiile sunt determinate, în principal, de previziunile consiliilor de administrație din întreprinderi, iar pentru a combate efectele fluctuației cheltuielilor pentru investiții asupra activității economice, este necesar să se manevreze în sens invers cheltuielile publice. Soldul bugetar trebuie utilizat anticiclic: în caz de recesiune, bugetul trebuie încheiat cu un anumit deficit, pentru că deficitul stimulează economia; în caz de *supraîncălzire* a economiei, bugetul trebuie să fie excedentar, pentru că, crearea unui anumit excedent reduce puterea de cumpărare a agenților economici.

În contextul menționat, monedei îi revine un rol secundar. Adversar al etalonului aur-monedă, care, datorită rigidității sale, se opune intervenției statului, Keynes subordonează obiectivul asigurării stabilității puterii de cumpărare a monedei și cel al realizării echilibrului financiar și monetar, satisfacerii necesităților apărute în procesul intervenției statului în economie. Pentru Keynes, economisirea, adică preferința pentru lichiditate, condiționată strict de stabilitatea monedei, are o acțiune depresivă și, dimpotrivă, consumul – favorizat de o putere de cumpărare a monedei instabilă – este cel care stimulează investițiile și, deci, creșterea economică. În consecință, este necesar ca statul să combată stocarea monedei, atenuând preferința pentru lichiditate, și să relanseze investițiile. Soluția preconizată de Keynes, în lucrările *Teoria generală a utilizării mâinii de lucru, a dobânzii și banilor* și *Cum să se plătească pentru război*, este creșterea masei monetare în circulație și provocarea unei inflații moderate. Această provocare descurajează deținerea banilor o perioadă mai îndelungată de timp, stimulează investițiile și consumul și, ca o consecință, antrenează creșterea economică și ocuparea completă a forței de muncă.

Influența monedei asupra activității economice, asupra produsului intern net, nu se exercită, în opinia lui Keynes, numai în mod direct, prin stoparea preferinței pentru lichiditate și efectele rezultate din acest act, ci și indirect prin intermediul dobânzii. Dobânda se formează în sfera monetară a economiei, iar nivelul său depinde de raportul dintre oferta de capital, echivalentă cu oferta de monedă și cererea de capital, echivalentă cu cererea de monedă. O dobândă redusă, determinată de sporirea resurselor băncilor, fie ca urmare a mobilizării disponibilităților bănești neutilizate în economie, fie ca urmare a transferurilor de fonduri bănești de la bugetul statului, fie ca urmare a emisiunii monetare, încurajează pe conducătorii de întreprinderi să se împrumute, fenomen ce stimulează investițiile și, prin ele, activitatea economică. Orice altă sporire a masei monetare în circulație, de pildă prin

operațiuni de open market, conduce la reducerea nivelului dobânzii, stimulând investițiile, iar acestea la rândul lor, stimulează cheltuielile de consum prin crearea de noi venituri.

Realitățile economice din ultimele decenii au infirmat o serie de teze ale keynesismului în general, ale aplicațiilor sale în domeniul monetar, în particular. Potrivit acestei concepții, inflația și șomajul sunt mărimi invers proporționale, în sensul că reducerea șomajului poate fi obținută prin accelerarea inflației și invers. Stagflația din deceniul al optulea al secolului trecut a demonstrat însă că inflația nu are, întotdeauna, o influență reală asupra șomajului și că, cele două fenomene pot să coexiste. În consecință, politica monetară a unor state dezvoltate, cum sunt S.U.A., Anglia, Germania, Elveția a început să renunțe la rețetele keynesiste și să se orienteze după alte concepții care recomandă menținerea expansiunii monetare anuale între anumite limite stabile.

Capitolul 2. Concepția monetaristă

Spre deosebire de keynesieni, monetariștii consideră că între sfera monetară și cea a producției există o puternică legătură directă, fapt ce-i face să atribuie modificării masei monetare în circulație o importanță decisivă în evoluția activității economice și în asigurarea stabilității prețurilor. În opinia monetariștilor, dublul obiectiv – stabilitatea monetară și dezvoltarea echilibrată a economiei – ar putea fi atins aproape automat printr-un control oficial, riguros, al masei monetare în circulație și prin admiterea creșterii anuale a acestei mase numai cu un anumit procent ce se înscrie în tendința pe termen lung a economiei.

La baza concepției monetariste stau două postulate și anume:

- între evoluția masei monetare în circulație și cea a produsului social există o strânsă legătură;

- masa monetară în circulație este o mărime influențabilă, ce poate fi corelată cu necesitățile economiei.

Deci, masa monetară este ridicată la rangul de variabilă dominantă în explicarea evoluției veniturilor și a prețurilor, atenția autorităților trebuind îndreptată spre acest factor. În acest context, banca de emisiune stabilește, prin intermediul cantității de bani, volumul cererii globale, iar fiecare agent economic trebuie să-și încadreze comportamentul în limitele acestei cereri globale prefigurată de banca de emisiune prin dirijarea masei monetare în circulație.

Alte influențe, cum ar fi politica bugetară, măsurile economice, comportamentul social, impactul extern, sunt de importanță secundară. Dacă există totuși fluctuații conjuncturale, ele se datorează politicii monetare greșite și nu altor cauze.

Monetarismul constituie o continuare și, totodată, o dezvoltare a teoriei cantitative a monedei, având ca precursori pe I.Fisher și pe reprezentanții Școlii de la Cambridge: A. Marshall și A.C.Pigou.

Principalul său mentor este profesorul Milton Friedman de la Universitatea din Chicago, care analizând, în mod empiric, corelația dintre masa monetară și produsul intern brut, a ajuns la următoarele concluzii:

- pe termen lung există o legătură statistică stabilă între cantitatea de bani ce revine pe unitatea de produs și nivelul prețurilor, fapt ce confirmă ideea conform căreia creșterea produsului intern brut depinde de masa monetară în circulație;

- viteza de circulație a veniturilor bănești este, pe termen lung, o mărime stabilă: tendința vitezei de circulație este de scădere, odată cu creșterea venitului real;

- impulsurile monetare influențează creșterea socială cu un anumit decalaj temporar, a cărui mărime diferă de la un ciclu la altul.

Pornind de la aceste concluzii, Friedman a dedus că o politică monetară anticiclică, discreționară, nu conduce la stabilitate din cauza mărimii diferite a decalajelor în timp cu care

se manifestă efectele sale. Este preferabil, de aceea, a propus M. Friedman ca *în lipsa unor cunoștințe științifice, suficient de sigure cu privire la aceste elemente, să se adopte o rată prudentă de creștere a masei monetare în circulație în funcție de experiența acumulată în trecut și de rata anuală de creștere a produsului intern brut.*

În opinia lui M. Friedman, nu stabilirea ca atare a procentului de creștere este hotărâtoare, ci menținerea sa neschimbată, pentru că cea mai potrivită mărime economică, cea mai riguros optimă, ca și cea mai indicată mărime monetară globală, sunt mai puțin importante decât adoptarea de către autorități a unui program de acțiune constant și cunoscut.

În scopul transpunerii în practică a recomandărilor sale, Friedman a preconizat o reformă concomitentă a aparatului bancar, în sensul eliminării autonomiei băncilor comerciale în ceea ce privește crearea monedei de cont și extinderii capacității băncii de emisiune de a efectua operațiuni de rescont și de a interveni pe alte căi administrative în activitatea altor bănci.

Tezele lui Friedman au fost dezvoltate îndeosebi de K. Brunner și de A.H.Meltzer. Aceștia au introdus în analiză conceptul de *bază monetară*, care este o mărime măsurabilă statistic și controlabilă, constând din rezervele lichide ale băncilor și numerarul în circulație. Celelalte posturi în bilanț ale băncii centrale constituie surse de formare a bazei monetare. Ceea ce trebuie controlat și dirijat sunt tocmai aceste surse, iar cea mai potrivită metodă în acest scop o constituie vânzarea-cumpărarea de hârtii de valoare. Din acest punct de vedere, manevrarea taxei de rescont la care băncile comerciale se refinanțează de la banca de emisiune-metodă folosită în mod tradițional – este inadecvată, pentru că decizia de refinanțare și mărirea acesteia depind mai mult de voința băncilor comerciale decât de cea a băncii de emisiune.

Continuatorii concepției lui Friedman au aprofundat analiza canalelor prin care impulsurile monetare acționează asupra sferei materiale, elaborând *teoria prețurilor relative*. Potrivit unor lucrări monetare recente, *baza monetară (B)*, înmulțită cu multiplicatorul ofertei de monedă (m), este egală cu masa monetară în circulație (M), adică $B \times m = M$. De aici rezultă că sporirea bazei monetare, prin măsuri adecvate de politică monetară, conduce la o creștere corespunzătoare a masei monetare în circulație, proporțional cu valoarea cifrică a *multiplicatorului ofertei de monedă*. Optimizarea masei monetare în circulație trebuie să constituie principalul obiectiv al politicii monetare.

Concepția monetaristă a determinat renașterea interesului pentru monedă, favorizând dezbaterile teoretice și practice în acest domeniu, însă realitatea nu s-a conformat întotdeauna teoriei. În aplicarea teoriei monetariste au apărut o serie de complicații, referitoare mai ales la lămurirea conținutului noțiunilor de monedă și masă monetară și la problema vitezei de circulație a monedei și comportamentul său. Cu toate acestea, datorită insatisfacției resimțite în urma eșecului aplicării tezelor keynesiene și vidului lăsat în teoria economică prin prăbușirea sistemelor doctrinare create în condițiile circulației metalice, unele state au început să aplice, cu o oarecare fermitate, recomandările monetariste.

Capitolul 3. Etape în evoluția monometalismului - aur

În evoluția sa monometalismul aur a cunoscut mai multe etape și anume: etalonul aur-monedă (Gold Standard); etalonul aur-lingouri (Gold Bullion Standard); etalonul aur-devize (Gold Exchange Standard).

3.1 Etalonul aur-monedă

Etalonul aur-monedă (clasic) a devenit cu timpul expresia juridică cea mai deplină și mai caracteristică a circulației monedei cu valoare intrinsecă. La baza funcționării sale au fost

puse următoarele principii: stabilirea prin lege a unui conținut în aur al unității monetare (valorii paritare); stabilirea raporturilor de valoare dintre diferite monede naționale (parităților monetare) pe baza valorilor paritare respective; baterea liberă a monezilor de aur, fiecare deținător având dreptul să predea monetării statului o cantitate de aur și să obțină în schimb numărul corespunzător de monezi de aur, mai puțin o anumită taxă de batere; convertibilitatea liberă a bancnotelor în monezi de aur; circulația liberă a aurului atât în interiorul țării, cât și în exterior.

Din examinarea, oricât de succintă, a acestor caracteristici pot fi desprinse atât avantajele cât și limitele sistemului. Astfel, prin definirea în aur a monedei naționale, raportul valoric dintre monedele diferitelor state rămâne stabil, fapt ce stimulează comerțul internațional. Tezaurizarea și detezaurizarea aurului și convertibilitatea nelimitată a bancnotelor în aur reglează spontan cantitatea de monedă în circulație în funcție de nevoile economiei și, în același timp, realizează, în principiu, echilibrarea balanței plăților curente. Dacă balanța menționată devine excedentară intră aur în țară, pe baza lui, crește masa monetară în circulație, fenomen ce provoacă o majorare a prețurilor și din această cauză scade exportul, reducând intrările de aur – și invers, până la restabilirea de la sine a echilibrului balanței plăților curente și al circulației monetare interne. Se realizează astfel, o stabilitate relativ automată a circulației monetare interne și se disciplinează relațiile de plăți internaționale fără intervenția autorităților statale. De asemenea, se asigură stabilitatea cursurilor valutare, adică a prețurilor monedelor naționale exprimate în monezile altor state, pentru că dacă bancnotele și devizele unui stat devin prea scumpe pentru străini (exportul său este mai mare ca importul) atunci partenerii străini preferă să expedieze aur spre țara de referință. Se creează astfel, o limită superioară a cursului valutei aceluși stat (punctul de intrare a aurului) și o limită inferioară (punctul de ieșire al aurului), acesta din urmă acționând în situația când datorită cererii mari de valută și devize străine (import mai mare decât exportul) cursul acestora în monedă națională devine prea scump, iar importatorii din țara de referință preferă să expedieze în străinătate aur. Punctele aurului constituie deci, limite strânse între care pot oscila cursurile valutare, fapt ce le oferă automat o stabilitate rezonabilă.

Cu toate virtuțile indiscutabile ale etalonului aur-monedă, mecanismele sale stabilizatoare au putut funcționa doar în condițiile pieței liber-concurențiale și ale libertății efective a transferurilor internaționale de capital. Dar, aceste condiții nu au fost întrunite niciodată într-o formă ideală, iar cu timpul au devenit tot mai anacronice. Etalonul aur-monedă a favorizat țările dezvoltate, facilitând concentrarea aurului în câteva dintre acestea și permițându-le să furnizeze lumii drept lichiditate internațională propria lor monedă. Celelalte țări au fost constrânse să efectueze devalorizări repetate, fenomen ce a dus la subordonarea lor față de marile centre financiare și bancare ale lumii.

După primul război mondial, concentrarea aurului în câteva țări dezvoltate ca resursă strategică pentru situații de criză economică și politică, precum și restricțiile puse implicit circulației interne și internaționale a aurului, au determinat majoritatea țărilor să abandoneze etalonul aur-monedă și să adopte fie etalonul aur-lingouri (Anglia, Franța), fie etalonul aur-devize (Italia, Austria etc.), cunoscute sub denumirea de etaloane aur-redus. Unele tentative de reintroducere a etalonului aur-monedă au eșuat, pentru că mecanismele automate ale acestuia erau în contradicție cu noile condiții economico-sociale care cereau intervenția activă a statelor în economie.

În România interbelică s-a încercat introducerea etalonului aur-monedă în anul 1929 împreună cu etalonul aur-lingouri și etalonul aur-devize. De fapt, datorită izbucnirii marii crize economice din anii 1929-1933, nu a funcționat decât sistemul aur-devize și acesta grevat de numeroase restricții.

3.2 Etalonul aur-lingouri

A reprezentat o formă hibridă a etalonului aur-monedă, adoptată după prima conflagrație mondială, ca urmare a concentrării aurului în principalele state dezvoltate și restricțiilor puse circulației efective a aurului. Principalele caracteristici ale acestui sistem sunt: unitatea monetară națională a continuat să fie definită printr-o anumită cantitate de aur; convertibilitatea bancnotelor era posibilă, dar nu în monezi de aur, ci în lingouri (accesul la convertibilitate îl aveau numai deținătorii de sume echivalente cu cel puțin valoarea unui lingou); era necesară existența unei rezerve oficiale de aur în lingouri; capitalurile erau liber transferabile.

Etalonul aur-lingouri a permis echilibrarea balanței de plăți externe prin export-import de aur și disciplinarea emisiunii monetare interne, care rămâne însă limitată în funcție de rezervele de aur. Importanța practică a sistemului monetar bazat pe principiile etalonului aur-lingouri a fost însă redusă. Din punct de vedere istoric, etapa reprezentată de etalonul aur-lingouri prezintă un anumit interes, deoarece reprezintă prima fază de restrângere a convertibilității în aur, proces devenit necesar ca urmare a imposibilității aplicării principiilor clasice ale etalonului aur-monedă.

În România, forma de convertibilitate implicată de etalonul aur-lingouri a fost adoptată, împreună cu altele, în cadrul reformei de stabilizare monetară din anul 1929, fără ca să fie însă efectiv practică.

3.3 Etalonul aur-devize

Reprezintă, de asemenea o formă hibridă a etalonului aur-monedă, instituită de unele țări pe baza recomandărilor Conferinței Monetare Internaționale de la Genova, din anul 1922, ca urmare a împrejurărilor postbelice care făceau imposibilă restabilirea etalonului aur-clasic. Caracteristicile principale ale acestui sistem sunt: definirea unității monetare naționale printr-o anumită cantitate de aur sau în funcție de o monedă mai puternică, convertibilă în aur; retragerea aurului din circulația internă, în care se utilizează exclusiv semne ale valorii; convertibilitatea bancnotelor, la alegerea băncii emitente în aur sau în valute-aur, în care moneda națională este convertibilă legal la un curs oficial stabilit în mod durabil în funcție de parități fixe; constituirea unei rezerve de mijloace de plată internaționale, compusă din aur, din valute străine relativ stabile și din alte active; transferarea liberă sau în limitele anumitor restricții a capitalurilor.

În cadrul acestui sistem, rolul convertibilității este redus la procurarea mijloacelor de plată necesare pentru achitarea importurilor (convertibilitatea în aur este înlocuită cu interconvertibilitatea unei valute în alta). În ordine cronologică, etalonul aur-devize constituie prima derogare de la principiile automatiste ale etalonului aur-monedă, derogare rezultată din includerea în rezervele de plată internaționale, alături de aur, a valutelor și devizelor. Automatismul asigurării necesarului de monedă în circulație a fost înlocuit prin acțiunea conștientă a statelor, bazată pe anumite repere și aprecieri ale instituțiilor financiare specializate și băncilor.

Data fiind insuficiența fizică a aurului în raport cu necesitățile mereu crescânde de mijloace de plată ale schimbului, etalonul aur-devize a constituit o soluție pentru sporirea masei monetare în concordanță cu nevoile economiei, fără creșterea corespunzătoare a acoperirii metalice a emisiunii. Aplicarea principiilor acestui sistem s-a confruntat însă în practică cu o serie de dificultăți. Astfel, rezervele de mijloace de plată internaționale ale celor mai multe state se formează, de regulă, ca urmare a excedentelor balanțelor de plăți externe, care corespund unor deficite ale balanțelor statelor din care provin valutele forte. Mărimea rezervelor nu depinde deci, de necesitățile schimburilor economice internaționale, ci de

deficitele balanțelor de plăți ale țărilor emitente de valute de rezervă, fapt ce creează premisa unui exces sau a unei insuficiențe a lichidităților internaționale. Pe de altă parte, etalonul aur-devize a asigurat supremația țărilor furnizoare de mijloace de plată internaționale, cărora le-a oferit numeroase avantaje unilaterale, în principal acelea de a plăti cu propria monedă importul de mărfuri și servicii, de a finanța cu această monedă expansiunea și infiltrarea firmelor naționale în economia altor țări etc., fenomene ce au condus la apariția unui exces de lichidități internaționale. În consecință, s-au produs numeroase crize valutare, care, în final, au determinat renunțarea la această bază a sistemelor monetare naționale.

Faptul că băncile centrale își constituie rezerve în devize și valute a generat și serioase implicații politice. Astfel, valutele și devizele sunt titluri de creanță față de alte țări care, în măsura în care sunt ținute în rezervă, rămân nevalorificate. Cu alte cuvinte, creanțele asupra străinătății nu sunt pe termen scurt, ci pe termen lung sau, în cel mai bun caz, pe termen mediu. Cum țările emitente de valute de rezervă sunt prin excelență țări dezvoltate din punct de vedere economic, iar țările care dețin aceste valute în rezervă, sunt de regulă, mai puțin dezvoltate, se ajunge practic în situația ca țările sărace să acorde credite pe termen mediu sau lung, adesea cu dobânzi modice, țărilor puternice, ceea ce constituie o evidentă anomalie economică și politică.

Cu toate aceste evidente anomalii, principiile de funcționare a etalonului aur-devize au fost puse la baza sistemului monetar internațional creat prin Conferința Monetară Internațională de la Bretton Woods din anul 1944.

În România, etalonul aur-devize a fost adoptat în baza reformei monetare din anul 1929. A funcționat până în anul 1947.

Capitolul 4. Mecanismul funcționării banilor în schimburile economice internaționale

Așa cum s-a precizat, până în zilele noastre, sistemele monetare sunt creații juridice naționale. Deși, încercările în vederea instituirii unui sistem monetar internațional nu au lipsit, ele nu au putut fi concretizate. Eforturile s-au materializat însă în crearea, după încheierea celui de-al doilea război mondial, a primului sistem valutar internațional. De asemenea, în crearea unor sisteme monetare regionale, ca de pildă Sistemul Monetar European.

Majoritatea specialiștilor consideră că acesta este constituit din ansamblul coerent de reglementări convenite între state cu privire la relațiile lor de plăți și la modalitățile de lichidare a angajamentelor și creanțelor reciproce determinate de schimburile comerciale, de mișcările de capitaluri și de alte operațiuni economico-financiare. Potrivit altor opinii, sistemul valutar internațional constituie un cod de conduită valutară adoptat de state în vederea promovării cooperării lor internaționale.

Primele încercări de reglementare internațională a relațiilor monetare au avut un caracter limitat la o anumită zonă geopolitică și datează încă înainte de primul război mondial. Este cazul uniunilor monetare, cum au fost Uniunea Monetară Latină constituită în anul 1865 și Uniunea Monetară Germană constituită în 1857. În perioada interbelică au fost create blocurile monetare (blocul dolarului, blocul francului, blocul lirei sterline), transformate după cel de-al doilea război mondial în zone monetare. Aceste blocuri sau zone au reprezentat, în principiu, interesele unor mari metropole, aflate deseori în conflict cu interesele altor țări sau grupuri de țări.

În ultimii ani ai celui de-al doilea război mondial, sesizându-se necesitatea dezvoltării economiilor naționale afectate de război, și apoi, dezvoltarea economiei mondiale, reprezentanții principalelor state din coaliția antihitleristă au avut mai multe contacte diplomatice care, în final, au condus la convocarea în anul 1944 a Conferinței Monetare și

Financiare Internațională de la Bretton Woods (SUA). Pentru prima dată, la Bretton Woods, a fost abordată problema constituirii unui sistem valutar internațional bazat pe principiile etalonului aur-devize și în cadrul acestuia, pe dolar ca principală monedă de rezervă.

Obiectivele principale puse în fața negociatorilor au fost următoarele: asigurarea stabilității relative a raporturilor valorice dintre valute, în scopul promovării certitudinii și echității în tranzacțiile internaționale și eliminării mișcărilor speculative de capitaluri; crearea unei rezerve internaționale, suficientă cantitativ și calitativ, pentru îndeplinirea corectă a funcțiilor de reglare ce i-au fost atribuite; instituirea unor mecanisme de echilibrare (ajustare) a balanței plăților curente, în cazul unor deficite durabile ale schimburilor economice cu străinătatea și chiar a unor excedente exagerate. În acest scop, au fost luate în considerare mai multe proiecte, mai importante fiind planul american-White și planul englez-Keynes. În final, în baza discuțiilor, au fost adoptate următoarele principii, inspirate mai ales din planul american, menite să guverneze sistemul valutar internațional:

- universalitatea, în sensul că orice stat care recunoștea prevederile statului F.M.I. putea adera oricând la acest organism și implicit la prevederile lui;

- fixitatea parităților și cursurilor valutare, în sensul că moneda națională a fiecărui stat membru trebuia să aibă o definiție legală inițială (valoarea paritară), stabilită în aur sau în dolari. Modificarea valorii paritare era posibilă numai în următoarele condiții: la propunerea țării membre; în urma consultării cu F.M.I.; pentru corectarea unui dezechilibru fundamental;

- convertibilitatea reciprocă a monedelor, în sensul desființării restricțiilor asupra plăților curente și convertibilitatea în aur a dolarului pentru stocurile deținute de băncile naționale ale țărilor membre;

- realizarea unui volum de rezerve internaționale adecvat necesităților de echilibrare a balanțelor țărilor membre, rezerve compuse din stocurile de valută convertibile, creanțele față de F.M.I. și deținerile de DTS.

Crearea sistemului valutar de la Bretton Woods a însemnat un semnificativ succes al ideii de cooperare internațională în domeniul financiar-monetar, precum și un succes al concepției că o monedă națională poate îndeplini funcții internaționale. Pentru SUA care a profitat de conjunctura favorabilă de după război, sistemul a generat mari avantaje economico-financiare, care au asigurat supremația dolarului față de celelalte valute ale lumii. SUA și-a asumat și importante răspunderi internaționale, în principal aceea de a asigura stabilitatea dolarului față de aur și de celelalte monede naționale.

Sistemul a funcționat satisfăcător atâta vreme cât contradicțiile sale inerente au putut fi atenuate de situația deosebită care a existat în anii postbelici și de eforturile SUA de a-și menține și consolida rolul de principală putere economică. O serie de critici ai sistemului (R. Triffin, J. Rueff, M. Kaldor, F. Bergsten, etc.) au relevat însă unele deficiențe încă înainte ca acestea să se manifeste în toată amploarea lor și au arătat că principala condiție pentru menținerea sistemului hibrid adoptat la Bretton Woods (rezultat din combinarea unor principii parțiale ale funcționării etalonului aur-devize cu unele principii puse la baza funcționării etalonului aur-clasic) este respectarea regulii convertibilității.

Evoluțiile ulterioare au pus în evidență cauzele mai adânci ale crizei sistemului. Dificultățile s-au manifestat în toate domeniile. Universalitatea, de pildă, nu s-a putut realiza, o serie de state rămânând în afara sistemului. Fixitatea parităților și cursurilor valutare, condiție esențială pentru disciplinarea relațiilor de plăți internaționale și deci, pentru crearea unei atmosfere de încredere, nu a putut fi nici ea realizată, în principal datorită dezvoltării inegale a țărilor membre, a efectelor crizei economice și financiare, diferite de la o țară la alta, a inflației, de asemenea, diferite ca intensitate de la o țară la alta, a dezechilibrelor de proporții neobișnuite ale balanțelor de plăți ale unor țări.

Convertibilitatea reciprocă a monedelor nu a putut fi realizată decât parțial, ca urmare a menținerii sau chiar a accentuării în unele țări a restricțiilor valutare și de plăți, iar

convertibilitatea în aur a dolarului a fost abandonată în anul 1971. Nici asigurarea unui volum adecvat de lichidități internaționale, unul din principalele elemente ale echilibrului financiar global, nu a fost posibilă, la început manifestându-se o penurie acută de mijloace de plată internaționale, în principal în statele partenere ale SUA, iar apoi un exces inflaționist de lichidități și o distribuție defectuoasă a acestora între țări. Eforturile FMI pentru remedierea dezechilibrului rezervelor de mijloace de plată internaționale, prin extinderea creditelor acordate în regim de drepturi normale de tragere, prin introducerea drepturilor speciale de tragere și a unor facilități destinate țărilor mai sărace, nu au reușit nici până în prezent.

În aceste condiții, principiile sistemului valutar instituit la Bretton Woods au devenit inaplicabile, fapt ce a făcut să se vorbească de o criză a sa. La 15 august 1971, prin măsurile luate de SUA pentru apărarea dolarului (constând, printre altele, în desprinderea dolarului de aur prin încetarea convertibilității lui în aur), precum și trecerea la cursurile valutare flotante, sistemul a fost *de facto* lichidat, situație consacrată și *de jure* prin modificarea în 1978 a statutului FMI. Încercările de reformă a sistemului din anii 1972-1974 au eșuat și ele.

Cele două mari dificultăți cu care s-a confruntat sistemul au derivat din contradicția dintre caracterul internațional al schimburilor economice și caracterul național al mijloacelor de plată utilizate în aceste schimburi, având în vedere că la Bretton Woods nu a fost creată o monedă internațională, ci dolarului american, deci unei monede naționale, i s-au atribuit funcții internaționale. Vicisitudinile sistemului au reflectat de asemenea, accentuarea contradicțiilor dintre statele contemporane, instabilitatea economică, competiția dintre state pentru sferele de influență, accentuarea decalajelor dintre popoarele bogate și sărace, consumul irațional de materii prime și energie etc.

În prezent, nu se poate vorbi de existența unui sistem valutar propriu-zis, ci numai de tendința de a se ajunge pe cale evolutivă la un sistem valutar internațional, FMI luând în acest scop unele măsuri graduale, în funcție de situația economică, financiară și monetară internațională. De fapt și aceste măsuri se confruntă cu o serie de dificultăți majore, cum ar fi: criza economică care persistă într-o serie de state ale lumii, instabilitatea internă a multor monede naționale; flotarea cursurilor valutare; dezechilibrele profunde ale balanțelor de plăți; menținerea prerogativelor monetare de excepție ale SUA și ale altor țări dezvoltate; masa enormă de dolari aflată în circulație în afara teritoriului SUA; rapiditatea cu care se modifică raportul de forțe pe plan mondial; datoria externă copleșitoare a țărilor în curs de dezvoltare.

Majoritatea specialiștilor consideră că pentru realizarea unui nou sistem pe baze echitabile sunt necesare câteva condiții prealabile, printre care: flexibilitatea cursurilor valutare, însă cu evitarea mișcărilor anarhice și de prea mare amplitudine; angajamentul țărilor cu mari excedente ale balanțelor de plăți externe de a furniza țărilor deficitare o finanțare compensatoare pe termen lung; controlul concertat asupra creșterii lichidităților internaționale, astfel încât crearea unor asemenea lichidități să nu rezulte din politica expansionistă a unei mari puteri care, prin inflație, să obțină în mod neloial anumite avantaje competitive.

Capitolul 5. Sistemul monetar european

Dezorganizarea sistemului valutar internațional, creat prin acordul de la Bretton Woods, a impus elaborarea unei strategii de cooperare monetară între țările Europei Occidentale. Integrarea monetară și europeană s-a dovedit a fi însă un proces dificil, realizându-se în mai multe etape succesive în care s-au creat instituții specifice, cum au fost:

- Mecanismul *șarpelui monetar* (1972-1978);
- Sistemul Monetar European (1979-1991);
- Uniunea Monetară Europeană (1992, și în prezent).
-

a) Mecanismul șarpelui monetar

Trecerea de la cursurile de schimb fixe la cursurile flotante fără nici un fel de limitări ale abaterilor, a simplificat incertitudinile cu privire la evoluțiile viitoare ale raporturilor valorice dintre diferite monede, cu efecte nocive asupra schimburilor economice. Într-un asemenea context, mai multe țări europene, în dorința de a avea o zonă de stabilitate monetară, au hotărât instituirea unui mecanism, la care au aderat Germania Federală, Franța, Anglia, Belgia, Luxemburgul, Danemarca, Olanda, Norvegia, Suedia, Irlanda și Italia. Monedele țărilor membre puteau evolua față de dolarul SUA, mai întâi cu abateri de 1,125%, iar apoi de 2,25%. Me
monetar era aceeași ca și la cursurile fixe practicate în cadrul Fondului Monetar Internațional, adică vânzarea și cumpărarea valutelor ce tindeau să iasă din tunel.

În afara tunelului de fluctuație admis față de dolar, țările participante la mecanismul șarpelui monetar au stabilit și o metodă de fluctuare concertată a monedelor, în cadrul unei marje de 2% cînsuț monedei celei mai slabe. Această mișcare corelată a cursurilor în cadrul tunelului a fost denumită șarpele în tunel.

Marjele de fluctuație, atât în afara cât și în interiorul tunelului, fiind mici, nu au putut fi controlate, fenomen ce a determinat retragerea din mecanism a unor țări ca Franța și Anglia, care au trecut la flotarea liberă a monedelor lor. La 5 decembrie 1978 s-a hotărât renunțarea la acest mecanism.

b) Sistemul Monetar European

A fost instituit la 13 martie 1979, cu participarea Franței, Germaniei Federale, Belgiei, Italiei, Danemarcei, Olandei, Luxemburgului și Angliei. Funcționarea sa s-a bazat tot pe practicarea cursurilor fixe în interiorul unor limite, cu intervenții pe piețele valutare atunci când apărea pericolul de a ieși în afara marjelor de fluctuație admise, stabilite la 2,25%, excepție făcând Italia. În sistem s-a renunțat la valorile paritare aur, care au fost înlocuite cu o unitate de cont denumită ECU. Valoarea unei unități ECU a fost definită pe baza coșului de monede ale țărilor membre, ponderea fiecărei monede în coș reflectând, de regulă, ponderea diferitelor țări sub raport economic în cadrul sistemului. ECU-ul a devenit punct de referință în cadrul sistemului. Fiecare țară membră, în raport de puterea de cumpărare a monedei sale a stabilit un curs față de ECU, numit curs central.

Prin compararea cursurilor centrale între ele au rezultat cursurile pivot bilaterale cunoscute sub denumirea de cursuri oficiale ale sistemului. Cursurile efective puteau fluctua în cadrul cursului pivot bilateral, influențat de marjele de fluctuație de 2,25%. Inte
băncilor de emisiune se efectuau când cursul pieței tindea să iasă din marjele cursului pivot și fluctuațiile admise. Tunelul dispunea de limite de divergență situate la 1,70%, lim
odată atinse, declanșau în mod preventiv, acțiuni de intervenție pe piața monetară, pentru a preîntâmpina ieșirea cursului de schimb din tunel. Pentru finanțarea intervențiilor a fost instituit Fondul European de Cooperare Monetară. Băncile centrale ale țărilor membre s-au obligat să depună la acest fond 20% din deținerile lor de aur și 20% din rezervele brute de dolari, primind în schimb echivalentul în ECU.

Sistemul Monetar European s-a dovedit superior șarpelui monetar pentru că a prevăzut posibilitatea unor realinieri ale cursurilor, atunci când situația o impunea, și pentru că a creat un fond pentru practicarea intervențiilor în susținerea cursurilor. Totodată, un mecanism util s-a dovedit a fi reconsiderarea raportului oficial între ECU și dolar. În unele perioade, ca de pildă aprilie 1986-ianuarie 1987, deci în mai puțin de un an, s-au produs patru mutații în nivelul cursului de schimb ECU/dolar.

c) Uniunea Monetară Europeană

Deși, începând cu anul 1980, ECU a început să fie utilizat și în operațiunile cu caracter comercial sub denumirea de ECU privat, nu a fost posibilă crearea unei piețe financiare integrate. Cu toate că în 1990 prin zona CEE se derulau peste 60% din tranzacțiile

financiare internaționale, totuși activele externe ale băncilor comunitare erau constituite în aceeași proporție din dolari SUA, moneda americană reprezentând o serioasă amenințare pentru fragilul produs monetar european. Se impunea, într-un asemenea context, protejarea ECU prin transformarea sa din simplă monedă de cont în monedă cu funcție de rezervă și de mijloc de plată. O asemenea decizie a fost luată la 10 decembrie 1991, prin Tratatul de la Maastricht prin care s-au pus bazele juridice și politice ale Uniunii Monetare. Prin tratatul de la Maastricht s-a preconizat evoluția spre Uniunea Monetară în trei etape.

În prima etapă, care s-a finalizat în anul 1993, statele membre au făcut eforturi, îndeosebi pentru a adapta propria politică economică cerințelor îmbunătățirii coordonării între politicile naționale. La 1 noiembrie 1993, tratatul a intrat în vigoare fiind ratificat de țările membre.

În a doua etapă, cu desfășurare până la finele anului 1996, statele membre și-au propus să întărească convergența rezultatelor lor economice, măsurabile prin patru indicatori, cărora li s-au stabilit nivele de atins. Acești indicatori, cu respectivele nivele, sunt:

- diferențierile ratei anuale a inflației anuale nu trebuie să depășească 1,5%;
- cursul de schimb al monedelor nu trebuie să înregistreze variații mai mari de 2,25%;
- marja ratei dobânzii pe termen lung, nu trebuie să depășească 2%;
- deficitele bugetare nu trebuie să depășească 3% față de PIB, iar nivelul datoriei publice să nu fie mai mare de 60% față de PIB.

Comitetul Guvernatorilor Băncilor Centrale și Fondul European de Cooperare Monetară au fost înlocuite de Institutul Monetar European, format din guvernatorii băncilor centrale și dintr-un președinte numit de șefii de stat și guvern. Ulterior, a fost creat Sistemul European al Băncilor Centrale format din Banca Centrală Europeană și din băncile centrale ale țărilor membre.

În cadrul celei de-a treia etape s-a avut în vedere trecerea de la o pluralitate de monede comunitare la o monedă comună unică. De fapt, făcându-se unele compromisuri, începând cu 1 ianuarie 1999, 11 din cele 15 țări aparținând comunității au fost admise în Uniunea Monetară Europeană. Acestea au renunțat definitiv la identitatea monetară, asumându-și mixarea propriilor monede în monedă unică, EURO, care a fost definită prin valoarea oficială a ECU la 1 ianuarie 1999.

Capitolul 6. Conținutul și structura masei monetare

Masa monetară desemnează totalitatea activelor care, pe un teritoriu dat pot fi utilizate pentru cumpărarea de bunuri și servicii pentru stingerea obligațiilor. Conform altor opinii, masa monetară este reprezentată de agregatul sau de agregatele statistico – financiare care sunt strâns corelate cu produsul intern brut sau cu un alt indicator macroeconomic care exprimă volumul global al activității economice.

Masa monetară se află distribuită la diferiți participanți la procesul reproducerii (populație, întreprinderi, instituții de credit, stat), precum și la dispoziția străinătății, când moneda este convertibilă în alte monede.

Multă vreme s-a considerat că masa monetară ar fi formată numai din monede cu valoare intrinsecă, contestându-se bancnotelor calitatea de bani autentică. Ulterior, s-a admis că masa monetară constă în monezi principale și divizionare, bancnote și moneda de hârtie neconvertibilă, mai puțin numerarul aflat în bănci. Apoi s-a ajuns la concluzia că în masa monetară trebuie inclusă și moneda scripturală, dat fiind că aceasta servește, ca și moneda efectivă, la desfășurarea operațiilor de încasări și plăți. În prezent se apreciază că în masa monetară trebuie incluse următoarele forme ale banilor:

- moneda efectivă (biletele de bancă și moneda divizionară);

- moneda de cont, adică disponibilitățile din conturile curente;
- depunerile la termen și în vederea economisirii;
- alte active financiare, cu grad mai mare sau mai mic de lichiditate;

a) *Moneda efectivă* este solicitată de agenții economici, nu în calitate de marfă, ci pentru bunurile și serviciile ce pot fi procurate în schimbul ei. Atâta timp cât bunuri și servicii pot fi achiziționate în schimbul acestui instrument monetar, practic agenții economici consimt să se folosească de el în tranzacțiile lor comerciale și financiare. O persoană care deține și folosește moneda efectivă nu cunoaște și nici nu are interesul să știe dacă ceea ce deține reprezintă un certificat asupra rezervelor de aur ale emitentului. Dacă poate fi convertită în bunuri și servicii sau în moneda altei țări, se poate afirma că este tot atât de bună ca oricare alta din formele de existență ale banilor. Nimeni astăzi nu contestă că un sistem monetar poate funcționa și în lipsa acoperirii în aur, cu condiția ca semnele monetare să fie emise în corelare cu bunurile și serviciile create în economie. În concluzie, moneda efectivă reprezintă activul cel mai lichid, fiind totodată una din componentele importante ale masei monetare.

b) Același grad de lichiditate îl are și *moneda de cont*, respectiv disponibilitățile din conturile curente asupra cărora pot fi trase cecuri și efectua plăți fără preaviz. O sumă depusă în cont poate fi considerată monedă întrucât titularul depozitului respectiv poate să-și achite datoriile sau să-și procure bunuri și servicii cu cecuri trase asupra sa. Aceste disponibilități în conturi la vedere au aceleași calități precum și moneda efectivă, putând fi transformate, fără restricții, una în cealaltă. În practica din țările dezvoltate, majoritatea tranzacțiilor se lichidează cu ajutorul cecurilor. Salariile, de pildă, se virează în conturi bancare după efectuarea reținerilor reprezentând impozite, taxe, etc., iar cheltuielile privind plata chiriilor, serviciilor sau cumpărarea de bunuri se fac utilizând cecurile sau cărțile de credit. Nimeni nu mai contestă astăzi caracterul monetar al depunerilor la vedere. Chiar și cei mai aprigi susținători ai concepției tradiționale despre monedă, admit că efectuarea plăților prin virament economisește numerarul, variațiile disponibilităților din conturile bancare generând în economie efecte asemănătoare cu cele ale modificării cantității de aur-monedă sau de hârtie-monedă în circulație.

c) Alături de moneda efectivă și de cont, în structura masei monetare sunt incluse *depozitele la termen* constituite la bănci, case de economii etc., asupra cărora nu pot fi trase cecuri și efectua plăți imediate, dar care pot fi retrase după un preaviz. Includerea lor în structura masei monetare este justificată de faptul că din punct de vedere al inflației pe care o exercită aceste tipuri de plasamente asupra volumului și structurii cheltuielilor titularilor și, deci, asupra cererii solvabile, practic nu există nici o deosebire față de depunerile la vedere. În plus, depozitele la termen cresc în zilele noastre mult mai rapid decât cele la vedere, profitul fiind reprezentat de dobânda pe care o aduc titularului. În concluzie, deși acestea active au un grad mai scăzut de lichiditate, totuși ele au trăsături și funcționalități asemănătoare cu ale monedei și deci, pot fi incluse în structura masei monetare.

d) Din aceleași considerente, menționate anterior, în structura masei monetare, sunt incluse și activele plasate în diferite *titluri emise și puse în circulație pe piața financiar-monetară*, ele având un grad mai mare sau mai mic de lichiditate. Ceea ce-l atrage pe cel care realizează economii monetare în a le plasa în aceste titluri este caracterul lor negociabil, posibilitatea de a le vinde oricând are nevoie de bani, respectiv de lichiditate, pentru plata unor datorii sau pentru achiziția unor bunuri sau servicii. Fără îndoială că, nu toate aceste titluri sunt la fel de frecvent folosite pentru plăți curente și imediate, motiv pentru care modificarea masei monetare este funcție de gradul lor de lichiditate, în raport de care pot apărea trei situații:

➤ *o gamă minimă de active financiare*, pe care deținătorii le pot transforma într-un interval de timp relativ scurt în monedă, astfel încât prin asemenea operațiuni se modifică volumul masei monetare. Este cazul bonurilor de tezaur emise de stat sau al obligațiunilor pe

care deținătorii le pot prezenta oricând la ghișeele băncii centrale sau la casieriile statului spre încasare. Titlurile respective se cumpără de la emitent în schimbul unei sume de bani care iese din circulație, diminuând masa monetară, în timp ce vânzarea lor duce la creșterea masei monetare;

➤ *o gamă medie de active financiare*, care pot determina lichiditatea deținătorilor, ca înlocuitori ai monedei, fără a ține seama de gradul lor de negociabilitate sau de posibilitatea de realizare a acestor active, de faptul că circulă numai în interiorul țării sau în afara ei, precum și de faptul că vânzarea-cumpărarea lor influențează mărimea masei monetare. Deținerea unor asemenea active, de genul depunerilor în vederea economisirii sau a unor titluri emise pe piața financiar-monetară, care sunt ușor transmisibile și negociabile, permite efectuarea plăților și, deci, asigură posesorilor o lichiditate apropiată de cea oferită de moneda propriu-zisă. Este adevărat că activele respective nu sunt folosite pe scară largă pentru efectuarea plăților curente. Ele influențează masa monetară numai în măsura în care sunt cumpărate și vândute de banca centrală prin politica sa de *open market*. Dar acest fapt este mai puțin important dacă avem în vedere că operațiunile de open – market nu influențează lichiditatea totală a posesorilor de astfel de titluri, ci doar modifică compoziția portofoliului lor de active lichide;

➤ *o gamă mai largă de active financiare*, mai mult sau mai puțin lichide, care cuprinde pe lângă cele amintite instrumentele financiare care pot influența lichiditatea și masa monetară. În categoria lichidităților intră în acest caz obligațiunile și alte hârtii de valoare, care, deși, au o scadență mai îndepărtată și nu se folosesc curent, ca mijloc de plată, pot fi negociate ușor la bursă și transformate în monedă efectivă.

Demn de remarcat este și faptul că este greu de stabilit cu rigoare și pentru totdeauna sfera de cuprindere a structurii masei monetare, punctul la care această extensie trebuie să se oprească. În măsura în care piața creează noi produse, inovează noi instrumente de plasare a activelor monetare disponibile, este firesc ca specialiștii să le includă, lărgind sfera de cuprindere a masei monetare, respectiv să conceapă noi metode de dimensionare și agregare a acesteia. În aceste condiții, problema aprecierii cantitative a masei monetare, a structurii și componentelor sale, are un accentuat caracter relativ, tocmai datorită gamei variate de produse create de o piață financiar-monetară dezvoltată. Aceste produse inovate sunt susceptibile, într-o măsură mai mare sau mai mică, să îndeplinească anumite funcții monetare și să înlocuiască prin avantajele lor, în anumite utilizări, numerarul și moneda de cont.

Capitolul 7. Analiza situației monetare pe baza componentelor masei monetare

Analiza structurii și evoluției diferitelor componente ale masei monetare este subordonată proiectării politicii monetare viitoare, remarcându-se, în ultimele decenii, o linie de conduită favorabilă aplicării unor metode cantitative de dimensionare și dirijare a acestuia. Metodele respective constituie un amestec de modele nekeynesiste și monetariste. Până în anii 1970, controlul masei monetare avea la bază o serie de ipoteze extrem de relative cu caracter statistic, exogene masei monetare și legăturii directe între monedă și preț, în condițiile unei viteze de circulație a activelor monetare relativ stabilă. Generalizarea în practică monetară a cursurilor flotante a condus la reconsiderări în teoria și practica monetară. Schimbările monetare s-au asociat cu fenomene economice și sociale de o maximă virulență, ca recesiunea, inflația și șomajul, fenomene greu de controlat și stăpânit prin mecanismele monetare instituite după cel de-al doilea război mondial. Monetariștii, în special cei din SUA, reprezentați de Școala din Chicago, continuă să susțină rolul dominant al instrumentelor monetare și să explice fenomenele complexe ale economiei prin expansiunea monetară. Influențarea economiei este posibilă, în opinia lor, numai printr-o politică monetară directă și incisivă.

Dimensionarea masei monetare și urmărirea evoluției acesteia, a diferitelor tendințe, pe care le înregistrează activele componente, se realizează folosind anumiți indicatori, integrați într-un model de analiză monetară de natură să explice și să orienteze procesele și politica monetară. Definirea, calcularea și interpretarea acestor indicatori trebuie apreciate în contextul elaborării unei concepții generale de analiză a interacțiunii dintre variațiile masei monetare și a celorlalte fenomene monetare, pe de o parte, și principalele procese economice, pe de altă parte, cum sunt plasarea și utilizarea resurselor, producția și comercializarea bunurilor și serviciilor, formarea prețurilor, oscilațiile cursurilor de schimb, situația generală a balanței de plăți externe. De modul în care se desfășoară aceste procese depinde, în ultimă instanță, mărimea și dinamica masei monetare, iar evoluția și tendințele acesteia din urmă influențează, la rândul lor, procesele respective.

Pentru ca indicatorii monetari să permită cuantificarea acestor influențe reciproce este necesar ca ei să reliefeze dinamica masei monetare și structura ei, să permită evaluarea conexiunilor între procesele monetare și cele economice. Într-un asemenea context, monetariștii grupează indicatorii monetari în două categorii.

Într-o primă categorie sunt incluși indicatorii care oferă informații privind estimarea evoluției masei monetare și care exprimă caracterul politicii monetare ca fiind expansionistă sau restrictivă. Cea de-a doua categorie include indicatorii care oferă informații privind estimarea efectelor exercitate de politica monetară asupra celei economice, ei exprimând în acest caz obiectivele politicii monetare. Unii specialiști fac distincție în cadrul acestei din urmă categorii de indicatori, între cei care exprimă obiectivele pe termen scurt de cei care exprimă obiectivele pe termen lung ale politicii monetare. Primii sunt considerați indicatori propriu-ziși, oferind informații atât despre caracterul evoluției masei monetare, cât și despre obiectivele pe termen scurt urmărite de autoritățile monetare pentru influențarea proceselor extramonetare. Cei din urmă sunt considerați indicatori economici, ei reflectând legătura dintre obiectivele politicii monetare și scopurile politicii economice generale.

Utilizarea acestor două categorii de indicatori este necesară și posibilă în condițiile în care în economia unei țări funcționează o piață financiar-monetară dezvoltată și complexă. În schimb, în economiile cu procese monetare relativ simple, unde relațiile monetare și structura financiar-bancară sunt puțin diversificate, opțiunea pentru utilizarea unei singure categorii de indicatori, care să exprime atât caracterul, cât și obiectivele politicii monetare, este o soluție unanim acceptată. O asemenea soluție se justifică prin numărul redus de produse monetare și prin gama extrem de restrânsă a activelor lichide.

În practica monetară din țările dezvoltate principalii indicatori ce reflectă atât caracterul cât și obiectivele politicii monetare sunt:

- rata dobânzii;
- agregatele monetare.

În zilele noastre, predomină practica utilizării agregatelor monetare. Această realitate se explică prin faptul că utilizarea ratei dobânzii, ca indicator monetar, are o serie de limite generate de o mulțime de factori cum ar fi:

- influența intensă a factorilor nemonetari asupra nivelului, structurii și evoluției ratei dobânzii;
- decalajul în timp cu care se manifestă interacțiunea dintre rata dobânzii și unele procese economice fundamentale cum sunt cele privind economiile și investițiile;
- unele procese economice sunt influențate de nivelul previzibil al ratei dobânzii și nu de cel efectiv, ceea ce este dificil de exprimat, cu mijloace statistice;
- slaba reacție, adeseori, a ratei dobânzii la măsurile de politică monetară;
- insuficiența sau slaba dezvoltare a piețelor financiar-monetare din unele țări, caz în care rata dobânzii se fundamentează pe criterii administrative și drept urmare are o importanță redusă ca instrument de politică monetară și, implicit, ca indicator monetar.

Demn de remarcat este însă că, utilizarea cu prioritate, a agregatelor monetare, nu exclude folosirea ratei dobânzii în analiza monetară, inclusiv pentru aprecierea caracterului politicii monetare promovate de autorități. Creșterea masei monetare are ca efect, dacă aceasta depășește rata de creștere a produsului intern brut, o reducere a nivelului dobânzii, fapt ce stimulează investițiile, ieftinind creditul și, deci, cererea totală. În consecință, utilizarea agregatelor monetare ca indicatori ai politicii monetare nu se poate dispensa de folosirea în același scop și a ratei dobânzii. De altfel, numeroase modele de analiză monetare elaborate până în prezent, îndeosebi cele de natură keynesistă și neokeynesistă, cuprind ambele variabile, adică atât rata dobânzii cât și agregatele monetare.

În genere, agregatele monetare pot fi definite prin integrarea succesivă a produselor monetare create în scopul asigurării lichidității agenților economici, financiari și nefinanciari. În consecință, ele încorporează, atât mijloacele de plată deținute de agenții financiari rezidenți, cât și plasamentele financiare susceptibile de a fi transformate cu ușurință și rapiditate în instrumente de plată, fără riscul pierderii de capital. Într-un asemenea context, în funcție de gradul de integrare a diferitelor active în structura masei monetare, s-au cristalizat agregatele simbolizate cu $M1$, $M2$, $M3$, și L , în care:

➤ $M1$, include toate mijloacele de plată sub forma monedei efective și depunerile în conturile curente nepurtătoare de dobânzi, adică partea cea mai activă a masei monetare. Mai este cunoscut și prin denumirea de *lichiditate primară*;

➤ $M2$, care încorporează, în plus față de $M1$ și ansamblul plasamentelor la termen și în vederea economisirii, susceptibile de a fi mobilizate și transformate în lichidități prin emisie de cecuri cu preaviz. Această componentă este cunoscută sub denumirea de *quasimonedă* sau *lichiditate secundară*;

➤ $M3$, asimilează, în plus față de $M2$, și alte active cu grade diferite de lichiditate și în structura cărora pot fi incluse certificatele de depozit, bonurile de casă, conturile de economii pe termen mediu, alte titluri emise de agenții economici pe piața financiar-monetară;

➤ componenta L înglobează, de regulă, titluri emise pe termen mediu și lung negociabile și care pot fi transferate mai rapid sau mai lent în lichidități.

Cu toate că agregatele monetare diferă de la o țară la alta în funcție de gradul de dezvoltare a pieței financiare, de conceptele și politicile care domină scena monetară, totuși ele au anumite caracteristici comune. Ținând seama de acest adevăr, de nimeni contestat, specialiștii au împărțit agregatele monetare în:

- *moneda primară (baza monetară sau moneda de rezervă)*. Aceasta reprezintă moneda emisă și controlată de banca centrală. Se estimează ca diferență dintre totalul activului și pasivele nemonetare din bilanțul acestei instituții. Activul băncii de emisiune reflectă, în principiu, modalitățile prin care acestea creează monedă și anume: prin distribuirea ei în mod direct de credite băncilor comerciale, altor instituții de credit și tezaurului, prin reescontarea efectelor comerciale și a celor publice. În ce privește pasivul, acesta relevă mărimea și repartizarea pe deținători a monedei primare. Modul de definire a agregatelor monetare din această grupă cunoaște mai multe variante în funcție de concepția mai cuprinzătoare sau mai restrânsă în ceea ce privește moneda primară. Felul diferit de combinare a elementelor din activul și pasivul bilanțului poate determina unele deosebiri în evaluarea cantității de monedă primară, în funcție de luarea în calcul și a mijloacelor în decontare sau a rezervelor de casă. De asemenea, în definirea monedei primare este necesară luarea în considerare și a rolului creator de monedă al tezaurului. Modul concret de definire a monedei primare diferă de la o țară la alta și în funcție de metoda adoptată în analiza variațiilor agregatelor monetare. În general, se operează cu doi factori determinanți: modificarea bazei monetare și multiplicatorul creditelor. Din aceste considerente, de exemplu în practica SUA, baza monetară este divizibilă în monedă primară împrumutată și monedă primară neîmprumutată, fapt ce oferă informații suplimentare privind creația și agregarea monetară. Informațiile

respective stau la baza fundamentării necesarului de monedă scripturală creată de băncile comerciale.

- *moneda ca mijloc de plată*, respectiv masa monetară în sens restrâns, care cuprinde produsele monetare, respectiv mijloacele de plată create de banca centrală și celelalte bănci și instituții financiare. Agregatele monetare din această categorie sunt considerate ca reprezentând atât caracterul politicii monetare, cât și obiectivele politicii monetare, respectiv acțiunea și efectele acesteia asupra proceselor economice reale;

- *moneda ca avuție netă* care include, în plus de produsele monetare menționate, activele financiare care nu se utilizează ca mijloace de plată în mod curent, dar care se pot transforma mai rapid sau mai lent în lichidități. Agregatele din această grupă exprimă numai obiectivele politicii monetare.

Opiniile privind conținutul și puterea de reflectare a realității de către agregatele monetare sunt foarte diferite. Astfel, relativa stabilitate a agregatului M1, exprimată de rata constantă de creștere a vitezei de circulație a componentelor sale, în paralel cu existența unei bune corelări a evoluției sale cu rata inflației și cu cea a produsului intern brut, i-a determinat pe mulți specialiști să-l considere ca indicator de bază pentru urmărirea efectelor măsurilor curente de politică monetară asupra activității economice viitoare. Logica pe care se bazează includerea activelor în M1 coincidea cu observația lui Irving Fisher, potrivit căreia *banii nu aduc niciodată dobândă, cu excepția sensului în care creează înlesniri în procesul de schimb*. Pentru reprezentanții acestei teorii, în structura masei monetare trebuie incluse numai acele active care pot fi direct și imediat schimbate pe bunuri.

Stabilitatea lui M1 a fost întreruptă brusc după 1980, odată cu introducerea în structura sa a disponibilităților din conturile la vedere purtătoare de dobânzi. Odată cu introducerea acestora în structura lui M1, situația activelor care pot fi în mod corect identificate cu moneda și care reprezintă cel mai lichid mijloc de plată a devenit foarte complicată. Aceste noi produse monetare au o dublă semnificație.

- pe de o parte, ele funcționează drept conturi tranzacționale, putând fi trase direct cecuri asupra lor;

- pe de altă parte, funcționează drept conturi de economii, la care ratele de dobândă sunt apropiate de cele aferente depunerilor pentru economii și care intră în structura lui M2. Aceste inovații au alterat relația dintre activele nepurtătoare de dobânzi, incluse în M1 și cele purtătoare de dobânzi incluse în M2, combinând disponibilitățile active tranzacționale cu cele inactice, care îmbracă forma economiilor.

Crearea acestor produse a condus la interpretări diferite asupra structurii lui M1, respectiv asupra performanțelor sale ca indicator monetar. În mod deosebit este pusă în evidență lipsa de relevanță a corelației dintre evoluția acestui indicator și a produsului intern brut și a inversării raportului de cauzalitate dintre masa monetară și prețuri. O altă observație privind structura lui M1 vizează erorile potențiale asociate schemei de ponderare în sumă simplă, folosită pentru obținerea lui M1 și a altor indicatori monetari oficiali.

Ținându-se seama de observațiile menționate, au fost formulate mai multe păreri, unele dintre ele concretizându-se în construirea de noi agregate monetare. Majoritatea specialiștilor susțin ideea potrivit căreia componentele purtătoare de dobândă ale lui M2 sunt bune înlocuitoare ale setului mai restrâns de active din M1 și, pe această bază, a concluzionat că M2 este în prezent cel mai sugestiv agregat monetar.

De exemplu, economiștii Belangio și Chalfaut susținând ca noile conturi purtătoare de dobânzi funcționează mai mult drept conturi de economii decât conturi tranzacționale, că îndeplinesc, mai ales, o funcție de economisire și nu de mijloc de plată, au propus un indicator mai restrâns decât M1, denumit M1A, care să includă numerarul și depozitele la vedere nepurtătoare de dobândă.

De asemenea, economiștii Swafford și Whitney sunt de părere că în măsura în care conturile la vedere purtătoare de dobânzi reprezintă o proporție din ce în ce mai mare din activele lui M1, acest agregat ar putea fi influențat de motivații tranzacționale și de economisire în egală măsură. În plus, ei au propus constituirea unui nou agregat monetar care include o gamă mai largă de active și anume:

- numerarul;
- depunerile la vedere nepurtătoare de dobânzi;
- depunerile la vedere purtătoare de dobânzi;
- depunerile spre economisire la termen;

Economistul William Barnett subliniază necesitatea utilizării unor agregate monetare ponderate, motivând că activele individuale incluse în M1 și M2 și în agregatele mai cuprinzătoare de genul M3 și L, posedă grade diferite de lichiditate în funcție de dobânda pe care o aduc. În opinia sa, dacă au grade diferite de lichiditate ar trebui ponderate diferit înainte de a fi însumate. Formalizând aceste argumente a construit o serie de agregate monetare divizionare. Utilizarea agregatelor monetare divizionare în analizele monetare presupune ponderarea diferitelor active care sunt grupate în cadrul unui agregat sau altul prin luarea în considerare a diferențelor dintre rata dobânzii la un plasament clasic (obligațiuni pe termen lung) și rata dobânzii pe fiecare activ.

Cu cât este mai mare diferența între ratele dobânzii cu atât mai mare este și gradul de lichiditate al unui activ monetar sau altul. Cel mai mare ecart, și deci cea mai mare lichiditate, apare pentru numerar, la care rata dobânzii este zero.

În zilele noastre, se practică două modalități de agregare, adică agregarea în sumă simplă și agregarea prin ponderare.

Agregarea în sumă simplă oferă aceeași pondere atât numerarului, cât și depozitelor aflate în diferite conturi. Astfel de ponderi sunt, însă, justificate numai dacă activele sunt perfect substituibile, de pildă numerarul și depozitele la vedere în conturi nepurtătoare de dobânzi. Aplicarea acestui procedeu la M1 – care cuprinde numerarul și depozitele la vedere – a fost corectă atâta vreme cât pentru aceste depozite era interzisă bonificarea de dobânzi. După 1980, însă această restricție a fost treptat ridicată, în prezent pentru majoritatea acestor depozite băncile bonifică dobânzi foarte apropiate de cele la depozitele la termen și de economii, incluse în M2. În aceste condiții, însumarea directă a diferitelor categorii de active din M1, poate conduce la erori.

Agregarea prin ponderare oferă ponderi diferite activelor deținute în diferitele categorii de depozite. Aceste ponderi trebuie să fie cu atât mai mici cu cât dobânda bonificată la categoria respectivă de active este mai mare.

Capitolul 8. Politica monetară

Sistemul rezervelor minime obligatorii instituit din grija de a asigura o lichiditate minimală, constă din *obligația băncilor care constituie depozite să consemneze în conturile lor deschise la banca de emisiune, o sumă dimensionată, de regulă, sub formă de cotă procentuală.*

Rezervele minime acționează prin intermediul pieței, influențând cererea și oferta de monedă, dar asigură și o lichiditate minimală față de deponenți și urmăresc asigurarea solvabilității băncilor comerciale și limitarea potențialului de multiplicare a creditului de către sistemul bancar.

Politica normelor rezervelor obligatorii îmbracă mai multe forme:

- norma rezervelor de casă – un anumit procent al rezervelor de casă;

- norma lichidității – un raport corespunzător între numerar, soldul contului curent al băncii la banca centrală, titluri comerciale și de stat pe termen scurt deținute de către bănci, pe de o parte, și depozite bancare, pe de altă parte;
- coeficientul de trezorerie – obligativitatea deținerii în rezervă a unei anumite cantități de titluri de valoare emise de stat;
- norma rezervelor minime obligatorii - constituirea unui depozit la banca centrală sub formă de procent din depozitele bancare sau din volumul creditelor.

O asemenea obligație creează băncilor, așa cum reiese din modelul prezentat, o situație deosebită.

A Banca de depozit P		A Banca de depozit P	
Credit pe termen scurt 100.000	Depozite la vedere 100.000	Depozit la banca de emisiune 20.000 Credite pe termen scurt 80.000	Depozite la vedere 100.000
(a)		(b)	

Pe de o parte, prin constituirea unei rezerve minime, de pildă de 20% (cazul b), posibilitatea de acordare a creditelor se reduce în raport cu limita superioară posibilă (cazul a), cu scăderea corespunzătoare a profitului realizat din dobânzi. Pe de altă parte, solicitările depunătorilor, fie pentru a efectua plăți în numerar, fie pentru dispunerea de plăți în contul terților, prin intermediul altor bănci, vor fi prompt satisfăcute pe seama depozitelor, pe care însăși banca respectivă le are la banca centrală. Astfel, fiecare bancă are o lichiditate minimă asigurată.

Totodată, sistemul rezervelor minime obligatorii îndeplinește o funcție importantă în cadrul economiei contemporane ca instrument al politicii monetare și de credit. Așa cum s-a precizat, rezerva minimă obligatorie, potrivit dimensiunilor sale, determină un anumit raport între volumul depozitelor și volumul creditului ce se poate acorda, în baza acestora, ca resurse de creditare. Astfel, față de situația anterioară (cazul b), creșterea rezervei minime conduce la restrângerea posibilităților de acordare de credite de către bănci (cazul c), în timp ce reducerea rezervei minime are ca efect creșterea posibilității de creditare (cazul d).

A Banca de depozit P		A Banca de depozit P	
Depozit la banca de emisiune 25.000 Credite pe termen scurt 75.000	Depozite la vedere 100.000	Depozit la banca de emisiune 10.000 Credite pe termen scurt 90.000	Depozite la vedere 100.000
(c)		(d)	

Sistemul rezervelor minime constituie astfel una din măsurile guvernamentale, care, în raport de interesele conjuncturale, pot fi utilizate, fie pentru creșterea volumului creditului acordat în economie, determinând astfel intensificarea activității, fie pentru scăderea volumului creditelor acordate economiei și atenuarea dezvoltării activității. De asemenea, rezervele minime pot conduce la sporirea preciziei altor instrumente de politică monetară și pot regla nivelul lichidităților din economie prin absorbirea sau injectarea acestora.

Sistemul rezervelor minime are în perioada postbelică o largă aplicabilitate în majoritatea țărilor dezvoltate, constituind unul din cele mai utilizate și eficiente instrumente ale politicii monetare și de credit. O analiză aprofundată a așezării și modului de acționare a acestuia ne orientează mai precis asupra posibilităților sale.

Astfel, practica cunoaște diferențieri cu privire la structura depozitelor cuprinse în calcul. În unele țări, ca de pildă în SUA și Canada, se cuprind în baza de calcul numai depozitele la vedere, respectiv agregatele monetare în sens restrâns. În alte țări, ca de exemplu în Franța, Germania și Spania sunt luate în considerare agregatele monetare în sens larg, adică cvasitotalitatea exigibilităților.

De asemenea, există diferențieri în ceea ce privește modul de calcul. În unele țări, depozitele sunt considerate în sumă efectivă, iar în altele se au în vedere numai variațiile de la un nivel la altul.

În ceea ce privește cuantumul rezervei, acesta poate fi unic, ca de pildă în Spania, sau diferențiat după gradul de exigibilitate, ca în Franța, Germania, Japonia, Canada, unde ratele sunt eșalonate în funcție de scadența depozitelor.

În legătură cu remunerarea rezervelor formate se utilizează procedee diferite. Foarte frecvent, în multe țări rezervele nu sunt remunerate. În alte țări, o parte a rezervelor este remunerată avându-se în vedere obligația băncilor centrale de a folosi aceste rezerve pentru creditarea statului. Soluțiile adoptate tind să egaleze efectele, asociind o anumită rată mai ridicată care se remunerează cu o alta mai redusă care nu se remunerează. În ansamblul său, sistemul rezervei minime obligatorii influențează asupra costurilor bancare, acționând prin intermediul rezervelor mai puțin remunerate, în sensul de a determina optimizarea activelor în funcție de aceste condiții date.

Dincolo de obiectivul principal de a permite băncilor centrale de a acționa asupra creației monetare prin influențarea comportamentului în creditare al băncilor, sistemul rezervei minime este utilizat și în alte domenii. De pildă, prin modificarea coeficienților de rezervă pentru depozitele băncilor străine se poate exercita controlul asupra mișcării capitalurilor flotante și respectiv, operațiunilor cu străinătatea și nivelului rezervei valutare.

Operațiile de open market constau în cumpărarea și vânzarea de titluri, îndeosebi a celor emise de tezaurul public, pe piața monetară de către banca de emisiune. În perioadele de stagnare economică, banca de emisiune cumpără titluri, punând, în acest fel, monedă în circulație. Piața fiind alimentată cu fonduri, lichiditatea băncilor crește și, deci, se majorează volumul creditelor acordate. Invers, când presiunile inflaționiste sunt puternice și se pune problema frânării ritmului neadecvat al creșterii economice, banca de emisiune vinde titluri pe piață și astfel retrage din circulație masa monetară care reprezintă contravaloarea lor. În acest mod, băncile înregistrează o reducere a lichidității și, în consecință, își restrâng activitatea de creditare.

Politica de open-market este considerată în majoritatea țărilor ca fiind instrumentul de politică monetară cu cea mai mare eficacitate datorită gradului înalt de flexibilitate pe care îl oferă Băncii Centrale.

Participarea băncii de emisiune la negocierile de piață privind achiziția și vânzarea unor titluri ale împrumuturilor de stat este mult mai complexă. Pe de o parte, prin intervenția băncii de emisiune pe piața liberă se creează premisele pentru menținerea unor cursuri stabile ale titlurilor de credit public. Dată fiind amplitudinea emisiunii de hârtii de valoare, statul este interesat în asigurarea unei piețe stabile, sigure a titlurilor de credit, care să impună încredere celor care le dețin. Pe de altă parte, participarea băncii de emisiune la operațiile ce au loc pe piața liberă determină o redistribuire, diferită prin efectele sale, între banca de emisiune și alte bănci. În bilanțurile centralizate ale băncilor, efectele generate de aceste operații se reflectă astfel:

a) situația inițială:

A Banca de emisiune P		A Banca de depozit P	
Titluri de stat 1.000	Emisiune 3.000	Credite pentru stat 300	Depozite la vedere 1.000
		Credite acordate economiei 700	

b) cumpărare de titluri de către banca de emisiune:

A Banca de emisiune P		A Banca de depozit P	
Titluri de stat 1.100	Emisiune 3.100	Credite pentru stat 200	Depozite la vedere 1.000
		Credite acordate economiei 800	

c) vânzarea de titluri de către banca de emisiune:

A Banca de emisiune P		A Banca de depozit P	
Titluri de stat 900	Emisiune 2.900	Credite pentru stat 400	Depozite la vedere 1.000
		Credite acordate economiei 600	

Cumpărarea titlurilor de către banca de emisiune (b) determină creșterea emisiunii și creează o eliberare egală a plasamentelor băncilor, fapt ce poate conduce la sporirea volumului creditelor acordate economiei. Dimpotrivă, vânzarea titlurilor de către banca de emisiune (c), implică retragerea din circulație a banilor și determină restrângerea posibilităților celorlalte bănci de a acorda credite economiei, datorită creșterii plasamentelor în titluri.

Decurgând din conceptele keynesiste și considerate și de monetariști, îndeosebi Milton Friedman, ca singura modalitate accesibilă și eficientă, intervenția băncii de emisiune pe piața liberă se confruntă, în prezent, cu o serie de limite și contradicții. Dimensiunile considerabile ale datoriei publice, perpetuarea bugetelor deficitare, acționând în sensul unic al creșterii volumului pieței efectelor publice, sunt factori care diminuează rolul regulator al operațiunilor de open-market asupra capacității de creditare a băncilor și a masei bănești în circulație.

Capitolul 9. Reglementările bancare

Reglementările, ca forme de intervenție directă a autorităților bancare în desfășurarea activității băncilor, își au originea în consecințele crizei economice mondiale din anii 1929-1933, care după cum se știe, a sancționat drastic lipsa de lichiditate a băncilor. Reflectând concluziile acestei experiențe, reglementările bancare au stabilit principii ce s-au menținut în vigoare timp de câteva decenii. Potrivit acestor principii, concurența interbancară este strict limitată prin reglementarea dobânzilor creditoare decurgând din depozite bancare sau convenite deținătorilor de titluri financiare utilizate pentru plasarea economiilor.

Demn de menționat este că asemenea principii de organizare bancară erau expresia aplicării teoriei keynesiste a cărei teză principală era rolul major al dobânzii în asigurarea echilibrului circulației monetare și a celui economic general. Întrucât, potrivit acestei teorii,

general acceptate, dobânda, respectiv dirijarea ei, era cheia de boltă a politicii economice și celelalte componente ale politicii bancare erau concepute în cadrul unor stricte reglementări corelate de susținere.

În această lumină au fost cristalizate politicile care, prin norme cu acțiune directă, au stabilit comportamente pentru bănci privind volumul lichidităților sau o anumită utilizare predeterminată a activelor bancare. Dintre acestea, mai semnificative, pot fi menționate:

a) *plafonul efectelor publice*, prin care se stabilea o destinație obligatorie ce trebuia dată resurselor rezultate din creșterea depozitelor. Prin acest instrument se asigură un plasament obligatoriu, în active bancare, a bonurilor de tezaur, fapt ce ușura plasarea acestor titluri și creditarea statului. Evident, se asigura pe această cale și un anumit grad de lichiditate bancară;

b) *coeficientul de reținere*, stabilea obligația băncilor de a păstra un portofoliu minim din efectele pe termen mijlociu, obligație ce restrângea pentru bănci posibilitatea de a le resconta și crea necesitatea de a le acoperi din alte resurse;

c) *încadrarea creditului*, care reprezintă o restricție automată a progresiei creditului distribuit de bănci. În acest cadru, se stabilea pentru fiecare bancă, respectiv pentru fiecare categorie de credit o limită, limită care se determină prin aplicarea unui procent asupra angajamentelor totale. Creditele supuse acestei reglementări au fost cele pe termen mijlociu. Încălcarea, respectiv depășirea cadrului stabilit, avea consecințe costisitoare pentru bănci, deoarece le obliga să constituie, într-o proporție progresivă, rezerve neremunerate la banca de emisiune;

d) *un alt obiectiv al reglementărilor creditului*, în sensul îngrădirii sale, l-a constituit creditul de consum. În acest domeniu, potențialul de credit a fost instrumentul utilizat, acesta fiind stabilit ca un indice de ponderare a fondurilor proprii. De pildă, în Franța, potențialul de credit pentru creditele de consum era dat de produsul dintre fondurile proprii ale băncilor și cifra 9.

e) unor reglementări de îngrădire au fost supuse și *creditele personale*. Astfel, autoritățile monetare au încercat să controleze aceste credite, fie prin limitarea duratei maxime, fie prin stabilirea unui plafon maxim global.

În timp, reglementările bancare – acționând ca restricții cantitative și deopotrivă ca sancțiuni în termeni de costuri – au avut influențe negative în următoarele direcții:

- limitării activității băncilor;
- împiedicării angajării tuturor resurselor existente în depozite bancare, generând impulsul de migrare a capitalurilor;
- avantajării marilor întreprinderi, apreciate a fi generatoare de riscuri reduse.

Pe acest fundal, considerat de specialiști propice, s-au născut dereglementările financiare și bancare la sfârșitul deceniului 8 și începutul deceniului 9. Ele nu s-au concretizat într-o dezorganizare a activității bancare ci, mai ales, în instaurarea unui cadru mai simplu, mai adaptat condițiilor contemporane. Cauzele esențiale care le-au generat pot fi sintetizate astfel :

1. dinamismul care a caracterizat piețele financiare. Deficitul bugetar al S.U.A., dar și al altor state, a făcut să crească cererea de capital pe toate piețele naționale și internaționale;
2. creșterea accentuată și, mai ales, instabilitatea dobânzilor și cursurilor valutare, care au generat incertitudini pe piețele financiare;
3. mutațiile tehnologice, care au contribuit la mondializarea piețelor de capital, permițând atât difuzarea informației cât și a transferului pe diferitele piețe financiare;

În funcție de aceste cauze, dereglementările au vizat mai multe obiective. În primul rând, condițiile de preț ale diferitelor servicii bancare au fost dereglementate. Astfel, în S.U.A. a fost liberalizată activitatea bancară privind nivelul dobânzilor atât la resurse cât și pentru creditele acordate, creându-se condiția participării neîngrădite la piețele de capital. În

același sens s-a acționat prin remunerarea depozitelor la vedere cu dobânzi de un nivel apropiat de nivelul pieței monetare.

În al doilea rând, s-au produs unele dereglementări care afectează băncile și modifică structura operațiilor bancare, fenomene care, ivite din necesitate, se pare că s-au instalat, cu perspective, în viața economică și financiară actuală. Este vorba de dezvoltarea fără precedent a certificatelor de depozit emise de întreprinderi, bănci și societăți financiare. În acest context, piața resurselor se îngustează și se scumpește pentru bănci. Concomitent se diminuează și piața creditorilor prin accentuarea fenomenului de titularizare a creanțelor. Transformarea creanțelor în titluri dispersează riscurile și permite o mai facilă circulație și administrare a creanțelor, dar, în același timp, modifică structura activelor bancare, reducând posibilitatea de acordare pentru creditele curente.

În al treilea rând, sunt semnificative mutațiile în produsele financiare ale statului. Acesta își diversifică instrumentele de credit și le majorează remunerarea, astfel că ele devin atrăgătoare și pentru bănci.

Dereglementările bancare, diferite ca intensitate și efect în diferitele țări, au generat odată cu înlăturarea unor contradicții, și o serie de premise ale sporirii riscurilor lor. A apărut astfel necesitatea instituționalizării unui nou cadru de reglementare bancară, atât în interiorul fiecărei țări cât și pe plan internațional. Au fost legiferate, în acest context, noi norme prudențiale. Scopul lor principal este de a proteja pe deponenți și a evita dezechilibrele bancare între resurse și angajamente. De pildă, în Franța normele noi instituite se referă la:

- coeficientul fondurilor proprii și resurselor permanente;
- coeficientul lichidității potențiale;
- norma Cooke.

Coeficientul fondurilor proprii și resurselor permanente stabilește un raport minim de 60% între resursele bancare mobilizate pe termen lung și utilizarea lor. Scopul principal al acestor reglementări este limitarea creditării pe termen lung la resursele cu același caracter și evitarea creditării pe termen lung pe seama creației monetare.

Coeficientul lichidității potențiale, ca modalitate de reglementare a lichidității, se determină prin raportul între lichiditatea activelor și exigibilitatea pasivelor mai mari de o lună. Numărătorul cuprinde creditele cu o scadență mai mare de o lună și alte active, mobilizate sau negociabile, ponderate după natura lor, în funcție de gradul de lichiditate. Numitorul cuprinde pasivele la vedere sau exigibile pe termen scurt, ponderate după gradul lor de exigibilitate.

Norma Cooke, considerată ca o inovație în domeniul reglementării prudențiale, obligă băncile să-și asigure un raport minimal între fondurile proprii și riscurile ponderate, după natura lor, astfel:

- pe de o parte, să asigure un raport minim de 4% între *sâmburele dur* al fondurilor proprii (capital + rezerve) și activul ponderat;
- pe de altă parte, să asigure un raport minim de 8% între fondurile proprii considerate în sens larg și activul ponderat.

Politica de creditare a băncilor este orientată, în lumina normelor analizate, cu luarea în considerare a riscurilor și rentabilității. Cu toate acestea, controlul clasic asupra dobânzii și creditului, prin politicile monetare și de credit, își menține rolul preponderent.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. M. Opreșcu, J. Popescu, A. Manta – *Monedă, credit, bănci*, Editura Sitech, Craiova, 2010;
2. M. Opreșcu, J. Popescu, C. Spulbăr, R. Nanu – *Monedă și credit, studii de caz*, Editura Sitech, Craiova, 2010.

PARTEA A II A MANAGEMENT BANCAR

Cap. 10. Introducere în managementul bancar

10.1 Conținutul și obiectivele managementului bancar

Managementul bancar a apărut și s-a dezvoltat, inițial, în Statele Unite sub numele de "asset-liability management", (ALM). Începând cu anii '60 ai secolului trecut, numeroase studii au tratat această problemă, astfel că, în prezent, în condițiile modificării permanente a mediului economic și a reglementărilor bancare, în toate sistemele bancare moderne, managementul bancar reprezintă un aspect esențial al profesiei de bancher.

Pentru ca o bancă să poată practica un management bancar dinamic trebuie îndeplinite simultan mai multe condiții ce țin atât de mediul economic cât și de propria situație. Aceste condiții presupun:

- ☞ *o piață financiară dezvoltată*, care să prezinte următoarele caracteristici:
 - ✓ să fie o piață nerestricționată;
 - ✓ să fie o piață care să acopere toate scadențele;
 - ✓ să fie o piață lichidă;
 - ✓ să existe instrumente și mecanisme care să permită gestiunea riscurilor;
- ☞ *un sistem de reglementări bancare adaptat la condițiile pieței*, astfel încât reglementările, atât monetare cât și prudențiale, să nu reprezinte un obstacol în punerea în aplicare a unui management bancar performant.

Conținutul managementului bancar

Managementul bancar poate fi înțeles, pe de o parte, ca *o formă de manifestare a cerințelor, condițiilor și funcțiilor de ansamblu ale managementului adaptate condițiilor specifice ale acestor categorii de instituții care sunt băncile*. Aceste condiții specifice vizează:

- ☞ obiectul tranzacțiilor îl reprezintă moneda, respectiv activele monetare;
- ☞ activitatea principală este aceea de atragere, distribuire, utilizare și creare a monedei, precum și utilizarea și gestiunea mijloacelor de plată;
- ☞ specificitatea pieței produselor și serviciilor bancare;
- ☞ gradul înalt de informatizare a activității bancare.

Managementul bancar se supune, deci, legiților generale ale științei managementului, dar are, în același timp, sisteme, tehnici și metode specifice, precum și modalități de conducere adecvate. Activitatea bancară comportă un risc, ceea ce conferă, de asemenea, o anumită specificitate procesului de management.

Pe de altă parte, *managementul bancar cuprinde toate aspectele privind modul în care sunt organizate și utilizate resursele băncii în scopul maximizării profitului și eficientizării activității pe termen scurt, mediu și lung*.

Obiectivele managementului bancar

În condițiile în care o societate bancară și-a stabilit obiectivele pe care vrea să le realizeze și piețele pe care va acționa, ea trebuie să-și stabilească și politica pe care trebuie să o promoveze pentru obținerea performanțelor stabilite, dar și riscurile pe care este dispusă să și le asume pentru a atinge aceste performanțe.

Asigurarea unui raport optim între profiturile și riscurile bancare reprezintă o necesitate de prim ordin fără de care succesul managementului bancar ar fi compromis. Acest

optim presupune valorificarea superioară a fondurilor băncii prin angajarea unor operațiuni active care să asigure maximizarea profitului în condiții de risc minime.

Adoptarea deciziilor privind relația rezultat - risc constituie, deci, un alt obiectiv al managementului bancar, care se consideră rezolvat în măsura în care s-a atins un anumit grad de profitabilitate care poate permite dezvoltarea și consolidarea băncii.

În condițiile unui viitor incert banca se confruntă cu problema alegerii structurii activelor și pasivelor sale, știut fiind că fiecare structură generează mai mult sau mai puțin un risc global. În aceste condiții banca, prin alegerea volumului total și a combinațiilor de active și pasive, caută să maximizeze profitul sau/și să mențină riscurile provenite din aceste structuri și combinațiile lor la un nivel acceptabil, prin respectarea reglementărilor la care este supusă.

În acest context, pentru o bancă, se pune problema de a alege combinația de active și pasive care maximizează profitul și/sau menține riscul la un nivel acceptabil.

În concluzie, ***managementul bancar este forma de conducere, coordonare, monitorizare și control proprie activității bancare ce are ca obiectiv principal stabilirea strategiilor și tacticilor băncii de creștere a profitabilității pe termen scurt, mediu și lung în condiții de risc minim.***

Managementul bancar urmărește, deci, ***două obiective principale:***

- ✓ optimizarea activelor și pasivelor în vederea creșterii profitabilității și,
- ✓ identificarea posibilităților de diminuare a riscurilor.

10.2. Funcțiile managementului bancar

Funcțiile managementului în sistemul bancar se manifestă într-un cadru specific de manifestare a funcțiilor băncilor. În acest caz, funcțiile băncilor au o importanță deosebită, ele fiind structurate, în general, astfel:

- a) funcția de intermediar principal în relația economii-investiții, hotărâtoare în creșterea economiei;
- b) funcția de protejare a resurselor financiare disponibile la un moment dat, prin păstrare în depozite bancare;
- c) funcția de transfer al plăților între titularii de cont, funcție prin care băncile determină și controlează fluxurile circulației monetare scripturale.

Aceste funcții, la rândul lor, se exercită nuanțat de la bancă la bancă. Managementul bancar, în funcție de specificul fiecărei instituții în parte, se manifestă în condițiile în care banii și creditul devin instrumente de bază pentru stimularea dezvoltării economice, prin intermediul lor încurajându-se orice fenomen pozitiv sau descurajându-se, la nevoie, tendințele ce ar putea să se îndrepte spre realizarea unor obiective neproductive sau speculative.

Specificitatea managementului bancar reflectată și de particularitățile principiilor de conducere ale unei bănci ne conduce la abordarea următoarelor funcții principale:

➤ *funcția de previziune*, care presupune:

- previziunea evoluțiilor mediului economic intern (la nivel local și regional) și extern;
- previziunea evoluțiilor fluxurilor financiare, a informatizării și tehnologiei comunicațiilor;

➤ *funcția de planificare*, care vizează:

- elaborarea strategiei de dezvoltare pe termen mediu și lung;
- planificarea implementării de noi produse și servicii;
- bugetizarea și proiectarea nivelurilor profitului;

➤ *funcția de organizare*, prin intermediul căreia se urmărește:

- adaptarea permanentă a structurii organizatorice la cerințele de evoluție a băncii;
- flexibilitatea rețelei teritoriale (deschideri, transformări sau închideri de unități operative);

➤ *funcția de coordonare*, urmărește:

- delegarea de sarcini;
- centralizarea informațiilor sintetice;
- organizarea în trepte a coordonării;
- monitorizarea directă la nivelul băncii;
 - *funcția de control*, prin intermediul căreia se asigură:
- controlul respectării normelor și metodologiilor;
- controlul realizării planurilor și obiectivelor financiare și administrative;
- monitorizarea actului de control.

10.3. Mediul bancar

Conectarea dinamică a băncii la mediul economico-social constituie, în cele mai multe cazuri, cheia succesului în afaceri, pe baza cunoașterii componentelor și a factorilor exogeni și endogeni care influențează mediul ambiant, banca adoptând un comportament activ, creativ față de dinamica ei continuă poate să-și stabilească strategiile prin care să beneficieze de influența pozitivă a mediului, să ia măsuri de contracarare a influențelor negative și chiar să intervină pentru modificarea incidentelor lui.

Un management bancar performant trebuie să fie generator de inițiative eficiente, subordonate satisfacerii cerințelor clienților, angajaților, acționarilor, realizării obiectivelor băncii în ansamblul lor.

Definirea mediului bancar

Mediul bancar poate fi înțeles ca un complex de factori interni și externi care influențează desfășurarea activității bancare și, implicit managementul bancar.

Mediul intern al băncii, format din ansamblul factorilor interni, vizează:

- personalul băncii și profesionalismul bancar;
- conducerea și organizarea băncii;
- cultura organizațională;
- logistica băncii, etc.

Mediul extern cuprinde acele aspecte care nu pot fi controlate direct, reprezentând cele mai importante restricții ale activității bancare. Mediul extern este un complex de factori extrinseci băncii care asigură contextul desfășurării activității, influențează activitatea și interacționează cu banca.

Factorii externi pot afecta obiectivele urmărite de bancă, obținerea resurselor financiare, materiale și umane, deciziile și modul de desfășurare a activității.

În analiza mediului extern trebuie luați în considerare următorii factori:

- legislativi: legislația bancară, a muncii;
- economici: rezultatele generale ale economiei în raport cu unii indicatori macroeconomici, cum ar fi creșterea economică, rata inflației, cursul de schimb;
- politici: politicile guvernamentale influente care nu se concretizează în acte normative;
- sociali: nivelul de trai, comportamentul consumatorilor;
- etici: onestitatea și confidențialitatea;
- tehnologici: progresul tehnologic și informatizarea;
- concurențiali: produse și servicii, nivelul ratei dobânzii și al comisioanelor, notorietatea băncii etc.

10.4. Strategia bancară

Strategia bancară se caracterizează prin aceea că definește ansamblul de componente care precizează:

- ✓ *locul pe piață*, poziția băncii în cadrul sistemului bancar local din punct de vedere al mărimii, relației cu competitorii, derulării unor proiecte interne sau externe viabile, pe baza acestor evoluții efectuându-se comparații cu băncile concurente;
- ✓ *relațiile cu organismele financiar-bancare interne și internaționale* și relațiile de corespondență cu bănci străine, pentru derularea unor programe guvernamentale;
- ✓ *produsele și serviciile bancare* sunt avute în vedere de la lansare, promovare, perfecționare și sunt urmărite în corelație cu principalii clienți urmărindu-se să se întărească relația băncii cu clienții și realizarea nivelului planificat al profitului;
- ✓ consolidarea celor patru piloni pe care se bazează activitatea bancară: *tehnologia informațională* poate constitui un obiectiv strategic al băncii prin urmărirea implementării de sisteme automate de calcul, formării unui colectiv informatic, prin cultura informațională; *investițiile*, concretizate în clădiri și modernizări; *rețeaua de unități teritoriale (infrastructura)*, și referitor la aceasta, adaptarea la condițiile economice, financiare și sociale locale; legăturile cu clienții strategici importanți, soluționarea situațiilor atipice; *personalul bancar*, și în privința acestuia, obiectivele pot urmări motivarea și cointeresarea;
- ✓ *managementul* ocupă de asemenea un loc central în strategia bancară sub aspectul riscului în activitățile bancare, riscului financiar și de obținere a unui profit ridicat, managementul total al calității, atragerii de afaceri și penetrării spre noi operații;
- ✓ *prevederea unor alternative strategice de dezvoltare, de penetrare pe piață și de contracarare a concurenței*.

Modele și strategii bancare

Analiza sistemelor bancare naționale din țările dezvoltate evidențiază că acestea sunt foarte diferite și se constituie dintr-o mare varietate de instituții, cu precădere în cadrul spațiului financiar european. În acest sens, se poate aprecia că este posibil ca procesul de globalizare financiară (care se traduce prin emergența progresivă a unei industrii bancare mondiale) să favorizeze o tendință de uniformizare a sistemelor bancare pe baza unui model dominant de bancă, care poate îmbrăca forma băncii dividend sau băncii fragmentate.

Obiectivul prioritar al **băncii dividend** este rentabilitatea fondurilor proprii. Maximizarea câștigurilor acționarului face ca banca secolului XXI să fie o organizație obișnuită, care însă trebuie să respecte regulile prudențiale (reușita actuală a băncilor anglo-saxone fiind rezultatul funcționării pe baza acestui model).

Modelul **băncii fragmentate** redefinesc noțiunea clasică de intermediere prin separarea completă a activităților de depozit și de creditare. Diferitele funcții ale băncii trebuie să fie exercitate de entități juridice distincte, care alcătuiesc de sine stătător o bancă.

Banca fragmentată este mai performantă, în măsura în care fiecare funcție bancară este luată în considerare de o categorie de operatori specializați și competitivi în domeniul activității lor. Deja, în activitatea unei bănci se identifică aspecte ale băncii fragmentate, prin aceea că își exprimă oferta de produse și servicii financiare, prin încredințarea acestora unor firme din exteriorul băncii, respectiv externalizarea activităților.

Modelul băncii virtuale. Evoluția tehnologiei a afectat relația dintre bancă și clienți, ceea ce se poate evidenția prin modelul **băncii la distanță**, care recurge la o serie de instrumente bazate pe tehnologie și informatică, prin care se efectuează, în principal, trei categorii de operațiuni bancare: gestionarea mijloacelor de plată, distribuirea de credite, gestionarea economiilor. În eforturile permanente ale băncilor de a atrage noi clienți, tehnologiile de informatică și comunicare au jucat un rol important, conducând la **modelul băncii virtuale**.

În noul context, reușita băncilor pune astfel accent tot mai mult pe noile tehnologii, a căror dezvoltare modifică regulile concurenței, în sensul că favorizează operațiunile de compensare directă dintre firme, ceea ce diminuează fluxurile din sistemul bancar. De asemenea, modelul băncii virtuale majorează viteza de transfer a fondurilor și reduce volumul intermedierei financiare propriu-zise.

Banca universală este forma de organizare care oferă un ansamblu de produse și servicii bancare pentru o gamă largă de clienți, această formă fiind luată în prezent de un mare număr de bănci. Banca universală presupune existența unei rețele bancare, care este singura metodă ce permite distribuirea întregii game de produse și servicii bancare. De asemenea, rețeaua nu este doar o sursă de oportunități, ci și o sursă de creare a costurilor legate de funcționarea acestora. Printre oportunitățile existenței unei rețele bancare sunt și: capacitatea de retragere a resurselor financiare la costuri avantajoase; o capacitate mai bună de a răspunde cu promptitudine la nevoile clienților; o metodă ce permite distribuirea ansamblului de produse și servicii bancare.

Băncile care aplică **strategia specializării** pot pleca de la ideea că o bancă (mai ales cele de talie mică și mijlocie) poate cu greu să deservească toate categoriile de clientelă sau să aibă o întreagă gamă de produse și servicii bancare. Astfel, băncile se concentrează asupra unor obiective reduse pentru realizarea cărora își vor concentra toate eforturile, ele putând obține rezultate mai bune fie prin costul mai redus al produselor și serviciilor bancare, fie prin îmbunătățirea calității acestora în raport cu concurența.

Astfel băncile se pot specializa fie pe anumite produse, fie pe o anumită gamă de clienți: în primul caz, banca nu va realiza decât un tip sau o gamă limitată de produse, iar în cel de-al doilea, banca nu va deservei decât o gamă specifică de clienți cărora le va oferi ansamblul produselor și serviciilor de care au nevoie în condiții de costuri minime și de o calitate optimală.

Această tendință de specializare s-a datorat și faptului că persoanele fizice și companiile caută servicii de foarte bună calitate, servicii pe care doar băncile specializate le pot oferi cu succes. Strategia băncilor specializate este aplicată în special de băncile de talie mică și medie care, de altfel, nu au în mod real alte soluții. Astfel ele se pot specializa fie pe anumite segmente de clientelă (persoane fizice, IMM-uri) fie pe anumite produse și servicii bancare (credit de consum, produse de economii, consiliere financiară, inginerie financiară).

Retail banking și wholesale banking

Două modele alternative de dezvoltare strategică s-au impus în ultima perioadă: **retail banking** și **wholesale banking**, care nu se exclud, dar presupun abordări diferite în ceea ce privește operațiunile bancare: **activitatea de retail** vizând persoanele fizice și IMM-urile, (care trebuie delimitate cât mai exact pe diferite segmente de clienți: persoane active, pensionari, elevi, studenți, liber profesioniști, actori, afiliați ai unor cluburi, ligi, asociații profesionale, sportivi; zone geografice, rurale, urbane, sărace, mai dezvoltate, etc., fiecărui segment de clienți trebuind să i se adreseze anumite tipuri de servicii și produse bancare, dar existând totodată și servicii și produse ce se adresează în egală măsură tuturor), în timp ce **activitatea de gros** are în vedere marile companii, instituții financiare și guvernele.

Activitatea bancară cu persoanele fizice este destul de rentabilă datorită riscului mai redus decât în cazul persoanelor juridice și a volumului mare de servicii (operațiuni de casă și de cont) pentru care se încasează imediat comisioane, deci fără risc de neplată. Noua orientare a băncilor către sectorul persoanelor fizice pune un accent deosebit pe creditele de consum care satisfac multiple cerințe ale persoanelor fizice, ce nu pot fi realizate imediat cu resursele de care dispun acestea. Creditul de consum este specific și țărilor dezvoltate și celor în curs de dezvoltare cu diferența că în prima categorie orientarea este către creditul imobiliar, iar în a doua către creditul pentru trezorerie, bunuri casnice, mobilier, autoturisme, echipamente de încălzire, sau climatizare și într-o măsură mai mică pentru procurări sau construcții de locuințe.

Activitățile bancare en gros se referă preponderent la operațiuni de intermediere și vizează un număr mic de tranzacții, dar cu valoare financiară mare. De asemenea, spre deosebire de activitatea de retail nu sunt dependente de existența unei rețele de sucursale. În esență, activitatea bancară en gros se referă la finanțarea pe scară largă și își are originea în expansiunea industrială și comercială din țările occidentale. Dezvoltarea modelului sistemului bancar en gros a apărut inițial ca urmare a cerințelor din SUA, Marea Britanie, Germania și Franța pentru furnizarea de fonduri importante, la rate de dobândă competitive.

Cap. 11. Reglementarea și conducerea activității instituțiilor de credit în România

11.1 Activitatea instituțiilor de credit

Activitatea instituțiilor de credit (activitatea bancară) poate fi definită în sens larg ca fiind *activitatea de atragere de depozite sau alte fonduri rambursabile de la public și acordarea de credite în cont propriu.*

Termenul *public* desemnează orice persoană fizică, persoană juridică sau entitate fără personalitate juridică, ce nu are cunoștințele și experiența necesară pentru evaluarea riscului de nerambursare a plasamentelor efectuate. Nu intră în această categorie: statul, autoritățile administrației publice centrale, regionale și locale, agențiile guvernamentale, băncile centrale, instituțiile de credit, instituțiile financiare, alte instituții similare și orice altă persoană considerată investitor calificat, în înțelesul legislației privind piața de capital.

Deci, o **instituție de credit** este o entitate a cărei activitate constă în atragerea de depozite sau de alte fonduri rambursabile de la public și în acordarea de credite în cont propriu.

Instituțiile de credit, persoane juridice române, se pot constitui și funcționa, cu respectarea legislației bancare, în una din următoarele categorii:

- a) **bănci**;
- b) organizații cooperatiste de credit;
- c) bănci de economisire și creditare în domeniul locativ;
- d) bănci de credit ipotecar;
- e) instituții emitente de monedă electronică.

Banca Națională a României este autoritatea competentă cu privire la reglementarea, autorizarea și supravegherea prudențială a instituțiilor de credit.

Activități permise instituțiilor de credit în România

Instituțiile de credit pot desfășura, în limita autorizației acordate, următoarele **activități**:

- a) atragere de depozite și de alte fonduri rambursabile;
- b) acordare de credite, incluzând printre altele: credite de consum, credite ipotecare, factoring cu sau fără regres, finanțarea tranzacțiilor comerciale, inclusiv forfetare;
- c) leasing financiar;
- d) operațiuni de plăți;
- e) emiteri și administrare de mijloace de plată, cum ar fi: cărți de credit, cekuri de călătorie și alte asemenea, inclusiv emiteri de monedă electronică;
- f) emiteri de garanții și asumare de angajamente;
- g) tranzacționare în cont propriu și/sau pe contul clienților, în condițiile legii, cu:
 - instrumente ale pieței monetare, cum ar fi: cekuri, cambii, bilete la ordin, certificate de depozit;
 - valută;
 - contracte futures și options financiare;
 - instrumente având la bază cursul de schimb și rata dobânzii;
 - valori mobiliare și alte instrumente financiare transferabile;
- h) participare la emisiunea de valori mobiliare și alte instrumente financiare, prin subscrierea și plasamentul acestora ori prin plasament și prestarea de servicii legate de astfel de emisiuni;
- i) servicii de consultanță cu privire la structura capitalului, strategia de afaceri și alte aspecte legate de afaceri comerciale, servicii legate de fuziuni și achiziții și prestarea altor servicii de consultanță;
- j) administrare de portofolii și consultanță legată de aceasta;

- k) custodie și administrare de instrumente financiare;
- l) intermediere pe piața interbancară;
- m) prestare de servicii privind furnizarea de date și referințe în domeniul creditării;
- n) închiriere de casete de siguranță;
- o) operațiuni cu metale și pietre prețioase și obiecte confecționate din acestea, etc.

Activitatea de acordare de credite ipotecare finanțate prin emisiune de obligațiuni ipotecare precum și activitatea de economisire și creditare în sistem colectiv pentru domeniul locativ poate fi desfășurată cu respectarea legislației speciale în materie.

Instituțiile de credit pot desfășura și **alte activități permise** potrivit autorizației acordate de Banca Națională a României, după cum urmează:

- a) operațiuni ne-financiare în mandat sau de comision, în special pe contul altor entități din cadrul grupului din care face parte instituția de credit;
- b) operațiuni de administrare a patrimoniului constând din bunuri mobile și/sau imobile aflate în proprietatea acestora, dar neafectate desfășurării activităților financiare;
- c) prestarea de servicii clienței proprii care, deși nu sunt conexe activității desfășurate, reprezintă o prelungire a operațiunilor bancare.

Nivelul total al veniturilor obținute din activitățile prevăzute anterior (alte activități) nu poate depăși 10% din veniturile obținute de o instituție de credit.

Instituțiile de credit se pot angaja în operațiuni cu bunuri mobile și imobile numai dacă:

- a) operațiunile sunt necesare desfășurării în condiții adecvate a activităților pentru care instituția de credit a fost autorizată și în măsura în care bunurile respective sunt necesare în acest scop;
- b) operațiunile au ca obiect bunuri mobile și imobile destinate perfecționării pregătirii profesionale a salariaților, organizării unor spații de odihnă și recreare sau asigurării de locuințe pentru salariați și familiile acestora;
- c) operațiunile au ca obiect bunuri mobile și imobile dobândite în urma executării creanțelor, cu respectarea, în privința operațiunilor de închiriere a unor asemenea bunuri.

Instituțiile de credit **nu pot desfășura alte activități în afara celor permise** potrivit legislației în vigoare **și nu se pot angaja în operațiuni cum ar fi:**

- a) gajarea propriilor acțiuni pe contul datoriilor băncii;
- b) acordarea de credite garantate cu acțiuni, alte titluri de capital sau cu obligațiuni emise de instituția de credit însăși sau de o altă entitate aparținând grupului din care face parte instituția de credit;
- c) atragerea de depozite sau de alte fonduri rambursabile, titluri sau alte valori, de la public, când instituția de credit se află în stare de insolvență.

11.2 Tipuri de instituții de credit

Băncile sunt instituții de credit cu vocație universală, care pot desfășura oricare dintre activitățile prevăzute de legislația bancară. Băncile, persoane juridice române, se constituie sub formă juridică de societate pe acțiuni în conformitate cu legislația comercială și cu respectarea dispozițiilor legislației bancare.

Băncile de economisire și creditare în domeniul locativ sunt **instituții de credit specializate** în finanțarea pe termen lung a domeniului locativ, al căror obiect principal de activitate constă în economisirea și creditarea în sistem colectiv pentru domeniul locativ.

Clienții băncilor de economisire și creditare în domeniul locativ pot fi persoane fizice sau juridice care încheie cu banca de economisire și creditare în domeniul locativ un contract de economisire și creditare în sistem colectiv pentru domeniul locativ, prin care dobândește, ca urmare a efectuării depunerilor prevăzute în contract, dreptul legal de a primi un credit la dobânda stabilită potrivit clauzelor contractuale.

Activitatea de economisire și creditare în sistem colectiv pentru domeniul locativ constă în acceptarea de depozite de la clienți și acordarea acestora de credite cu dobândă fixă din sumele acumulate pentru activități în domeniul locativ.

Denumirea unei bănci de economisire și creditare în domeniul locativ, persoană juridică română, trebuie să includă sintagma "bancă de economisire și creditare în domeniul locativ" sau o altă expresie care să indice specializarea acesteia în finanțarea domeniului locativ.

Băncile de economisire și creditare în domeniul locativ pot desfășura, în limita autorizației acordate, următoarele **activități**:

- a) economisire și creditare în sistem colectiv pentru domeniul locativ;
- b) finanțarea anticipată și finanțarea intermediară, pe baza contractelor de economisire-creditare;
- c) acordarea de credite pentru activități în domeniul locativ;
- d) administrarea de portofolii de credite și intermedierea de credite pe contul terților, dacă aceste credite sunt destinate finanțării unor activități în domeniul locativ;
- e) emiterea de garanții pentru acele tipuri de credite obținute de o persoană, pe care băncile de economii pentru domeniul locativ le pot acorda;
- f) efectuarea de plasamente în active cu grad de risc de credit scăzut, potrivit reglementărilor Băncii Naționale a României;
- g) acordarea de credite societăților comerciale la care băncile de economii pentru domeniul locativ dețin participații;
- h) emiterea și gestiunea instrumentelor de plată și de credit;
- i) operațiuni de plăți;
- j) consultanță financiar-bancară;
- k) operațiuni de mandat cu specific financiar-bancar;
- l) alte activități, în măsura în care acestea susțin realizarea obiectului de activitate.

Băncile de credit ipotecar sunt *instituții de credit specializate*, al căror obiect principal de activitate îl constituie *desfășurarea cu titlu profesional a activității de acordare de credite ipotecare pentru investiții imobiliare și atragerea de fonduri rambursabile de la public prin emisiune de obligațiuni ipotecare*. Denumirea unei bănci de credit ipotecar trebuie să includă sintagma "bancă de credit ipotecar" sau sintagma "bancă ipotecară".

Instituțiile emitente de monedă electronică sunt *instituții de credit specializate în emiterea de monedă electronică*.

Monedă electronică este o valoare monetară reprezentând o creanță asupra emitentului, care îndeplinește cumulativ următoarele condiții:

- a) este stocată pe un suport electronic;
- b) este emisă în schimbul primirii de fonduri a căror valoare nu poate fi mai mică decât valoarea monetară emisă;
- c) este acceptată ca mijloc de plată și de alte entități decât emitentul.

Obiectul de activitate al instituțiilor emitente de monedă electronică trebuie să fie limitat la desfășurarea activității de emisie de monedă electronică și la prestarea următoarelor servicii:

- a) servicii financiare și nefinanciare strâns legate de activitatea de emisie de monedă electronică, cum ar fi: administrarea de monedă electronică prin îndeplinirea unor funcții operaționale și a altor funcții conexe legate de emiterea de monedă electronică, emiterea și administrarea altor mijloace de plată, fără ca prin aceasta să se acorde credit sub orice formă;
- b) servicii de stocare a informațiilor pe un suport electronic în numele unor instituții publice sau al altor entități.

Atragerea de fonduri în scopul emiterii de monedă electronică nu este considerată atragere de depozite sau de alte fonduri rambursabile dacă fondurile primite sunt transformate imediat în monedă electronică.

În perioada de valabilitate pentru care a fost emisă moneda electronică, instituțiile emitente de monedă electronică sunt obligate să o răscumpere, la cererea deținătorilor, la o valoare egală cu valoarea acesteia existentă în sold.

Răscumpărarea se realizează prin schimbarea valorii sale în numerar sau prin transfer în cont, fără reținerea altor taxe și comisioane în afara celor strict necesare efectuării operațiunii de răscumpărare.

Contractele încheiate de instituțiile emitente de monedă electronică cu deținătorii trebuie să prevadă în mod clar condițiile de răscumpărare a monedei electronice. Ele pot prevedea un prag minim de răscumpărare, care nu poate fi mai mare decât echivalentul în lei a 10 euro.

Instituțiile emitente de monedă electronică trebuie să dispună de un capital inițial cel puțin la nivelul prevăzut de Banca Națională a României prin reglementări, care nu poate fi mai mic decât echivalentul în lei a 1 milion euro.

Instituțiile emitente de monedă electronică trebuie să dispună de un nivel al fondurilor proprii egal cu sau mai mare de 2% din cea mai mare sumă sau din media sumelor ultimelor șase luni a obligațiilor lor financiare legate de emiterea de monedă electronică. Fondurile proprii ale unei instituții emitente de monedă electronică nu pot scădea sub nivelul minim al capitalului inițial stabilit conform legislației bancare.

Organizațiile cooperatiste de credit

Cooperativa de credit este instituția de credit constituită ca o asociație autonomă de persoane fizice unite voluntar în scopul îndeplinirii nevoilor și aspirațiilor lor comune de ordin economic, social și cultural, a cărei activitate se desfășoară, cu precădere, pe principiul întraajutorării membrilor cooperatori.

Casa centrală a cooperativelor de credit este instituția de credit constituită prin asocierea de cooperative de credit, în scopul gestionării intereselor lor comune, urmării centralizate a respectării dispozițiilor legale și a reglementărilor-cadru, aplicabile tuturor cooperativelor de credit afiliate, prin exercitarea supravegherii și a controlului administrativ, tehnic și financiar asupra organizării și funcționării acestora.

Rețeaua cooperatistă reprezintă ansamblul format din casa centrală și cooperativele de credit afiliate la aceasta. Activitatea în cadrul unei rețele cooperatiste se desfășoară preponderent și cu prioritate în interesul membrilor cooperatori, respectiv al organizațiilor cooperatiste de credit afiliate la casa centrală.

Cooperativele de credit pot să atragă depozite sau alte fonduri rambursabile de la membrii acestora, precum și de la persoane fizice, juridice ori alte entități, care domiciliază, au reședința sau locul de muncă, respectiv au sediul social și desfășoară activitate în raza teritorială de operare a cooperativei de credit.

Cooperativele de credit pot să acorde credite:

- a) membrilor acestora, cu prioritate;
- b) persoanelor fizice, persoanelor juridice ori altor entități fără personalitate juridică, ce domiciliază, au reședința sau locul de muncă, respectiv au sediul social și desfășoară activitate în raza teritorială de operare a cooperativei de credit, la un nivel care să nu poate depăși 25% din activele cooperativei de credit.

Cooperativele de credit pot să deruleze credite, în numele și pe contul statului, din surse puse la dispoziție, destinate persoanelor și/sau destinate finanțării unor proiecte de dezvoltare/reabilitare a activităților economice și sociale din raza teritorială de operare a cooperativei de credit.

Cooperativele de credit nu pot emite obligațiuni. Acestea se pot finanța din împrumuturi intercooperatiste sau de la alte instituții de credit, în condițiile respectării legislației bancare.

Nivelul minim al capitalului agregat al unei rețele cooperatiste și elementele care intră în calculul acestuia se stabilesc de Banca Națională a României prin reglementări. Acest nivel nu poate fi mai mic decât echivalentul în lei a 5 milioane euro.

Casele centrale pot desfășura, în limita autorizației acordate, oricare dintre activitățile permise unei instituții de credit, în condițiile prevăzute de legislația bancară. Activitatea se desfășoară în principal și cu preponderență în interesul cooperativelor de credit afiliate și pentru asigurarea adecvării capitalului la riscuri și a lichidității la nivelul întregii rețele.

Creditele acordate de o casă centrală persoanelor juridice, altele decât cooperativele de credit afiliate, nu pot depăși 20% din activele casei centrale.

Casele centrale pot emite obligațiuni în condițiile prevăzute de lege pentru societățile pe acțiuni.

Rețeaua instituțiilor de credit

Strategia de dezvoltare și concurența impun instituțiilor de credit să dezvolte o rețea de unități proprii în teritoriu, care să desfășoare o activitate cât mai complexă, să ofere un volum cât mai mare de produse și servicii și, în același timp, să promoveze un management bancar performant.

Instituțiile de credit pot deschide pe teritoriul României sucursale și alte sedii secundare (agenții și puncte de lucru) în condițiile prevăzute de reglementările bancare, creând o rețea bancară care, în principiu, poate avea o structură piramidală: în vârful piramidei centrala instituției de credit, apoi sucursalele iar la baza piramidei se află agențiile și punctele de lucru (sau alte unități operative).

Centrala instituției de credit asigură coordonarea activității în ansamblul său, prin aplicarea corectă a legislației bancare și a celorlalte acte normative ce guvernează activitatea acesteia. În acest sens centrala elaborează norme specifice ce sunt respectate și utilizate în activitatea operațională a instituției de credit de către sucursale, agenții sau alte unități operative.

În funcție de activitatea desfășurată, strategie, operațiuni, mărimea rețelei, clientelă, etc. fiecare instituție de credit își organizează structura funcțională a centralei pe departamente (direcții de specialitate) care, la rândul lor, pot avea în subordine diferite servicii sau alte structuri.

Principalele *atribuții* ale centralei sunt:

➤ elaborează și avizează normele metodologice ce reglementează obiectul de activitate al fiecărui departament, precum și instrucțiuni, circulare, reglementări emise pentru probleme specifice;

➤ coordonează și controlează unitățile operative în ceea ce privește activitatea desfășurată, modul de aplicare al legislației bancare și al normelor metodologice și reglementărilor emise pentru diferite activități;

➤ realizează studii și analize, în legătură cu activitățile specifice desfășurate de fiecare departament, în vederea luării deciziilor privind perfecționarea managementului bancar.

Sucursala este o unitate operațională fără personalitate juridică, înființată la inițiativa unei instituții de credit, care realizează toate sau unele din activitățile pentru care instituția de credit a primit autorizație grupate în operațiuni de mandat sau de comision. Ea poate încheia contracte cu terțe persoane în numele instituției de credit - în calitate de mandatar, sau în nume propriu - în calitate de comisionar.

În general, operațiunile desfășurate de sucursală pot fi:

- ↳ decontări intra și interbancare;
- ↳ operațiuni de casă în lei și valută;
- ↳ operațiuni valutare;
- ↳ constituirea de depozite;
- ↳ operațiuni de creditare și finanțare, ș.a.

Toate aceste operațiuni se desfășoară în limita unor competențe delegate de centrală.

Printre principalele atribuții ce se regăsesc la nivelul sucursalelor amintim:

↳ desfășurarea activității bancare în teritoriu, respectiv operațiuni de creditare, încasări și plăți fără numerar, operațiuni cu numerar și de casierie, etc;

- ↳ distribuirea plafoanelor de credite, transmise de centrala băncii, pe fiecare agenție din subordine și administrarea în bune condiții a resurselor de creditare;
- ↳ analiza activității desfășurate la nivel teritorial de unitățile din subordine, etc.

Sucursala, în funcție de tipul și volumul activității, poate organiza compartimente, servicii sau birouri.

Agencia se înființează de asemenea la inițiativa instituției de credit derulând operațiuni fie de mandat fie de comision sau, în anumite situații, ambele categorii de operațiuni.

Ea poate fi subordonată sucursalei sau, în anumite situații, centralei și își desfășoară activitatea sub supravegherea și îndrumarea acestora, fiind o unitate operativă înființată în ideea apropierii de clienți și care derulează un volum mare de operațiuni dar de valori mai mici, principalii clienți fiind, de regulă, persoanele fizice.

Conducerea și administrarea activității curente a sucursalei și agenției este asigurată de către un comitet director format, în general, din director, director adjunct, director operațiuni și alți specialiști numiți de consiliul de administrație al băncii. Angajarea patrimonială a instituției de credit se face la nivelul sucursalei și agenției prin semnătura directorului și directorului operațiuni, cu avizul consilierului juridic.

11.3 Autorizarea instituțiilor de credit

Instituțiile de credit persoane juridice române (băncile, băncile de economisire și creditare în domeniul locativ, băncile de credit ipotecar, instituțiile emitente de monedă electronică, organizațiile cooperatiste de credit) și sucursalele instituțiilor de credit din state terțe se pot constitui și pot funcționa pe teritoriul României numai pe baza autorizației emise de Banca Națională a României.

Banca Națională a României nu poate acorda autorizație unei instituții de credit, dacă aceasta nu dispune de fonduri proprii distincte sau de un nivel al capitalului inițial cel puțin egal cu nivelul minim stabilit prin reglementări, care nu poate fi mai mic decât echivalentul în lei a **5 milioane euro**.

Orice cerere de autorizare a unei instituții de credit trebuie să fie însoțită de un plan de activitate, care să cuprindă cel puțin tipurile de activități propuse a fi desfășurate și structura organizatorică a instituției de credit, și din care să rezulte capacitatea acesteia de a-și realiza obiectivele propuse în condiții compatibile cu regulile unei practici bancare prudente și sănătoase, prin adecvarea cadrului de conducere, a procedurilor, a mecanismelor interne și a structurii capitalului la tipul, volumul și complexitatea activităților pe care își propune să le desfășoare.

Procesul de autorizare a instituțiilor de credit de către Banca Națională a României, conform legislației în vigoare²⁸, cuprinde două etape:

- a) aprobarea constituirii instituției de credit;
- b) autorizarea funcționării instituției de credit.

Aprobarea constituirii instituției de credit nu garantează obținerea autorizației de funcționare, aceasta indicând doar permisiunea dată fondatorilor de a proceda la constituirea instituției de credit potrivit dispozițiilor legale și în conformitate cu modalitățile prevăzute în documentația prezentată.

Autorizația de funcționare a instituției de credit va fi însoțită de aprobările pentru persoanele desemnate în calitate de administrator, director, membru al consiliului de supraveghere, membru al directoratului și auditor financiar ai instituției de credit și de confirmarea acționarilor semnificativi ai acesteia.

28 Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, aprobată cu modificări și completări de Legea nr. 227/2007, Legea nr. 312/2004 privind Statutul Băncii Naționale a României.

11.4 Administrarea și conducerea instituțiilor de credit

Instituțiile de credit trebuie să-și organizeze întreaga activitate în conformitate cu regulile unei practici bancare prudente și sănătoase, cu cerințele legii și ale reglementărilor emise în aplicarea legii.

Conform legislației aplicabile instituțiilor de credit, **structura de conducere** desemnează organele de administrare și de conducere ale unei instituții de credit stabilite potrivit actelor constitutive, care asigură îndeplinirea funcției de supraveghere și a funcției de conducere în cadrul instituției de credit.

Funcția de supraveghere vizează ansamblul atribuțiilor de supraveghere/control exercitate asupra organelor cu funcție de conducere, care revin **consiliului de administrație**, în cadrul sistemului unitar de administrare, și **consiliului de supraveghere**, în cadrul sistemului dualist de administrare.

Funcția de conducere desemnează ansamblul atribuțiilor de conducere ale structurii de conducere, care revin **directorilor**, în cadrul sistemului unitar de administrare, și **directoratului**, în cadrul sistemului dualist de administrare.

Consiliul de administrație și directorii instituției de credit au competențele și atribuțiile prevăzute de legislația aplicabilă societăților comerciale și sunt responsabili de aducerea la îndeplinire a tuturor cerințelor prevăzute de legislația în vigoare.

Conducerea operativă a activității instituției de credit este delegată de către consiliul de administrație la cel puțin 2 directori, în conformitate cu legislația aplicabilă societăților comerciale. Directorii instituției de credit trebuie să exercite exclusiv funcția pentru care au fost numiți.

Persoanele desemnate să exercite responsabilități de administrare și de conducere operativă a unei instituții de credit trebuie să dispună de reputație și experiență adecvate naturii, extinderii și complexității activității instituției de credit și responsabilităților încredințate.

În cazul instituțiilor de credit, responsabilitățile de administrare și conducere pot fi exercitate numai de persoane fizice care trebuie să fie *aprobat* de Banca Națională a României înainte de începerea exercitării responsabilităților. În acest scop se evaluează toate circumstanțele și informațiile legate de activitatea, reputația, integritatea morală și de experiența persoanelor respective.

Membrii consiliului de administrație trebuie să dispună, la nivel colectiv, de calificare și competență adecvate pentru a fi în măsură să se pronunțe în deplină cunoștință de cauză cu privire la toate aspectele legate de activitatea desfășurată de instituția de credit, asupra cărora trebuie să decidă potrivit competențelor lor.

11.5. Fondurile proprii. solvabilitatea și lichiditatea

Fondurile proprii ale instituțiilor de credit sunt formate din fonduri proprii de nivel 1 și fonduri proprii de nivel 2. Elementele componente ale fondurilor proprii trebuie să poată fi utilizate în orice moment și cu prioritate pentru a absorbi pierderile, să nu implice costuri fixe pentru instituția de credit și să fie efectiv puse la dispoziția acesteia, respectiv să fie integral plătite.

Fondurile proprii de nivel 1 (*capital propriu sau capital de rangul I*) reprezintă o componentă a fondurilor proprii și cuprind:

a) capitalul social subscris și vărsat, cu excepția acțiunilor preferențiale cumulative sau, după caz, capitalul de dotare pus la dispoziția sucursalei din România de către instituția de credit din statul terț;

b) primele de capital, integral încasate, aferente capitalului social;

c) rezervele legale, statutare și alte rezerve, precum și rezultatul reportat pozitiv al exercițiilor financiare anterioare, rămas după distribuirea profitului;

d) profitul net al ultimului exercițiu financiar, reportat până la repartizarea sa conform destinațiilor stabilite de adunarea generală a acționarilor, în limita sumei ce se intenționează a se repartiza.

Capitalul inițial al instituțiilor de credit este reprezentat de capitalul social subscris și vărsat și rezervele legale, statutare și alte rezerve.

Băncile persoane juridice române trebuie să dispună la momentul autorizării de un nivel al capitalului inițial de **minimum 37 milioane lei, echivalent 5 milioane euro**.

Băncile de credit ipotecar trebuie să dispună la momentul autorizării de un nivel al capitalului inițial de **minimum 25 milioane lei**.

Băncile de economisire și creditare în domeniul locativ trebuie să dispună la momentul autorizării de un nivel al capitalului inițial de **minimum 25 milioane lei**.

Instituțiile emitente de monedă electronică trebuie să dispună la momentul autorizării de un nivel al capitalului inițial de **minimum 12 milioane lei**.

Nivelul minim al capitalului inițial și, respectiv, cel al fondurilor proprii ale unei **case centrale** se stabilește la echivalentul în lei a **5 milioane euro**.

Limita minimă a fondurilor proprii ale unei **cooperative de credit** se stabilește la 300.000 lei.

Nivelul minim al capitalului agregat și, respectiv, cel al fondurilor proprii ale unei rețele cooperatiste se stabilește la echivalentul în lei a 10 milioane euro. Capitalul agregat al unei rețele este reprezentat de fondurile proprii de nivel 1.

Fondurile proprii de nivel 2 (capital suplimentar sau capital de rangul II) se compun din:

a) fonduri proprii de nivel 2 de bază;

b) fonduri proprii de nivel 2 suplimentar.

Fondurile proprii de nivel 2 de bază se compun din:

a) rezervele din reevaluarea imobilizărilor corporale, ajustate cu obligațiile fiscale aferente, previzibile la data calculării fondurilor proprii;

b) titlurile pe durată nedeterminată și alte instrumente de aceeași natură;

c) alte elemente.

Fondurile proprii de nivel 2 suplimentar se compun din acțiunile preferențiale cumulative pe durată determinată și capitalul sub formă de împrumut subordonat.

Expunerea, în general, reprezintă orice angajament asumat de o instituție de credit evidențiat în bilanțul contabil, sau în afara bilanțului incluzând, fără a se limita la acestea: credite, efecte de comerț scontate și avalizate, investiții în acțiuni și alte valori mobiliare, garanții emise și acreditive deschise sau confirmate.

Expunerea unei instituții de credit față de un client sau față de un grup de clienți aflați în legătură este considerată ca fiind **expunere mare** dacă valoarea sa este egală sau depășește 10% din fondurile proprii ale instituției de credit.

O instituție de credit nu poate înregistra față de un client sau față de un grup de clienți aflați în legătură expuneri a căror valoare totală depășește 25% din fondurile sale proprii. În cazul în care clientul sau grupul de clienți aflați în legătură este societatea - mamă sau filiala instituției de credit și/sau una sau mai multe filiale ale acelei societăți-mamă, procentul menționat anterior va fi redus la 20%.

Valoarea cumulată a expunerilor mari ale unei instituții de credit nu poate depăși 800% din fondurile sale proprii.

Un singur debitor reprezintă orice persoană sau grup de persoane fizice și/sau juridice față de care instituția de credit are o expunere și care constituie, dacă nu se dovedește altfel, un singur risc, deoarece una dintre ele deține, direct sau indirect, controlul asupra celeilalte ori celorlalte, sau între care nu există o relație de control în sensul exprimat anterior, dar care trebuie

să fie considerate ca reprezentând un singur risc, deoarece între ele există asemenea legături încât, dacă una dintre ele s-ar confrunta cu probleme financiare, există o probabilitate considerabilă ca cealaltă sau toate celelalte să se confrunte cu dificultăți de rambursare.

Prin **grup** înțelegem mai multe entități (membri persoane fizice ori juridice) reunite după un anumit criteriu.

Solvabilitatea. Reglementarea și, implicit, supravegherea prudențială bancară au ca punct central adecvarea capitalului instituției de credit la riscurile care afectează activitatea acesteia, acest obiectiv fiind fundamental pentru siguranța băncii.

Indicatorul de solvabilitate exprimă fondurile proprii ca proporție din totalul activelor și elementelor din afara bilanțului, nete de provizioane, ajustate în funcție de risc. El se poate calcula pe bază individuală sau pe bază consolidată în cazul instituțiilor de credit care sunt societăți-mamă.

$$\text{Indicator de solvabilitate} = \frac{\text{fonduri proprii}}{\text{total active si elemente in afara bilanțului}} \geq 8$$

ajustate în funcție de risc

Instituțiile de credit sunt obligate să mențină în permanență indicatorul de solvabilitate la un nivel de cel puțin 8%. În cazul în care indicatorul scade sub nivelul de 8%, instituțiile de credit în cauză vor lua măsurile adecvate în vederea restabilirii, cât mai repede cu putință, a nivelului minim al acestui indicator.

Lichiditatea. În general, riscul de lichiditate apare în situația în care retragerea de către o persoană a unui depozit, închiderea unui cont curent și/sau utilizarea unui angajament de finanțare primit de la bancă poate atrage din partea celorlalte persoane retragerea depozitelor, închiderea conturilor curente și/sau utilizarea angajamentelor de finanțare primite de la bancă.

Indicatorul de lichiditate. Supravegherea riscului de lichiditate se realizează, pe baza **indicatorului de lichiditate**. Limita minimă a indicatorului de lichiditate este 1 și se calculează ca raport între lichiditatea efectivă și lichiditatea necesară, pe fiecare bandă de scadență.

$$\text{Indicator de lichiditate} = \frac{\text{lichiditate efectivă}}{\text{lichiditate necesară}} \geq 1$$

Lichiditatea efectivă se determină prin însumarea, pe fiecare bandă de scadență²⁹, a activelor bilanțiere și a angajamentelor primite evidențiate în afara bilanțului. Lichiditatea necesară se determină, de asemenea prin însumarea, pe fiecare bandă de scadență a obligațiilor bilanțiere și a angajamentelor date evidențiate în afara bilanțului.

Cap. 12. Managementul operațiunilor bancare

12.1 Managementul operațiunilor bancare pasive

Operațiunile pasive reprezintă pentru bănci operațiile de constituire a resurselor și au, în general, următoarea structură: formarea capitalului propriu, atragerea depunerilor (depozite ale clienților și instituțiilor financiare, împrumuturi) și rescontul sau refinanțarea.

Managementul operațiunilor pasive reprezintă un ansamblu de tehnici, metode, practici, principii, și modalități de optimizare a raportului resurse - plasamente, cu influență directă asupra resurselor privite ca variabilă în activitatea bancară.

Resursele reprezintă totalitatea mijloacelor financiare necesare realizării obiectivelor strategice fixate de bancă pentru fiecare perioadă de activitate. În același timp, resursele băncilor cuprind totalitatea mijloacelor bănești aflate la dispoziția lor și pe care le folosesc în

²⁹ Repartizarea pe benzile de scadență se face conform Normei nr. 1 din 09.04.2001, cu toate modificările ulterioare, Norma BNR nr. 3/2001, Norma BNR nr. 1/2002, Norma BNR nr. 7/2003, Norma BNR nr. 2/2008 publicată în MOF nr. 350 din 07/05/2008.

operațiuni de credit și alte operațiuni specifice. Pentru a servi cu maximă eficiență scopului propus, resursele trebuie să îndeplinească următoarele **cerințe**:

- ☞ să fie sigure și stabile în timp, permițând astfel realizarea unui echilibru resurse - plasamente și o bază certă a continuității procesului de creditare;
- ☞ să fie mobilizate pe termene cât mai mari;
- ☞ să aibă un curs ascendent;
- ☞ costul resurselor să fie cât mai redus.

Atragerea resurselor nu presupune altceva decât vânzarea produselor bancare. Dar pentru ca un produs să aibă o vânzare cât mai mare el trebuie să fie cunoscut de cât mai mulți potențiali cumpărători care să aibă încredere și să aprecieze prestigiul și soliditatea vânzătorului (a băncii).

Gestionarea resurselor, având în vedere sistemul piramidal de funcționare a instituțiilor de credit, respectiv centrală, sucursală, agenție, se face la vârful piramidei, respectiv în centrala băncii, unitățile operative având sarcina de a colecta resurse la costurile stabilite unitar.

12.2 Managementul operațiunilor bancare active

Operațiunile active sunt operațiuni care vizează patrimoniul băncii, se regăsesc în activul bilanțului și dau dreptul la primirea unei dobânzi. Prin intermediul operațiunilor active se angajază resursele mobilizate în vederea obținerii de profit.

Managementul operațiunilor active vizează toate aspectele privind modul în care sunt organizate și utilizare resursele în scopul maximizării profitului și eficientizării activității bancare. Altfel spus, obținerea unor active de o calitate ridicată și cu o expunere cât mai redusă la risc.

Unul dintre scopurile cele mai importante în activitatea unei bănci este acela de a găsi plasamente, atât pentru fondurile proprii, cât și pentru cele mobilizate din afară. Plasamentele sau alocarea fondurilor sunt operațiuni active, complexe prin care banca distribuie în economie, sub formă de credite, capitalurile proprii și atrase.

Plasamentele trebuie orientate în direcția asigurării unui grad sporit de siguranță (risc minim), astfel încât, acest risc, corelat cu profitul prognozat să rezolve problema lichidității băncii. Întrucât, din acest punct de vedere, plasamentele bancare nu sunt omogene, managementul bancar trebuie să rezolve problema aprecierii cu rigurozitate a gradului de lichiditate al fiecărui activ, astfel încât, pe de o parte, acesta să contribuie la transferul de bani în economie, iar pe de altă parte la maximizarea profitului.

În general, **operațiunile active pot fi grupate astfel:**

- ☞ operațiuni de creditare;
- ☞ alte operațiuni de plasament pe piețele organizate (piața monetară, valutară, de capital, etc.).

12.3 Managementul activității de creditare

Operațiunea de creditare reprezintă actul prin care o instituție de credit se obligă să pună la dispoziția clienților fondurile solicitate sau își ia un angajament prin semnătură, de natura avalului, cauțiunii sau garanției, în favoarea acestora.

Creditul reprezintă, deci, orice angajament de plată a unei sume de bani în schimbul dreptului la rambursarea sumei plătite, precum și la plata unor dobânzi sau a altor cheltuieli legate de această sumă, precum și orice prelungire a scadenței unei datorii și orice angajament de achiziționare a unui titlu care încorporează o creanță sau a altui drept la plata unei sume de bani.

Operațiunile de creditare efectuate de instituțiile de credit au la bază **prudența bancară** ca principiu fundamental de politică bancară ce caracterizează întreaga activitate, precum și următoarele principii generale:

1. în procesul de acordare a creditelor, băncile comerciale vor urmări ca solicitanții să prezinte **credibilitate** și, toate operațiunile de creditare vor trebui consemnate în documente contractuale care să reflecte cu claritate toți termenii și toate condițiile operațiunilor de creditare;

2. activitatea de creditare trebuie să aibă la bază **analiza viabilității și realismul afacerilor** în vederea identificării și evaluării capacității de plată a clienților, respectiv de a genera venituri și lichidități, ca principală sursă de rambursare a creditului și de plată a dobânzii;

3. creditele, indiferent de suma sau de perioada de rambursare, se acordă pentru **destinația stabilită prin contracte**, destinația precisă fiind obligatorie pentru împrumutați;

4. pentru creditele acordate **băncile percep dobânzi și comisioane** ale căror niveluri se stabilesc de fiecare bancă, precum și penalități stabilite conform legii, în cazul nerambursării la scadență a creditelor și/sau neachitării dobânzilor datorate;

5. creditele se acordă, în toate cazurile, pe bază de **garanții**, volumul minim al garanțiilor constituite trebuie să acopere datoria maximă a împrumutatului către bancă, formată din credite și dobânzi;

6. pe perioada creditării, beneficiarii de credite au obligația să pună la dispoziția băncii documentele solicitate de bancă din care să rezulte buna executare a contractului de credit;

7. **rambursarea la termen a creditului**, principiu care asigură reluarea permanentă a procesului de creditare, se realizează prin determinarea reală a capacității împrumutatului de a realiza venituri, prin alegerea și convenirea garanțiilor asigurătorii precum și prin supravegherea permanentă a modului de utilizare a creditului;

Decizia de creditare a persoanelor juridice. Tipuri de credite

Concluziile rezultate din analiza situației economico-financiare, a indicatorilor de bonitate ce caracterizează activitatea clientului, a evaluării riscului precum și a aspectelor nefinanciare stau la baza deciziei de creditare și, deci, de aprobare a creditelor solicitate.

Băncile trebuie să urmărească în permanență existența capacității de rambursare a împrumutaților pe întreaga perioadă de creditare și încadrarea volumului total al creditelor și dobânzilor aferente în posibilitățile de rambursare ale acestora.

1. Creditele pentru capital de lucru

Se acordă pentru aprovizionarea de materii prime și materiale, mărfuri, cheltuieli necesare realizării și finalizării producției, executării de lucrări și prestării de servicii care au desfacere asigurată prin contracte și comenzi ferme, pe o perioadă de 90 de zile, dar fără a se depăși 12 luni de la acordarea primului credit, pe baza analizei fluxului de lichidități (cash-flow). Acesta se determină pornind de la ultima situație contabilă încheiată și reflectă situația intrărilor de lichidități (încasări) și a ieșirilor de lichidități (cheltuieli) într-o perioadă viitoare dată, diferența dintre acestea reflectă disponibilul sau necesarul de lichidități nete.

Nivelul maxim de credite pentru capital de lucru, ce poate fi acordat unui client, este dat de necesarul de lichidități stabilit pentru perioada pentru care s-a întocmit fluxul de lichidități (trimestru, semestru, an).

2. Linia de credit

Este o *modalitate de creditare* a agenților economici care funcționează după sistemul revolving, respectiv se pot efectua trageri și rambursări pe toata durata de valabilitate a liniei, cu condiția ca soldul zilnic al angajamentelor să nu depășească volumul de linie credit aprobate.

Se acordă pentru creditarea de ansamblu a activității curente de aprovizionare, producție, desfacere sau pentru finanțarea unor proiecte contract, care, prin natura lor, se desfășoară și se evidențiază distinct, pe o perioadă de 90 zile, 180 zile sau cel mult 12 luni.

Volumul liniei de credit, în cazul creditării de ansamblu a activității curente, se determină în funcție de cifra de afaceri și durata medie de încasare a clienților, potrivit relației:

$$\text{Linia de credit} = \frac{\text{Capc} \times \text{Dmic}}{\text{Pcz}}, \text{ unde}$$

Capc - cifra de afaceri pe perioada creditării;

Dmic - durata medie de încasare a clienților;

Pcz - perioada de creditare în zile.

Cifra de afaceri pe perioada creditării luată în calculul dimensionării liniei de credit se determină pornind de la cifra de afaceri realizată pe o perioadă precedentă, egală cu perioada de creditare, care va fi corectată cu o serie de informații privind portofoliul de contracte și comenzi de aprovizionare și desfacere, cash-flow-ul agentului economic precum și orice alte informații care pot conduce la crearea unei imagini cât mai reale asupra cifrei de afaceri care poate fi realizată în perioada pentru care se solicită linia de credit.

Durata medie de încasare a clienților se exprimă în zile și reprezintă amânarea medie a plății acordată clienților și se calculează conform relației:

$$\text{Nz} = \frac{\text{Smlpp} \times \text{Pcz}}{\text{Capp}}, \text{ unde}$$

Smlpp - soldul mediu lunar al clienților neîncasați pe o perioadă precedentă egală cu perioada de creditare;

Pcz - perioada de creditare în zile;

Capp - cifra de afaceri realizată în perioada precedentă, egală cu perioada de creditare.

3. Creditele pentru facilități de cont

Facilitățile de cont reprezintă credite pe perioade scurte și foarte scurte de timp, până la 30 de zile calendaristice, care se pot acorda agenților economici pentru acoperirea decalajului intervenit în fluxul de lichidități ca urmare a întârzierilor în încasarea mărfurilor livrate, lucrărilor executate sau serviciilor prestate, prin contul curent, în limita plafonului stabilit de fiecare bancă.

Nivelul creditului se stabilește în funcție de valoarea totală a mărfurilor livrate, lucrărilor executate sau serviciilor prestate de client până la data solicitării creditului, în condiții certe de încasare până la expirarea duratei de creditare, influențată cu obligațiile ce urmează a se plăti în următoarele 30 de zile de la aprobarea creditului (salarii, impozite, furnizori, etc.).

4. Creditele pentru investiții pe termen mediu și lung

Se acordă în completarea surselor proprii, necesare acoperirii cheltuielilor prevăzute în proiectele de investiții pentru finanțarea a cel mult 85% din valoarea totală a investiției, diferența de cel puțin 15% reprezentând aportul propriu al agentului economic. Volumul maxim al creditelor pentru investiții se stabilește la nivelul deficitului de lichidități net ce rezultă din proiecția surselor de investiții și a utilizării acestora, ținând cont și de fluxul de lichidități determinat pentru întreaga activitate de exploatare a agentului economic.

Creditarea persoanelor fizice

Băncile acordă o atenție deosebită următoarelor aspecte legate de activitatea de creditare a persoanelor fizice:

- ✓ categoriile de clienți eligibili;

✓ categoriile de venituri eligibile, diferențiate pe categorii de clientelă, precum și coeficienții de ajustare aferenți în funcție de gradul de certitudine și de caracterul de permanență ale acestora;

✓ categoriile de cheltuieli care se deduc din veniturile eligibile în scopul determinării gradului total de îndatorare, incluzând cel puțin cheltuielile de subzistență și angajamentele de plată altele decât cele de natura creditului;

✓ nivelurile maxime admise pentru gradul total de îndatorare, diferențiat pe categoriile de clientelă și fundamentarea nivelurilor stabilite.

Gradul total de îndatorare se determină ca pondere a angajamentelor totale de plată decurgând din credite sau alte finanțări rambursabile în veniturile eligibile din care s-au dedus cheltuielile care se deduc din veniturile eligibile, nivelul maxim al acestuia fiind limitat la 40%³⁰.

Garanțiile creditelor

Garanțiile ce se pot constitui pentru garantarea creditelor solicitate pot fi:

a) garanții reale, sunt mijloace juridice de garantare a obligațiilor prin afectarea unui bun al debitorului în vederea asigurării execuției obligației asumate. Garanțiile reale sunt:

☞ **gajul**, care poate fi la rândul său *cu deposedarea* debitorului de bunul afectat drept garanție sau *fără deposedarea* acestuia de bunul adus în garanție;

☞ **ipoteka și privilegiile**;

b) garanții personale, sunt mijloace juridice de garantare a obligațiilor prin care una sau mai multe persoane se angajează printr-un contract accesoriu încheiat cu creditorul să plătească datoria debitorului în cazul în care acesta nu o va plăti el însuși. Garanțiile personale pot fi:

☞ **fidejusiunea (cauțiunea)**;

☞ **garanțiile prezentate sub formă de scrisori de garanție** emise de bănci, instituții financiare și autorități administrative (ministere) care au această competență;

☞ **garanțiile personale reglementate de legi speciale**.

Garanciile solicitate de băncile comerciale constituie o sursă secundară de protecție a acestora, rambursarea împrumutului și plata dobânzilor aferente trebuie să fie asigurată în primul rând din lichiditățile generate de activitatea economică desfășurată de solicitatorul de credit.

12.4 Managementul plasamentelor pe piețele organizate

Necesitatea unei structuri optime a plasamentelor a orientat băncile spre operațiunile de pe piața monetară care asigură o siguranță sporită a plasamentelor dar și o rentabilitate relativ ridicată pe termen scurt. De asemenea, titlurile financiare ocupă un loc important în managementul operațiunilor active deoarece permit utilizarea resurselor disponibile și pot asigura, la un moment dat, nevoia de lichiditate a băncii.

Operațiunile pe piața monetară sunt executate la inițiativa băncii centrale și implică una din următoarele tranzacții:

a) vânzări reversibile – reverse repo – de active eligibile pentru tranzacționare (pensiuni). Acestea reprezintă tranzacții reversibile în cadrul cărora, în scopul absorbției de lichiditate, banca centrală vinde băncilor **active eligibile (titluri de stat)** pentru tranzacționare, angajându-se să răscumpere respectivele active la o dată ulterioară și la un preț stabilit la data încheierii tranzacției;

³⁰ Regulamentul nr. 3/2007 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice.

b) vânzări de active eligibile pentru tranzacționare, în cadrul cărora are loc transferul proprietății asupra activelor eligibile respective de la vânzător la cumpărător, realizat prin mecanismul “livrare contra plată”;

c) emitere de certificate de depozit, tranzacție în cadrul căreia, în scopul absorbției de lichiditate, banca centrală vinde băncilor certificate de depozit. Certificatele de depozit sunt emise cu discount și sunt răscumpărate la scadență la valoarea nominală;

d) swap valutar, operațiune care constă în două tranzacții simultane, încheiate cu aceeași contrapartidă, prin care banca centrală vinde la vedere valută convertibilă contra lei, în scopul absorbției de lichiditate și cumpără la o dată ulterioară aceeași sumă de valută convertibilă contra lei;

e) atragerea de depozite este o tranzacție cu scadența prestabilită, în cadrul căreia banca centrală atrage depozite de la băncile comerciale care au calitatea de participanți eligibili;

f) facilitatea de depozit. În scopul valorificării excesului de lichiditate instituțiile de credit pot constitui depozite la banca centrală. Perioada de acceptare a depozitelor este overnight. Rata dobânzii la care acestea sunt remunerate este fixă și se stabilește de către banca centrală în conformitate cu obiectivele politicii monetare.

Motivația plasamentelor în titluri financiare se justifică prin:

- ☞ diversificarea formelor de venit: cupon, dividende;
- ☞ optimizarea portofoliului de plasamente;
- ☞ gestionarea eficientă, și în condiții de dispersare a riscurilor, a surselor băncii;
- ☞ asigurarea necesității de lichiditate a băncii, etc.

Dezvoltarea operațiunilor pe piața monetară și a celor de pe piața de capital vor obliga băncile să promoveze noi produse bancare, cu o complexitate sporită, care să satisfacă cerințele din ce în ce mai diversificate ale clienței.

Cap. 13. Managementul performanțelor și riscurilor bancare

13.1 Managementul performanțelor bancare

Performanțele bancare, ca latură a managementului bancar dar și ca rezultat al optimizării acestuia, reprezintă un instrument de analiză de mare importanță pentru managerii băncii, acționari și, nu în ultimul rând, pentru toți participanții pe piețele financiare, care, prin natura activității, au relații de afaceri cu băncile.

În practică, analiza performanțelor bancare se conturează utilizând o serie de indicatori cu o mare expresivitate care reflectă o multitudine de aspecte: gradul de generare a profitului, eficiența operațională și managerială, etc.

Indicatori pentru aprecierea eficienței de ansamblu a activității bancare

Activitatea de ansamblu a băncii poate fi apreciată prin calcularea și compararea următorilor indicatori de eficiență:

☞ **rata profitului brut (Rpb)**, calculată ca raport procentual între profitul brut și veniturile totale:

$$Rpb = \frac{\text{profit brut}}{\text{venituri totale}} \times 100;$$

☞ **rentabilitatea (R)**, ca raport între profitul brut și total cheltuieli:

$$R = \frac{\text{profit brut}}{\text{cheltuieli totale}} \times 100;$$

☞ **productivitatea muncii lucrătorului bancar (Wlb)**, calculată ca raport între profitul brut și numărul total (mediu) de salariați; exprimă eficiența lucrătorului bancar (u.m./salarat):

$$Wlb = \frac{\text{profit brut}}{\text{numar mediu de salariați}};$$

☞ *gradul de acoperire a cheltuielilor cu salariile (Gas) din comisioanele încasate:*

$$\text{Gas} = \frac{\text{comisioane încasate}}{\text{salarii + cheltuieli aferente}} \times 100;$$

☞ *gradul de acoperire a cheltuielilor cu funcționarea băncii (Gacf) din comisioane:*

$$\text{Gacf} = \frac{\text{comisioane încasate}}{\text{cheltuieli cu funcționarea}} \times 100;$$

Indicatori pentru evaluarea calității activelor pun în evidență structura activelor unei bănci atât din punct de vedere al performanței cât și din punct de vedere al capacității de a produce venituri. Pentru evaluarea activelor bancare literatura și practica de specialitate folosește o serie de indicatori, mai importanți fiind următorii:

☞ *ponderea activelor neperformante în total active (PAn)*, indicator de mare expresivitate care pune în evidență activele care nu concură la dezvoltarea performanțelor băncii. Un volum mare al activelor neperformante conduce la cronicizarea pierderilor cu efecte majore asupra capitalului băncii.

$$\text{PAn} = \frac{\text{active neperformante}}{\text{total active}} \times 100;$$

☞ *ponderea creditelor restante în total active sau total credite (PCr)*; în practica bancară românească, înainte de declanșarea crizei financiare globale, se aprecia că o pondere a creditelor restante în total credite mai mică de 3% reflectă o bună administrare a portofoliului de credite.

$$\text{PCr.r} = \frac{\text{credite restante}}{\text{total active}} \times 100 \text{ sau } \text{PCr.r} = \frac{\text{credite restante}}{\text{total credite}} \times 100;$$

☞ *ponderea provizioanelor pentru credite neperformante și dobânzi restante în total credite (PPCr.r)*. Acest raport tinde să crească pe măsură ce calitatea portofoliului de credite scade.

$$\text{PPCr.r} = \frac{\text{provizioane pentru credite neperformante si dobanzi restante}}{\text{total credite}} \times 100;$$

Indicatori pentru aprecierea profitabilității și rentabilității

☞ *indicatorul randamentului capitalului sau al fondurilor proprii (ROE-Return of Equity)*, măsoară randamentul procentual al fiecărei unități monetare de fonduri proprii:

$$\text{ROE} = \frac{\text{venit net}}{\text{fonduri proprii totale}} \times 100;$$

☞ *indicatorul randamentului activelor (ROA-Return of Assets)*, măsoară venitul net generat de fiecare unitate monetară de active:

$$\text{ROA} = \frac{\text{venit net}}{\text{active totale}} \times 100;$$

☞ *multipliatorul fondurilor (EM)*, compară activele cu fondurile proprii, astfel că o valoare mare a acestui indicator arată un grad mare de îndatorare financiară (Financial Leverage). Acest indicator măsoară concomitent atât profitul cât și riscul.

$$\text{EM} = \frac{\text{active totale}}{\text{total fonduri proprii}}$$

Între cei trei indicatori există o corelație directă, astfel: **ROE = ROA x EM**

13.2 Managementul riscurilor bancare

Riscul bancar reprezintă un fenomen care poate să apară pe parcursul derulării activității bancare și care poate să producă efecte negative asupra activității respective prin deteriorarea performanțelor bancare. Așadar, riscurile sunt inerente în activitatea bancară, iar *obiectivul managementului riscurilor nu este eliminarea acestora ci administrarea lor.*

Riscurile semnificative sunt definite ca fiind riscurile cu impact însemnat asupra situației patrimoniale și/sau reputaționale a instituțiilor de credit, respectiv:

- a) **riscul de credit** - riscul înregistrării de pierderi sau al nerealizării profiturilor estimate, ca urmare a neîndeplinirii de către contrapartidă a obligațiilor contractuale;
- b) **riscul de țară** - risc asociat riscului de credit, care este determinat de condițiile economice, sociale și politice ale țării de origine a împrumutatului;
- c) **riscul de transfer** - componentă a riscului de țară, care apare atunci când obligația împrumutatului nu este exprimată în moneda locală a acestuia;
- d) **riscul de piață** - riscul înregistrării de pierderi sau al nerealizării profiturilor estimate, care apare din fluctuațiile pe piață ale prețurilor, ratei dobânzii și cursului valutar;
- e) **riscul de preț** - componentă a riscului de piață, care apare din fluctuațiile pe piață ale prețurilor valorilor mobiliare, mărfurilor și instrumentelor financiare derivate;
- f) **riscul valutar** - componentă a riscului de piață, care apare din fluctuațiile pe piață ale cursului valutar;
- g) **riscul al ratei dobânzii** - componentă a riscului de piață, care apare din fluctuațiile pe piață ale ratei dobânzii;
- h) **riscul de lichiditate** - riscul înregistrării de pierderi sau al nerealizării profiturilor estimate, ce rezultă din imposibilitatea instituțiilor de credit de a onora în orice moment obligațiile de plată pe termen scurt, fără ca aceasta să implice costuri sau pierderi ce nu pot fi suportate de instituțiile de credit;
- i) **riscul operațional** - riscul înregistrării de pierderi sau al nerealizării profiturilor estimate, care este determinat de factori interni (derularea neadecvată a unor activități interne, existența unui personal sau unor sisteme necorespunzătoare etc.) sau de factori externi (condiții economice, schimbări în mediul bancar, progrese tehnologice etc.);
- j) **riscul juridic** - componentă a riscului operațional, apărut ca urmare a neaplicării sau a aplicării defectuoase a dispozițiilor legale ori contractuale, care afectează negativ operațiunile sau situația instituțiilor de credit;
- k) **riscul reputațional** - riscul înregistrării de pierderi sau al nerealizării profiturilor estimate, ca urmare a lipsei de încredere a publicului în integritatea instituțiilor de credit.

Identificarea și evaluarea riscurilor semnificative se realizează atât la nivel de ansamblu al instituției de credit, cât și la toate nivelurile organizatorice ale acesteia și trebuie să acopere toate activitățile și să țină cont de apariția unor noi activități.

Această activitate trebuie să se realizeze cu luarea în considerare a factorilor interni (de exemplu: complexitatea structurii organizatorice, natura activităților desfășurate, calitatea personalului și fluctuația acestuia) și a factorilor externi (de exemplu: condiții economice, schimbări legislative sau legate de mediul concurențial în sectorul bancar, progrese tehnologice).

Procesul de evaluare a riscurilor trebuie să includă identificarea atât a riscurilor care sunt controlabile de către instituțiile de credit, cât și a celor necontrolabile. În cazul riscurilor controlabile, instituțiile de credit trebuie să stabilească dacă își asumă integral aceste riscuri sau măsura în care doresc să le reducă prin proceduri de control. În cazul riscurilor necontrolabile, instituțiile de credit trebuie să decidă dacă le acceptă sau dacă elimină ori reduc nivelul activităților afectate de riscurile respective. Evaluarea trebuie efectuată și în condițiile unor scenarii alternative, inclusiv în condiții de criză.

Administrarea riscurilor semnificative reprezintă, deci, procesul focalizat pe analiza profilului de risc, în vederea maximizării raportului dintre risc și profit în diferite domenii de activitate ale unei instituții de credit.

Instituțiile de credit trebuie să dispună de un *sistem de informare adecvat* pentru identificarea, evaluarea, monitorizarea și documentarea sistematică a riscurilor semnificative atât la nivelul instituțiilor de credit, cât și la nivelul compartimentelor și sediilor secundare

ale acestora. Ele trebuie să se asigure că există o separare corespunzătoare a atribuțiilor în cadrul procesului de administrare a riscurilor, pentru evitarea potențialelor conflicte de interese.

Identificarea, evaluarea, monitorizarea și administrarea riscurilor semnificative se realizează de către structurile de conducere ale băncii, comitetul de administrare a riscului, conducători și persoane cu atribuții în acest sens.

Bibliografie recomandată

1. Cristi Spulbăr, *Management bancar, Ediția a doua*, Editura Sitech, Craiova, 2008
2. Cristi Spulbăr, *Management bancar, Manual universitar pentru specializarea Finanțe și Bănci*, Editura Sitech, Craiova, 2012

MODULUL III
BUGET ȘI FISCALITATE

Autori

prof. univ.dr. Marcel DRĂCEA și
conf. univ. dr. Narcis Eduard MITU:

PARTEA I
„BUGET ȘI TREZORERIE PUBLICĂ”

conf. univ. dr. Radu BUZIERNESCU:

PARTEA A II-A „FISCALITATE”

Partea I. BUGET ȘI TREZORERIE PUBLICĂ

Capitolul 1. Bugetul general consolidat și Trezoreria publică

Noțiunea de buget a evoluat continuu. Motivația politică a elaborării sale (instituirea controlului Parlamentului asupra activității guvernului) a fost completată cu cea financiară (evitarea risipei).

În **România**, gestionarea resurselor financiare publice se realizează printr-un **sistem unitar de bugete**. Acest sistem unitar și corelat de fonduri este reunit în ceea ce se cheamă **bugetul general consolidat** care reflectă, la nivelul unui an, ansamblul veniturilor și cheltuielilor statului și a celorlalte entități de drept public, cu eliminarea dublelor înregistrări (în vederea evitării dublei evidențieri a acestora) ce pot să apară ca urmare a transferurilor de resurse între diverse verigi ale sistemului bugetar, prin operațiunea de **consolidare**.

Așa dar, *consolidarea bugetară* se referă la *operațiunea de eliminare a transferurilor de sume dintre bugetele componente ale sistemului bugetar în vederea evitării dublei evidențieri a acestora*. Această operațiune include și ajustările determinate de intrările anuale de credite externe și rambursările ratelor de capital.

Conform legislației actuale, bugetul general consolidat include mai multe categorii de bugete publice și anume: *bugetul de stat; bugetele locale; bugetul asigurărilor sociale de stat; bugetele fondurilor speciale; bugetul trezoreriei statului; bugetele instituțiilor publice autonome; bugetele instituțiilor publice finanțate integral sau parțial din bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, bugetele locale și bugetele fondurilor speciale, după caz; bugetele instituțiilor publice finanțate integral din venituri proprii; bugetul fondurilor provenite din credite externe contractate sau garantate de stat și ale căror rambursare, dobânzi și alte costuri se asigură din fonduri publice; bugetul fondurilor externe nerambursabile*.

Aceste categorii de bugete sunt autonome adică au venituri și cheltuieli proprii, se elaborează și se aprobă distinct, iar din punct de vedere administrativ titularii acestora au independență deplină.

Bugetul de stat constituie veriga principală a sistemului nostru bugetar, este elaborat și administrat de Guvern și aprobat prin lege de Parlament. El include în structura sa peste 50 de bugete aparținând unor instituții și organe centrale ale puterii și administrației de stat (Președinția României, Senat, Camera Deputaților, Secretariatul General al Guvernului, Curtea Supremă de Justiție, ministere, Academia României și alte instituții publice care nu au organe ierarhic superioare).

Veniturile ce alimentează *bugetul de stat* sunt evidențiate pe surse de proveniență, fiind grupate în **venituri curente** (fiscale și nefiscale) și **venituri din capital**. În cadrul acestora, preponderente sunt veniturile fiscale (impozite directe și indirecte).

Din bugetul de stat **se finanțează**, în principal, cea mai mare parte a acțiunilor social-culturale, apărarea țării, asigurarea ordinii publice, acțiunile și obiectivele economice în ramuri și domenii cu importanță strategică, cercetarea științifică, protecția mediului ș.a.

Bugetele locale cuprind bugetele unităților administrativ-teritoriale care au personalitate juridică (comune, orașe, municipii, județe). Și aceste bugete se întocmesc ca bugete autonome, avându-se în vedere, îndeosebi, veniturile proprii, posibil de mobilizat și eventualele transferuri (subvenții, sume defalcate) de la bugetul de stat. Elaborarea lor se efectuează la nivelul fiecărei subunități administrativ-teritoriale, cu sprijinul organelor de specialitate, iar aprobarea acestora este de competența organelor locale ale puterii de stat (consiliile locale). Când sunt necesare transferuri de echilibrare, definitivarea proiectelor bugetelor locale se face după discutarea acestora cu Ministerul Finanțelor Publice.

Cea mai mare parte a **veniturilor proprii** aparținând bugetelor locale au caracter fiscal. Acestor venituri proprii li se adaugă unele transferuri de la bugetul de stat sub formă de subvenții primite de la bugetul de stat și de la alte bugete sau sume defalcate din impozitul pe venit și taxa pe valoarea adăugată în vederea finanțării cheltuielilor descentralizate la nivel local.

Din bugetele locale **se finanțează** în principal: cheltuielile pentru întreținerea autorităților deliberative și executive locale; cheltuielile pentru învățământul preuniversitar³¹ (învățământul preșcolar și primar, învățământul secundar, învățământul profesional, învățământul special); unele cheltuieli pentru sănătate³²; majoritatea cheltuielilor în domeniul culturii, recreerii și religiei (activitatea bibliotecilor publice, muzeelor, caselor de cultură, instituții muzicale, servicii sportive etc.); anumite cheltuieli pentru asigurări și protecție socială (asistența acordată persoanelor în vârstă, asistența socială în caz de boli și invaliditate, asistența socială pentru familie și copii, ajutoare pentru locuințe, creșe, prevenirea excluderii sociale prin ajutor social și cantine de ajutor social); cheltuielile pentru gospodăria comunală (iluminat public, salubritate, canalizare, alimentări cu apă, gaze naturale, energie termică etc.); unele acțiuni economice de importanță locală (transportul în comun, combaterea bolilor și dăunătorilor în agricultură ș.a.).

Bugetul asigurărilor sociale de stat se întocmește distinct de bugetul de stat și se aprobă de Parlament prin lege separată. El este elaborat, gestionat și administrat de Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale.

Veniturile acestui tip de buget se constituie în principal din contribuția pentru asigurările sociale de stat plătită de către agenții economici și instituții publice; contribuțiile salariaților și a celorlalți asigurați; contribuțiile pentru asigurările sociale datorate de unitățile particulare bazate pe libera inițiativă; contribuțiile diferențiate ale salariaților și pensionarilor care merg la tratament balnear sau la odihnă; alte venituri (sumele ce se obțin din lichidarea debitelor din anii anteriori, restituirea subvențiilor acordate în anii precedenți și nefolosite, majorările și penalitățile aplicate pentru neplata la timp și integrală a contribuțiilor pentru asigurările sociale, amenzile aplicate pentru nerespectarea prevederilor legale, restituirea sumelor plătite din eroare, pensiile neachitate și prescrise etc.); dobânzi pentru disponibilitățile din conturi etc. De asemenea, bugetul asigurărilor sociale de stat este alimentat și cu excedentul anului precedent, care se raportează pe anul următor.

Cheltuielile bugetului de asigurări sociale de stat acoperă, în principal, pensiile (pensia pentru munca depusă și limita de vârstă, pensia de invaliditate, pensia anticipată, pensia anticipată parțială, pensia de urmaș); indemnizațiile și ajutoarele de asigurări sociale (indemnizațiile pentru prevenirea îmbolnăvirilor și recuperarea capacității de muncă, indemnizația în caz de incapacitate temporară de muncă, indemnizația în caz de maternitate, indemnizația de naștere, indemnizația pentru creșterea și îngrijirea copilului în vârstă de până la doi ani, indemnizația pentru îngrijirea copilului bolnav sau cu handicap, ajutorul în caz de deces); trimerile la tratament balnear și odihnă; cheltuieli cu plata taxelor poștale ocazionate de transmiterea pensiilor; cheltuieli de capital pentru realizarea investițiilor; cheltuielile cu operațiunile financiare ce includ plăți de dobânzi și comisioane la creditele contractate de ordonatorii de credite etc.

³¹ În structura cheltuielilor de funcționare ale instituțiilor de învățământ preuniversitar se încadrează cheltuielile cu salariile personalului didactic, ale personalului tehnic-administrativ, cheltuielile de întreținere și gospodărie, reparații curente și capitale, cheltuielile de poștă, telefon, burse ale elevilor, încălzit, iluminat.

³² Prin bugetele proprii ale comunelor, orașelor, municipiilor se finanțează serviciile medicale în unitățile sanitare cu paturi și alte instituții și acțiuni sanitare. De asemenea, prin bugetele proprii ale județelor se acoperă cheltuielile privind serviciile medicale în unitățile sanitare cu paturi.

Bugetele fondurilor speciale vizează rezolvarea unor probleme de natură economică și socială apărute în economie și sunt alimentate din resurse special afectate acestor scopuri.

În prezent, bugetele fondurilor speciale aprobate prin legi speciale, care se constituie și se administrează în afara bugetului de stat și a bugetului asigurărilor sociale de stat, sunt: bugetul *Fondului pentru asigurările sociale de sănătate* și bugetul *Fondului asigurărilor de șomaj*. Aceste bugete se aprobă ca anexă la legea bugetului de stat și, respectiv, la legea bugetului asigurărilor sociale de stat. Proiectele acestor bugete se elaborează de către Ministerul Finanțelor Publice pe baza propunerilor ordonatorilor principali de credite responsabili cu gestionarea bugetelor respective.

Bugetul trezoreriei statului este documentul prin care sunt prevăzute și aprobate, în fiecare an, veniturile și cheltuielile acestei instituții.

Organismul abilitat prin lege să elaboreze, să administreze și să execute nemijlocit bugetul Trezoreriei statului este Ministerul Finanțelor Publice care îndeplinește această sarcină prin Direcția Generală a Contabilității Publice și a Sistemului de Decontări în Sectorul Public.

Bugetul Trezoreriei statului acoperă atât cheltuielile de organizare și funcționare a acestei instituții, precum și dobânzile la depozite și disponibilități păstrate în contul trezoreriei statului și dobânzile aferente datoriei publice interne și externe.

Acest tip de buget se întocmește anual și se aprobă prin hotărâre a Guvernului. El poate fi modificat de către Guvern, ori de câte ori este necesar, la propunerea justificată a Ministerului Finanțelor Publice, în funcție de schimbările intervenite față de elementele avute în vedere la fundamentarea și aprobarea bugetului inițial. Chiar dacă cheltuielile totale aprobate prin bugetul trezoreriei reprezintă limite maxime ce nu pot fi depășite, Ministerul Finanțelor Publice poate aproba, în tot cursul anului, modificarea creditelor bugetare aprobate pentru plata dobânzilor prin virări de credite de la alte subdiviziuni bugetare, în raport cu evoluția disponibilităților și depozitelor păstrate în contul curent general al Trezoreriei publice și a nivelului ratei dobânzilor. Excedentul anual rezultat din execuția bugetului Trezoreriei publice se reportează în anul următor și se utilizează pentru acoperirea cheltuielilor aprobate prin buget pentru anul respectiv.

Importanța organizării sistemului Trezoreriei publice în România rezultă din următoarele considerente:³³ (1) este socotit cel mai potrivit sistem de organizare a execuției finanțelor publice, protejându-le de toate riscurile; (2) permite soluționarea unor importante probleme financiare, prin mijlocirea operațiilor specifice, (*gestionarea creditelor externe primite de către Guvern pentru sprijinirea programelor de reformă; mobilizarea resurselor financiare din economie pentru acoperirea deficitului bugetar și pentru serviciul datoriei publice; finanțarea obligațiilor statului asumate prin acorduri guvernamentale cu decontare în conturile de clearing, barter și cooperare economică, în vederea echilibrării importurilor cu exporturile*); (3) permite cunoașterea permanentă a resurselor publice și asigură previziunea nevoilor de împrumuturi pentru finanțarea deficitului bugetar.

Trezoreria publică cuprinde totalitatea resurselor de care dispune statul. Ea nu se limitează, însă, numai la execuția bugetului de stat. Astfel, prin Trezoreria publică s-a realizat separarea finanțelor sectorului public de resursele private din conturile distincte la bănci. De asemenea, prin Trezoreria publică se realizează și politica de plasamente financiare din disponibilitățile temporare aflate în conturile trezoreriei, asigurând, pe de o parte, valorificarea disponibilităților temporare (surplusul de încasări față de plăți), iar pe de altă parte, sprijinirea prin mecanismele statului a procesului de tranziție.

³³ Tatiana Moșteanu și colaboratorii, *Buget și trezorerie publică*, Editura Universitară, București, 2003, pag. 206.

Prin urmare, Trezoreria publică reprezintă un sistem unitar și integrat prin care statul asigură efectuarea operațiunilor de încasări și plăți privind fonduri publice, inclusiv cele privind datoria publică, și a altor operațiuni ale statului, în condiții de siguranță și în conformitate cu dispozițiile legale în vigoare

Bugetele instituțiilor publice autonome (de exemplu, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM), Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul energiei (ANRE) etc.), includ veniturile și cheltuielile sau, după caz, numai cheltuielile anuale ale instituțiilor publice centrale care nu sunt subordonate nici unei alte entități de drept public.

Bugetele instituțiilor publice finanțate integral sau parțial din bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, bugetele locale și bugetele fondurilor speciale, cuprind cheltuielile anuale ale instituțiilor publice ce funcționează doar pe baza resurselor primite de la bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, bugetele locale și bugetele fondurilor speciale, în funcție de sistemul de finanțare și sunt în subordinea instituțiilor publice autonome, precum și veniturile și cheltuielile anuale ale instituțiilor publice ce primesc subvenții de la bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, bugetele locale și bugetele fondurilor speciale în completarea fondurilor proprii și sunt în subordinea instituțiilor publice autonome.

Bugetele instituțiilor publice finanțate integral din venituri proprii sunt documentele în care sunt prevăzute și aprobate veniturile și cheltuielile instituțiilor publice aflate în subordinea instituțiilor publice autonome, ce funcționează doar pe baza veniturilor proprii ce provin din chirii, organizarea de manifestări culturale și sportive, concursuri artistice, publicații, prestații editoriale, studii, proiecte, valorificări de produse din activități proprii sau anexe, prestări de servicii și altele asemenea.

Bugetele creditelor externe rambursabile, contractate sau garantate de stat și a căror rambursare, dobânzi și alte costuri se asigură din fonduri publice. Fondurile provenite din credite externe sunt prevăzute și aprobate ca anexă la legea bugetului de stat. Aceste bugete au doar parte de cheltuieli unde sunt prevăzute cheltuielile ce se autorizează a fi realizate din sumele provenite din credite externe. Trebuie menționat că acestea (creditele externe) nu reprezintă venit bugetar.

Bugetele fondurilor externe nerambursabile. Fondurile externe nerambursabile sunt prevăzute și aprobate ca anexă la legea bugetului de stat. Prin aceste tipuri de bugete sunt prevăzute cheltuielile ce se autorizează a fi realizate din fondurile externe nerambursabile atrase.

Principiile bugetare reprezintă o sinteză a experienței practicii bugetare, dar și a cerințelor și exigențelor presupuse de procesul elaborării și execuției bugetului de stat. Legislația bugetară se bazează pe aceste principii și le include ca norme juridice. Reflectarea lor juridică nu poate fi însă rigidă, ci adaptată intereselor și particularităților economice caracterizând nu doar statul de referință, ci chiar orientarea regimului de stat, a organului legislativ sau a guvernelor.

În statele cu economie de piață, principiile bugetare definesc: modul de reflectare a veniturilor și cheltuielilor publice în bugetul de stat, adică sfera de cuprindere a acestuia; durata de timp pentru care parlamentul autorizează guvernul să realizeze exercițiul bugetar; relația care trebuie să existe între veniturile și cheltuielile bugetare; informarea opiniei publice despre sursele veniturilor și destinația acestora.

În țara noastră, conform Legii privind finanțele publice, la baza elaborării și executării bugetului de stat, bugetului asigurărilor sociale de stat, bugetelor locale și bugetelor fondurilor speciale stau: *principiul universalității; principiul publicității; principiul unității bugetare; principiul anualității; principiul specializării bugetare; principiul unității monetare.*

Conform **principiului universalității** veniturile și cheltuielile se includ în buget în totalitate, în sume brute. De asemenea, veniturile bugetare nu pot fi afectate direct unei cheltuieli bugetare anume, cu excepția donațiilor și sponsorizărilor, care au stabilite destinații distincte.

Principiul publicității stabilește că sistemul bugetar trebuie să fie deschis și transparent, acest lucru realizându-se prin: dezbateră publică a proiectelor de buget, cu prilejul aprobării acestora; publicarea actelor normative prin care au fost aprobate bugetele, precum și a conturilor anuale de execuție a acestora; mijloacele de informare în masă au acces la difuzarea tuturor informațiilor cu privire la conținutul bugetului de stat, exceptând informațiile și documentele nepublicabile, prevăzute de lege.

Principiul unității bugetare. Acest principiu presupune înglobarea într-un singur document, denumit buget general, după o schemă unitară de clasificare a tuturor veniturilor și cheltuielilor statului, interzicând reținerea sau separarea anumitor venituri ori părți din venituri pentru a se finanța anumite acțiuni publice.

Principiul anualității vizează două aspecte: perioada de timp pentru care se întocmește și aprobă bugetul și perioada în care se încasează veniturile și se efectuează cheltuielile înscrise în autorizația dată Guvernului de către Parlament.

Sub aspectul perioadei pentru care se întocmește și se aprobă bugetul, se constată practici diferite, de la o țară la alta, în sensul că mai multe dintre ele întocmesc și aprobă bugetul public pe perioada de un an bugetar suprapusă pe anul calendaristic (1ianuarie–31decembrie), între care Austria, Belgia, Brazilia, Franța, Germania, Grecia, Italia, Norvegia, Olanda, Portugalia, România etc. Alte țări, însă, încep anul bugetar pe parcursul unui an calendaristic, încheindu-l în anul calendaristic următor, ca, de exemplu: (1aprilie–31martie) Canada, India, Israel, Japonia, Marea Britanie, etc.; (1 iulie – 30 iunie) Australia, Camerun, Egipt, Pakistan, Suedia; (1 octombrie – 30 septembrie) S.U.A., Thailanda etc.

Sub aspectul duratei perioadei de execuție bugetară, sunt de asemenea cunoscute, ca opțiuni posibile, fie suprapunerea acesteia cu cea a anului bugetar, fie prelungirea acestei perioade cu încă 3-6 luni, peste durata unui an, ceea ce implică o abatere de la principiul anualității bugetului.

Prima variantă este denumită *sistem de gestiune* și se caracterizează prin aceea că la finele anului bugetar se încheie execuția bugetară, indiferent de faptul că unele dintre cheltuieli sau venituri aferente anului expirat au rămas neconcretizate. În această situație, se acceptă ca eventualele venituri și cheltuieli, (prevăzute, dar nerealizate), să fie preluate și reflectate în bugetul pe anii următori, iar gestiunea anului respectiv se încheie în limita realizărilor înregistrate până la expirarea anului bugetar.

A doua variantă poartă numele de *sistem de exercițiu* și presupune că la finele anului bugetar nu se încheie exercițiul, ci, atât încasarea de venituri, cât și efectuarea de cheltuieli continuă în perioada de prelungire paralel cu execuția bugetară pe noul an. Aceasta înseamnă că pe perioada de prelungire a execuției bugetului pentru anul expirat vor funcționa (în anul curent) două bugete, înregistrându-se separat veniturile și cheltuielile aferente fiecăruia dintre cei doi ani bugetari și urmând ca exercițiul bugetar pe anul anterior să se încheie după 15-18 luni, în loc de 12 luni.

În conformitate cu **principiul specializării bugetare**, veniturile bugetare trebuie înscrise în buget și aprobate de Parlament pe surse de proveniență, iar cheltuielile publice ce urmează să se efectueze, pe categorii, în funcție de destinația lor efectivă și în funcție de conținutul lor economic.

Punerea în aplicare a acestui principiu se realizează prin intermediul *clasificației bugetare* care este o schemă unitară de grupare a veniturilor și cheltuielilor bugetare după anumite criterii (criteriul administrativ, criteriul economic, criteriul funcțional fiind cel mai des utilizate). Ea trebuie să fie suficient de simplă și clară pentru a putea fi ușor înțeleasă și

aplicată și să ofere informații cu privire la sursa de proveniență a veniturilor, destinația cheltuielilor, instituțiile publice (ministere, departamente, servicii) prin care se realizează acestea. Utilizarea ei este obligatorie pentru toate instituțiile publice, atât în faza de proiectare și aprobare a bugetului, cât și în cea de execuție și încheiere a acestuia.

Principiul unității monetare obligă ca toate operațiunile bugetare să fie exprimate în monedă națională.

Procesul bugetar presupune un ansamblu de acțiuni și măsuri întreprinse de către instituțiile specifice ale statului în vederea aplicării politicilor financiare ale partidelor politice și guvernelor pe care le reprezintă, prin intermediul bugetului general consolidat.

Procesul bugetar se caracterizează prin anumite trăsături: este un *proces complex* – vizează un număr foarte mare de participanți, cu probleme multiple și diverse; este un *proces ciclic* – se derulează într-o perioadă calendaristică bine determinată, după care procesul se reia; este un *proces de decizie* – autoritățile competente hotărăsc în privința alocării resurselor publice; este un *proces politic* – deciziile privind alocarea resurselor sunt determinate de gândirea doctrinară și interesele politice ale formațiunii/formațiunilor aflate la putere.

În accepțiunea sa generică, procesul bugetar se definește prin ansamblul lucrărilor și operațiunilor privitoare la proiectarea (elaborarea), aprobarea, execuția, încheierea bugetului, inclusiv exercitarea și realizarea controlului bugetar asupra acestora, precum și aprobarea execuției bugetului.

În majoritatea țărilor inițiativa în materie bugetară aparține puterii executive (Guvernului) care trebuie să elaboreze proiectul de buget și să-l depună la Parlament. În cadrul Guvernului, nemijlocit însărcinat cu această problemă este Ministerul Finanțelor Publice sau Ministerul Bugetului (în unele țări), ca organ de specialitate în domeniul financiar.

La **elaborarea proiectului de buget** se au în vedere obiectivele programului de guvernământ ale partidului (coaliției de partide) aflat la putere și analizele efectuate de Ministerul Finanțelor Publice privind evoluția economiei (reunite în Strategia fiscal-bugetară), rezultatele execuției bugetare în perioadele precedente, factorii conjuncturali care pot genera influențe asupra indicatorilor bugetari în viitor.

Examinarea, dezbaterea și aprobarea proiectului de buget al statului este de competența Parlamentului și presupune, de regulă: analiza acestuia în comisiile parlamentare; concilierea amendamentelor (modificărilor) propuse la proiectul de buget; prezentarea proiectului de buget în Parlament de către șeful executivului sau de către ministrul finanțelor; aprobarea proiectului de buget în Parlament; ratificarea bugetului aprobat de către șeful statului.

Execuția bugetară reprezintă una dintre cele mai importante acțiuni în cadrul procesului bugetar. Ca fază a procesului bugetar, execuția bugetului reprezintă, de asemenea, o responsabilitate a Guvernului, îndeplinită prin Ministerul Finanțelor Publice, care trebuie să organizeze activitatea și să aplice procedurile adecvate. Sub acest din urmă aspect, este de remarcat folosirea unor instrumente și proceduri diferite în executarea părții de cheltuieli, respectiv a părții de venituri, implicând o anumită structurare a activității și specializare a personalului.

Execuția bugetului, la partea de cheltuieli, în limita sumelor aprobate ce se pun la dispoziția beneficiarilor de alocații (credite) bugetare, presupune o procedură specifică, cu operațiuni corespunzătoare următoarelor etape distinctive: *angajarea; lichidarea; ordonanțarea; plata.*

Angajarea unei cheltuieli bugetare poate avea loc ca rezultat al unei decizii proprii, luate în mod autonom și exprimată prin întocmirea unui act de voință (contract sau comandă) între instituția publică respectivă și beneficiarul sumei (persoană juridică sau fizică), în care se prevăd drepturi și obligații reciproce. De asemenea, ea poate decurge din norme sau acte

legale, emise de organe ale puterii și administrației de stat și executate de instituțiile publice implicate în realizarea acțiunilor la care se referă normele sau actele respective. Deciziile, prin care are loc angajarea cheltuielilor bugetare, pot fi luate numai de către persoanele care au, prin lege, competența de a angaja plăți din resursele financiare publice, în limitele competențelor acordate și a sumelor aprobate prin buget. Asemenea persoane sunt, în mod obișnuit, conducătorii entităților publice (miniștri, directori etc.) sau alți salariați, de regulă, cu funcții de răspundere în instituția respectivă, ei fiind cunoscuți și sub denumirea de ordonatori de credite bugetare.

Lichidarea cheltuielilor bugetare reprezintă operațiunea prin care se realizează constatarea îndeplinirii condițiilor legale sau a obligațiilor care reveneau beneficiarului sumei (ce urmează a se plăti), de către o entitate publică, prin persoane autorizate să o reprezinte. Această etapă se întemeiază, atât pe constatări factice privind serviciile prestate, bunurile livrate și recepționate, lucrările executate, cât și pe acte justificative legal întocmite și prezentate instituției publice, (care urmează să decidă și să efectueze plata), cum sunt: procese verbale de recepție, deconturi, facturi etc.

Ordonanțarea cheltuielilor bugetare se concretizează prin emiterea unei dispoziții, de către instituția publică, pentru efectuarea plății sumei datorate (se admite lichidarea), echivalând cu a se da un ordin de plată în favoarea persoanei fizice sau juridice îndreptățite să o încaseze.

Plata reprezintă etapa finală a execuției cheltuielilor prin care instituția publică achită obligațiile sale față de terți. Aceasta se poate efectua, fie prin virament în contul beneficiarului, deschis la o bancă, fie în numerar, prin casieria instituției publice respective. Prin conținutul lor, primele trei tipuri de operațiuni privitoare la execuția cheltuielilor bugetare (angajarea, lichidarea, ordonanțarea) sunt de competența ordonatorilor de credite bugetare, reprezentați prin conducătorii entităților publice sau împuterniciții acestora. Spre deosebire, plata propriu-zisă poate fi efectuată numai de către gestionarii (mănuitorii) de bani publici, care îndeplinesc funcții de casieri sau contabili plătitori, asigurându-se o delimitare a competențelor, necesară pentru prevenirea unor operațiuni incorecte, frauduloase.

La rândul său, *execuția părții de venituri bugetare*, pornind de la principiul că pentru acestea prevederile din bugetul aprobat reprezintă limite minime ale încasărilor și având ca principală componentă încasarea impozitelor, implică, de asemenea, mai multe tipuri de lucrări (operațiuni), acțiuni eşalonate în timp, și anume: *așezarea; lichidarea; emiterea titlurilor de încasare; perceperea (încasarea) propriu-zisă a venitului*.

Așezarea, ca operațiune specifică impozitelor (principalul venit bugetar), presupune identificarea și evaluarea materiei impozabile.

Lichidarea reprezintă etapa în care se stabilește quantumul impozitului datorat de persoana fizică sau juridică în funcție de materia impozabilă și cotele legale de impunere și a altor elemente prevăzute de legislația fiscală. Prin deschiderea evidențelor fiscale privind obligațiile de plată determinate în sarcina fiecărui contribuabil se asigură urmărirea încasării impozitelor datorate, anticipându-se operațiunea următoare, de emitere a titlului de încasare.

Emiterea titlului de încasare (percepere) în sarcina contribuabilului, vizează anumite venituri bugetare și constă în întocmirea unui act (înscris) care autorizează încasarea venitului respectiv la bugetul aferent. Emiterea titlului de percepere mai poartă denumirea și de “deschidere de rol”. Aceasta presupune, de fapt, înscrierea într-un registru (de la o vreme, în format electronic), la o partidă separată, a datoriei pe care o are contribuabilul pentru perioada dată. Consemnarea datoriei respective constituie temeiul legal pentru urmărirea pe căi obișnuite sau pe căi excepționale (executarea silită) a veniturilor bugetare.

Perceperea se concretizează prin încasarea efectivă a impozitului sau taxei în quantumul și la termenul stabilit, fie în numerar, fie prin virament. Efectuarea operațiunilor de încasare presupune și urmărirea respectării termenelor de plată de către contribuabili,

organele fiscale putând aplica sancțiuni sau măsuri de executare silită a debitorilor care nu-și achită obligațiile către stat. Încasarea efectivă a veniturilor de natură fiscală, reprezintă o operațiune de gestionare a banilor publici, care se poate efectua, în principiu, prin contabilii-încasatori sau agenți fiscali.

Opțiunile asupra organizării execuției de casă a bugetului, inclusiv a finanțării deficitului, diferă în timp și spațiu, dar teoria și practica bugetară au conturat două sisteme reprezentative, și anume: *prin intermediul sistemului bancar*; *prin sistemul de trezorerie*.

Încheierea execuției bugetare este etapa următoare încasării veniturilor și efectuării cheltuielilor bugetare și se concretizează în întocmirea unor documente necesare finalizării exercițiului bugetar. Conform sistemului de gestiune practicat la noi, efectele încheierii exercițiului bugetar sunt:

a) orice venit neîncasat până la 31 decembrie se va încasa în contul bugetului pe anul următor, în rezultatele cărui urmează a se reflecta;

b) orice cheltuială neefectuată se va plăti numai în contul bugetului noului an, dacă acel buget va conține prevederi în acest sens.

Documentele ce se întocmesc cu ocazia închiderii execuției bugetare de către Guvern și se înaintează în acest sens Parlamentului sunt:

a) *Contul general al execuției bugetului de stat* este întocmit de Ministerul Finanțelor Publice, sub coordonarea Guvernului pe baza dărilor de seamă contabile prezentate de ordonatorii principali de credite și a conturilor privind execuția de casă a bugetului prezentate de organele abilitate. Acesta are aceeași structură ca și bugetul aprobat și conține la venituri date cu privire la prevederile bugetare inițiale, prevederile bugetare definitive și încasările realizate, iar la cheltuieli creditele bugetare aprobate inițial, creditele bugetare definitive, plăți efectuate. Pe baza lui, se stabilește rezultatul execuției - deficit sau excedent - și se fac propuneri cu privire la acoperirea, respectiv plasarea acestuia. Contul general al execuției bugetului de stat se definitivează de Guvern și se depune la Parlament până la 1 iulie a anului următor, care trebuie să-l aprobe până la 30 noiembrie a aceluiași an. Contul general anual de execuție al bugetului de stat se aprobă prin lege o dată cu conturile anuale de execuție ale bugetului asigurărilor sociale de stat și bugetelor fondurilor speciale, după verificarea acestora de Curtea de Conturi ;

b) *Rezultatul execuției* evidențiază soldul bugetului de stat ca urmare a execuției bugetare a veniturilor și cheltuielilor, care poate fi excedent, atunci când resursele devansează nevoile, sau deficit, atunci când veniturile încasate nu acoperă cheltuielile efectuate.

c) *Contul general al datoriei publice* se întocmește de Ministerul Finanțelor Publice și cuprinde conturile datoriei publice interne și datoriei publice externe directe a statului și situația garanțiilor guvernamentale pentru creditele interne și pentru creditele externe primite de către alte persoane juridice. El se înaintează Parlamentului ca anexă la contul de execuție a bugetului de stat.

d) *Raportul public anual* întocmit de Curtea de Conturi în termen de 6 luni de la primirea conturilor de execuție a bugetelor supuse controlului (bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale de stat, bugetele locale, bugetul fondurilor speciale, contul general al datoriei publice). El cuprinde observațiile Curții și furnizează puterii legislative informații concrete cu privire la execuția bugetului public național.

Controlul bugetar. Întregul proces bugetar și cu deosebire execuția bugetului implică exercitarea controlului, începând cu verificarea realității informațiilor folosite în fundamentarea prevederilor înscrise în proiectul de buget și încheind cu asigurarea veridicității contului de execuție bugetară. În raport cu natura organelor care îl execută, controlul poate fi politic, jurisdicțional și administrativ.

Controlul politic se exercită de Parlament atât cu ocazia examinării și aprobării proiectului de buget și a contului execuției bugetare, cât și pe parcursul execuției bugetare.

Prin votul Parlamentului asupra contului de execuție a bugetului, autoritatea executivă este descărcată de gestiunea financiară a anului bugetar încheiat. Totodată, Parlamentul, prin comisiile sale permanente sau comisii special constituite de anchetă, poate efectua acțiuni de control, poate audia membrii Guvernului și orice alte persoane care administrează sau gestionează fonduri publice. Acest control este concentrat asupra modului de respectare a autorizației parlamentare de către executiv, dar poate viza și gestionarea fondurilor și eficiența utilizării lor.

Controlul jurisdicțional este de competența unui organ specializat (Camera sau Curtea de Conturi) și are ca obiectiv stabilirea răspunderii juridice pentru modul în care se administrează și gestionează patrimoniul public, prin verificarea amănunțită a documentelor justificative ce au stat la baza operațiunilor. Ea dă anual descărcarea de gestiune pentru conturile contabile dacă acestea sunt găsite în ordine, iar neregulile constatate sunt cuprinse în raportul anual prezentat Parlamentului.

Controlul administrativ se exercită de către autoritățile executive și îmbracă fie forma controlului intern, ierarhic, exercitat în cadrul ministerelor și altor agenții guvernamentale, fie a controlului extern exercitat de organele abilitate, în speță Ministerul Finanțelor Publice. Astfel, la nivelul fiecărui minister, a celorlalte organe centrale și locale ale administrației de stat, există organe specializate de control asupra legalității, oportunității și eficienței utilizării fondurilor bugetare. După momentul exercitării sale, acest control poate fi *preventiv*, *concomitent* sau *posterior* efectuării operațiilor bugetare, controlul preventiv având cea mai mare eficiență.

Capitolul 2. Împrumuturile de stat și datoria publică

În economia contemporană, sunt frecvente situațiile când veniturile procurate de stat din impozite și taxe și cele provenite de la întreprinderile și proprietățile sale nu acoperă integral cheltuielile sale. În asemenea cazuri de dezechilibru bugetar, centrat pe deficit, completarea veniturilor publice se face prin finanțarea deficitelor cu resurse din împrumut, adică pe calea creditelor publice. **Împrumutul** este, deci, o cale excepțională de procurare a veniturilor publice, o modalitate de anticipare a veniturilor viitoare.

Practica **împrumutului public** se bazează pe încrederea în solvabilitatea statului și se realizează fie prin *contractarea directă de către stat* (și asimilatele acestuia) de împrumuturi de la persoanele fizice sau juridice deținătoare de mijloace bănești disponibile, fie *prin intermediul unor instituții specializate* (bănci, case de economii, case de asigurări etc.) care colectează disponibilitățile bănești de pe piață, încredințându-le, apoi, statului pe o perioadă determinată de timp. Oricare ar fi modalitatea de angajare, împrumutul public presupune acceptarea de către creditorii a unor *condiții de acordare a creditului*: garanție, termen de rambursare, rată a dobânzii, facilități, etc.

Apelul la împrumuturile publice antrenează o seamă de **proces de redistribuire a produsului intern brut** atât la nivel național cât și pe plan internațional.

Pe plan intern, efectele utilizării împrumuturilor publice pot să apară încă din faza de subscriere și se pot concretiza într-o *redistribuire a produsului intern brut între fondul de acumulare și fondul de consum*, în funcție de destinația pe care o capătă sumele împrumutate de stat. Astfel, dacă sumele procurate prin împrumut sunt utilizate pentru finanțarea cheltuielilor publice pure sau neproductive (apărare, ordine publică, justiție, etc.) ele generează o cerere de consum suplimentară și o amputare a creșterii de capital în favoarea creșterii fondului de consum. În situația în care resursele bănești procurate prin împrumut sunt utilizate de autoritățile publice în scopuri productive (dezvoltarea infrastructurii, realizarea de obiective și acțiuni cu caracter economic, protecția mediului, etc.) nu suntem în situația unei redistribuiri între fondul de acumulare și fondul de consum, ci doar între

subiecții care materializează utilizarea unei părți din fondul de acumulare, anume acea parte transferată din sectorul privat în sectorul public pe calea împrumuturilor de stat.

Procesul redistribuirii interne a PIB continuă în etapa utilizării efective a sumelor împrumutate și îmbracă *forma profiturilor* pe care agenții economici le realizează din livrări de bunuri, prestări de servicii sau executări de lucrări pentru sectorul public și care sunt achitate din sumele procurate prin împrumut public.

Indiferent de destinația (productivă sau neproductivă) dobândită de sumele împrumutate însă, la nivel național are loc o redistribuire a PIB sub *forma dobânzilor, câștigurilor și altor avantaje acordate subscriitorilor* la împrumut și care sunt suportate din impozitele și taxele percepute de la întreaga masă a contribuabililor.

Efecte mai importante au însă împrumuturile contractate pe piața externă, ele generând o **redistribuire de PIB pe plan internațional**.

Inițial, aceste împrumuturi generează o redistribuire de PIB și transferuri de capital dinspre țara creditoare către cea debitoare, redistribuire care are însă caracter temporar, împrumutul fiind rambursabil. Ulterior, prin plata ratelor scadente, a dobânzilor și comisioanelor aferente are loc o redistribuire în sens invers, de la țările debitoare către cele creditoare. Dacă plata ratelor de capital se face (ipotetic) pe seama sumelor primite anterior cu titlul de împrumut, plata dobânzilor și comisioanelor externe reprezintă un *transfer definitiv de PIB din țara debitoare către cea creditoare*. Este cu atât mai importantă, în acest context, destinația pe care o dobândesc sumele împrumutate. Numai utilizarea lor productivă și eficiență creează premisele de creștere a PIB și de suportare a dobânzilor și comisioanelor pe seama valorii nou create în cadrul obiectivelor realizate, evitând în acest fel creșterea fiscalității în viitor.

Împrumutul public prezintă următoarele **caracteristici**:

a) are *caracter contractual*, exprimând acordul de voință al părților. Condițiile de emisiune și de rambursare, forma și mărimea venitului pe care îl asigură, precum și alte eventuale avantaje acordate împrumutătorilor se stabilesc, însă, în mod unilateral, de organele de decizie ale statului. Potențialii subscriitori pot să accepte sau să refuze în bloc condițiile împrumutului, dar nu pot pretinde un tratament preferențial față de alți subscriitori. În cazul creditului public nu este prevăzută nici un fel de garanție materială, fiind suficientă prezumția că statul este oricând solvabil. De regulă, împrumuturile publice au la bază principiul facultativității, cunoscându-se, însă, și situații de împrumuturi forțate, când subscrierea a avut caracter obligatoriu. Asemenea împrumuturi pot fi contractate pentru pregătirea sau ducerea unor războaie, reconstrucția țării după război, înlăturarea efectelor unor calamități naturale sau a urmărilor unor crize economice grave. Pentru a reuși plasarea unor asemenea împrumuturi, ale căror condiții de emisiune și rambursare sunt neatractive, se desfășoară o amplă acțiune de popularizare, evidențiindu-se importanța lor pentru națiune și faptul că subscrierea la împrumut este o datorie patriotică pentru fiecare cetățean. Alteori, subscriitorii sunt puși în situația de a alege între un impozit forfetar extraordinar, având caracter definitiv și nerambursabil, și un împrumut de stat rambursabil dar cu o dobândă sub nivelul pieței.

b) are *caracter rambursabil*, restituindu-se la termenul fixat persoanelor fizice sau juridice care l-au acordat. Termenul de rambursare este stabilit de stat în momentul lansării împrumutului, fiind corelat cu evoluția previzibilă a veniturilor și cheltuielilor publice. Există, însă, și împrumuturi perpetue, la emiterea cărora statul se angajează numai la plata unei dobânzi creditorilor săi, pe o perioadă de timp nedeterminată, fără să se stabilească un termen de restituire a împrumutului. Statul poate, însă, să răscumpere la bursă înscrierile publice, în momentul când operațiunea prezintă avantaje economice.

c) asigură o anumită *contraprestație* subscriitorilor. Aceasta constituie "prețul" împrumutului și poate îmbrăca forma dobânzii, câștigului sau a ambelor forme, la care se adaugă, adesea, și alte avantaje materiale sau fiscale. Uneori, avantajele oferite de stat la

lansarea unui împrumut sunt, ulterior, restrânse. Astfel, statul poate proceda la diminuarea ratei dobânzii prin conversia datoriei publice; alteori, avantajele materiale inițiale oferite de stat se diminuează, în mod automat, prin deprecierea monedei în care a fost contractat împrumutul.

La lansarea unui împrumut public este necesară stabilirea câtorva **elemente tehnice** care îl definesc din punct de vedere juridic și anume: *denumirea împrumutului, împrumutatul, împrumutătorii, valoarea împrumutului, termenul de rambursare, dobânda, alte avantaje și facilități acordate subscriitorilor etc.*

a) *Denumirea împrumutului* poate fi legată de destinația acestuia, caracterul excepțional sau obiectivul urmărit fiind precizat în denumirea împrumutului. În cazul împrumuturilor contractate pentru acoperirea deficitelor bugetare, în denumirea împrumutului se precizează anul contractării, nivelul dobânzii, forma pe care o îmbracă venitul etc.

b) *Împrumutatul* este autoritatea publică solicitantă a creditului și care angajează creditul în condițiile precizate în prospectul de emisiune. Prin angajarea creditului respectiva autoritate devine *subscris* sau *debitor* dar poate fi numită și *emitent* al unor înscrisuri care poartă o denumire specifică (certIFICATE de trezorerie, obligațiuni, bonuri de tezaur, rentă de stat, etc) și care atestă subscrierea la împrumut, valoarea titlului de stat, dobânda și/sau câștigul, termenul de rambursare, etc.

c) *Împrumutătorii (subscriitorii, creditorii sau depunătorii)* sunt persoane fizice și/sau juridice care dețin sume temporar disponibile și sunt dispuse să împrumute statul sau altă autoritate publică primind în schimb titluri de stat (efecte publice) care le certifică anumite drepturi.

d) *Valoarea împrumutului* semnifică cuantumul total al sumei împrumutate și apare sub forma *cuantumului aprobat* de organul legislativ sau executiv și sub forma *cuantumului realizat* la încheierea operațiunii de plasare a titlurilor de stat. Cuantumul aprobat, este de regulă, *limitat* ca valoare nominală a sumei ce urmează să fie împrumutată și ca perioadă de timp în care se pot face subscrierile. În practică pot fi întâlnite și *împrumuturi nelimitate (deschise)* atât în ce privește cuantumul cât și în privința perioadei de subscriere. Cuantumul realizat este expresia încrederii (sau lipsei de încredere) de care se bucură emitenții împrumutului din partea potențialilor subscriitori, fiind dependent și de condițiile și avantajele oferite subscriitorilor prin prospectul de emisiune. Contractarea împrumuturilor de stat se realizează prin emiterea unor înscrisuri, având forma și conținutul precizate prin actul normativ de lansare a împrumuturilor și care sunt denumite generic *titluri de credit public, titluri de stat, efecte publice, hârtii de valoare*.

Dacă împrumutul este contractat de la un număr mare de subscriitori aceste înscrisuri îmbracă *forma materializată* și sunt înmânate în mod efectiv subscriitorilor. Când numărul creditorilor este redus, sumele împrumutate sunt înregistrate în evidențele datoriei publice fără a se elibera înscrisuri speciale, îmbrăcând *forma creanțelor de cont*. Creanțele de cont nu necesită cheltuieli pentru emiterea și păstrarea titlurilor, dar nu oferă posibilitatea negocierii la bursă, ci numai în afara acesteia, prin îndeplinirea anumitor formalități.

Titlurile de credit public, deși sunt numite și hârtii de valoare nu au o valoare proprie (intrinsecă). Ele certifică totuși sumele împrumutate de stat sau o altă autoritate publică și în acest context, în mod convențional, se utilizează termenii de valoare nominală și valoare reală.

Valoarea nominală este suma înscrisă pe titlul de stat și exprimă creanța pe care deținătorul o are de încasat de la stat respectiv, datoria statului față de deținătorul acestuia.

Valoarea reală reprezintă suma efectivă cu care se vinde sau se cumpără un titlu de credit public. Ea se manifestă atât în faza de angajare a creditului cât și pe parcursul perioadei de valabilitate a împrumutului și este dependentă de cursul la care sunt cotate titlurile de stat.

Cursul exprimă "prețul" cu care se cumpără și se vând 100 de unități monetare valoare nominală și acesta poate fi: *al pari*, adică egal cu 100; *sub pari*, adică mai mic decât 100, sau *supra pari*, adică mai mare decât 100. El este influențat de raportul cerere-ofertă pe piața capitalului de împrumut, de nivelul dobânzii și alte avantaje oferite de stat deținătorilor de înscrisuri publice.

În raport de faza de derulare a acordului de împrumut se poate vorbi de curs de emisiune, curs de tranzacționare și curs de rambursare (amortizare).

Cursul de emisiune reprezintă prețul fixat de emitent în momentul lansării împrumutului pentru o sută unități monetare din valoarea acestuia. De regulă, cursul de emisiune este un curs "al pari"³⁴. Sunt totuși destul de frecvente situațiile când, datorită concurenței de pe piața capitalului bănesc de împrumut și a nevoi stringente de resurse din partea statului, cursul de emisiune este "sub pari". Asta echivalează cu o *primă de emisiune* de care beneficiază subscriitorii, ca diferență între valoarea nominală a titlului de împrumut și suma plătită efectiv pentru a intra în posesia acestuia. În mod cu totul excepțional cursul de emisiune poate fi "supra pari".

Dacă deținătorul titlului de credit public dorește să-și recupereze banii înainte de termenul de scadență al titlului (în cazul titlurilor de credit cotate la bursă) el îl poate vinde la cursul la care titlul este cotate, adică la *cursul de tranzacționare*, care poate fi "al pari", "sub pari" sau "supra pari" în funcție de raportul cerere-ofertă pe piața de capital.

În fine, în faza de amortizare a împrumutului public, pentru răscumpărarea titlurilor de credit public statul poate practica un *curs de rambursare (amortizare)* care poate fi, de asemenea, "al pari", "sub pari" sau "supra pari". În acest context subscriitorii pot să beneficieze de o *primă de rambursare* care apare ca diferență între cursul "sub pari" la care s-a plasat împrumutul și cursul "al pari" la care se răscumpără titlurile sau ca diferență între cursul "al pari" la care s-a plasat și cursul "supra pari" la care se rambursează împrumutul.

e) *Termenul de rambursare* indică data când trebuie rambursat împrumutul de stat. Din acest punct de vedere, împrumuturile publice pot fi cu termene precise de rambursare sau fără asemenea termene. Cele cu termene precise pot fi sub un an (termen scurt), între 1 și 5 ani (termen mediu) și peste 5 ani (termen lung).

În cazul împrumuturilor pe termen scurt se emit titluri de credit public ce poartă denumirea de bonuri de tezaur, certificate de datorie, certificate sau bonuri de impozite, polițe de tezaur, iar pentru certificarea împrumuturilor pe termen mediu și lung sau fără termen se emit obligațiuni și titluri de rentă. Fiecare dintre acestea au caracteristici și regim juridic propriu.

f) *Dobânda și alte forme de remunerare*. Prețul plătit de stat creditorilor săi pentru folosirea sumei împrumutate îmbracă fie forma dobânzii (venit fix), fie forma câștigului (venit diferențiat), fie combinația celor două. La împrumuturile de stat cu *dobândă*, fiecare obligațiune are anexat un număr de cupoane, care se detașează periodic (o dată sau de două ori pe an) și se prezintă la ghișeul instituției desemnate de stat, încasându-se dobânda cuvenită.

Cuantumul dobânzii anuale (D_a) se stabilește pe baza ratei dobânzii (r_d), care se fixează anticipat, prin prospectul de emisiune a împrumutului public, având semnificația de dobândă promisă anual pentru 100 u.m. împrumut. Decurge de aici relația:

$$D_a = V_t \times r_d / 100 \text{ în care: } V_t \text{ reprezintă valoarea titlului de credit public.}$$

De regulă, rata dobânzii la împrumuturile de stat se menține la un nivel apropiat, dar mai mic, ratelor la creditele bancare pentru a asigura accesul statului la resursele bănești disponibile pe piața de capital, în condiții de concurență. Când procesele inflaționiste sunt mai pronunțate, rata nominală a dobânzii trebuie să fie mai ridicată, normal fiind ca ea să se

³⁴ La paritate (din latina).

situeze cel puțin la nivelul ratei medii a inflației, evitând în acest fel să se ajungă la o dobândă real negativă. De asemenea, trebuie reținut că rata medie a dobânzii crește pe măsură ce termenele de rambursare a împrumutului sunt mai îndelungate, statele înțelegând să protejeze interesele persoanelor care le creditează pe perioade mai îndelungate de timp, oferindu-le o dobândă care să acopere măcar parțial pierderea cauzată de accentuarea inflației.

Se poate vorbi de o *rată de emisiune (nominală)* și de o *rată reală a dobânzii*. Rata de emisiune sau rata nominală (r_n) se stabilește raportând dobânda plătită anual (D_a) la valoarea nominală a înscrisurilor emise (V_n). Rata reală a dobânzii (r_r) se stabilește raportând dobânda plătită de stat (D_a) la suma efectiv încasată în urma plasării înscrisurilor (V_r). Ea este influențată de cursul la care s-a făcut plasamentul: al pari, sub pari sau supra pari. De regulă, înscrisurile se plasează la un curs sub pari sau al pari, ceea ce face ca rata reală a dobânzii să fie mai mare sau cel puțin egală cu rata nominală a dobânzii. Pentru determinarea acestor rate se folosesc relațiile:

$$r_n = \frac{D_a}{V_n} \times 100 \text{ și } r_r = \frac{D_a}{V_r} \times 100$$

Noțiunea de rată reală a dobânzii mai are și sensul de venit net ce revine creditorului de pe urma unei sute de unități monetare date cu împrumut pe termen de un an și se determină prin corectarea ratei dobânzii nominale cu influența modificării prețurilor (deflatorul PIB) în țara creditorului (D), conform formulei:

$$r_d^r = \frac{(100 + r_d^n) \cdot 100}{D} - 100$$

în care: r_d^r reprezintă rata reală a dobânzii; r_d^n reprezintă rata nominală a dobânzii.

Orice creștere, de la un an la altul, a prețurilor de pe piața internă, diminuează rata reală a dobânzii în raport cu cea nominală, și, implicit, câștigul real al creditorului, pe când scăderea prețurilor interne produce efecte inverse.

Diferența dintre dobânda nominală (mai mare) și cea reală (mai mică) constituie o pierdere pentru creditor și un avantaj de egală valoare pentru debitor. În mod analog, în cazul împrumuturilor contractate în străinătate, dacă prețurile produselor țării debitoare înregistrează o scădere pe piața externă, dobânda reală aferentă împrumutului crește, ceea ce dezavantajează debitorul și aduce câștiguri suplimentare creditorului; când prețurile externe aferente exporturilor țării debitoare cresc, efectele sunt inverse.

La împrumuturile de stat cu *câștiguri (premii)*, suma pe care statul ar fi plătit-o în mod normal cu titlul de dobândă (în raport de rata anuală a dobânzii) se distribuie sub formă de premii doar deținătorilor acelor înscrisuri care au ieșit câștigătoare în urma tragerilor periodice la sorți. Acest tip de împrumuturi a fost conceput pentru a spori atractivitatea lor în fața potențialilor subscriitori, mai exact în fața acelor tentați să renunțe la un venit cert dar mic, realizat sub formă de dobândă, în favoarea unui posibil câștig mult mai important, sub formă de premii.

În practică, poate fi întâlnită și varianta combinată a împrumuturilor cu *dobândă și câștiguri*, care presupune acceptarea de către subscriitori a unei rate a dobânzii mai moderată (care se plătește în mod obișnuit pe bază de cupoane detașabile) iar diferența de dobândă (până la nivelul dobânzii medii pe piața de capital) se distribuie sub formă de câștiguri subscriitorilor ale căror înscrisuri sunt extrase la tragerile periodice la sorți.

În fine, venitul subscriitorilor poate îmbrăca și forma de *rentă*, adică o sumă de bani pe care statul se obligă să o plătească persoanelor fizice care subscriu la împrumuturile publice fără termen expres de rambursare. Ele se mai numesc și *rente viagere* pentru că se

plătesc în mod regulat și în quantum fix, stabilit anticipat, pe tot parcursul vieții subscriitorului, după care datoria statului se stinge.

g) *Alte avantaje și facilități* acordate de stat pentru a face împrumuturile mai atractive pot fi: *scutirea de impozite și taxe a veniturilor realizate din împrumuturi publice subscrise sau a veniturilor provenite din tranzacții la bursă cu efecte publice negociabile; acceptarea de către stat a unor titluri de credit la valoarea nominală drept plată în contul impozitelor datorate statului; acordarea privilegiului juridic ca titlurile de credit să nu fie supuse executării silite atunci când deținătorul a ajuns în stare de faliment; garantarea împotriva variațiilor monetare etc.*

Împrumuturile de stat prilejuiesc o serie de operații legate de plasarea acestora pe piață, rambursarea lor, precum și de eventuala schimbare a condițiilor acestora (rata dobânzii sau termenului de rambursare).

Plasarea împrumuturilor de stat se poate realiza în trei **modalități**: *prin subscriere publică; prin intermediul consorțiilor (sindicatelor) bancare; prin vânzarea la bursă.*

Plasarea prin subscripție publică se realizează prin grija Ministerului Finanțelor Publice (sau altă instituție abilitată) și presupune publicitatea scopului și condițiilor lansării împrumutului, precum și organizarea de ghișee la administrațiile financiare, percepții, case de economii, bănci sau direct prin funcționari publici. În practică, se întâlnesc două situații:

a) când nu se limitează quantumul împrumutului contractat, fiecare subscriitor vărsând suma subscrisă;

b) când quantumul împrumutului este limitat, prin două alternative: se stabilesc limite de subscriere pe fiecare ghișeu sau plasator; subscrierea este nelimitată dar, în cazul în care ea depășește nivelul previzionat, vărsarea se face proporțional cu suma subscrisă.

Plasarea prin intermediul consorțiilor (sindicatelor) bancare se realizează și ea în două variante:

a) preluarea în comision a obligațiunilor, situație în care statul intră în posesia sumelor pe măsura plasării și suportă riscul obligațiunilor neplasate și comisionul perceput de bancă pentru serviciul prestat;

b) cumpărarea efectivă de către bănci a titlurilor de împrumut, când riscul plasării revine băncilor care încasează, în schimb, diferența între cursul la care plasează înscrisurile și cursul la care cumpără aceste înscrisuri de la stat.

În situația în care rămân înscrisuri care nu pot fi plasate pe piață, acestea intră în portofoliul băncilor care și-au asumat riscul plasării. Față de varianta subscrierii publice, plasarea împrumuturilor prin consorții bancare este mai costisitoare dar mult mai comodă și mai operativă pentru stat, care intră rapid în posesia sumelor dorite.

Vânzarea la bursă se practică, de obicei, în cazurile unor noi împrumuturi, atunci când statul dorește ca acestea să treacă neobservate. Această tehnică "prin robinet" evită scăderea cursului obligațiunilor care ar micșora randamentul financiar al împrumutului. Asemenea plasamente prezintă avantajul de a fi discrete, comod de realizat și foarte puțin costisitoare.

În România, în raport de autoritatea care le angajează, împrumuturile de stat îmbracă forma: *împrumuturilor interne sau externe contractate/garantate de către autorități ale administrației publice centrale; împrumuturi interne sau externe contractate/garantate de către autorități ale administrației publice locale.*

Împrumuturile angajate direct de către autoritățile administrației publice centrale și locale sunt contractate pe bază de :

a) *Titluri de stat* denuminate în lei și în valută, în formă materializată sau dematerializată, cu dobândă sau cu discount, plasate pe piața internă și/sau externă. Acestea sunt emise de Ministerul Finanțelor Publice și de autoritățile publice locale, fie direct, fie prin intermediul unor agenții sau al unor instituții specializate. Forma pe care o îmbracă titlurile

de stat este cea de certificate de trezorerie, obligațiuni municipale, obligațiuni pentru finanțarea deficitului bugetar, obligațiuni emise în baza unor legi speciale.

b) *Convenții încheiate cu Banca Națională a României, precum și cu alte instituții specializate care dobândesc calitatea de agent al statului.* Astfel, pentru menținerea unui sold corespunzător în contul general al trezoreriei statului, BNR acordă acesteia, pe bază de convenție, împrumuturi cu termen de rambursare de cel mult 180 de zile, cu dobândă la nivelul pieței. Autoritățile administrației publice locale pot contracta, cu aprobarea consiliilor locale, împrumuturi interne în baza acordurilor încheiate cu băncile comerciale sau alte instituții de credit. În plus, ele pot beneficia de împrumuturi fără dobândă din disponibilitățile contului general al Trezoreriei Statului, în limita a 5% din totalul veniturilor estimate a se încasa în anul în care se angajează împrumutul.

c) *Acorduri încheiate cu guvernele altor țări și cu instituțiile financiare internaționale.*

Plasarea titlurilor de stat pe piața internă se realizează pe piața interbancară, prin trezoreriile locale și prin intermediul bursei de valori.

a) *Prin intermediul pieței interbancare* sunt plasate:

- *certificatele de trezorerie denominate în lei*, pe termen scurt, vândute prin metoda licitației și lansate pe piața primară prin BNR care acționează ca agent al statului. Ele pot fi achiziționate de intermediarii autorizați să tranzacționeze titluri de stat pe piața primară;

- *certificate de trezorerie denominate în valută*, pe termen scurt, vândute prin metoda subscripției publice. Titlurile pot fi cumpărate de către intermediarii autorizați pe piața titlurilor de stat, care pot subscrie în nume și în cont propriu sau în contul clienților, persoane fizice sau juridice rezidente și nerezidente, prin Banca Națională a României;

- *obligațiuni de stat emise pe termen mediu și lung pentru finanțarea deficitului bugetar sau în baza unor legi speciale.* Ele pot fi denominate în lei, vândute prin licitație și lansate pe piața primară prin BNR sau pot fi denominate în valută și vândute prin subscripție publică prin BNR, care acționează ca agent al statului.

b) *Prin trezoreriile locale* sunt plasate certificatele de trezorerie denominate în lei, adresate persoanelor fizice, pe termen scurt, și care sunt vândute prin metoda subscripției publice.

c) *Prin Bursa de Valori* sunt vândute intermediarilor pieței bursiere obligațiunile municipale emise, pe termen mediu, de autoritățile administrației publice locale în vederea finanțării unor proiecte de investiții.

Împrumuturile garantate de stat sunt contractate de societăți comerciale, regii autonome, companii naționale, unități administrativ-teritoriale și instituții publice pentru finanțarea unor proiecte de investiții, pe baza *scrisorilor de garanție emise de Ministerul Finanțelor Publice*, în numele și în contul statului, sau de către autoritățile publice locale.

Condițiile în care se contractează împrumuturile de stat nu rămân vreme îndelungată neschimbate. În funcție de raportul cerere - ofertă pe piața capitalului de împrumut, statul poate opera modificări asupra nivelului dobânzii la împrumuturile de stat prin operațiuni cum sunt *conversiunea* sau *arozarea*. Alteori, în raport de problemele financiare cu care se confruntă, procedează la modificarea termenului de rambursare a datoriei publice, prin operațiunea de *consolidare* a datoriei sale ajunse la scadență.

Conversiunea este operațiunea de preschimbare a înscrisurilor unui împrumut vechi cu cele ale unui nou împrumut, emis cu o dobândă mai mică, statul dorind să câștige în cazul unor situații economice favorabile. Prin conversiune, statul obține un avantaj material, dar suferă un prejudiciu moral, pierzând credibilitatea în fața subscriitorilor.

Arozarea este operațiunea (inversă conversiunii) de majorare a ratei dobânzii la împrumuturile de stat, în situația scăderii cursului înscrisurilor acestuia, pentru a conserva

interesul subscriitorilor față de împrumuturile de stat, dacă statul are intenția de a contracta noi împrumuturi în perioadele viitoare.

Consolidarea este operațiunea de preschimbare a înscrisurilor unor împrumuturi exigibile imediat sau pe termen scurt (bonuri de tezaur etc.) cu înscrisuri ale unor împrumuturi pe termen mediu și lung (obligațiuni, titluri de rentă) sau fără termen (titluri de rentă perpetuă). Ea oferă statului un avantaj imediat, ajutându-l să depășească impasul în care se află prin anularea de datorii mari ce trebuie rambursate la scadențe apropiate, dar, pe termen lung, conduce la o sporire a cheltuielilor cu datoria publică, datorită faptului că pentru a compensa riscul de depreciere monetară la care sunt expuși creditorii săi, statul trebuie să ofere o creștere a ratei dobânzii.

Uneori, pentru a ascunde opiniei publice dificultățile financiare prin care trece, statul efectuează o *consolidare deghizată*, prin rambursarea unui împrumut vechi, ajuns la scadență, din mijloacele bănești obținute prin contractarea unui împrumut nou de o valoare relativ egală cu vechiul împrumut.

Amortizarea (rambursarea) împrumuturilor de stat este operațiunea de răscumpărare a titlurilor de credit de la deținătorii lor prin restituirea sumelor împrumutate. Ea poate avea caracter *obligatoriu* sau *facultativ*. În mod expres, statul își asumă obligația de a restitui numai împrumuturile cu termen dar, el poate să ramburseze și împrumuturile perpetue, fără, însă, a fi obligat să o facă.

Amortizarea obligatorie se poate realiza utilizând mai multe variante și anume: *rambursarea la dată unică*, *rambursarea anticipată* și *rambursarea eșalonată*.

Rambursarea la dată unică implică efectuarea unor plăți masive la termenul stabilit, ceea ce ridică probleme de natură financiară (asigurarea resurselor necesare), monetară (punerea masivă de bani în circulație) și organizatorică (efectuarea de plăți către un număr mare de creditor). Pentru evitarea acestor neajunsuri statul poate recurge la **rambursarea anticipată**, fie prin răscumpărarea la bursă a titlurilor ce se apropie de scadență, fie prin stabilirea unei perioade în care să aibă loc răscumpărarea.

Rambursarea eșalonată se poate realiza, la rândul său, prin trei modalități: pe calea anuităților; prin tragere la sorți; prin răscumpărare la bursă.

Amortizarea facultativă apare în cazul împrumuturilor perpetue când statul poate recurge (fără a fi obligat), fie la rambursarea directă, fie la răscumpărarea titlurilor prin intermediul bursei.

Rambursarea împrumuturilor publice se poate realiza din următoarele *surse*: **fondul special de amortizare**, constituit pe seama anumitor venituri publice date în administrarea unei instituții specializate denumită casă de amortizare; **resurse bugetare**, caz în care cheltuielile legate de datoria publică se înscriu în bugetul de stat și se acoperă din veniturile bugetare ordinare; **excedentele bugetare**, atunci când acestea există, și la care se recurge pentru rambursarea împrumuturilor fără termen, dacă operația respectivă prezintă interes financiar pentru stat.

Împrumuturile contractate de stat se pot amortiza nu numai prin rambursarea acestora dar și pe *alte căi*: bancruta statului, moratoriul, repudierea, inflația.

Bancruta statului sau insolvabilitatea acestuia manifestată prin încetarea plăților sale, inclusiv a celor în contul datoriei publice, din cauze politice sau economice (ex. războaie din care a ieșit învins din punct de vedere militar și ruinat din punct de vedere economic). Plățile pentru reparațiile de război și pentru refacerea propriei economii, nu îi mai permit achitarea obligațiilor față de creditor. Aceștia se mulțumesc cu promisiunea ca statul învins să le achite, într-o perioadă dată, o anumită parte din datoria restantă cu titlul de *arierate financiare*.

Moratoriul reprezintă amânarea legală a plăților în contul împrumuturilor contractate datorită unor situații excepționale (crize economice, conjunctură internațională nefavorabilă,

etc.) ce conduc la deficite masive ale balanței de plăți, scăderea rezervelor de aur și devize, reducerea drastică a veniturilor din export. Moratoriul este însoțit, întotdeauna, de un acord de consolidare a datoriei externe, respectiv de reeșalonare a plăților pentru serviciul datoriei externe.

Repudierea reprezintă refuzul expres și explicit al unui stat de a-și onora obligațiile asumate prin contractul de împrumut. Statul este solvabil dar, din motive politice, refuză să plătească, iar creditorii săi nu îl pot constrânge să o facă.

Inflația este modalitatea de stingere a împrumuturilor contractate într-o monedă supusă deprecierei și care sunt neprotejate prin indexare sau alte clauze. Statul își achită obligația de rambursare a împrumutului la valoarea sa nominală, însă, datorită deprecierei monetare, valoarea reală a împrumutului rambursat este mai mică decât cea din momentul lansării împrumutului. Diferența respectivă rămâne, de fapt, nerestituită chiar dacă obligația de rambursare s-a stins.

Acoperirea nevoilor generale ale societății presupune finanțarea cheltuielilor publice care se realizează pe seama prelevărilor de la contribuabili sub forma impozitelor, taxelor, contribuțiilor (care se regăsesc în diverse verigi ale bugetului general consolidat), pe seama fondurilor externe nerambursabile, dar și pe seama împrumuturilor interne și externe, contractate direct sau indirect de autoritățile administrației publice centrale sau locale. Într-o accepțiune generală, acestea din urmă generează ceea ce numim **datorie publică**.

Trebuie precizat faptul că *datoria totală* a unei țări înglobează două componente și anume datoria privată și datoria publică.

Datoria privată este datoria contractată pe piața internă sau externă de debitori privați (alții decât cei de drept public) și negarantată de stat sau altă autoritate publică.

Datoria publică, conform doctrinei financiare, reprezintă totalitatea obligațiilor bănești ale statului, rezultate din împrumuturile angajate direct de pe piața internă de capital și din străinătate, precum și din garantarea expresă a unor împrumuturi interne și externe rambursabile, angajate de către terți³⁵.

Pentru înțelegerea conținutului acestei categorii economice complexe, datoria publică poate fi analizată din diferite unghiuri de vedere: nivelul la care se angajează; piața pe care se contractează; obligațiile asumate; calitatea creditorilor; gradul de exigibilitate etc. Fiecare criteriu de analiză pune în evidență noi forme de manifestare a datoriei publice.

1. Astfel, în raport de **nivelul la care se angajează**, datoria publică îmbracă două forme: datoria publică guvernamentală și datoria publică locală.

Datoria publică guvernamentală, așa cum este definită în legislația noastră³⁶, reprezintă totalitatea obligațiilor pecuniare la un moment dat, rezultate din împrumuturi în lei și în valută, pe termen scurt, mediu și lung, contractate de stat în nume propriu sau garantate de acesta, precum și obligațiile statului către trezoreria proprie, rezultate din utilizarea unor resurse din contul acesteia pentru acoperirea deficitului bugetului de stat.

Datoria publică locală, conform legislației naționale³⁷ evidențiază totalitatea obligațiilor de plată, la un moment dat, ale autorităților administrației publice locale, rezultate din acorduri și contracte de împrumut interne și externe, prin care se stipulează termenii și condițiile împrumutului dintre beneficiar și creditor.

2. În raport de **pieța pe care se contractează**, datoria publică poate fi datorie publică internă și datorie publică externă.

³⁵ Talpoș I., *Creditul public*, Editura Sedona, Timișoara, 1999, pag.75.

³⁶ Legea datoriei publice nr. 313 din 2004, M. Of. nr.172/2004.

³⁷ Legea privind finanțele publice locale nr.273/2006, M.Of. nr.618/18 iulie 2006.

Datoria publică internă (guvernamentală și locală) reprezintă totalitatea obligațiilor, în lei și în valută, provenind din împrumuturi contractate/garantate de autoritățile centrale sau locale pe piața internă (de la persoane fizice sau juridice rezidente în țara debitoare).

Datoria publică externă (guvernamentală și locală) reprezintă totalitatea obligațiilor financiare provenind din împrumuturi contractate/garantate de autoritățile centrale sau locale pe piața externă (de la persoane fizice sau juridice nerezidente în țara debitoare).

În țările dezvoltate preponderentă este datoria internă întrucât ele dispun de o largă piață internă a capitalului de împrumut, în timp ce în țările în curs de dezvoltare, ponderea o deține datoria externă, ea constituind practic o modalitate de completare a resurselor financiar-valutare de care acestea au nevoie. Cu cât ponderea datoriei externe este mai mare, cu atât dependența economică și financiară a țării respective este mai ridicată.

3. Din perspectiva **obligațiilor asumate**, se poate vorbi de datorie publică directă (efectivă) și de datorie publică garantată.

Datoria publică directă (efectivă) evidențiază totalitatea obligațiilor contractate direct de autoritățile administrației centrale și/sau locale pe piețele interne și externe de capital.

Datoria publică garantată reprezintă totalitatea obligațiilor financiare garantate de către autoritățile centrale sau locale, pentru împrumuturi ai căror beneficiari sunt autorități centrale, locale, instituții publice sau alte autorități de drept public sau privat.

4. În funcție de **calitatea creditorilor** în unele țări se face distincție între datoria publică brută și datoria publică netă.

Datoria publică brută cuprinde valoarea totală a efectelor publice, indiferent de deținătorii acestora.

Datoria publică netă reprezintă numai valoarea efectelor publice deținute de persoanele fizice sau juridice, altele decât cele de drept public. Diferența o reprezintă efectele publice în care au fost plasate diferite fonduri aparținând statului sau împrumuturi angajate de la instituțiile de stat (Trezoreria publică, Banca Națională, bugetul de stat pentru bugetele locale etc.).

5. În raport de **gradul de exigibilitate** întâlnim datorie publică flotantă și datorie publică consolidată.

Datoria publică flotantă este reprezentată de sumele exigibile pe termen scurt (de până la un an).

Datoria publică consolidată este datoria publică exigibilă pe termen mediu (2-5 ani) sau pe termen lung (peste cinci ani). Cu cât ponderea datoriei flotante în totalul datoriei publice este mai mare, cu atât nevoia de resurse financiare este mai presantă, iar procurarea acestora este mai dificilă.

În accepțiunea **Băncii Mondiale** datoria publică este structurată în datorie publică și datorie garantată de stat, cele două elemente fiind definite astfel:

- *datoria publică* reprezintă suma obligațiilor interne și externe ale debitorului public care cuprinde guvernul central și organismele sale (statele, provinciile și subdiviziunile politice similare), precum și organismele publice autonome (ex. întreprinderile publice sau mixte în care statul este acționar majoritar);

- *datoria garantată de stat* reprezintă suma tuturor obligațiilor interne și externe ale sectorului privat, a căror rambursare este garantată de un organism public.

Fondul Monetar Internațional delimitează datoria internă și externă în funcție de rezidența creditorului, astfel:

- *datoria externă* reprezintă datoria libelată atât în devize, cât și în moneda țării debitoare deținută de nerezidenți;

- *datoria internă* este datoria libelată în devize, cât și în moneda țării debitoare deținută de rezidenți.

Pentru a aprecia gradul de îndatorare și efortul valutar pe care țara trebuie să îl facă pentru a onora obligațiile legate de datoria publică, s-au elaborat un set de indicatori prin intermediul cărora se caracterizează nivelul, structura și dinamica datoriei publice precum și indicatorii de adecvare a rezervelor.

Principali *indicatori privind nivelul datoriei publice* sunt: volumul datoriei publice (totale/interne/externe) care exprimă totalitatea obligațiilor angajate și nerambursate la un moment dat; serviciul datoriei publice (totale/interne/externe) respectiv cheltuielile anuale reprezentând plăți exigibile în contul datoriei publice (rate de capital, dobânzi și alte costuri aferente).

Acești doi indicatori au o semnificație mai redusă întrucât sunt *indicatori absoluți* care nu fac legătura cu potențialul financiar valutar al țării debitoare. Analiza devine mai relevantă prin calculul unor *indicatori relativi*, care raportează datoria publică la alți indicatori macroeconomici: ponderea datoriei publice (totale/interne/externe) în PIB; ponderea datoriei externe în exportul de bunuri și servicii, indicator extrem de expresiv în ceea ce privește capacitatea economiei de a obține valută și de a asigura rambursarea datoriei externe; ponderea serviciului datoriei publice în PIB; ponderea dobânzilor și a altor costuri aferente datoriei publice în PIB; dobânda medie, care indică rata medie a dobânzii aferentă împrumuturilor interne și externe contractate de stat; mărimea medie a datoriei (totale/interne/externe) pe locuitor, indicator ce corelează îndatorarea cu potențialul uman al națiunii.

Indicatorii privind structura datoriei publice sunt: ponderea datoriei publice interne în datoria publică totală; ponderea datoriei externe în datoria publică totală.

Structura datoriei publice interne poate fi analizată în raport de: instrumentele prin care se contractează (certIFICATE de trezorerie, obligațiuni de stat, alte titluri de stat); scadență (termen scurt, mediu sau lung); deținători sau creditori (sector bancar, sector nonbancar, alți deținători).

Structura datoriei externe poate fi analizată din punct de vedere al: surselor de finanțare (multilaterale, bilaterale, bănci private, obligațiuni și trate, alte surse); scadenței (între 1 și 5 ani, între 5 și 10 ani, peste 10 ani); valutei în care este contractată (EURO, USD, YEN etc.).

Indicatorii privind dinamica datoriei publice exprimă modificarea absolută sau relativă a datoriei publice (totale/interne/externe) de la o perioadă la alta.

Legat de datoria externă se pot calcula și *indicatorii de adecvare a rezervelor* și anume:

- Rezerve/Datoria externă pe termen scurt, care relevă suficiența(sau insuficiența) rezervelor valutare care să asigure rambursarea datoriei exigibile pe termen scurt în condițiile accesului limitat pe piața de capital;

- Rezerve/Importuri, indicator care măsoară eficiența nivelului rezervelor în raport cu gradul de deschidere a economiei, exprimat prin volumul importurilor;

- Rezerve/Masă monetară în sens larg, care reflectă impactul posibil al pierderii încrederii în moneda națională, care ar determina migrarea capitalurilor rezidente.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. Drăcea Marcel, Mitu Narcis – *Buget și Trezorerie publică*, Editura Universitaria, Craiova, Editura Presa Universitară Clujeană, 2012;
2. Moșteanu Tatiana și colaboratorii - *Buget și Trezorerie publică*, Editura Universitară, București, 2008.

Partea A II-A. FISCALITATE

Capitolul 3. Creanțe fiscale

3.1. Obligația și creanța fiscală

Creanțele fiscale reprezintă drepturi patrimoniale care rezultă din raporturile de drept material fiscal.

Conținutul creanțelor fiscale constă în drepturi determinate constând în:

a) dreptul la perceperea impozitelor, taxelor, contribuțiilor și a altor sume care constituie venituri ale bugetului general consolidat, dreptul la rambursarea taxei pe valoarea adăugată, dreptul la restituirea impozitelor, taxelor, contribuțiilor și a altor sume care constituie venituri ale bugetului general consolidat, denumite creanțe fiscale principale;

b) dreptul la perceperea majorărilor de întârziere, denumite creanțe fiscale accesorii.

Prin **obligații fiscale** se înțelege:

a) obligația de a declara bunurile și veniturile impozabile sau, după caz, impozitele, taxele, contribuțiile și alte sume datorate bugetului general consolidat;

b) obligația de a calcula și de a înregistra în evidențele contabile și fiscale impozitele, taxele, contribuțiile și alte sume datorate bugetului general consolidat;

c) obligația de a plăti la termenele legale impozitele, taxele, contribuțiile și alte sume datorate bugetului general consolidat;

d) obligația de a plăti majorări de întârziere, aferente impozitelor, taxelor, contribuțiilor și altor sume datorate bugetului general consolidat, denumite obligații de plată accesorii;

e) obligația de a calcula, de a reține și de a înregistra în evidențele contabile și de plată, la termenele legale, impozitele și contribuțiile care se realizează prin stopaj la sursă;

f) orice alte obligații care revin contribuabililor, persoane fizice sau juridice, în aplicarea legilor fiscale.

Nașterea creanțelor și obligațiilor fiscale. Dreptul de creanță fiscală și obligația fiscală corelativă se nasc în momentul în care, potrivit legii, se constituie baza de impunere care le generează. Astfel se naște dreptul organului fiscal de a stabili și a determina obligația fiscală datorată.

În raporturile de drept material fiscal, **creditorii** sunt persoanele titulare ale unor drepturi de creanță fiscală, iar **debitorii** sunt acele persoane care, potrivit legii, au obligația corelativă de plată a acestor drepturi.

În situația în care obligația de plată nu a fost îndeplinită de debitor, debitori devin, în condițiile legii, următorii:

a) moștenitorul care a acceptat succesiunea contribuabilului debitor;

b) cel care preia, în totalitate sau în parte, drepturile și obligațiile debitorului supus divizării, fuziunii ori reorganizării judiciare;

c) persoana căreia i s-a stabilit răspunderea în conformitate cu prevederile legale referitoare la faliment;

d) persoana care își asumă obligația de plată a debitorului, printr-un angajament de plată sau printr-un alt act încheiat în formă autentică, cu asigurarea unei garanții reale la nivelul obligației de plată;

e) persoana juridică, pentru obligațiile fiscale datorate de sediile secundare ale acesteia;

Plătitor al obligației fiscale este debitorul sau persoana care, în numele debitorului, conform legii, are obligația de a plăti sau de a reține și de a plăti, după caz, impozite, taxe, contribuții, amenzi și alte sume datorate bugetului general consolidat.

Pentru persoanele juridice cu sediul în România, care au sedii secundare, plătitor de obligații fiscale este persoana juridică, cu excepția impozitului pe venitul din salarii, pentru care plata impozitului se face, potrivit legii, de către sediile secundare ale persoanei juridice.

Colectarea creanțelor fiscale constă în exercitarea acțiunilor care au ca scop stingerea creanțelor fiscale. Colectarea creanțelor fiscale se face în temeiul unui titlu de creanță sau al unui titlu executoriu, după caz.

Titlul de creanță este actul prin care se stabilește și se individualizează obligația de plată privind creanțele fiscale, întocmit de organele fiscale competente.

Asemenea titluri pot fi:

- a) decizia de impunere emisă de organele fiscale;
- b) declarația fiscală, angajamentul de plată sau documentul întocmit de plătitor prin care acesta declară obligațiile fiscale, în cazul în care acestea se stabilesc de către plătitor, potrivit legii;
- c) decizia prin care se stabilește și se individualizează suma de plată, pentru creanțele fiscale accesorii, reprezentând majorări de întârziere, stabilite de organele fiscale;
- d) declarația vamală pentru obligațiile de plată în vamă;
- e) documentul prin care se stabilește și se individualizează datoria vamală, inclusiv accesoriile;
- f) procesul-verbal de constatare și sancționare a contravenției, întocmit de organul prevăzut de lege, pentru obligațiile privind plata amenzilor contravenționale;
- g) ordonanța procurorului, încheierea sau dispozitivul hotărârii instanței judecătorești ori un extras certificat întocmit în baza acestor acte în cazul amenzilor, al cheltuielilor judiciare și al altor creanțe fiscale stabilite, potrivit legii, de procuror sau de instanța judecătorească.

3. 2. Modalități de stingere a creanțelor fiscale

Creanțele fiscale se sting prin plată, compensare, executare silită, insolvabilitate, anulare și prin alte modalități prevăzute de lege.

3.2.1. Plata

Plățile către organele fiscale se efectuează prin intermediul băncilor, trezoreriilor și al altor instituții autorizate să deruleze operațiuni de plată.

Debitorii sunt obligați să efectueze plata impozitelor, taxelor, contribuțiilor și a altor sume datorate bugetului general consolidat, prevăzute prin ordin al președintelui Agenției Naționale de Administrare Fiscală, într-un **cont unic**, prin utilizarea unui ordin de plată pentru Trezoreria Statului pentru obligațiile datorate bugetului de stat și a unui ordin de plată pentru Trezoreria Statului pentru celelalte obligații de plată.

Distribuirea sumelor din contul unic se face de organul fiscal competent, distinct pe fiecare buget sau fond, după caz, proporțional cu obligațiile datorate.

În cazul în care suma plătită nu acoperă obligațiile fiscale datorate, distribuirea, în cadrul fiecărui buget sau fond, pe tip de impozit, contribuție sau altă sumă reprezentând creanță fiscală se face mai întâi pentru impozitele și contribuțiile cu reținere la sursă și apoi pentru celelalte obligații fiscale, proporțional cu obligațiile datorate.

În cazul stingerii prin plată a obligațiilor fiscale, **momentul plății** este:

- a) în cazul plăților în numerar, data înscrisă în documentul de plată eliberat de organele sau persoanele abilitate de organul fiscal;
- b) în cazul plăților efectuate prin mandat poștal, data poștei, înscrisă pe mandatul poștal;
- c) în cazul plăților efectuate prin decontare bancară, data la care băncile debitează contul plătitorului pe baza instrumentelor de decontare specifice, confirmate prin ștampila și semnătura autorizată a acestora;
- d) pentru obligațiile fiscale care se sting prin anulare de timbre fiscale mobile, data înregistrării la organul competent a documentului sau a actului pentru care s-au depus și anulat timbrele fiscale;
- e) în cazul plăților efectuate prin intermediul cardurilor bancare, data la care a fost efectuată tranzacția, astfel cum este confirmată prin procedura de autorizare a acesteia; procedura și categoriile de impozite, taxe, contribuții și alte venituri ale bugetului general consolidat care pot fi plătite prin intermediul cardurilor bancare se aprobă prin ordin al președintelui Agenției Naționale de Administrare Fiscală;

Pentru plata cu întârziere a obligațiilor fiscale se datorează **dobânzi de întârziere**, calculate pe zi de întârziere, începând cu ziua imediat următoare termenului de scadență și până la data stingerii sumei datorate inclusiv.

Începând cu data de 01.10.2010, dobânzile de întârziere sunt de 0,04% pe zi.

Penalități de întârziere

Plata cu întârziere a obligațiilor fiscale se sancționează cu o penalitate de întârziere datorată pentru neachitarea la scadență a obligațiilor fiscale principale.

Nivelul penalității de întârziere se stabilește astfel:

- a) dacă stingerea se realizează în primele 30 de zile de la scadență, nu se datorează și nu se calculează penalități de întârziere pentru obligațiile fiscale principale stinse;
- b) dacă stingerea se realizează în următoarele 60 de zile, nivelul penalității de întârziere este de 5% din obligațiile fiscale principale stinse;
- c) după împlinirea termenului prevăzut la lit. b), nivelul penalității de întârziere este de 15% din obligațiile fiscale principale rămase nestinse.

- în perioada 01.07.2013 – prezent: 0,02% pentru fiecare zi de întârziere, începând cu ziua imediat următoare termenului de scadență și până la data stingerii sumei datorate.

Notă: Pentru obligațiile de plată cu scadența până la data de 01.07.2013 care se sting după această dată se aplică nivelul de penalitate de întârziere potrivit legislației în vigoare la data de 01.07.2013.

3.2.2. Compensarea

Prin compensare se sting creanțele statului sau unităților administrativ-teritoriale ori subdiviziunilor acestora reprezentând impozite, taxe, contribuții și alte sume datorate bugetului general consolidat cu creanțele debitorului reprezentând sume de rambursat, de restituit sau de plată de la buget, până la concurența celei mai mici sume, când ambele părți dobândesc reciproc atât calitatea de creditor, cât și pe cea de debitor, cu condiția ca respectivele creanțe să fie administrate de aceeași autoritate publică.

Creanțele fiscale ale debitorului se compensează cu obligații datorate aceluiași buget, urmând ca din diferența rămasă să fie compensate obligațiile datorate altor bugete, în mod proporțional.

Compensarea operează de drept la data la care creanțele există deodată, fiind deopotrivă certe, lichide și exigibile.

Compensarea se constată de către organul fiscal competent, la cererea debitorului sau din oficiu.

Organul fiscal competent comunică debitorului decizia cu privire la efectuarea compensării, în termen de 7 zile de la data efectuării operațiunii.

3.2.3. Executarea silită

În cazul în care debitorul nu-și plătește de bunăvoie obligațiile fiscale datorate, organele fiscale competente, pentru stingerea acestora, procedează la acțiuni de executare silită.

Executarea silită a creanțelor fiscale se efectuează în temeiul unui titlu executoriu emis de către organul de executare competent în a cărui rază teritorială își are domiciliul fiscal debitorul sau al unui înscris care, potrivit legii, constituie titlu executoriu.

În **titlul executoriu** emis de organul de executare se înscriu toate creanțele fiscale neachitate la scadență, reprezentând impozite, taxe, contribuții și alte venituri ale bugetului general consolidat, precum și accesoriile aferente acestora, stabilite în condițiile legii.

Titlul de creanță devine titlu executoriu la data la care creanța fiscală este scadentă prin expirarea termenului de plată prevăzut de lege sau stabilit de organul fiscal.

Executarea silită începe numai după ce organul fiscal a transmis debitorului **înștiințarea de plată** prin care i se comunică acestuia suma datorată, iar după înștiințare au trecut 15 zile de la comunicare. În acest sens, înștiințarea de plată apare ca un act premergător executării silită.

Executarea silită începe prin comunicarea somației. Dacă în termen de 15 zile de la comunicarea somației nu se stinge debitul, se continuă măsurile de executare silită. Somația este însoțită de un exemplar al titlului executoriu.

Înainte de valorificării bunurilor, acestea trebuie *evaluate*. În acest scop, organul de executare apelează la organe și persoane de specialitate, care sunt obligate să își îndeplinească atribuțiile ce le revin în acest sens. Organul de executare actualizează prețul de evaluare ținând cont de rata inflației.

Executarea silită se poate *suspenda, întrerupe sau poate înceta*.

Cazurile când *se suspendă* executarea silită:

- a) când suspendarea a fost dispusă de instanță sau de creditor;
- b) la data comunicării aprobării înlesnirii la plată;
- c) în cazul instituirii administratorului sechestrului;

Executarea silită **se întrerupe** la data declarării stării de insolvabilitate a debitorului.

Executarea silită **încetează** dacă:

a) s-au stins integral obligațiile fiscale prevăzute în titlul executoriu, inclusiv obligațiile de plată accesorii, cheltuielile de executare și orice alte sume stabilite în sarcina debitorului;

b) a fost desființat titlul executoriu;

Măsurile de executare silită se ridică prin decizie întocmită în cel mult două zile de la data la care a încetat executarea silită, de către organul de executare.

În măsura în care creanțele fiscale înscrise în titluri executorii se sting prin plată, prin poprire sau prin alte modalități prevăzute în lege, sechestrurile aplicate pe acele titluri asupra bunurilor, cu valoare mai mică sau egală cu suma creanțelor fiscale astfel stinse, se ridică, prin decizie întocmită de organul de executare, în cel mult două zile de la data stingerii.

Legea prevede ca, în cazul în care popririle înființate de organul de executare generează imposibilitatea debitorului de a-și continua activitatea economică, cu consecințe sociale deosebite, creditorul fiscal poate dispune, la cererea debitorului și ținând seama de motivele invocate de acesta, fie suspendarea temporară totală, fie suspendarea temporară parțială a executării silită prin poprirea conturilor bancare.

În cazul în care creanța fiscală nu este stinsă în termen de 15 zile de la data încheierii procesului-verbal de sechestru, se procedează, fără efectuarea altei formalități, la valorificarea bunurilor sechestrate, cu excepția situațiilor în care, potrivit legii, s-a dispus desființarea sechestrului, suspendarea sau amânarea executării silite.

Pentru a realiza executarea silită cu rezultate cât mai avantajoase, ținând seama atât de interesul legitim și imediat al creditorului, cât și de drepturile și obligațiile debitorului urmărit, organul de executare procedează la valorificarea bunurilor sechestrate în una dintre modalitățile prevăzute de dispozițiile legale în vigoare și care, față de datele concrete ale cauzei, se dovedește a fi mai eficientă.

Astfel, organul de executare competent poate proceda la valorificarea bunurilor sechestrate prin:

- a) înțelegerea părților;
- b) vânzare în regim de consignație a bunurilor mobile;
- c) vânzare directă;
- d) vânzare la licitație;
- e) alte modalități admise de lege, inclusiv valorificarea bunurilor prin case de licitații, agenții imobiliare sau societăți de brokeraj.

În cazul în care au fost sechestrate bunuri perisabile sau supuse degradării, acestea trebuie vândute în regim de urgență.

Conform legii, vânzarea bunurilor sechestrate se face numai către persoane fizice sau juridice care nu au obligații fiscale restante.

3.2.4. Restituiri de sume

Se restituie, la cerere, debitorului următoarele sume:

- a) cele plătite fără existența unui titlu de creanță;
- b) cele plătite în plus față de obligația fiscală;
- c) cele plătite ca urmare a unei erori de calcul;
- d) cele plătite ca urmare a aplicării eronate a prevederilor legale;
- e) cele de rambursat de la bugetul de stat;
- f) cele stabilite prin hotărâri ale organelor judiciare sau ale altor organe competente;
- g) cele rămase după efectuarea distribuirii sumelor rezultate din executarea silită;
- h) cele rezultate din valorificarea bunurilor sechestrate sau din reținerile prin poprire, după caz, în temeiul hotărârii judecătorești prin care se dispune desființarea executării silite.

Sumele de restituit reprezentând diferențe de impozite rezultate din regularizarea anuală a impozitului pe venit datorat de persoanele fizice se restituie din oficiu de organele fiscale competente, în termen de cel mult 60 de zile de la data comunicării deciziei de impunere.

În cazul restituirii sumelor în valută confiscate, aceasta se realizează conform legii, în lei la cursul de referință al pieței valutare pentru euro, comunicat de Banca Națională a României, de la data rămânerii definitive și irevocabile a hotărârii judecătorești prin care se dispune restituirea.

Regula este ca dacă debitorul înregistrează obligații fiscale restante, restituirea de sume se realizează numai după efectuarea compensării.

În cazul în care suma de rambursat sau de restituit este mai mică decât obligațiile fiscale restante ale debitorului, se efectuează compensarea până la concurența sumei de rambursat sau de restituit.

În situația în care suma de rambursat sau de restituit este mai mare decât suma reprezentând obligații fiscale restante ale debitorului, se efectuează compensarea până la concurența obligațiilor fiscale restante, diferența rezultată restituindu-se debitorului.

3.2.5. Prescripția

Dreptul de a cere executarea silită a creanțelor fiscale se prescrie în termen de 5 ani de la data de 1 ianuarie a anului următor celui în care a luat naștere acest drept.

Termenul de prescripție **se suspendă**:

- a) în cazurile și în condițiile stabilite de lege pentru suspendarea termenului de prescripție a dreptului la acțiune;
- b) în cazurile și în condițiile în care suspendarea executării este prevăzută de lege ori a fost dispusă de instanța judecătorească sau de alt organ competent;
- c) pe perioada valabilității unei înlesniri acordate potrivit legii;
- d) cât timp debitorul își sustrage veniturile și bunurile de la executarea silită;

Termenul de prescripție **se întrerupe**:

- a) în cazurile și în condițiile stabilite de lege pentru întreruperea termenului de prescripție a dreptului la acțiune;
- b) pe data îndeplinirii de către debitor, înainte de începerea executării silită sau în cursul acesteia, a unui act voluntar de plată a obligației prevăzute în titlul executoriu ori a recunoașterii în orice alt mod a datoriei;
- c) pe data îndeplinirii, în cursul executării silită, a unui act de executare silită;
- d) pe data întocmirii actului de constatare a insolvabilității contribuabilului;

Dacă organul de executare constată împlinirea termenului de prescripție a dreptului de a cere executarea silită a creanțelor fiscale, acesta are obligația să procedeze la încetarea măsurilor de realizare și la scăderea acestora din evidența analitică pe plătitori.

Sumele achitate de debitor în contul unor creanțe fiscale, după împlinirea termenului de prescripție, **nu se restituie**.

3.2.6. Insolvabilitatea

Creanțele fiscale urmărite de organele de executare pot fi scăzute din evidența acestora în cazul în care debitorul respectiv se găsește în stare de insolvabilitate.

Procedura de insolvabilitate este aplicabilă în următoarele situații:

- a) când debitorul nu are venituri sau bunuri urmăribile;
- b) când după încetarea executării silită pornite împotriva debitorului rămân debite neachitate;
- c) când debitorul a dispărut sau a decedat fără să lase avere;
- d) când debitorul nu este găsit la ultimul domiciliu fiscal cunoscut și la acestea ori în alte locuri, unde există indicii că a avut avere, nu se găsesc venituri sau bunuri urmăribile;
- e) când, potrivit legii, debitorul persoană juridică își încetează existența și au rămas neachitate obligații fiscale.

Pentru creanțele fiscale ale debitorilor declarați în stare de insolvabilitate, conducătorul organului de executare dispune scoaterea creanței din evidența curentă și trecerea ei într-o **evidență separată**.

Dacă ulterior se constată că debitorii au dobândit venituri sau bunuri urmăribile după declararea stării de insolvabilitate, organele de executare au obligația de a lua măsurile necesare de redebitare a sumelor și de executare silită.

3.2.7. Anularea

În situațiile în care cheltuielile de executare, exclusiv cele privind comunicarea prin poștă, sunt mai mari decât creanțele fiscale supuse executării silită, conducătorul organului de executare poate aproba anularea debitelor respective. Cheltuielile generate de comunicarea somației prin poștă sunt suportate de organul fiscal.

Creanțele fiscale restante aflate în sold la data de 31 decembrie a anului, mai mici de 10 lei (RON), se anulează. Legea prevede că anual, prin hotărâre a Guvernului se stabilește plafonul creanțelor fiscale care pot fi anulate.

În cazul creanțelor fiscale datorate bugetelor locale, suma prevăzută reprezintă limita maximă până la care, prin hotărâre, autoritățile deliberative pot stabili plafonul creanțelor fiscale care pot fi anulate.

3.3. *Inspekția fiscală*

Inspekția fiscală are ca **obiect** verificarea legalității și conformității declarațiilor fiscale, corectitudinii și exactității îndeplinirii obligațiilor de către contribuabili, respectării prevederilor legislației fiscale și contabile, verificarea sau stabilirea, după caz, a bazelor de impunere, stabilirea diferențelor obligațiilor de plată și a accesoriilor aferente acestora.

Conform legii, inspekția fiscală are următoarele **atribuții**:

- constatarea și investigarea fiscală a tuturor actelor și faptelor rezultând din activitatea contribuabilului supus inspekției sau altor persoane privind legalitatea și conformitatea declarațiilor fiscale, corectitudinea și exactitatea îndeplinirii obligațiilor fiscale, în vederea descoperirii de elemente noi relevante pentru aplicarea legii fiscale;
- analiza și evaluarea informațiilor fiscale, în vederea confruntării declarațiilor fiscale cu informațiile proprii sau din alte surse;
- sancționarea faptelor constatate și dispunerea de măsuri pentru prevenirea și combaterea abaterilor de la prevederile legislației fiscale.

Persoanele supuse inspekției fiscale

Inspekția fiscală se exercită asupra tuturor persoanelor, indiferent de forma lor de organizare, care au obligații de stabilire, reținere și plată a impozitelor, taxelor, contribuțiilor și a altor sume datorate bugetului general consolidat, prevăzute de lege.

Formele și întinderea inspekției fiscale

Formele de inspekție fiscală sunt:

a) inspekția fiscală generală, care reprezintă activitatea de verificare a tuturor obligațiilor fiscale ale unui contribuabil, pentru o perioadă de timp determinată;

b) inspekția fiscală parțială, care reprezintă activitatea de verificare a uneia sau mai multor obligații fiscale, pentru o perioadă de timp determinată.

Inspekția fiscală se poate extinde asupra tuturor raporturilor relevante pentru impozitare, dacă acestea prezintă interes pentru aplicarea legii fiscale.

Proceduri de control fiscal

În realizarea atribuțiilor, inspekția fiscală poate aplica următoarele **proceduri de control**:

- **controlul inopinat**, care constă în activitatea de verificare faptică și documentară, în principal, ca urmare a unei sesizări cu privire la existența unor fapte de încălcare a legislației fiscale, fără anunțarea în prealabil a contribuabilului;
- **controlul încrucișat**, care constă în verificarea documentelor și operațiunilor impozabile ale contribuabilului în corelație cu cele deținute de alte persoane; controlul încrucișat poate fi și inopinat.

Legea prevede ca în cazul controlului inopinat sau încrucișat activitatea de control se încheie cu întocmirea unui proces-verbal.

În realizarea atribuțiilor, inspekția fiscală poate aplica următoarele metode de control:

a) controlul prin sondaj, care constă în activitatea de verificare selectivă a documentelor și operațiunilor semnificative, în care sunt reflectate modul de calcul, de evidențiere și de plată a obligațiilor fiscale datorate bugetului general consolidat;

b) **controlul electronic**, care constă în activitatea de verificare a contabilității și a surselor acestora, prelucrate în mediu electronic, utilizând metode de analiză, evaluare și testare asistate de instrumente informatice specializate.

Utilizarea procedurilor de control se poate face individual sau combinat, în funcție de scopul, obiectivele, complexitatea, dificultățile, specificul activității desfășurate și de perioada inspecției fiscale iar selectarea documentelor și a operațiunilor semnificative se apreciază de inspector având în vedere volumul, valoarea și ponderea lor în activitatea contribuabilului.

Perioada supusă inspecției fiscale

Inspecția fiscală se efectuează în cadrul termenului de prescripție a dreptului de a stabili obligații fiscale. La contribuabilii mari, perioada supusă inspecției fiscale începe de la sfârșitul perioadei controlate anterior. La celelalte categorii de contribuabili inspecția fiscală se efectuează asupra creanțelor născute în ultimii 3 ani fiscali pentru care există obligația depunerii declarațiilor fiscale. Inspecția fiscală se poate extinde pe perioada de prescripție a dreptului de a stabili obligații fiscale, dacă:

a) există indicii privind diminuarea impozitelor, taxelor, contribuțiilor și a altor sume datorate bugetului general consolidat;

a) nu au fost depuse declarații fiscale;

b) nu au fost îndeplinite obligațiile de plată a impozitelor, taxelor, contribuțiilor și altor sume datorate bugetului general consolidat.

Inspecția fiscală se exercită exclusiv, nemijlocit și neîngrădit prin Agenția Națională de Administrare Fiscală sau, după caz, de compartimentele de specialitate ale autorităților administrației publice locale.

Înainte desfășurării inspecției fiscale, organul fiscal are obligația să înștiințeze contribuabilul în legătură cu acțiunea care urmează să se desfășoare, prin transmiterea unui *aviz de inspecție fiscală*.

Durata efectuării inspecției fiscale este stabilită de organele de inspecție fiscală sau, după caz, de compartimentele de specialitate ale autorităților administrației publice locale, în funcție de obiectivele inspecției, și nu poate fi mai mare de 3 luni. În cazul marilor contribuabili sau al celor care au sedii secundare, durata inspecției nu poate fi mai mare de 6 luni.

Prescripția dreptului de a stabili obligații fiscale

Dreptul organului fiscal de a stabili obligații fiscale se prescrie în termen de 5 ani de la data de 1 ianuarie a anului următor celui în care s-a născut creanța fiscală.

Dreptul de a stabili obligații fiscale se prescrie în termen de 10 ani în cazul în care acestea rezultă din săvârșirea unei fapte prevăzute de legea penală.

Termenul menționat anterior curge de la data săvârșirii faptei ce constituie infracțiune sancționată ca atare printr-o hotărâre judecătorească definitivă.

Termenul de prescripție a dreptului de stabilire a obligației fiscale se suspendă pe perioada cuprinsă între momentul începerii inspecției fiscale și momentul emiterii deciziei de impunere ca urmare a efectuării inspecției fiscale.

Dacă organul fiscal constată împlinirea termenului de prescripție a dreptului de stabilire a obligației fiscale are obligația să înceteze procedura de emiterie a titlului de creanță fiscală.

Capitolul 4. Impozite și taxe

4.1. Impozitul pe profit

4.1.1. Contribuabilii impozitului pe profit în România

Categoriile de contribuabili ai impozitului pe profit sunt:

- a) Persoanele juridice române. Acestea datorează impozit pentru profitul impozabil obținut din orice sursă, atât din România, cât și din străinătate;
- b) Persoanele juridice străine care desfășoară activitate prin intermediul unui sediu permanent în România. Acestea datorează impozit pentru profitul impozabil atribuit sediului permanent;
- c) Persoanele juridice străine și persoanele fizice nerezidente care desfășoară activitate în România într-o asocierie fără personalitate juridică. Acestea datorează impozit asupra părții din profitul impozabil al asocierii atribuite fiecărei persoane;
- d) Persoanele juridice străine care realizează venituri din/sau în legătură cu proprietăți imobiliare situate în România sau din vânzarea/cesionarea titlurilor de participare deținute la o persoană juridică română. Acestea datorează impozit pentru profitul impozabil aferent acestor venituri;
- e) Persoanele fizice rezidente asociate cu persoane juridice române, pentru veniturile realizate atât în România cât și în străinătate din asocieri fără personalitate juridică. În acest caz, impozitul datorat de persoana fizică se calculează asupra părții din profitul impozabil al asocierii atribuite persoanei fizice rezidente. Impozitul se reține și se varsă de către persoana juridică română.
- f) Persoanele juridice cu sediul social în România, înființate potrivit legislației europene.

4.1.2. Cotele de impozitare

Cota de impozit pe profit care se aplică asupra profitului impozabil este de 16% începând cu data de 1 ianuarie 2005. Până la acea data cota a fost de 25%.

Contribuabilii care desfășoară activități de natura barurilor de noapte, cluburilor de noapte, discotecilor, cazinourilor sau pariurilor sportive, inclusiv persoanele juridice care realizează aceste venituri în baza unui contract de asocierie, și la care impozitul pe profit datorat pentru activitățile prevăzute în acest articol este mai mic decât 5% din veniturile respective sunt obligați la plata unui impozit de 5% aplicat acestor venituri realizate.

4.1.3. Baza de calcul a impozitului pe profit

Baza de calcul o reprezintă profitul impozabil care se calculează ca diferență între veniturile realizate din orice sursă și cheltuielile efectuate în scopul realizării de venituri, dintr-un an fiscal, din care se scad veniturile neimpozabile și la care se adaugă cheltuielile nedeductibile.

4.1.4. Cheltuieli cu dobânzile și diferențe de curs valutar

Cheltuielile cu dobânzile sunt integral deductibile în cazul în care **gradul de îndatorare a capitalului** este mai mic sau egal cu trei. Gradul de îndatorare a capitalului se determină ca raport între capitalul împrumutat cu termen de rambursare peste un an și capitalul propriu, ca medie a valorilor existente la începutul anului și sfârșitul perioadei pentru care se determină impozitul pe profit. Prin capital împrumutat se înțelege totalul creditelor și împrumuturilor cu termen de rambursare peste un an, potrivit clauzelor contractuale.

În condițiile în care gradul de îndatorare a capitalului este peste trei, cheltuielile cu dobânzile și cu pierderea netă din diferențele de curs valutar aferente împrumuturilor luate în

calcul la determinarea gradului de îndatorare sunt nedeductibile. Acestea se reportează în perioada următoare până la deductibilitatea integrală a acestora.

În cazul în care cheltuielile din diferențele de curs valutar ale contribuabilului depășesc veniturile din diferențele de curs valutar, diferența se tratează ca o cheltuială cu dobânda, deductibilitatea acestei diferențe fiind supusă limitei prevăzute mai sus. Cheltuielile din diferențele de curs valutar, care se limitează, sunt cele aferente împrumuturilor luate în calcul la determinarea gradului de îndatorare a capitalului.

4.1.5. Plata impozitului și depunerea declarațiilor

Contribuabilii, societăți bancare, persoane fizice române și sucursale din România ale băncilor, persoane juridice străine, au obligația de a plăti impozit pe profit anual, cu plăți anticipate efectuate trimestrial, actualizate cu indicii de inflație (decembrie față de luna decembrie a anului anterior), estimat cu ocazia elaborării bugetului inițial al anului pentru care se efectuează plățile anticipate. Termenul până la care se efectuează plata impozitului anual este termenul de depunere a declarației privind impozitul pe profit, prevăzut titlul Depunerea declarațiilor de impozit pe profit.

Contribuabilii, alții decât cei menționați anterior, au obligația de a declara și plăti impozitul pe profit, trimestrial, până la data de 25 inclusiv a primei luni următoare trimestrului pentru care se calculează impozitul. Acești contribuabili, dacă definitivează până la data 25 februarie închiderea exercițiului financiar anterior, depun declarația anuală de impozit pe profit și plătesc impozitul pe profit la 25 februarie a anului următor.

Contribuabilii au obligația să depună o declarație anuală de impozit pe profit până la data de 25 aprilie inclusiv a anului următor și conform legii sunt răspunzători pentru calculul impozitului pe profit.

4.1.6. Reținerea impozitului pe dividende

O persoană juridică română care plătește dividende către o persoană juridică română are obligația să rețină, să declare și să plătească impozitul pe dividende, reținut către bugetul de stat.

Impozitul pe dividende se stabilește prin aplicarea unei cote de impozit de 16% asupra dividendului brut plătit către o persoană juridică română.

Impozitul pe dividende care trebuie reținut se declară și se plătește la bugetul de stat până la data de 25 inclusiv a lunii următoare celei în care se plătește dividendul. În cazul în care dividendele distribuite nu au fost plătite până la sfârșitul anului în care s-au aprobat situațiile financiare anuale, impozitul pe dividende aferent se plătește până la data de 25 ianuarie a anului următor.

4.2. Impozitul pe venit

4.2.1. Contribuabilii și sfera de cuprindere a impozitului pe venit

Conform legii, următoarele persoane datorează plata impozitului pe venit:

- a) persoanele fizice rezidente;
- b) persoanele fizice nerezidente care desfășoară o activitate independentă prin intermediul unui sediu permanent în România;
- c) persoanele fizice nerezidente care desfășoară activități dependente în România;

Sfera de cuprindere a impozitului

Impozitul pe venit, se aplică următoarelor venituri:

- a) în cazul persoanelor fizice rezidente române, cu domiciliul în România, veniturilor obținute din orice sursă, atât din România, cât și din afara României;

b) în cazul persoanelor fizice rezidente, altele decât cele prevăzute la lit. a), numai veniturilor obținute din România, care sunt impuse la nivelul fiecărei surse din categoriile de venituri prevăzute de lege;

c) în cazul persoanelor fizice nerezidente, care desfășoară activitate independentă prin intermediul unui sediu permanent în România, venitului net atribuit sedielui permanent;

d) în cazul persoanelor fizice nerezidente, care desfășoară activitate dependentă în România, venitului salarial net din această activitate dependentă;

4.2.2. Categoriile de venituri supuse impozitului pe venit și venituri neimpozabile

Categoriile de venituri supuse impozitului pe venit sunt următoarele:

- a) venituri din activități independente;
- b) venituri din salarii;
- c) venituri din cedarea folosinței bunurilor;
- d) venituri din investiții;
- e) venituri din pensii;
- f) venituri din activități agricole;
- g) venituri din premii și din jocuri de noroc;
- h) venituri din transferul proprietăților imobiliare;
- i) venituri din alte surse.

4.2.3. Venituri din salarii

Definirea veniturilor din salarii

Sunt considerate venituri din salarii toate veniturile în bani și/sau în natură obținute de o persoană fizică ce desfășoară o activitate în baza unui contract individual de muncă sau a unui statut special prevăzut de lege, indiferent de perioada la care se referă, de denumirea veniturilor ori de forma sub care ele se acordă, inclusiv indemnizațiile pentru incapacitate temporară de muncă.

Deducere personală

Persoanele fizice rezidente au dreptul la deducerea din venitul net lunar din salarii a unei sume sub formă de deducere personală, acordată pentru fiecare lună a perioadei impozabile numai pentru veniturile din salarii la locul unde se află funcția de bază.

Deducerea personală se acordă pentru persoanele fizice care au un venit lunar brut de până la 1.000 lei inclusiv, astfel:

- pentru contribuabilii care nu au persoane în întreținere - 250 lei;
- pentru contribuabilii care au o persoană în întreținere - 350 lei;
- pentru contribuabilii care au două persoane în întreținere - 450 lei;
- pentru contribuabilii care au trei persoane în întreținere - 550 lei;
- pentru contribuabilii care au patru sau mai multe persoane în întreținere - 650 lei.

Pentru contribuabilii care realizează venituri brute lunare din salarii cuprinse între 1.000,01 lei și 3.000 lei, inclusiv, deducerile personale sunt degresive față de cele de mai sus și se stabilesc prin ordin al ministrului finanțelor publice.

Pentru contribuabilii care realizează venituri brute lunare din salarii de peste 3.000 lei nu se acordă deducerea personală.

Persoana în întreținere poate fi soția/soțul, copiii sau alți membri de familie, rudele contribuabilului sau ale soțului/soției acestuia până la gradul al doilea inclusiv, ale cărei venituri, impozabile și neimpozabile, nu depășesc 250 lei lunar.

În cazul în care o persoană este întreținută de mai mulți contribuabili, suma reprezentând deducerea personală se atribuie unui singur contribuabil, conform înțelegerii între părți.

Copiii minori, în vârstă de până la 18 ani împliniți, ai contribuabilului sunt considerați întreținuți.

Nu sunt considerate persoane aflate în întreținere:

- a) persoanele fizice care dețin terenuri agricole și silvice în suprafață de peste 10.000 mp în zonele colinare și de șes și de peste 20.000 mp în zonele montane;
- b) persoanele fizice care obțin venituri din cultivarea și din valorificarea florilor, legumelor și zarzavaturilor în sere, în solarii special destinate acestor scopuri și/sau în sistem irigat, din cultivarea și din valorificarea arbuștilor, plantelor decorative și ciupercilor, precum și din exploatarea pepinierelor viticole și pomicole, indiferent de suprafață.

Determinarea și plata impozitului pe venitul din salarii

Beneficiarii de venituri din salarii datorează un impozit lunar, final, care se calculează și se reține la sursă de către plătitorii de venituri.

Impozitul lunar se determină astfel:

- a) la locul unde se află funcția de bază, prin aplicarea cotei de 16% asupra bazei de calcul determinate ca diferență între venitul net din salarii, calculat prin deducerea din venitul brut a contribuțiilor obligatorii aferente unei luni, și următoarele:
 - deducerea personală acordată pentru luna respectivă;
 - cotizația sindicală plătită în luna respectivă;
 - contribuțiile la fondurile de pensii facultative, astfel încât la nivelul anului să nu se depășească echivalentul în lei a 200 euro;
- b) pentru veniturile obținute în celelalte cazuri, prin aplicarea cotei de 16% asupra bazei de calcul determinate ca diferență între venitul brut și contribuțiile obligatorii pe fiecare loc de realizare a acestora.

Plătitorul este obligat să determine valoarea totală a impozitului anual pe veniturile din salarii, pentru fiecare contribuabil.

Contribuabilii pot dispune asupra destinației unei sume reprezentând până la 2% din impozit pentru susținerea entităților nonprofit care se înființează și funcționează în condițiile legii, unităților de cult, precum și pentru acordarea de burse private iar obligația calculării, reținerii și virării acestei sume revine organului fiscal competent.

Plătitorii de salarii și de venituri asimilate salariilor au obligația de a calcula și de a reține impozitul aferent veniturilor fiecărei luni la data efectuării plății acestor venituri, precum și de a-l vira la bugetul de stat până la data de 25 inclusiv a lunii următoare celei pentru care se plătesc aceste venituri.

4.3. Impozitul pe clădiri

4.3.1. Calculul impozitului pentru persoane fizice

În cazul persoanelor fizice, impozitul pe clădiri se calculează prin aplicarea cotei de impozitare de 0, 1% la valoarea impozabilă a clădirii.

În cazul unei clădiri care are pereții exteriori din materiale diferite, pentru stabilirea valorii impozabile a clădirii se identifică într-un tabel (prevăzut în Codul Fiscal), valoarea impozabilă cea mai mare corespunzătoare tipului clădirii respective.

Valoarea impozabilă a clădirii, exprimată în lei, se determină prin înmulțirea suprafeței construite desfășurate a acesteia, exprimate în metri pătrați, cu valoarea impozabilă corespunzătoare, exprimată în lei/mp.

Suprafața construită desfășurată a unei clădiri se determină prin însumarea suprafețelor secțiunilor tuturor nivelurilor clădirii, inclusiv ale balcoanelor, logiilor sau ale

celor situate la subsol, exceptând suprafețele podurilor care nu sunt utilizate ca locuință și suprafețele scărilor și teraselor neacoperite.

Valoarea impozabilă a clădirii se ajustează în funcție de rangul localității și zona în care este amplasată clădirea, prin înmulțirea valorii determinate cu coeficientul de corecție corespunzător, prevăzut în lege.

De menționat ca municipiul Craiova este o localitate de rangul I.

În cazul unui apartament amplasat într-un bloc cu mai mult de 3 niveluri și 8 apartamente, coeficientul de corecție prevăzut se reduce cu 0,10.

Valoarea impozabilă a clădirii se reduce în funcție de anul terminării acesteia, după cum urmează:

- a) cu 20%, pentru clădirea care are o vechime de peste 50 de ani la data de 1 ianuarie a anului fiscal de referință;
- b) cu 10%, pentru clădirea care are o vechime cuprinsă între 30 de ani și 50 de ani inclusiv, la data de 1 ianuarie a anului fiscal de referință.

În cazul clădirii utilizate ca locuință, a cărei suprafață construită depășește 150 de metri pătrați, valoarea impozabilă a acesteia se majorează cu câte 5% pentru fiecare 50 metri pătrați sau fracțiune din aceștia.

În cazul clădirii la care au fost executate lucrări de reconstruire, consolidare, modernizare, modificare sau extindere, din punct de vedere fiscal, anul terminării se actualizează, astfel că acesta se consideră ca fiind cel în care au fost terminate aceste ultime lucrări.

Dacă dimensiunile exterioare ale unei clădiri nu pot fi efectiv măsurate pe conturul exterior, atunci suprafața construită desfășurată a clădirii se determină prin înmulțirea suprafeței utile a clădirii cu un coeficient de transformare de 1,20.

Persoanele fizice care au în proprietate două sau mai multe clădiri datorează un impozit pe clădiri, majorat după cum urmează:

- a) cu 65% pentru prima clădire în afara celei de la adresa de domiciliu;
- b) cu 150% pentru a doua clădire în afara celei de la adresa de domiciliu;
- c) cu 300% pentru a treia clădire și următoarele în afara celei de la adresa de domiciliu.

Nu intră sub incidența majorării impozitului persoanele fizice care dețin în proprietate clădiri dobândite prin succesiune legală. În cazul deținerii a două sau mai multe clădiri în afara celei de la adresa de domiciliu, impozitul majorat se determină în funcție de ordinea în care proprietățile au fost dobândite, așa cum rezultă din documentele ce atestă calitatea de proprietar.

4.3.2. Calculul impozitului datorat de persoanele juridice

În cazul persoanelor juridice, impozitul pe clădiri se calculează prin aplicarea unei cote de impozitare asupra valorii de inventar a clădirii.

Cota de impozit se stabilește prin hotărâre a consiliului local și poate fi cuprinsă între 0,25% și 1,50% inclusiv. La nivelul municipiului București, această atribuție revine Consiliului General al Municipiului București.

Valoarea de inventar a clădirii este valoarea de intrare a clădirii în patrimoniu, înregistrată în contabilitatea proprietarului clădirii, conform prevederilor legale.

În cazul clădirii la care au fost executate lucrări de reconstruire, consolidare, modernizare, modificare sau extindere, de către locatar, din punct de vedere fiscal, acesta are obligația să comunice locatorului valoarea lucrărilor executate pentru depunerea unei noi declarații fiscale, în termen de 30 de zile de la data terminării lucrărilor respective.

În cazul unei clădiri a cărei valoare a fost recuperată integral pe calea amortizării, valoarea impozabilă se reduce cu 15%.

Daca o cladire a fost reevaluată, conform reglementărilor contabile, valoarea impozabilă a clădiri este valoarea contabilă rezultată în urma reevaluării, înregistrată ca atare în contabilitatea proprietarului - persoană juridică.

În cazul unei clădiri care nu a fost reevaluată în ultimii 3 ani anteriori anului fiscal de referință, cota impozitului pe clădiri se stabilește de consiliul local/Consiliul General al Municipiului București între 5% și 10% și se aplică la valoarea de inventar a clădirii înregistrată în contabilitatea persoanelor juridice, până la sfârșitul lunii în care s-a efectuat prima reevaluare. Fac excepție clădirile care au fost amortizate potrivit legii, în cazul cărora cota impozitului pe clădiri este cea normală.

În cazul unei clădiri care face obiectul unui contract de leasing financiar, pe întreaga durată a acestuia se aplică următoarele reguli:

- a) impozitul pe clădiri se datorează de locatar;
- b) valoarea care se ia în considerare la calculul impozitului pe clădiri este valoarea din contract a clădirii, așa cum este ea înregistrată în contabilitatea locatorului sau a locatarului, conform prevederilor legale în vigoare;
- c) în cazul în care contractul de leasing încetează altfel decât prin ajungerea la scadență, impozitul pe clădiri este datorat de locator.

Impozitul pe clădiri se aplică pentru orice clădire deținută de o persoană juridică aflată în funcțiune, în rezervă sau în conservare, chiar dacă valoarea să a fost recuperată integral pe calea amortizării.

În cazul unei clădiri care a fost dobândită sau construită de o persoană în cursul anului, impozitul pe clădire se datorează de către persoana respectivă cu începere de la data de întâi a lunii următoare celei în care clădirea a fost dobândită sau construită.

Dacă o clădire a fost înstrăinată, demolată sau distrusă, după caz, în cursul anului, impozitul pe clădire încetează a se mai datora de persoana respectivă cu începere de la data de întâi a lunii următoare celei în care clădirea a fost înstrăinată, demolată sau distrusă.

În aceste doua cazuri impozitul pe clădiri se recalculează pentru a reflecta perioada din an în care impozitul se aplică acelei persoane.

În cazul extinderii, îmbunătățirii, distrugerii parțiale sau al altor modificări aduse unei clădiri existente, impozitul pe clădire se recalculează începând cu data de întâi a lunii următoare celei în care a fost finalizată modificarea.

Orice persoană care dobândește, construiește sau înstrăinează o clădire are obligația de a depune o declarație fiscală la compartimentul de specialitate al autorității administrației publice locale în a cărei rază de competență se află clădirea, în termen de 30 de zile de la data dobândirii, înstrăinării sau construirii.

Orice persoană care extinde, îmbunătățește, demolează, distruge sau modifică în alt mod o clădire existentă are obligația să depună o declarație în acest sens la compartimentul de specialitate al autorității administrației publice locale în termen de 30 de zile de la data la care s-au produs aceste modificări.

Înstrăinarea unei clădiri, prin oricare dintre modalitățile prevăzute de lege, nu poate fi efectuată până când titularul dreptului de proprietate asupra clădirii respective nu are stinse orice creanțe fiscale locale, cu excepția obligațiilor fiscale aflate în litigiu, convenite bugetului local al unității administrativ-teritoriale unde este amplasată clădirea sau al celei unde își are domiciliul fiscal contribuabilul în cauză, cu termene de plată scadente până la data de întâi a lunii următoare celei în care are loc înstrăinarea. Atestarea achitării obligațiilor bugetare se face prin certificatul fiscal emis de compartimentul de specialitate al autorităților administrației publice locale. Actele prin care se înstrăinează clădiri cu încălcarea prevederilor prezentului alineat sunt nule de drept.

Plata impozitului

Impozitul/taxa pe clădiri se plătește anual, în două rate egale, până la datele de 31 martie și 30 septembrie inclusiv.

Pentru plata cu anticipație a impozitului pe clădiri, datorat pentru întregul an de către contribuabili, până la data de 31 martie a anului respectiv, se acordă o bonificație de până la 10%, stabilită prin hotărâre a consiliului local. La nivelul municipiului București, această atribuție revine Consiliului General al Municipiului București.

Impozitul anual pe clădiri, datorat aceleiași buget local de către contribuabili, persoane fizice sau juridice, de până la 50 lei inclusiv, se plătește integral până la primul termen de plată. În cazul în care contribuabilul deține în proprietate mai multe clădiri amplasate pe raza aceleiași unități administrativ-teritoriale, suma de 50 lei se referă la impozitul pe clădiri cumulat.

CÂTEVA DINTRE OBLIGAȚIILE DE PLATĂ ALE PERSOANELOR JURIDICE PENTRU ANUL 2014 *

Nr. crt.	Denumire obligație	Temei legal	Cota de impunere
1.	Impozit pe profit	Art. 17 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16% ¹
2.	Impozit pe veniturile microîntreprinderilor	Art. 112 ⁵ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	3%
3.	Impozit pe veniturile din dividende	Art. 36 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16% ²
4.	Accize	Art.176-221 ⁵ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	Diferențiat pe produse
5.	Taxa pe valoarea adăugată	ART. 140 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	24%, 9% ³ 5% ⁴
6.	Impozitul pe construcții	Art. 296 ³⁵ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	1,5%
7.	Contribuția de asigurare pentru accidente de muncă și boli profesionale	Art. 296 ¹⁸ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	0,15%-0,85%, în funcție de activitatea angajatorului
8.	Contribuția de asigurări sociale	Art. 296 ¹⁸ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	20,8%
9.	Contribuția de asigurări pentru șomaj	Art. 296 ¹⁸ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	0,5%
10.	Contribuția de asigurări sociale de sănătate	Art. 296 ¹⁸ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	5,2%
11.	Contribuția pentru concedii și indemnizații	Art. 296 ¹⁸ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	0,85%
12.	Contribuția pentru Fondul de garantare pentru plata creanțelor salariale	Art. 296 ¹⁸ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	0,25%
13.	Vărsăminte de la persoanele juridice, persoanele fizice cu handicap neîncadrate (în cazul angajatorilor care au cel puțin 50 de salariați)	Legea nr. 448/2006 Republicată, cu modificările și completările ulterioare	4%
14.	Taxe și contribuții la Fondul pentru mediu	Art. 9 din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 196/2005, cu modificările și completările ulterioare	Diferențiat potrivit O.U.G. nr. 196/2005

15.	Impozite și taxe locale (pe clădiri, pe terenuri, pe mijloace de transport, pentru eliberarea certificatelor, avizelor și autorizațiilor, pentru folosirea mijloacelor de reclamă și publicitate, pe spectacole, taxa hoteliera, taxe speciale)	Art. 247-296 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	Diferențiat potrivit Legii nr. 571/2003
-----	---	--	---

* Întocmit pe baza actelor normative publicate în Monitorul Oficial al României până la data de 31.12.2013

¹ Pentru activitățile de natura barurilor de noapte, cluburilor de noapte, discotecilor, cazinourilor sau pariurilor sportive, inclusiv persoanele juridice care realizează aceste venituri în baza unui contract de asociere, cota de impozitare este de 16%, dar nu mai puțin de 5% aplicat asupra veniturilor înregistrate.

² Nu se impozitează dividendele plătite de o persoană juridică română unei alte persoane juridice române, dacă beneficiarul dividendelor deține 10% din titlurile de participare ale acesteia la data plății dividendelor, pe o perioadă de 1 an împlinit până la data plății acestora.

³ Cota redusă de 9% se aplică pentru: serviciile constând în permiterea accesului la castele, muzee, case memoriale, monumente istorice, monumente de arhitectură și arheologice, grădini zoologice și botanice, târguri, expoziții și evenimente culturale, cinematografe, livrarea de manuale școlare, cărți, ziare și reviste, cu excepția celor destinate exclusiv sau în principal publicității; livrarea de proteze și accesorii ale acestora, cu excepția protezelor dentare; livrarea de produse ortopedice; livrarea de medicamente de uz uman și veterinar; cazarea în cadrul sectorului hotelier sau al sectoarelor cu funcție similară, inclusiv închirierea terenurilor amenajate pentru camping; livrarea următoarelor bunuri: 1) toate sortimentele de pâine, precum și următoarele specialități de panificație: cornuri, chifle, batoane, covrigi, minibaghete, franzeluțe și împletituri, care se încadrează în grupa de produse de brutărie la codul CAEN/CPSA 1071, 2) făină albă de grâu, făină semialbă de grâu, făină neagră de grâu și făină de secară, care se încadrează la codul CAEN/CPSA 1061; 3) triticum spelta, grâu comun și meslin, care se încadrează la codul NC 1001 99 00, și secară, care se încadrează la codul NC 1002 90 00.

⁴ Cota redusă de 5% se aplică, începând cu 15.12.2008 asupra bazei de impozitare pentru livrarea locuințelor ca parte a politicii sociale, inclusiv a terenului pe care sunt construite.

CÂTEVA DINTRE OBLIGAȚIILE DE PLATĂ ALE PERSOANELOR FIZICE PENTRU ANUL 2014*

Nr. crt.	Denumire obligație	Temei legal	Cota de impunere
1.	Impozit pe veniturile din salarii	Art.57 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16%
2.	Impozit pe veniturile din drepturi de proprietate intelectuală	Art.52 și 52 ¹ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16% ¹
3.	Impozit pe veniturile din activități desfășurate în baza contractelor convențiilor civile încheiate potrivit Codului civil	Art.52 și 52 ¹ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16% ¹
4.	Impozit pe veniturile din dividende	Art.67 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16%
5.	Impozit pe veniturile din dobânzi din contracte civile	Art.67 și 79 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16%
6.	Impozit pe câștigurile din transferul valorilor mobiliare, în cazul societăților închise, și din transferul părților sociale	Art.67 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16%
7.	Impozit pe veniturile din operațiuni de vânzare-cumpărare de valută la termen, pe bază de contract, precum și alte operațiuni similare și din transferul titlurilor de valoare, altele decât părțile sociale și valorile mobiliare în cazul societăților închise	Art.67 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16%
8.	Impozit pe veniturile din pensii	Art.70 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările	16% ²

		ulterioare	
9.	Impozit pe veniturile din premii și din alte jocuri de noroc	Art.77 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	16%, 25% ³
10.	Impozit pe veniturile din transferul proprietăților imobiliare din patrimoniul personal	Art.77 ¹ din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	Cote regresive în funcție de data dobândirii
11.	Contribuția individuală de asigurări sociale	Legea nr. 263/2010 Legea bugetului asigurărilor sociale de stat	10,5% ⁴
12.	Contribuția individuală de asigurări sociale pentru șomaj	Legea nr. 76/2002, cu modificările și completările ulterioare Legea bugetului asigurărilor sociale de stat	0,5%
13.	Contribuția pentru asigurări sociale de sănătate	Legea nr. 95/2006 Legea bugetului de stat	5,5%
14.	Impozite și taxe locale (pe clădiri, pe terenuri, pe mijloace de transport, pentru eliberarea certificatelor, avizelor și autorizațiilor, pentru folosirea mijloacelor de reclamă și publicitate, pe spectacole, taxa hoteliera, taxe speciale)	Art. 247-292 din Lege nr. 571/2003, cu modificările și completările ulterioare	Diferențiat potrivit legii nr. 571/2003

* Întocmit pe baza actelor normative publicate în Monitorul Oficial al României până la data de 31.12.2013

¹Asupra venitului se aplică o cotă de 10%, impozit prin reținere la sursă ce urmează a fi regularizat la sfârșitul anului fiscal prin aplicarea cotei de 16%.

² Venitul impozabil lunar din pensii se stabilește prin deducerea din venitul din pensie a unei sume neimpozabile lunare de 1000 lei și a contribuțiilor obligatorii calculate, reținute și suportate de persoana fizică.

³ Venitul sub formă de premii dintr-un singur concurs se impune, prin reținerea la sursă, cu o cotă de 16% aplicată asupra venitului net. Veniturile din jocuri de noroc se impun, prin reținerea la sursă, prin aplicarea cotei de 25% asupra venitului net.

⁴ Pentru salariații care contribuie la un fond de pensii administrat privat, 4,5% din contribuția individuală de asigurări sociale se va vira către respectivul fond de pensii.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. Buziernescu Radu - *Fiscalitatea la zi - teorie și aplicații practice*, Editura Universitaria Craiova, Craiova, 2011
2. Georgeta Vintilă, - *Fiscalitate*, Editura Economică, Bucuresti, 2002
Magdalena Călin,
Nicoleta Vintilă

MODULUL IV
ANALIZA ECONOMICO-FINANCIARĂ A FIRMEI

Autori

prof. univ. dr. Marian SIMINICĂ

lect. univ. dr. Mirela GANEA

Capitolul 1. Cadrul general al analizei economico-financiare

Analiza reprezintă o metodă de cercetare bazată pe descompunerea proceselor și fenomenelor în părțile lor componente, în elementele lor simple și pe stabilirea factorilor, a cauzelor care le explică.

Analiza economico-financiară reprezintă o metodă de cunoaștere a mecanismului de formare și modificare a fenomenelor economice prin descompunerea lor în elementele componente și prin identificarea factorilor de influență. Parcurgând un drum invers proceselor și fenomenelor economice reale, aceasta permite desprinderea elementelor esențiale, a factorilor sau cauzelor determinante din masa celor care caracterizează existența și funcționarea acestor procese și fenomene.

Obiectul descompunerii pe elemente sau factori îl poate constitui un rezultat (analiză structurală), sau o modificare a rezultatului față de o bază de comparație (analiză cauzală).

Pentru analiza activității economico-financiare a firmei este necesară folosirea unor metode de analiză, care pot fi:

- calitative;
- cantitative.

Metodele analizei calitative au ca scop studierea structurii fenomenelor, a factorilor care le determină și a relațiilor de cauzalitate dintre factori și fenomene. Analiza calitativă precede și condiționează rezultatele analizei cantitative și este larg utilizată în exercitarea tuturor funcțiilor managementului, condiționând, într-o măsură determinată, eficiența soluțiilor adoptate de management.

Metodele analizei cantitative au menirea de a da finalitate legăturilor de cauzalitate, de a comensura acțiunea diverșilor factori, de a ierarhiza factorii în ordinea importanței lor, de a stabili rezervele existente și măsura în care acestea au fost valorificate.

Efectuarea analizei activității economico-financiare necesită folosirea unui sistem de informații care să permită cunoașterea tuturor fenomenelor și proceselor care au loc în interiorul întreprinderii și în afara ei. Principala componentă a acestui sistem informațional o reprezintă situațiile financiar-contabile de sinteză: Bilanțul contabil, Contul de profit și pierdere, Situația modificării capitalului propriu, Situația fluxurilor de trezorerie, Notele explicative.

Bilanțul contabil reprezintă un tablou sintetic al activității economice a unei organizații, ce prezintă într-un mod fidel, clar și complet o situație finală (patrimoniul entității) la sfârșitul unei perioade. Se prezintă sub formă de listă ce include elementele patrimoniale de activ, grupate în ordinea crescătoare a lichidității lor, și elementele patrimoniale de pasiv, grupate în ordinea descrescătoare a exigibilității lor. Servește la reflectarea poziției financiare a entității, pornind de la activele pe care le controlează entitatea, pe de o parte, și de la structura sa financiară, pe de altă parte, în vederea înțelegerii relațiilor create între acestea pentru asigurarea lichidității și solvabilității entității, precum și pentru asigurarea capacității acesteia de a se adapta schimbărilor din mediul în care activează.

Pentru a răspunde nevoilor informaționale ale diferitelor categorii de utilizatori (factori de decizie), analiștii întocmesc, plecând de la bilanțul contabil, bilanțul financiar și bilanțul funcțional.

• *Bilanțul financiar*- document prin care se realizează inventarierea precisă a averii și angajamentelor organizației, structurând activele și pasivele după destinație și lichiditate, respectiv după proveniență și exigibilitate. Baza de construcție o reprezintă bilanțul contabil, supus unor corecții (reevaluarea activelor bilanțiere și eliminarea activelor fictive) pentru a arăta modul în care activele firmei sunt suficiente pentru a acoperii datoriile acesteia. Bilanțul financiar este utilizat în fundamentarea deciziilor privind asigurarea surselor de finanțare

necesare acoperirii nevoilor de finanțat în vederea satisfacerii condițiilor de echilibru financiar, evaluarea entității în cazul vânzării sau lichidării.

• *Bilanțul funcțional*- document prin care se identifică nevoile de resurse financiare ale organizației în continuă schimbare și modul de finanțare a acestora. Potrivit concepției funcționale, activitatea unei organizații este întemeiată pe cicluri de operațiuni, luând în considerare rolul fiecărui ciclu în funcționarea acesteia, considerându-se că atât elementele de activ cât și cele de pasiv reprezintă valori tranzitorii. Bilanțul funcțional clasifică elementele de activ și pasiv după apartenența la un ciclu sau altul, astfel: ciclul de investiții, căruia îi corespunde activul aciclic (stabile) și, respectiv sursele de finanțare ale investițiilor- pasivele aciclice (stabile); ciclul operațional, căruia îi corespunde activul ciclic (temporar) de exploatare și finanțarea scurtă de exploatare (pasivele aciclice de exploatare); ciclul de finanțare căruia îi corespunde operațiunile între întreprindere și partenerii de capital (acționari și creditorii) și permite eliminarea decalajelor dintre fluxul de lichidități de intrare, respectiv ieșire, degajat de ciclul operațional. Abordarea care stă la baza construcției bilanțului funcțional este o abordare internă, acesta servind cu precădere nevoilor de informare ale managementului organizației, fiind utilizat pentru fundamentarea a numeroase decizii economice.

Contul de profit și pierdere detaliază rezultatul obținut prin evidențierea veniturilor și cheltuielilor după natura lor și a rezultatului exercițiului pe categorii de activități și pe total. Astfel, după natura activității, atât veniturile, cât și cheltuielile, precum și rezultatul exercițiului se delimitează în trei grupe: de exploatare, financiare și extraordinare.

Situația modificărilor capitalului propriu prezintă, detaliat, toate modificările pe care capitalului propriu al unei întreprinderi le-a suferit între momentul de început și cel de sfârșit al exercițiului financiar, altele decât acelea provenind din tranzacțiile cu deținătorii de capitaluri proprii (majorări/reduceri de capital, distribuire de dividende, răscumpărări de acțiuni etc.). Pe baza acestui document se poate analiza capacitatea de menținere a capitalului precum și performanța generală a societății.

Tabloul/situația fluxurilor de trezorerie reprezintă documentul de raportare financiară ce reflectă evoluția modificărilor în poziția financiară a unei întreprinderi, prin punerea în evidență a mărimii fluxurilor de trezorerie din cursul perioadei, clasificate în activitatea de exploatare, investiție și finanțare.

Notele explicative reprezintă o componentă obligatorie a situațiilor financiare anuale ale unei companii, indiferent dacă acestea sunt simplificate sau complexe, având drept scop dezvoltarea și completarea informațiilor prezentate în bilanț, contul de profit și pierdere și, după caz, în situația modificărilor capitalului propriu și/sau situația fluxurilor de trezorerie, în vederea creării unei imagini cât mai fidele asupra situației nete și a rezultatelor întreprinderii.

Pe baza informațiilor din contul de profit și pierdere se pot stabili o serie de indicatori valorici folosiți pentru caracterizarea producției și a rentabilității firmei, cunoscuți sub denumirea de *solduri intermediare de gestiune*. Sistemul contabil românesc nu prevede obligativitatea întocmirii situației soldurilor intermediare de gestiune³⁸, dar ea este utilă pentru analiză, întrucât conține anumiți indicatori care nu se regăsesc în mod direct în contul de profit și pierdere, bilanțul contabil sau anexele la bilanț, cum sunt marja comercială, producția exercițiului, valoarea adăugată, excedentul brut de exploatare.

Tabloul soldurilor intermediare de gestiune se prezintă astfel:

³⁸ Bușe L. "Analiză economico-financiară", Editura Economică, București 2005, pag.137

Venituri	Cheltuieli	Sold intermediar de gestiune
Vânzări de mărfuri	Costul mărfurilor vândute	Marja comercială
Producția vândută Producția stocată Producția imobilizată	Eventuala descreștere de stocuri	Producția exercițiului
Producția exercițiului Marja comercială	Consumurile provenind de la terți	Valoarea adăugată
Valoarea adăugată Subvenții pentru exploatare	Impozite, taxe și vărsăminte asimilate Cheltuieli cu personalul	Excedentul brut de exploatare
Excedentul brut de exploatare Alte venituri din exploatare	Amortizări și provizioane Alte cheltuieli de exploatare	Rezultatul exploatării
Rezultatul exploatării Venituri financiare	Cheltuieli financiare	Rezultatul curent al exercițiului
Venituri extraordinare	Cheltuieli extraordinare	Rezultatul extraordinar
Rezultatul curent Rezultatul extraordinar	Eventualele pierderi	Rezultatul exercițiului înainte de impozitare
Rezultatul exercițiului înainte de impozitare	Impozit pe profit	Rezultatul net al exercițiului

Construcția în trepte a indicatorilor, pornind de la cel mai cuprinzător (producția exercițiului și marja comercială) și încheind cu cel mai sintetic (profitul net al exercițiului), a sugerat denumirea seriei lor de cascadă a marjelor de acumulare. Fiecare marjă de acumulare reflectă rezultatul gestiunii financiare, la treapta respectivă de acumulare după deducerea diferitelor categorii de cheltuieli.

Pentru analiza activității economico-financiare a unei firme este necesar să se utilizeze un sistem de indicatori care să reflecte în mod corect rezultatele obținute, eforturile depuse, modul de utilizare a resurselor materiale, umane și financiare, precum și eficiența generală a activității desfășurate pe o anumită perioadă de timp. Din aceste considerente, putem aprecia obiectivele principale ale analizei economico-financiare a întreprinderii corespund unei analize pe probleme, evidențiată prin indicatori dezvoltați fie:

- plecând de la Tabloul soldurilor intermediare de gestiune (TSIG):
 - indicatori de activitate;
 - indicatori de rezultate.
- plecând de la conceptul de eficiență:
 - indicatori de efect;
 - indicatori de efort.

Capitolul 2. Analiza activității de producție și comercializare

2.1. Conținutul indicatorilor valorici ai producției

Scopul activității oricărei firme îl constituie realizarea unor produse, lucrări și servicii care să satisfacă anumite nevoi sociale și obținerea unui profit. Pentru exprimarea rezultatelor din activitatea de producție și comercializare, la nivelul firmei, se utilizează un sistem de indicatori valorici care cuprinde: **producția exercițiului, cifra de afaceri, valoarea adăugată.**

Indicatorii valorici ai activității de producție și comercializare, sub aspectul semnificației și al componenței acestora, se prezintă astfel:

a. Producția exercițiului (Q_e) ca indicator valoric de exprimare a producției, exprimă rezultatul direct și util al activității industrial-productive pe o anumită perioadă de timp (lună, trimestru, an). Aceasta cuprinde valoarea tuturor bunurilor și serviciilor realizate de firmă în cursul perioadei, respectiv:

- valoarea producției vândute în acea perioadă (Q_v), evaluată în prețuri de vânzare;
- creșterea sau descreșterea producției stocate (ΔQ_s) respectiv a stocurilor de produse finite și producție neterminată la sfârșitul anului față de începutul anului;
- valoarea producției imobilizate (Q_i), reprezentată de imobilizările corporale și necorporale realizate în regie, cât și de consumul intern de semifabricate și produse finite din producție proprie.

$$Q_e = Q_v \pm \Delta Q_s + Q_i.$$

Producția stocată și cea imobilizată sunt evaluate în costuri de producție.

b. Cifra de afaceri (CA) reflectă veniturile totale obținute din activitatea comercială a unei firme într-o anumită perioadă de timp. În cadrul cifrei de afaceri nu se includ veniturile financiare, precum și veniturile extraordinare.

Din punct de vedere al conținutului și al sferei de cuprindere, cifra de afaceri poate fi privită ca: cifra de afaceri netă (totală), cifra de afaceri medie, cifra de afaceri marginală, cifra de afaceri critică.

Cifra de afaceri totală (CA), exprimă volumul total al afacerilor unei firme, evaluate în prețurile pieței. Ea cuprinde totalitatea veniturilor din vânzarea mărfurilor și produselor, executarea lucrărilor și prestarea serviciilor într-o perioadă de timp.

Cifra de afaceri medie (\bar{CA}), se poate determina în unitățile monoproduse, și reflectă încasarea medie pe unitatea de produs sau serviciu.

$$\bar{CA} = \frac{CA}{q}$$

Cifra de afaceri marginală (CA_m), exprimă variația încasărilor unei firme generată de creșterea cu o unitate a volumului vânzărilor.

$$CA_m = \frac{\Delta CA}{\Delta q}$$

Cifra de afaceri critică (CA_{min}), sau pragul de rentabilitate, reprezintă acel nivel al vânzărilor la care se asigură acoperirea în totalitate a cheltuielilor efectuate, iar profitul este egal cu zero. În acest caz, cifra de afaceri minimă va fi egală cu suma cheltuielilor fixe și a celor variabile.

$$CA_{min} = \frac{CF}{1 - \frac{C_v}{CA}} = \frac{CF}{1 - Ncv}$$

unde: CF - cheltuielile fixe totale;

Ncv - nivelul relativ al cheltuielilor variabile față de cifra de afaceri (CA).

c. Valoarea adăugată (VA) este un indicator sintetic care exprimă plusul de valoare (bogăție) creat de o firmă ca efect al utilizării eficiente a potențialului de care dispune, peste valoarea consumului factorilor de producție proveniți de la terți.

Analiza valorii adăugate este deosebit de importantă, deoarece aceasta exprimă mai bine efortul propriu al întreprinderii la crearea produsului intern brut, permite aprecierea corectă a eficienței economice, stimulează reducerea cheltuielilor materiale, folosirea eficientă a mijloacelor de producție și a forței de muncă. Pentru determinarea nivelului valorii

adăugate se pot folosi două metode: metoda sintetică sau indirectă și metoda analitică sau directă.

Metoda sintetică (indirectă) este cea mai răspândită în calculul valorii adăugate deoarece este mai exactă și se poate aplica mai ușor. Stabilirea valorii adăugate brute prin metoda sintetică se face scăzând din producția exercițiului, consumurile intermediare provenite de la terți:

$$VA = Q_e - C_m,$$

unde: VA - valoarea adăugată;

C_m - cheltuieli cu materialele provenite de la terți.

În cazul firmelor care desfășoară și activitate de comerț, valoarea adăugată totală cuprinde și marja comercială (Mc), stabilită ca diferență între valoarea mărfurilor vândute (V_m) și costul mărfurilor vândute (C_{mv}):

$$VA = Mc + (Q_e - C_m)$$

Ținând seama de aceste relații, rezultă că pentru creșterea valorii adăugate se poate acționa prin creșterea producției exercițiului, dar mai ales prin scăderea cheltuielilor materiale.

Metoda analitică (directă) sau aditivă de calcul a valorii adăugate permite determinarea acesteia prin însumarea elementelor sale componente: cheltuieli cu personalul (C_s); cheltuieli cu impozitele și taxele (IT); cheltuieli financiare (CF); cheltuieli cu amortizarea (A); profitul net (P).

$$VA = C_s + IT + CF + A + P.$$

În acest caz, valoarea adăugată cuprinde remunerarea muncii prin cheltuielile cu personalul, a capitalului propriu sau acționarilor prin dividende, a capitalului împrumutat prin dobânzi, a capitalului tehnic prin amortizare, a statului prin impozite și taxe, precum și a întreprinderii prin profitul reinvestit (folosit pentru autofinanțare). Această metodă permite urmărirea modului de repartizare a valorii adăugate între participanții la activitatea firmei.

Între indicatorii prezentați există o serie de **corelații**, care sunt puse în evidență cu ajutorul raportului static și a raportului dinamic. În acest scop se calculează raportul static (R_s) și raportul dinamic (R_d) între producția vândută și producția exercițiului:

$$R_s = \frac{Q_v}{Q_e}; \quad R_d = \frac{I_{Q_v}}{I_{Q_e}}.$$

Raportul static arată ponderea producției vândute a unei firme în producția exercițiului și reflectă gradul de valorificare a producției exercițiului într-o perioadă de timp. Acest raport poate lua valori mai mici, egale sau mai mari decât 1 ($R_s \leq 1$, $R_s \geq 1$) și exprimă modificările intervenite în stocurile de produse finite, semifabricate sau producție neterminată.

Raportul dinamic arată evoluția sau dinamica producției vândute în raport cu dinamica producției exercițiului și poate fi egal, mai mare sau mai mic decât 1 sau 100%.

În cadrul analizei, se pot calcula și raportul static și raportul dinamic dintre valoarea adăugată și producția exercițiului:

$$R_s = \frac{V_a}{Q_e} \times 100; \quad R_d = \frac{I_{V_a}}{I_{Q_e}} \times 100.$$

Raportul static (R_s) arată ponderea valorii adăugate din activitatea de producție în producția exercițiului, în timp ce raportul dinamic (R_d) arată dinamica sau ritmul modificării valorii adăugate în funcție de dinamica sau ritmul modificării producției exercițiului. Mărimea raportului static reflectă gradul de integrare a producției; cu cât valoarea acestui raport este mai apropiată de 1, cu atât mai mult firma este integrată vertical.

O valoare informațională deosebită o prezintă și *gradul de integrare a activității*, calculat ca raport între valoarea adăugată realizată și cifra de afaceri:

$$R_{\text{var}} = \frac{\text{Var}}{\text{CA}} \times 100.$$

Această rată este o expresie a bogăției create la un anumit nivel de activitate. Gradul de integrare a activității este dependent de natura activității și de durata ciclului de exploatare.

2.2. Analiza cifrei de afaceri

Principalele obiective ale analizei cifrei de afaceri sunt: analiza dinamicii, analiza structurală și analiza factorială.

Analiza dinamicii cifrei de afaceri are ca obiectiv desprinderea tendinței de evoluție a afacerilor firmei în scopul luării celor mai potrivite decizii. Astfel, dacă cifra de afaceri este în creștere, firma trebuie să identifice noi surse de finanțare a activității. Dacă dimpotrivă cifra de afaceri are tendința de reducere vor trebui găsite noi piețe de desfacere pentru produsele realizate.

În procesul de analiză este necesar să se calculeze modificarea absolută și procentuală intervenită în mărimea cifrei de afaceri din perioada curentă față de cea prevăzută sau din perioada de bază astfel:

$$\Delta CA = CA_1 - CA_0; \quad \Delta CA\% = \frac{\Delta CA}{CA_0} \times 100; \quad \Delta CA\% = I_{CA} - 100.$$

În funcție de mărimea și semnul acestor modificări se pot face aprecieri cu privire la creșterea sau scăderea cifrei de afaceri a întreprinderii în perioada supusă analizei.

Analiza structurală presupune identificarea variațiilor intervenite pe diferite trepte structurale ale cifrei de afaceri: pe produse, pe tipuri de activități, pe piețe de desfacere, etc. Metodologic analiza se bazează pe utilizarea mărimilor relative de structură (g_i). Pentru asigurarea unor comparații în timp sau între firme se poate utiliza coeficientul de *concentrare sau coeficientul Gini-Struck*. Acest coeficient se determină cu ajutorul următoarei relații:

$$G = \sqrt{\frac{n \sum g_i^2 - 1}{n - 1}}$$

unde: g_i - structura cifrei de afaceri pe produse sau activități;

n - numărul de produse din nomenclatorul de fabricație al întreprinderii.

Acest coeficient poate lua valori între 0 și 1. Dacă nivelul lui se apropie de 0 înseamnă că cifra de afaceri este repartizată relativ uniform pe cele n produse din nomenclatorul de fabricație. Dacă dimpotrivă nivelul lui se apropie de 1 înseamnă că în structura vânzărilor sunt câteva produse care dețin cea mai mare pondere în cifra de afaceri. În același scop se poate folosi și *indicele Herfindhal* care se determină cu relația:

$$H = \sum g_i^2$$

Valoarea acestui coeficient este egală cu 1 dacă întreprinderea vinde un singur produs și cu $1/n$ dacă vânzările sunt repartizate în proporții egale pe produse.

Exemplu:

Pentru determinarea acestor coeficienți am considerat următoarele date, pentru o firmă industrială:

Tabelul 1

Produsele	Cantitatea vândută		Preț de vânzare	
	An bază	An curent	An bază	An curent
A	600	800	10	11
B	500	400	8	8
Total	*	*	*	*

Pe baza acestor date a fost calculată cifra de afaceri și structura acesteia pe produse, date ce sunt prezentate în tabelul următor.

Tabelul 2

Produsele	CA ₀ = q ₀ p ₀	CA ₁ = q ₁ p ₁	Structura CA	
			An bază	An curent
A	6000	8800	60,0%	73,3%
B	4000	3200	40,0%	26,7%
Total	10000	12000	100,0%	100,0%

Valorile coeficientului Gini-Struck și a coeficientului Herfindhal în cei doi ani considerați, pe baza acestor date, sunt:

$$G_0 = 0,200; \quad G_1 = 0,467;$$

$$H_0 = 0,520; \quad H_1 = 0,609;$$

Se observă că în perioada curentă valoarea celor doi coeficienți a crescut, ceea ce semnifică o concentrare a activității firmei spre produsul A, a cărui pondere a ajuns la 73,3% în anul curent.

Analiza factorială a cifrei de afaceri are rolul de a identifica factorii de influență, de a stabili nivelul și sensul influențelor lor, pentru ca în final să poată fi stabilite măsuri de limitare a acțiunii factorilor cu influență negativă, respectiv menținerea și amplificarea factorilor cu influență pozitivă. Pentru analiza factorială acești factori sunt agregați sub formă de modele de analiză. Astfel, mărimea cifrei de afaceri într-o întreprindere depinde de volumul fizic al producției vândute pe sortimente (q) și de prețul de vânzare pe unitatea de produs (p):

$$CA = \sum q \cdot p$$

Creșterea cifrei de afaceri a fiecărei firme poate avea loc prin creșterea volumului producției vândute în funcție de cerințele pieței și de resursele disponibile ale fiecărei întreprinderi. De asemenea, un rol important în creșterea cifrei de afaceri îl are creșterea prețului de vânzare în funcție de calitatea producției și de evoluția raportului dintre cerere și ofertă pe piață. Trebuie precizat faptul că primul factor conține și influența structurii producției vândute, care prin intermediul prețului diferențiat pe produse acționează asupra cifrei de afaceri.

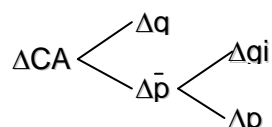
Influența modificării structurii producției poate fi cuantificată prin calcularea unui preț mediu de vânzare în cazul produselor omogene (exprimate în aceeași unitate de măsură).

$$CA = \sum q \cdot \bar{p},$$

unde: $\bar{p} = \frac{\sum g_i \cdot p}{100}$

g_i - structura producției vândute

\bar{p} - prețul mediu de vânzare, pentru produsele omogene.



Putem aprecia că modificarea structurii producției vândute în favoarea unor sortimente care sunt solicitate pe piață și au prețuri de vânzare mai mari, reprezintă o cale importantă de creștere a cifrei de afaceri.

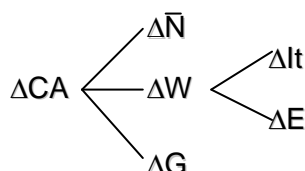
Pentru analiza factorială se mai pot folosi și alte modele, ținând seama de numărul mediu de salariați (\bar{N}_s), de productivitatea muncii (W_a) și de gradul de valorificare a producției fabricate (G_v):

$$Ca = \bar{N}_s \cdot W_a \cdot G_v = \bar{N}_s \cdot \frac{Q_f}{N_s} \cdot \frac{Ca}{Q_f}$$

La rândul ei productivitatea muncii poate fi privită în funcție de gradul de înzestrare tehnică a muncii cu mijloace fixe (It) și de eficiența utilizării mijloacelor fixe (E):

$$W_a = It \cdot E = \frac{M_f}{N_s} \cdot \frac{Q_f}{M_f}$$

În acest caz schema factorilor de influență se prezintă astfel:



Exemplu:

Pentru aplicarea metodologiei de analiză a cifrei de afaceri vom considera următorul exemplu:

Tabelul 3

Indicatori	An de bază	An curent	Indice %
1. Cifra de afaceri (CA)	10000	12000	120,00%
2. Producția fabricată (Qf)	10900	12800	117,43%
3. Numărul mediu de salariați (\bar{N}_s)	105	100	95,24%
4. Valoarea medie a mijloacelor fixe (Mf)	1100	1200	109,09%
5. Productivitatea muncii (\bar{W}_a)	103,81	128	123,30%
6. Înzestrarea tehnică a muncii (It)	10,48	12,00	114,55%
7. Eficiența mijloacelor fixe (E)	9,91	10,67	107,65%
8. Gradul de valorificare a producției fabricate (Gv)	0,917	0,938	102,19%

$$\Delta CA = CA_1 - CA_0 = 12000 - 10000 = 2000 \text{ mii lei.}$$

Influențele factorilor le stabilim cu ajutorul metodei substituirilor în lanț:

1. Influența numărului de salariați:

$$\Delta_{CA}^{\bar{N}_s} = (\bar{N}_{s1} - \bar{N}_{s0}) \cdot W_{a0} \cdot G_{v0} = (100 - 105) \times 103,81 \times 0,917 = -476,19 \text{ mii lei ;}$$

2. Influența productivității muncii:

$$\Delta_{CA}^{\bar{W}_a} = \bar{N}_{s1} \cdot (\bar{W}_{a1} - \bar{W}_{a0}) \cdot G_{v0} = 100 \times (128 - 103,81) \times 0,917 = 2219,31 \text{ mii lei ,}$$

din care:

2.1 Influența înzestrării tehnice a muncii:

$$\Delta_{CA}^{It} = \bar{N}_{s1} \cdot (It_1 - It_0) \cdot E_0 \cdot G_{v0} = 100 \times (12 - 10,48) \times 9,91 \times 0,917 = 1385,28 \text{ mii lei ;}$$

2.2 Influența eficienței utilizării mijloacelor fixe:

$$\Delta_{CA}^E = \bar{N}_{s1} \cdot It_1 \cdot (E_1 - E_0) \cdot G_{v0} = 100 \times 12 \times (10,67 - 9,91) \times 0,917 = 834,03 \text{ mii lei ;}$$

3. Influența gradului de valorificare a producției fabricate:

$$\Delta_{CA}^{G_v} = \bar{N}_{s1} \cdot W_{a1} \cdot (G_{v1} - G_{v0}) = 100 \times 128 \times (0,938 - 0,917) = 256,88 \text{ mii lei .}$$

Creșterea cifrei de afaceri s-a realizat prin creșterea productivității muncii anuale atât ca urmare a creșterii eficienței utilizării mijloacelor fixe, cât și a înzestrării tehnice a muncii. În același timp observăm că a scăzut ușor numărul mediu de salariați, reducerea care nu se apreciază neapărat ca fiind nefavorabilă, mai ales că productivitatea muncii a crescut. Gradul

de valorificare crescut, dar este în continuare mai mic de 1, ceea ce semnifică o reducere a ritmului de creștere a stocurilor de produse finite, apreciată favorabil.

2.3. Analiza valorii adăugate

Valoarea adăugată poate fi analizată din punct de vedere al structurii, dar și al factorilor de influență. **Analiza structurală** are drept obiectiv urmărirea modului de repartizare a valorii adăugate între participanții direcți și indirecti la activitatea economică a firmei. În acest scop se calculează ratele de remunerare a valorii adăugate, respectiv a ponderii fiecărui element component în totalul acesteia. Se pot stabili următoarele rate:

- rata de remunerare a personalului (R_1):

$$R_1 = \frac{\text{Cheltuieli cu personalul}}{\text{Valoarea adaugata}} \times 100$$

- rata de remunerare a statului (R_2):

$$R_2 = \frac{\text{Impozite si taxe}}{\text{Valoarea adaugata}} \times 100$$

- rata de remunerare a capitalului tehnic (R_3):

$$R_3 = \frac{\text{Cheltuieli cu amortizarea}}{\text{Valoarea adaugata}} \times 100$$

- rata de remunerare a creditorilor (R_4):

$$R_4 = \frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Valoarea adaugata}} \times 100$$

- rata de remunerare a acționarilor (R_5):

$$R_5 = \frac{\text{Profit net}}{\text{Valoarea adaugata}} \times 100$$

Aceste rate permit efectuarea de comparații sectoriale și inter-exerciții și oferă informații asupra modului de repartizare a valorii adăugate între partenerii sociali, respectiv personalul, statul, întreprinderea, creditorii și acționarii. Astfel, o creștere a ponderii profitului se apreciază favorabil, în timp ce creșterea ponderii cheltuielilor financiare poate semnifica o creștere a gradului de îndatorare al firmei. Ponderea impozitelor și taxelor depinde de fiscalitatea promovată de stat, creșterea acesteia apreciindu-se nefavorabil.

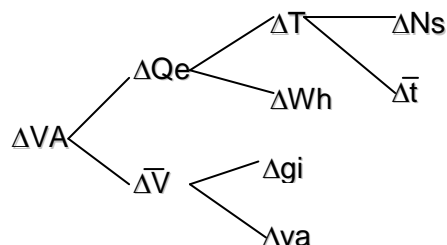
Un obiectiv important al analizei îl constituie **analiza factorială a valorii adăugate** pe baza unor modele factoriale de tip multiplicativ sau produs între factori. Astfel, dacă se urmărește corelația dintre valoarea adăugată, producția exercițiului și cheltuielile materiale, analiza acesteia se poate realiza pe baza următorului model:

$$VA = Qe(1 - Gm) = Qe(1 - \frac{Cm}{Qe}) = Qe \cdot \bar{v}_a.$$

Modificarea valorii adăugate se explică prin modificarea producției exercițiului și a valorii adăugate medii ce revine la 1 leu producție a exercițiului (\bar{v}_a).

Producția exercițiului poate fi privită și ea în funcție de timpul total lucrat de salariați, exprimat în ore-om (T) și de productivitatea orară a muncii (Wh), iar timpul total lucrat depinde de numărul mediu de salariați (Ns) și timpul de lucru mediu pe un salariat (\bar{t}).

La rândul ei valoarea adăugată medie la 1 leu producție a exercițiului (\bar{v}_a) depinde de structura producției pe sortimente (g) și de valoarea adăugată la 1 leu producție pe produse (va). Pe baza modelului prezentat se poate stabili următorul sistem factorial:



Exemplu:

Pentru exemplificarea metodologiei de analiză vom considera următorul exemplu:

Tabelul 4

Indicatori	An de bază	An curent
1. Producția exercițiului (Qe)	12000	14000
2. Cheltuieli materiale (Cm)	7000	7800
3. Valoarea adăugată (VA)	5000	6200
4. Timpul total lucrat în ore-om (T)	165900	160000
5. Nr. mediu de salariați (Ns)	105	100
6. Timpul mediu de lucru pe un salariat în ore (t)	1580	1600
7. Productivitatea medie orară (Wh)	0,0723	0,0875
8. Valoarea adăugată medie la un leu producție a exercițiului (\bar{V}_a)	0,417	0,443
9. Valoarea adăugată medie recalculată la 1 leu producție (\bar{V}_a^r)	-	0,425

$$\Delta VA = VA_1 - VA_0 = 6200 - 5000 = 1200$$

Valoarea adăugată a crescut cu 1200 mii lei, creștere explicată, potrivit sistemului factorial prezentat, pe baza influenței următorilor factori:

1) Influența producției exercițiului:

$$\Delta_{VA}^{Qe} = (Qe_1 - Qe_0) \cdot \bar{V}_{a_0} = (14000 - 12000) \times 0,417 = 833,33 \text{ mii lei}$$

din care, datorită modificării:

1.1 Timpului total lucrat:

$$\Delta_{VA}^T = (T_1 - T_0) \cdot \bar{W}_{h_0} \times \bar{V}_{a_0} = (160000 - 165900) \times 0,0723 \times 0,417 = -177,82 \text{ mii lei}$$

din care, datorită modificării:

1.1.1. Numărului mediu de salariați:

$$\Delta_{VA}^{Ns} = (Ns_1 - Ns_0) \cdot \bar{t}_0 \cdot \bar{W}_{h_0} \cdot \bar{V}_{a_0} = (100 - 105) \cdot 1580 \cdot 0,0723 \cdot 0,417 = -238,1 \text{ mii lei}$$

1.1.2. Timpului mediu pe un salariat:

$$\Delta_{VA}^t = Ns_1 (\bar{t}_1 - \bar{t}_0) \cdot \bar{W}_{h_0} \cdot \bar{V}_{a_0} = 100 \cdot (1600 - 1580) \cdot 0,0723 \cdot 0,417 = 60,28 \text{ mii lei}$$

1.2 Productivității medii orare:

$$\Delta_{VA}^{\bar{W}_h} = T_1 (\bar{W}_{h_1} - \bar{W}_{h_0}) \cdot \bar{V}_{a_0} = 160000 \cdot (0,0875 - 0,0723) \cdot 0,417 = 1011,15 \text{ mii lei}$$

2) Influența valorii adăugate medii la 1 leu producție a exercițiului:

$$\Delta_{VA}^{\bar{V}_a} = Qe_1 (\bar{V}_{a_1} - \bar{V}_{a_0}) = 14000 \cdot (0,443 - 0,417) = 366,67 \text{ mii lei}$$

din care, datorită modificării:

2.1 Structurii producției exercițiului:

$$\Delta_{VA}^{g_i} = Qe_1 (\bar{V}_a^r - \bar{V}_{a_0}) = 14000 \cdot (0,425 - 0,417) = 116,67 \text{ mii lei ,}$$

unde:
$$\bar{V}_a^r = \frac{\sum g_i \cdot va_0}{100}$$

2.2 Valorii adăugate la 1 leu producție pe produse:

$$\Delta_{VA}^{va} = Qe_1 (\bar{V}_{a_1} - \bar{V}_a^r) = 14000 \cdot (0,443 - 0,425) = 250 \text{ mii lei .}$$

Din analiza efectuată rezultă că ambii factori de influență direcți au avut influență favorabilă asupra creșterii valorii adăugate.

Astfel producția exercițiului, care reprezintă factorul extensiv, a contribuit la creșterea valorii adăugate cu 833,33 mii lei, adică cu 69,44% din creșterea totală, în timp ce valoarea

adăugată ce revine la 1 leu producție a exercițiului, ca factor intensiv, a avut o contribuție de 366,67 mii lei (30,54%).

Creșterea producției exercițiului s-a datorat în primul rând creșterii productivității orare a muncii, care reflectă aspectul calitativ al folosirii forței de muncă, dar și unei ușoare creșteri a timpului mediu lucrat de un salariat. Timpul total lucrat de salariați a scăzut, ceea ce a condus la reducerea valorii adăugate cu 177,82 mii lei, scădere datorată reducerii numărului mediu de salariați. Reducerea numărului de salariați poate fi justificată de restructurarea firmei, sau de achiziționarea unor echipamente mai performante, a căror utilizare necesită mai puțin personal.

Cel de-al doilea factor direct, valoarea adăugată medie la 1 leu producție a exercițiului a contribuit la creșterea valorii adăugate. În ceea ce privește influența modificării structurii producției aceasta se apreciază ca fiind justificată în măsura în care ea răspunde cerințelor pieței.

În cadrul valorii adăugate totale cea mai mare pondere o deține *valoarea adăugată aferentă producției vândute*, sau *valoarea adăugată realizată*. Pentru analiza acesteia poate fi folosit următorul model, care permite stabilirea valorii adăugate pe fiecare produs în parte:

$$VA = \sum q \cdot va = \sum q(p - cm) = \sum q(s)p - \sum q(s)cm .$$

unde: q – volumul producției vândute;

va – valoarea adăugată pe produse;

p – prețul de vânzare pe produse;

cm – cheltuielile materiale pe unitatea de produs;

Pentru calculul acesteia vom considera următorul exemplu:

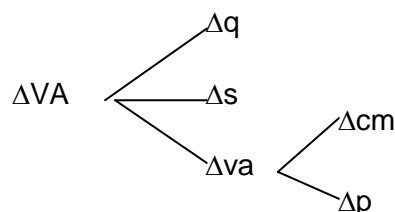
Tabelul 5

Indicatori	An de bază	An curent
Cifra de afaceri	10000	12000
Cheltuieli materiale aferente cifrei de afaceri	5800	6600
Producția vândută în perioada curentă exprimată în:		
- prețul anului de bază	-	11200
- chelt. cu materialele pe produs din anul de bază	-	6100
Valoarea adăugată aferentă producției vândute	4200	5400

$$\Delta VA = VA_1 - VA_0 = 5400 - 4200 = 1200 \text{ mii lei}$$

Deci, valoarea adăugată aferentă producției vândute a crescut cu 1200 mii lei, situație apreciată favorabil.

Schema factorilor de influență, în acest caz, se prezintă astfel:



Influențele acestor factori se calculează cu ajutorul metodei substituirilor în lanț, astfel:

1. Influența volumului fizic al producției

$$\begin{aligned} \Delta_{VA}^q &= \sum q_1(s_0)va_0 - \sum q_0(s_0)va_0 = VA_0 \cdot Iq - VA_0 = \\ &= 4200 \cdot 1,12 - 4200 = 504 \text{ mii lei} \end{aligned}$$

unde: I_q - indicele volumului fizic al producției.

$$I_q = \frac{\sum q_1 p_0}{\sum q_0 p_0} = \frac{11200}{10000} = 1,12;$$

2. Influența structurii producției:

$$\begin{aligned} \Delta_{VA}^s &= \sum q_1(s_1)va_0 - \sum q_1(s_0)va_0 = \left(\sum q_1 p_0 - \sum q_1 cm_0\right) - VA_0 \cdot I_q = \\ &= (11200 - 6100) - 4200 \cdot 1,12 = 396 \text{ mii lei} \end{aligned}$$

3. Influența valorii adăugate pe produs:

$$\begin{aligned} \Delta_{VA}^{va} &= \sum q_1(s_1)va_1 - \sum q_1(s_1)va_0 = VA_1 - \left(\sum q_1 p_0 - \sum q_1 cm_0\right) = \\ &= 5400 - (11200 - 6100) = 300 \text{ mii lei} \end{aligned}$$

din care:

3.1 Influența cheltuielilor materiale pe produs:

$$\begin{aligned} \Delta_{VA}^{cm} &= \sum q_1(p_0 - cm_1) - \sum q_1(p_0 - cm_0) = -\left(\sum q_1 cm_1 - \sum q_1 cm_0\right) = \\ &= -6600 + 6100 = -500 \text{ mii lei} \end{aligned}$$

3.2 Influența prețului de vânzare:

$$\begin{aligned} \Delta_{VA}^p &= \sum q_1(p_1 - cm_1) - \sum q_1(p_0 - cm_1) = \sum q_1 p_1 - \sum q_1 p_0 = \\ &= 12000 - 11200 = 800 \text{ mii lei} \end{aligned}$$

În urma acestei analize, constatăm că sporirea volumului vânzărilor cu 12% a condus la creșterea valorii adăugate cu 504 mii lei, aspect apreciat favorabil.

Modificarea structurii producției a condus la creșterea valorii adăugate cu 396 mii lei, datorită creșterii ponderii produselor cu o valoare adăugată mai mare decât media pe întreprindere. O asemenea influență nu reflectă efortul propriu al firmei și, de aceea, trebuie corelată cu cererea manifestată pe piață pentru aceste produse.

Pe seama influenței valorii adăugate pe produs, valoarea adăugată totală a crescut cu 300 mii lei. Această creștere s-a datorat creșterii prețurilor de vânzare într-un ritm superior creșterii cheltuielilor materiale pe produse, pe ansamblu firmei situația prezentându-se favorabil.

Capitolul 3. Analiza utilizării factorilor de producție

Nivelul rezultatelor obținute de o întreprindere depinde de modul de asigurare, dar mai ales utilizare, a resurselor disponibile. De aceea, în această parte a lucrării sunt abordate problemele analizei utilizării factorilor de producție, din punct de vedere extensiv și intensiv.

3.1. Analiza utilizării extensive a factorilor de producție

3.1.1. Analiza utilizării extensive a forței de muncă

Analiza utilizării resurselor umane vizează, pe de-o parte, latura extensivă (cantitativă), respectiv utilizarea integrală a timpului de muncă, iar, pe de altă parte, latura intensivă (calitativă), respectiv economisirea timpului de muncă necesar realizării unui produs, prestării unui serviciu, executării unei lucrări.

Pentru ***analiza utilizării timpului de lucru***, se folosesc indicatorii:

1) ***Fondul de timp calendaristic (Tc)*** exprimat în zile-om se determină înmulțind numărul mediu de personal cu numărul zilelor calendaristice din perioada respectivă (Zc):

$$Tc = \bar{N} \times Zc .$$

Pentru exprimarea fondului de timp calendaristic în ore-om trebuie să se țină seama de durata legală a zilei de lucru exprimată în ore (dz):

$$T_c = \bar{N} \times Z_c \times dz$$

2) *Fondul de timp maxim disponibil (Td)* se determină scăzând din fondul de timp calendaristic, timpul aferent concediilor legale de odihnă (Tco), zilelor de repaus și sărbătorilor legale (Trs).

$$T_d = T_c - (T_{co} + T_{rs})$$

3) *Fondul de timp efectiv utilizat (Te)* reprezintă numărul de zile-om sau ore-om efectiv lucrate într-o perioadă de timp, indiferent dacă sunt normale sau suplimentare și se calculează ca diferență între fondul de timp maxim disponibil (Td) și fondul de timp neutilizat (Tn):

$$T_e = T_d - T_n$$

Pentru caracterizarea *gradului de utilizare a timpului de lucru*, se folosesc indicatorii:

1) *Indicele de utilizare a fondului de timp maxim disponibil (ItD)* se determină prin raportarea fondului de timp efectiv lucrat la fondul de timp maxim disponibil:

$$IT_d = \frac{T_e}{T_d} \times 100$$

2) *Durata medie a zilei de lucru (\bar{D}_z)* caracterizează numărul mediu de ore lucrate de un salariat în cursul unei zile:

$$\bar{D}_z = \frac{\sum hn}{\sum Z_n}$$

unde: $\sum hn$ - numărul total de ore-om efectiv lucrate în timpul normal;

$\sum Z_n$ - numărul de zile-om efectiv lucrate din acea perioadă).

3.1.2. Analiza utilizării extensive a mijloacelor fixe

Utilizarea extensivă a mijloacelor fixe se poate aprecia pe baza următorilor indicatori:

1) *Coeficientul de folosire a parcului total (Kt)* - exprimă ponderea numărului de utilaje instalate (Ni), indiferent dacă acestea funcționează sau nu, în numărul total de utilaje existente în inventarul firmei (Nt). Se calculează cu relația:

$$K_t = \frac{N_i}{N_t} \times 100$$

2) *Coeficientul de folosire a parcului de utilaje instalat (Ki)* - exprimă ponderea numărului de utilaje aflate în funcțiune (Nf), în numărul de utilaje instalate:

$$K_i = \frac{N_f}{N_i} \times 100$$

3) *Gradul de utilizare a fondului de timp calendaristic (GFc):*

$$GF_c = \frac{T_e}{F_c} \cdot 100$$

4) *Gradul de utilizare a fondului de timp maxim disponibil, sau coeficientul folosirii extensive (Ke):*

$$K_e = \frac{T_e}{F_d} \times 100$$

3.2. Analiza utilizării intensive a factorilor de producție

3.2.1. Analiza utilizării intensive a forței de muncă

Productivitatea muncii este unul din cei mai importanți indicatori sintetici ai eficienței activității economice a întreprinderilor, care reflectă eficacitatea sau rodnicia muncii cheltuite în procesul de producție.

Nivelul productivității muncii se determină fie ca raport între volumul producției (Q) și cantitatea de muncă cheltuită pentru obținerea lui (T), fie prin raportarea timpului de muncă cheltuit la volumul producției obținute:

$$W = \frac{Q}{T} \quad \text{sau} \quad t = \frac{T}{Q}$$

Indicatorii de măsurare a productivității muncii depind, pe de o parte de modul de exprimare a volumului producției, iar pe de altă parte de modul de exprimare a cheltuielilor de timp de muncă. Principalii indicatori ai volumului producției, utilizați în calculul productivității muncii, pot fi: producția exercițiului, cifra de afaceri sau valoarea adăugată. În funcție de unitățile de măsură a timpului de muncă, productivitatea muncii poate fi orară, zilnică și anuală.

1) Productivitatea anuală a muncii:

$$W_a = \frac{Q_e; CA; VA}{\bar{N}_s; \bar{N}_m}$$

unde: W_a - productivitatea muncii anuale;

$Q_e; CA; VA$ - producția exercițiului, cifra de afaceri sau valoarea adăugată;

$\bar{N}_s; \bar{N}_m$ - numărul mediu de salariați sau de muncitori.

2) Productivitatea zilnică a muncii:

$$W_z = \frac{Q_e; CA; VA}{\Sigma Z} \quad \text{sau} \quad W_z = \frac{W_a}{\bar{Z}}$$

unde: ΣZ - numărul total de zile-om lucrate într-un an de către toți muncitorii sau de întregul personal;

\bar{Z} - numărul mediu de zile lucrate într-un an de un muncitor sau o persoană angajată.

3) Productivitatea orară a muncii:

$$W_h = \frac{Q_e; CA; VA}{\Sigma h}; \quad W_h = \frac{W_a}{\bar{h}_a}; \quad W_h = \frac{W_z}{\bar{h}_z},$$

unde: Σh - numărul total de ore-om lucrate de către toți muncitorii sau întregul personal în perioada analizată;

\bar{h}_a - numărul mediu de ore lucrate într-un an de un muncitor sau de o persoană angajată;

\bar{h}_z - numărul mediu de ore lucrate de un muncitor sau o persoană angajată într-o zi (durata medie a zilei de lucru).

Pentru a scoate în evidență rezervele de creștere a productivității muncii, este necesar să se studieze legăturile existente formele acesteia, legături ce se pot exprima astfel:

$$W_a = \bar{Z} \times W_z \quad W_z = \bar{h} \times W_h \quad W_a = \bar{Z} \times \bar{h} \times W_h$$

Productivitatea marginală a muncii exprimă sporul de producție obținut la creșterea cu o unitate a factorului muncă. Relația de calcul a acestui indicator este:

$$W_m = \frac{\Delta Q}{\Delta T}$$

în care:

ΔQ - reprezintă sporul de producție determinat de consumul suplimentar de muncă;

ΔT - consumul suplimentar de muncă;

Se justifică un consum suplimentar de muncă atunci când ritmul de creștere a producției devansează pe cel al evoluției consumului de muncă. În aceste condiții productivitatea marginală va fi superioară productivității medii a muncii.

Pentru urmărirea producției în funcție de factorul muncă se poate calcula și *coeficientul de elasticitate* dintre cei doi indicatori:

$$K_e = \frac{\frac{\Delta Q}{\Delta T}}{\frac{Q}{T}} = \frac{\Delta Q}{\Delta T} \cdot \frac{T}{Q}$$

Deoarece $\frac{\Delta Q}{\Delta T} = W_m$ - productivitatea marginală și $\frac{Q}{T} = \bar{W}$ - productivitatea medie, rezultă:

$$K_e = \frac{W_m}{\bar{W}}$$

Dacă acest coeficient de elasticitate are valori supraunitare ($K_e > 1$), atunci întreprinderea înregistrează o creștere a productivității medii a muncii pe seama consumului suplimentar de timp de muncă.

În condițiile în care coeficientul de elasticitate dintre producție și factorul muncă este cuprins între 0 și 1 ($0 \leq K_e \leq 1$) se înregistrează o scădere a productivității marginale, iar dacă $K_e < 0$, consumul suplimentar de muncă duce la scăderea producției, deci ar fi vorba de o productivitate marginală negativă, aspect neacceptat de nici un agent economic.

3.2.2. Analiza utilizării intensive a mijloacelor fixe

Eficiența utilizării mijloacelor fixe măsoară rezultatele obținute o unitate de mijloace fixe, într-o perioadă de timp. Indicatorii de apreciere a folosirii intensive a mijloacelor fixe pot fi exprimați în unități naturale sau valorice.

a) Indicatorii exprimați în unități naturale

Cei mai importanți astfel de indicatori sunt:

1) *Randamentul mediu al utilajelor* - este cel mai important indicator utilizat pentru caracterizarea utilizării intensive, și exprimă producția ce revine pe un utilaj într-o perioadă de timp. După unitatea la care se referă randamentul poate fi:

- *randamentul mediu pe un utilaj* (R_u), calculat ca raport între producția obținută într-o perioadă de timp (Q) și numărul de utilaje folosite în perioada respectivă (N_u):

$$\bar{R}_u = \frac{Q}{N_u}$$

- *randamentul mediu orar* (R_h), calculat ca raport între producția obținută și timpul efectiv lucrat de către utilaje (T_e):

$$\bar{R}_h = \frac{Q}{T_e}$$

Între cele două forme de exprimare a randamentului există relația:

$$\bar{R}_u = t \cdot \bar{R}_h$$

în care: t - timpul mediu de funcționare al unui utilaj.

2) *Randamentul marginal al utilajelor* - calculat ca raport între variația volumului producției (ΔQ) și variația timpului lucrat de utilaje (ΔT_e) astfel:

$$R_m = \frac{\Delta Q}{\Delta T_e}$$

3) *Coefficientul de elasticitate al producției în raport cu factorul utilaje (e):*

$$e = \frac{\Delta Q}{Q} : \frac{\Delta T_e}{T_e} = \frac{\Delta Q}{\Delta T_e} : \frac{Q}{T_e} = \frac{R_m}{R_h}$$

Acesta exprimă creșterea procentuală a producției la o creștere cu un procent a timpului de lucru al utilajelor. O valoare supraunitară a acestui coeficient ne arată că eforturile suplimentare efectuate se justifică prin rezultatele obținute.

b) Indicatorii exprimați în unități valorice

În cadrul acestora, rezultatele și eforturile sunt exprimate valoric. Principalii indicatori de eficiență utilizați, sunt:

- producția exercițiului la 1000 lei mijloace fixe;
- cifra de afaceri la 1000 lei mijloace fixe;
- valoarea adăugată la 1000 lei mijloace fixe;
- profitul brut și net la 1000 lei mijloace fixe.

Toți acești indicatori se calculează prin raportarea efectelor utile obținute la valoarea medie a acestuia astfel:

$$E_{kf} = \frac{Q_e, Ca, Va, P}{\bar{K}_f} \times 1000$$

unde: E_{kf} - eficiența utilizării mijloacelor fixe;

În cadrul analizei eficienței folosirii mijloacelor fixe trebuie să se urmărească și corelația dintre valoarea producției și eficiența mijloacelor fixe, pe baza relației următoare:

$$Q = \bar{K}_f \times E_{kf} = \bar{K}_f \times \frac{Q_e, Ca}{\bar{K}_f}$$

Din această relație rezultă că sporirea volumului producției poate avea la bază atât creșterea volumului mijloacelor fixe, cât și o folosire eficientă a acestora.

Un obiectiv important îl constituie și studierea corelației dintre eficiența mijloacelor fixe, productivitatea muncii și înzestrarea tehnică a muncii, care poate fi redată prin următoarea relație:

$$W = I_t \times E_{kf} \text{ sau } \frac{Q}{\bar{N}_s} = \frac{\bar{K}_f}{\bar{N}_s} \times \frac{Q}{\bar{K}_f},$$

în care: \bar{N}_s - numărul mediu de salariați sau de muncitori.

Corelația optimă ce trebuie să existe între acești indicatori se întâlnește atunci când indicele productivității muncii devansează indicele eficienței mijloacelor fixe, iar acesta la rândul său devansează indicele înzestrării tehnice a muncii, adică:

$$I_W > I_{EKf} > I_{It}$$

3.2.3. Analiza utilizării capitalului circulant (materiilor prime și materialelor)

Indicatorii prin care se apreciază utilizarea capitalului circulant pot fi exprimați în unități naturale sau valorice.

a) Indicatorii exprimați în unități naturale

Pentru caracterizarea consumurilor de materiale la nivelul unei firme se folosesc doi indicatori: consumul specific și consumul total de materiale.

Consumul specific (cs) exprimă cantitatea de materie primă consumată pentru a obține o unitate dintr-un produs. Se determină cu relația:

$$cs = \frac{M}{q}$$

în care: M - consumul total din materialul respectiv;
q - cantitatea fabricată din acel produs.

Modificarea consumului specific trebuie urmărită atât în dinamică, față de realizările perioadelor precedente, cât și comparativ cu nivelul stabilit prin documentația tehnică. Reducerea acestuia semnifică o mai bună utilizare a materialelor în procesul de producție.

Consumul total de materiale (M) exprimă cantitatea de materie primă consumată într-o perioadă de timp pentru realizarea unui anumit volum de producție fizică. Nivelul său poate fi determinat cu relația:

$$M = q \times cs \quad \text{- când materialul se folosește pentru realizarea unui singur produs;}$$

$$\sum M = \sum q \cdot cs \quad \text{- când materialul se folosește pentru realizarea mai multor produse.}$$

Dacă dorim să caracterizăm consumul din toate materialele utilizate pentru realizarea producției, acesta va fi exprimat valoric cu ajutorul prețurilor de aprovizionare a diferitelor materiale, îmbrăcând forma *cheltuielilor cu materialele (Cm)*:

$$\sum Cm = \sum q \cdot cs \cdot pm$$

în care: pm - prețul mediu de aprovizionare al materialelor.

Pentru analiza modului de folosire a materiilor prime se mai poate utiliza și *coeficientul de folosință sau gradul de valorificare productivă a materialelor (Km)*, stabilit ca raport între greutatea netă a produsului sau cantitatea de materii și materiale încorporată în produsele finite (Mi) și cantitatea totală de materii și materiale introdusă în procesul de fabricație (Mt), adică:

$$K_m = \frac{M_i}{M_t} \times 100$$

b) Indicatorii exprimați în unități valorice

Cei mai importanți astfel de indicatori sunt:

1) *Gradul de valorificare al resurselor materiale:*

$$G_v = \frac{Q}{C_m} \cdot 1000$$

unde: Q – valoarea producției fabricate;

C_m – consumul de materiale, exprimat valoric.

2) *Necesarul relativ de materiale* - arată consumul mediu de materiale, exprimat în unități valorice, la 1000 lei producție.

Capitolul 4. Analiza cheltuielilor întreprinderii

4.1 Analiza cheltuielilor totale și de exploatare

Cheltuielile unei întreprinderi reflectă, sub formă valorică, întregul consum de factori de producție efectuat pentru fabricarea și vânzarea producției. Acestea se structurează după mai multe criterii. Un criteriu important după care se grupează și în contul de profit și pierderi este natura acestora. Potrivit acestui criteriu cheltuielile totale cuprind: cheltuieli de exploatare (Ce), cheltuieli financiare (Cf) și cheltuieli extraordinare (Cex).

Nu se pot face aprecieri obiective cu privire la evoluția acestora, dacă nu le corelăm cu evoluția efectelor obținute. Pentru aprecierea eficienței cheltuielilor efectuate de către o întreprindere este necesar să se calculeze nivelul *cheltuielilor totale la 1000 lei venituri*

totale ale întreprinderii. Acest indicator numit și rata de eficiență a cheltuielilor totale se calculează prin raportarea cheltuielilor totale la veniturile totale ale întreprinderii și înmulțit cu 1000:

$$Ct_{/1000} = \frac{Ct}{Vt} \times 1000 = \frac{Ce + Cf + Cex}{Ve + Vf + Vex} \times 1000.$$

Ținând cont de modul de calcul al indicatorului, o reducere a nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri relevă o situație favorabilă, respectiv de creștere a eficienței cheltuielilor.

Pornind de la acest model de corelație, modificarea $Ct/1000$ se explică prin modificarea veniturilor totale și a cheltuielilor totale ale întreprinderii, ale căror influențe se calculează astfel:

1. $\Delta_{Ct/1000}^{Vt} = \frac{Ct_0}{Vt_1} \times 1000 - \frac{Ct_0}{Vt_0} \times 1000$;
2. $\Delta_{Ct/1000}^{Ct} = \frac{Ct_1}{Vt_1} \times 1000 - \frac{Ct_0}{Vt_1} \times 1000$.

Exemplu:

Pentru exemplificare se folosesc datele din tabelul 6.

Tabelul 6

Nr. crt.	Natura activității	Suma cheltuielilor		Suma veniturilor	
		An bază	An bază	An bază	An curent
1	Exploatare	10500	11900	12000	14000
2	Financiară	900	950	700	800
3	Extraordinară	700	750	750	800
4	TOTAL	12100	13600	13450	15600

Pe baza acestor date se calculează nivelul cheltuielilor la 1000 lei venituri totale, precum și modificarea acestora și influențele factorilor. Rezultatele sunt prezentate în tabelul 7.

Tabelul 7

INDICATORI	An bază	An curent
Cheltuieli totale la 1000 lei venituri totale	899,6	871,8
Modificarea $Ct/1000Vt$	-27,8	
1. Influența veniturilor totale	-124,0	
2. Influența cheltuielilor totale	96,2	

Se constată că nivelul cheltuielilor la 1000 lei venituri totale s-a redus cu 27,8 lei datorită creșterii veniturilor într-un ritm superior creșterii cheltuielilor totale, aspect apreciat favorabil.

Modificarea nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri poate fi explicată prin efectuarea unei analize factoriale. În acest caz nivelul cheltuielilor la 1000 lei venituri se poate calcula în funcție de structura sau ponderea veniturilor întreprinderii pe cele trei categorii de venituri (gi) și de nivelul cheltuielilor la 1000 lei venituri pe cele 3 categorii de venituri și cheltuieli ($Ci_{/1000}$).

$$Ct_{/1000} = \frac{\sum (gi \times ci_{/1000})}{100}$$

unde: $gi = \frac{Ve; Vf; Vex}{Vt} \cdot 100$

$$ci_{/1000} = \frac{Ce}{Ve}; \frac{Cf}{Vf}; \frac{Cex}{Vex} \times 1000$$

Influențele celor doi factori asupra modificării $Ct_{/1000}$ se calculează cu ajutorul metodei substituirilor în lanț. Pentru exemplificare se folosesc datele din tabelul 8.

Tabelul 8

Nr. crt.	Natura activității	Structura venituri %		$C_{/1000}$ (lei)	
		An bază	An bază	An bază	An curent
1	Exploatare	89,22%	89,74%	875,0	850,0
2	Financiară	5,20%	5,13%	1285,7	1187,5
3	Extraordinară	5,58%	5,13%	933,3	937,5
4	TOTAL	100,00	100,00	*	*

Astfel, reducerea nivelului cheltuielilor totale la 1000 lei venituri cu 27,8 lei față de perioada de bază se explică prin:

1) Influența modificării structurii veniturilor:

$$\Delta_{Ct_{/1000}}^{gi} = \frac{\sum (gi_1 \times ci_{0/1000})}{100} - \frac{\sum (gi_0 \times ci_{0/1000})}{100} = Ct_{/1000}^r - Ct_{0/1000} = 899,1 - 899,6 = -0,5 \text{ lei}$$

$$\text{unde: } Ct_{/1000}^r = \frac{(89,74 \times 875) + (5,13 \times 1285,7) + (5,13 \times 933,3)}{100} = 899,1$$

2) Influența modificării cheltuielilor la 1000 lei venituri pe categorii:

$$\Delta_{Ct_{/1000}}^{Ci_{/1000}} = \frac{\sum (gi_1 \times ci_{1/1000})}{100} - \frac{\sum (gi_1 \times ci_{0/1000})}{100} = Ct_{1/1000} - Ct_{/1000}^r = 871,8 - 899,1 = -27,3 \text{ lei.}$$

În urma analizei efectuate, se constată o reducere a nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri totale cu 27,8 lei, situație datorată ambilor factori cu influență directă.

Modificarea structurii veniturilor a condus la reducerea nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri totale cu 0,5 lei urmare a creșterii ponderii veniturilor cu cheltuieli la 1000 lei, mai mici decât media pe întreprindere (în exemplul de față, veniturile din exploatare).

Modificarea cheltuielilor la 1000 lei venituri pe cele trei categorii, au condus la reducerea nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri totale cu 27,3 lei.

Cheltuielile de exploatare dețin ponderea principală în cheltuielile totale și de aceea analiza cheltuielilor întreprinderii trebuie să continue cu analiza aprofundată a acestora. Ele cuprind toate cheltuielile aferente ciclului de exploatare, respectiv pentru aprovizionarea materiilor prime și a materialelor, stocarea acestora, producerea bunurilor și serviciilor, desfacerea acestora, etc.

Cheltuielile de exploatare pot fi grupate în 4 categorii: cheltuieli aferente cifrei de afaceri (C), cheltuieli aferente producției stocate (Cps); cheltuieli aferente producției imobilizate (Cpi) și alte cheltuieli de exploatare (ACe):

$$Ce = C + Cps + Cpi + ACe.$$

În mod corespunzător, veniturile din exploatare cuprind: cifra de afaceri (CA), venituri aferente producției stocate (Vps), venituri aferente producției imobilizate (Vpi) și alte venituri din exploatare (AVE):

$$Ve = CA + Vps + Vpi + AVE.$$

Pentru analiza cheltuielilor de exploatare se folosește indicatorul cheltuieli de exploatare la 1000 lei venituri din exploatare calculat cu relația:

$$Ce_{/1000} = \frac{Ce}{Ve} \times 1000.$$

Reducerea cheltuielilor la 1000 lei venituri din exploatare arată o creștere a eficienței activității de exploatare prin îmbunătățirea utilizării resurselor materiale, umane și financiare din fiecare fază a ciclului de exploatare respectiv aprovizionare, producție și desfacere.

Analiza eficienței cheltuielilor de exploatare poate fi continuată și pe baza unui alt model, caz în care nivelul cheltuielilor la 1000 lei venituri de exploatare se poate stabili în funcție de ponderea fiecărei categorii de venituri de exploatare față de veniturile din exploatare (ge) și de nivelul cheltuielilor la 1000 lei venituri din exploatare pe categorii ($ce/1000$) astfel:

$$C_{e/1000} = \frac{\sum (ge \times ce_{/1000})}{100}$$

$$\text{unde: } ge = \frac{CA; Vps; Vpi; AVe}{Ve} \times 100$$

$$ce_{/1000} = \frac{C}{CA}; \frac{Cps}{Vps}; \frac{Cpi}{Vpi}; \frac{ACe}{Ave} \times 1000$$

Acest model ne permite efectuarea unei analize de tip factorial asupra ratei de eficiență a cheltuielilor de exploatare. Pentru exemplificare vom folosi datele din tabelul 9.

Tabelul 9

Indicatori	An bază	An curent
Venituri din exploatare, din care aferente:	12000	14000
- cifrei de afaceri;	10000	12000
- producție stocate;	900	800
- producție imobilizate.	1100	1200
Cheltuieli de exploatare, din care aferente:	10500	11900
- cifrei de afaceri;	8500	9900
- producție stocate;	900	800
- producție imobilizate;	1100	1200
Cheltuieli la 1000 lei Ve , din care aferente :	875	850
- cifrei de afaceri;	850	825
- producție stocate;	1000	1000
- producție imobilizate;	1000	1000
Structura Ve din care aferentă:	100%	100%
- cifrei de afaceri;	83,3%	85,7%
- producție stocate;	7,5%	5,7%
- producție imobilizate;	9,2%	8,6%

$$\Delta_{C_{e/1000}} = C_{e/1000} - C_{e_0/1000} = 850 - 875 = -25 \text{ lei}$$

Pentru cuantificarea influențelor factorilor vom folosi metoda substituirilor în lanț:

1. Influența modificării structurii veniturilor din exploatare:

$$\Delta_{C_{e/1000}}^{ge} = \frac{\sum (ge_1 \times ce_{0/1000})}{100} - \frac{\sum (ge_0 \times ce_{0/1000})}{100} = C^r e_{/1000} - C_{e_0/1000} =$$

$$= 871,4 - 875 = -3,6 \text{ lei}$$

$$\text{unde: } C^r e_{/1000} = \frac{(87,5 \times 850) + (5,7 \times 1000) + (8,6 \times 1000)}{100} = 871,4 \text{ lei}$$

2. Influența modificării cheltuielilor la 1000 lei venituri din exploatare pe categorii:

$$\Delta_{C_{e/1000}}^{ce} = \frac{\sum (ge_1 \times ce_{1/1000})}{100} - \frac{\sum (ge_1 \times ce_{0/1000})}{100} =$$

$$= C_{e_{1/1000}} - C^f e_{/1000} = 850 - 871,4 = -21,4 \text{ lei.}$$

Reducerea nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri din exploatare s-a datorat pe de o parte reducerii cheltuielilor la 1000 lei venituri aferente cifrei de afaceri, iar pe de altă parte creșterii ponderii veniturilor cu cheltuieli la 1000 lei mai mici decât media pe întreprindere (în acest caz este vorba de cifra de afaceri). În ceea ce privește cheltuielile la 1000 lei venituri din producție stocată și imobilizată, nivelul acestora a fost de 1000, deoarece atât producția stocată cât și cea imobilizată sunt evaluate în costuri, neinfluențând nivelul ratei de eficiență a cheltuielilor de exploatare.

În aceste condiții, modificarea nivelului cheltuielilor la 1000 lei venituri din exploatare se datorează în principal modificării cheltuielilor aferente cifrei de afaceri. De aceea, se impune în continuare o analiză aprofundată a acestora.

Pentru aprecierea eficienței cheltuielilor aferente cifrei de afaceri se folosește indicatorul - **cheltuieli la 1000 lei cifră de afaceri** - calculat ca raport între cheltuielile aferente cifrei de afaceri ($\sum qc$) și cifra de afaceri ($\sum qp$).

$$C_{/1000} = \frac{\sum qc}{\sum qp} \times 1000$$

unde: q - volumul fizic al producției vândute;
p - prețul mediu de vânzare fără TVA;
c - costul complet pe unitatea de produs.

Dacă se ține seama și de structura producției vândute pe sortimente, relația de calcul se mai poate exprima și astfel:

$$C_{/1000} = \frac{\sum q(s)c}{\sum q(s)p} \times 1000.$$

Asupra modificării cheltuielilor la 1000 lei cifră de afaceri, influențează trei factori cu acțiune directă, respectiv: modificarea structurii producției vândute, modificarea prețurilor de vânzare și modificarea costurilor complete pe unitatea de produs.

Modificarea volumului fizic al producției vândute nu influențează în mod direct nivelul cheltuielilor la 1000 lei CA, deoarece acționează cu aceeași intensitate atât asupra numărătorului cât și asupra numitorului relației de calcul, pe ansamblu, influența sa fiind nulă. Totuși, modificarea volumului fizic al producției vândute influențează în mod indirect asupra $C_{/1000}$ prin intermediul costului pe unitatea de produs care se modifică în sens invers față de variația volumului producției vândute pe seama cheltuielilor fixe ce revin pe unitatea de produs.

În ceea ce privește modificarea structurii producției, deși și aceasta apare atât la numărător cât și la numitor, influența acesteia nu este nulă, deoarece la numărător avem structura producției vândute exprimată cu ajutorul costului, în timp ce la numitor avem structura producției vândute exprimată cu ajutorul prețului, ori raportul cost/preț nu este constant pentru toate produsele și deci și cele două posibilități de exprimare a structurii sunt diferite.

Calculul influențelor celor 3 factori asupra modificării $C_{/1000}$ se face cu ajutorul metodei substituirilor în lanț, iar pentru exemplificarea metodologiei de analiză factorială vom folosi datele din tabelul 10.

Tabelul 10

Indicatori	An bază	An curent
Cifra de afaceri	10000	12000
Cheltuielile aferente cifrei de afaceri	8500	9900

Producția vândută în perioada curentă exprimată în:		
- costurile perioadei de bază;	-	9300
- prețurile perioadei de bază.	-	11200
Cheltuieli la 1000 lei CA (lei)	850	825

1. Influența modificării structurii producției vândute:

$$\begin{aligned}\Delta_{C/1000}^s &= \frac{\sum q_1(s_1)c_0}{\sum q_1(s_1)p_0} \times 1000 - \frac{\sum q_1(s_0)c_0}{\sum q_1(s_0)p_0} \times 1000 = \frac{\sum q_1c_0}{\sum q_1p_0} \times 1000 - \frac{\sum q_0c_0}{\sum q_0p_0} \times 1000 = \\ &= \frac{9300}{11200} \times 1000 - \frac{8500}{10000} \times 1000 = 830,36 - 850 = -19,64\end{aligned}$$

2. Influența modificării prețurilor de vânzare:

$$\begin{aligned}\Delta_{C/1000}^p &= \frac{\sum q_1(s_1)c_0}{\sum q_1(s_1)p_1} \times 1000 - \frac{\sum q_1(s_1)c_0}{\sum q_1(s_1)p_0} \times 1000 = \frac{\sum q_1c_0}{\sum q_1p_1} \times 1000 - \frac{\sum q_1c_0}{\sum q_1p_0} \times 1000 = \\ &= \frac{9300}{12000} \times 1000 - \frac{9300}{11200} \times 1000 = 775 - 830,36 = -55,36\text{ lei}\end{aligned}$$

3. Influența modificării costurilor pe unitatea de produs:

$$\begin{aligned}\Delta_{C/1000}^c &= \frac{\sum q_1(s_1)c_1}{\sum q_1(s_1)p_1} \times 1000 - \frac{\sum q_1(s_1)c_0}{\sum q_1(s_1)p_1} \times 1000 = \frac{\sum q_1c_1}{\sum q_1p_1} \times 1000 - \frac{\sum q_1c_0}{\sum q_1p_1} \times 1000 = \\ &= \frac{9900}{12000} \times 1000 - \frac{9300}{12000} \times 1000 = 825 - 775 = +50\text{ lei.}\end{aligned}$$

În exemplul considerat se înregistrează o reducere a nivelului cheltuielilor la 1000 lei cifră de afaceri cu 25 lei față de nivelul anului de bază, aspect apreciat pozitiv, deoarece reflectă o creștere a eficienței acestora cu efecte favorabile asupra eficienței întregii activități desfășurate. Fiecare din cei trei factori au avut influențe diferite.

Astfel, modificarea structurii producției a condus la reducerea nivelului cheltuielilor la 1000 lei CA cu 19,64 lei, urmare a creșterii ponderii produselor cu cheltuieli la 1000 lei cifră de afaceri mai mici decât media pe întreprindere.

Modificarea prețurilor de vânzare a determinat o reducere a nivelului cheltuielilor la 1000 lei cifră de afaceri cu 55,36 lei, ca urmare a creșterii nivelului lor față de nivelul anului precedent. Această influență se apreciază ca fiind favorabilă numai în măsura în care creșterea prețurilor a avut loc ca urmare a unor acțiuni proprii ale întreprinderii.

În ceea ce privește costurile pe unitatea de produs, acestea au crescut, determinând o creștere a cheltuielilor la 1000 lei CA cu 50 lei. Comparând însă cele 2 influențe (ale modificării prețurilor și ale costurilor) observăm că intensitatea modificării acestora a fost diferită, prețurile crescând într-un ritm superior creșterii costurilor, cu efecte favorabile asupra nivelului cheltuielilor la 1000 lei cifră de afaceri.

4.2. Analiza principalelor categorii de cheltuieli

Având în vedere marea diversitate a cheltuielilor efectuate de către o întreprindere, acestea pot fi grupate după mai multe criterii:

a) **După natura lor**, se disting: **cheltuieli de exploatare; cheltuieli financiare; cheltuieli extraordinare.**

b) După corelația cu evoluția volumului de activitate, se pot delimita: **cheltuieli variabile; cheltuieli fixe.**

Cheltuielile variabile sunt dependente de evoluția volumului de activitate, modificându-se în același sens cu acesta. În cadrul lor se cuprind: cheltuielile cu materiile prime directe, cheltuielile cu salariile muncitorilor direct productivi, o parte din cheltuielile cu întreținerea și funcționarea utilajelor etc. Pe unitatea de produs aceste cheltuieli capătă un caracter relativ constant.

Cheltuielile fixe nu depind de volumul de activitate, în anumite limite ale acestuia având un caracter constant. În cadrul lor se cuprind cheltuielile cu amortizarea, cheltuielile cu conducerea și administrarea întreprinderii etc. Pe unitatea de produs aceste cheltuieli capătă un caracter variabil, modificându-se în sens invers față de evoluția volumului de activitate.

b) După conținutul lor, cheltuielile pot fi:

- cheltuieli materiale;
- cheltuieli cu personalul (salariale).

Cheltuielile materiale exprimă sub formă valorică întregul consum de muncă trecută sau materializată efectuat pentru fabricarea și vânzarea produselor. Ele cuprind atât cheltuielile pentru materii prime, materiale, combustibil și energie, precum și cheltuielile cu amortizarea mijloacelor fixe.

Cheltuielile cu personalul (salariale) exprimă sub formă valorică întregul consum de muncă vie sau cheltuielile totale efectuate de întreprindere pentru plata forței de muncă și pentru achitarea obligațiilor legate de asigurările și protecția socială a salariaților.

c) După modul de identificare și repartizare, cheltuielile pot fi:

- **cheltuieli directe** sunt legate nemijlocit de activitatea unei unități operative, a unui loc de muncă, sau de realizarea unui produs.;
- **cheltuieli indirecte** sunt ocazionate de funcționarea întreprinderii în ansamblul său.

d) După incidența asupra fluxurilor de trezorerie:

- **cheltuieli monetare**, care generează un flux monetar, o plată (salarii, cheltuielile cu materiile prime etc.):

- **cheltuieli calculate**, care nu generează efectuarea unei plăți (amortizări și provizioane).

Pentru analiza tuturor acestor categorii de cheltuieli se folosește indicatorul *cheltuieli la 1000 lei cifră de afaceri*, stabilit ca raport între fiecare categorie de cheltuieli în parte și cifra de afaceri:

$$Ci_{/1000} = \frac{Ci}{CA} \cdot 1000 = \frac{\sum q \cdot ci}{\sum q \cdot p} \cdot 1000$$

unde: Ci - categoria de cheltuieli;

ci - categoria de costuri pe unitatea de produs.

Față de modelul general prezentat, particularități în analiză prezintă cheltuielile cu personalul (salariale). De aceea vom prezenta analiza detaliată a acestora.

Analiza cheltuielilor cu personalul (salariale)

Principalele obiective ale analizei cheltuielilor salariale sunt:

- analiza situației generale a cheltuielilor salariale;
- analiza corelației dintre dinamica productivității muncii și dinamica salariului

mediu.

Pentru analiza situației generale a cheltuielilor salariale este necesar să se studieze următoarele aspecte:

- modificarea absolută și relativă a cheltuielilor salariale;
- eficiența cheltuielilor salariale.

Ponderea principală în totalul cheltuielilor salariale o deține fondul de salarii (Fs). Mărimea fondului de salarii depinde de numărul mediu de salariați (\bar{N}_s) și de salariul mediu anual pe o persoană (\bar{S}_a):

$$F_s = \bar{N}_s \times \bar{S}_a .$$

La rândul său, salariul mediu anual depinde de timpul mediu lucrat de o persoană într-un an, exprimat în ore (\bar{t}) și de salariul mediu orar (\bar{S}_h):

$$\bar{S}_a = \bar{t} \times \bar{S}_h .$$

Prin aplicarea metodei substituirilor în lanț se pot calcula influențele factorilor cu acțiune directă și indirectă asupra modificării absolute a fondului de salarii, astfel:

$$1. \Delta_{F_s}^{\bar{N}_s} = \left(\bar{N}_{s_1} - \bar{N}_{s_0} \right) \bar{S}a_0 ;$$

$$2. \Delta_{F_s}^{\bar{S}_a} = \bar{N}_{s_1} \left(\bar{S}a_1 - \bar{S}a_0 \right);$$

din care: 2.1. $\Delta_{F_s}^{\bar{t}} = \bar{N}_{s_1} (\bar{t}_1 - \bar{t}_0) \bar{S}h_0 ;$

2.2. $\Delta_{F_s}^{\bar{S}_h} = \bar{N}_{s_1} \bar{t}_1 (\bar{S}h_1 - \bar{S}h_0) ;$

Exemplu:

Pentru exemplificarea metodologiei de analiză a cheltuielilor cu personalul vom folosi datele din tabelul 11.

Tabelul 11

Indicatori	An bază	An curent
Fondul de salarii (mii lei)	3150	3500
Veniturile din exploatare (mii lei)	12000	14000
Numărul mediu de salariați	105	100
Timpul total efectiv lucrat (ore-om)	165900	160000
Salariul mediu anual (mii lei)	30	35
Salariul mediu orar (mii lei)	0,0190	0,0219
Timpul lucrat de un salariat (ore)	1580	1600
Productivitatea anuală a muncii (mii lei)	114,29	140

Pe baza acestor date se calculează influențele factorilor asupra modificării absolute a fondului de salarii. Rezultatele acestor calcule sunt prezentate în tabelul 12:

Tabelul 12

Indicatori	An curent / An bază
Modificarea absolută a fondului de salarii	350
1. Influența numărului mediu de salariați	-150
2. Influența salariului mediu anual, din care:	500
2.1. Influența timpului pe un salariat	38
2.2. Influența salariului mediu orar	462

În anul curent fondul de salarii a crescut cu 350 mii lei față de anul de bază datorită creșterii salariului mediu anual cu 500 mii lei, în condițiile în care numărul mediu de salariați a scăzut conducând la reducerea fondului de salarii cu 150 mii lei. Salariul mediu anual a

crescut atât pe seama creșterii timpului lucrat de un salariat cât și pe seama creșterii salariului orar.

Între fondul de salarii și volumul de activitate există o strânsă legătură, ceea ce impune compararea fondului de salarii efectiv și cu un fond de salarii admisibil. De aceea, în procesul de analiză se calculează și **modificarea relativă a fondului de salarii** (Δ^*Fs), ca diferență între fondul de salarii efectiv și fondul de salarii admisibil (Fs_a):

$$\Delta^*Fs = Fs_1 - Fs_a .$$

Fondul de salarii admisibil se stabilește în funcție de fondul de salarii previzionat sau din perioada de bază (Fs_0), corectat cu indicele veniturilor din exploatare:

$$Fs_a = Fs_0 \times I_{Ve} .$$

Atunci când fondul de salarii admisibil este mai mare decât cel efectiv ($Fs_a > Fs_1$), se obține o economie relativă la fondul de salarii, iar când fondul de salarii admisibil este mai mic decât cel efectiv ($Fs_a < Fs_1$), se înregistrează o depășire relativă la fondul de salarii.

În exemplul considerat fondul de salarii admisibil ia valoarea:

$$Fs_a = 3150 \times \frac{14000}{12000} = 3675 \text{ mii lei}$$

iar modificarea relativă:

$$\Delta^*Fs = 3500 - 3675 = -175 \text{ mii lei} .$$

Deoarece fondul de salarii admisibil a fost mai mare decât fondul de salarii efectiv ($Fs_a > Fs_1$) rezultă că firma a realizat o economie relativă la fondul de salarii de 175 mii lei. Spunem că firma a realizat o economie *relativă* deoarece, în realitate, fondul de salarii efectiv plătit de firmă în anul curent a fost mai mare decât cel plătit în anul precedent, însă în raport cu ceea ce putea plăti, în funcție de volumul de activitate, a plătit mai puțin.

Nu în toate situațiile economia relativă la fondul de salarii se apreciază favorabil. Pot exista situații când o asemenea economie este realizată pe seama reducerii salariilor angajaților ceea ce poate avea consecințe nefavorabile în lanț. De aceea se impune o analiză factorială a acestei economii în vederea identificării factorilor care au generat-o.

Pentru a pune în evidență factorii de influență se folosește modelul:

$$\Delta^*Fs = Ve_1 \cdot \left(\frac{T_1}{Ve_1} \cdot \frac{Fs_1}{T_1} - \frac{T_0}{Ve_0} \cdot \frac{Fs_0}{T_0} \right) ,$$

unde: Ve - veniturile din exploatare;

T - factorul muncă apreciat prin numărul mediu de salariați sau prin timpul total lucrat de aceștia.

Modificarea relativă a fondului de salarii este influențată de doi factori direcți:

- productivitatea muncii, exprimată prin timpul consumat pe unitatea de produs, sau la un leu producție $\left(\frac{T}{Ve} \right)$;
- salariul mediu pe unitatea de timp și pe un salariat $\left(\frac{Fs}{T} \right)$.

Influențele celor doi factori se calculează astfel:

a) Influența productivității muncii:

$$\Delta^wFs^* = Ve_1 \cdot \left(\frac{T_1}{Ve_1} \cdot \frac{Fs_0}{T_0} - \frac{T_0}{Ve_0} \cdot \frac{Fs_0}{T_0} \right)$$

b) Influența salariului mediu:

$$\Delta^sFs^* = Ve_1 \cdot \left(\frac{T_1}{Ve_1} \cdot \frac{Fs_1}{T_1} - \frac{T_1}{Ve_1} \cdot \frac{Fs_0}{T_0} \right) .$$

În funcție de nivelul și semnul acestor influențe se pot face aprecieri cu privire la activitatea firmei analizate. Astfel, economia relativă la fondul de salarii poate fi explicată pe seama influenței celor doi factori astfel:

- a) - *influența productivității cu semnul minus;*
 - *influența salariului cu semnul minus;*

În aceste condiții înseamnă că productivitatea muncii a crescut (deoarece în relația apare ca factor de influență inversul acesteia) ceea ce se apreciază favorabil, însă salariul mediu a scăzut. Situația nu va fi acceptată de salariați care, deși au lucrat mai bine, au primit un salariu mai mic. Deși pe termen scurt o asemenea politică conduce la economii, pe termen mediu și lung poate avea consecințe dezastruoase, salariații pierzându-și interesul pentru muncă fiind tentați să părăsească firma.

- b) - *influența productivității cu semnul minus;*
 - *influența salariului cu semnul plus;*

Productivitatea muncii a crescut. Salariul a crescut și el însă datorită faptului că pe ansamblu firma a înregistrat economie la fondul de salarii înseamnă că productivitatea muncii a crescut mai mult decât salariul. Acesta este cazul dorit și de managerii firmei care pot și trebuie să acorde majorări salariale numai în limita creșterii productivității muncii. Deci situația se apreciază favorabil.

- c) - *influența productivității muncii cu semnul plus;*
 - *influența salariului cu semnul minus;*

Productivitatea muncii a scăzut. Salariul mediu a scăzut și el. Deoarece firma a înregistrat economie relativă la fondul de salarii înseamnă că influența cu semnul minus a salariului a fost mai puternică decât influența cu semnul plus a productivității, ceea ce înseamnă că salariul a scăzut mai mult decât productivitatea. Nici o asemenea situație nu este de acceptat deoarece va conduce ireversibil spre falimentul firmei. Practic salariații lucrează din ce în ce mai prost în timp ce firma îi plătește și mai prost, ceea ce va conduce la înrăutățirea situației acesteia.

Iată deci, că din trei cazuri posibile numai într-unul singur situația se apreciază favorabil, în celelalte două deși firma a înregistrat o economie relativă la fondul de salarii, ceea ce aparent se apreciază favorabil, situația este de neacceptat fie pentru managerii fie pentru salariați.

Exemplu:

Pentru exemplul considerat, calculul influențelor celor doi factori se prezintă astfel:

- a) Influența productivității muncii:

$$\Delta^w Fs^* = 14000 \cdot \left(\frac{160000}{14000} \cdot \frac{3150}{165900} - \frac{165900}{12000} \cdot \frac{3150}{165900} \right) = - 637 \text{ mii lei}$$

- b) Influența salariului mediu:

$$\Delta^s Fs^* = 14000 \cdot \left(\frac{160000}{14000} \cdot \frac{3500}{160000} - \frac{160000}{14000} \cdot \frac{3150}{165900} \right) = 462 \text{ mii lei.}$$

Constatăm că ne găsim în cazul "b" când productivitatea muncii a crescut mai mult decât a crescut salariul mediu, ceea ce se apreciază favorabil și va avea consecințe benefice asupra eficienței întregii activități desfășurate de firmă.

Pentru o apreciere mai obiectivă asupra situației generale a cheltuielilor cu personalul trebuie urmărită și **eficiența acestei categorii de cheltuieli**. În acest scop se folosesc următorii indicatorul *fond de salarii la 1000 lei venituri din exploatare*:

$$Fs_{/1000Ve} = \frac{Fs}{Ve} \times 1000 .$$

Acesta pune în evidență corelația dintre dinamica indicatorului de efort (fondul de salarii) și dinamica indicatorului de efect (veniturile din exploatare). Reducerea fondului de salarii la 1000 lei venituri din exploatare reflectă o creștere a eficienței cheltuielilor cu personalul, ce trebuie obținută pe seama sporirii mai accentuate a veniturilor din exploatare față de creșterea fondului de salarii. Practic, trebuie respectate următoarea corelație:

$$I_{Ve} > I_{Fs}.$$

Exemplu:

Nivelul fondului de salarii la 1000 lei venituri din exploatare a fost calculat pe baza datelor din tabelul 11:

$$Fs_{0/1000} = \frac{3150}{12000} \cdot 1000 = 262,5 \text{ lei}; \quad Fs_{1/1000} = \frac{3500}{14000} \cdot 1000 = 250 \text{ lei}$$

$$\Delta Fs_{/1000} = -12,5 \text{ lei}$$

1. Influența veniturilor din exploatare:

$$\Delta_{Fs/1000}^{Ve} = \frac{Fs_0}{Ve_1} \cdot 1000 - \frac{Fs_0}{Ve_0} \cdot 1000 = \frac{3150}{14000} \cdot 1000 - 262,5 = -37,5 \text{ lei}$$

2. Influența fondului de salarii:

$$\Delta_{Fs/1000}^{Fs} = \frac{Fs_1}{Ve_1} \cdot 1000 - \frac{Fs_0}{Ve_1} \cdot 1000 = 250 - \frac{3150}{14000} \cdot 1000 = +25 \text{ lei}.$$

Se observă că veniturile din exploatare au crescut, ceea ce a condus la reducerea $Fs_{/1000}$ cu 37,5 lei. În același timp a crescut și fondul de salarii ce a condus la creșterea $Fs_{/1000}$ cu 25 lei. Veniturile din exploatare au crescut însă într-un ritm superior creșterii fondului de salarii, fapt ce a condus la creșterea eficienței cheltuielilor cu personalul, aspect apreciat favorabil.

Analiza se poate face asemănător și pe baza indicatorilor: fond de salarii la 1000 lei cifră de afaceri, respectiv fond de salarii la 1000 lei valoare adăugată.

Un alt obiectiv important al analizei îl constituie **urmărirea corelației dintre dinamica productivității muncii și dinamica salariului mediu**. În condițiile economiei de piață, creșterea mai rapidă a productivității muncii față de creșterea salariului mediu constituie o condiție de bază pentru asigurarea eficienței activității desfășurate.

Necesitatea respectării unei astfel de corelații decurge din faptul că, la creșterea productivității muncii concură și alți factori de producție, care trebuie și ei remunerați.

În cadrul analizei este necesar să se studieze două aspecte:

- situația generală a corelației;
- efectele respectării sau nerespectării acestei corelații.

Pentru analiza situației generale a corelației se poate folosi indicele de corelație, care se exprimă astfel:

$$I_c = \frac{I_s}{I_w},$$

unde: I_s - indicele salariului mediu;

I_w - indicele productivității muncii.

Respectarea corelației are loc atunci când indicele de corelație este subunitar ($I_c < 1$), în condițiile în care indicele salariului mediu și cel al productivității muncii sunt supraunitari.

În procesul de analiză este necesar să se studieze și efectele respectării sau nerespectării corelației asupra principalilor indicatori economico - financiari:

a) *Asupra fondului de salarii la 1000 lei venituri de exploatare:*

1. influența productivității muncii:

$$\Delta_{Fs/1000}^W = \frac{\bar{S}_0}{W_1} \times 1000 - \frac{\bar{S}_0}{W_0} \times 1000;$$

2. influența salariului mediu pe o persoană:

$$\Delta_{Fs/1000}^{\bar{S}} = \frac{\bar{S}_1}{W_1} \times 1000 - \frac{\bar{S}_0}{W_1} \times 1000;$$

b) *Asupra profitului din exploatare:*

1. influența productivității muncii:

$$\Delta_{Pe}^W = -\frac{Ve_1}{1000} \left(\frac{\bar{S}_0}{W_1} \cdot 1000 - \frac{\bar{S}_0}{W_0} \cdot 1000 \right)$$

2. influența salariului mediu:

$$\Delta_{Pe}^{\bar{S}} = -\frac{Ve_1}{1000} \left(\frac{\bar{S}_1}{W_1} \cdot 1000 - \frac{\bar{S}_0}{W_1} \cdot 1000 \right)$$

iar prin intermediul acestuia asupra ratei rentabilității și a altor indicatori de eficiență.

4.3. Analiza costurilor pe produse și a costului marginal

În condițiile economiei de piață prețurile cu care se vând produsele nu sunt stabilite de către agenții economici în funcție de cheltuielile pe care aceștia le fac, ci sunt determinate de legea cererii și ofertei. În aceste condiții, realizarea unor profituri cât mai mari depinde în mod direct de acțiunea de reducere a costurilor produselor.

Analiza costurilor pe produse are rolul de a evidenția tendințele ce se manifestă în evoluția costurilor pe unitatea de produs, precum și a căilor de reducere a acestora. Nivelul costurilor pe unitatea de produs (c) se determină prin raportarea cheltuielilor totale aferente unui produs (C) la volumul fizic al producției din produsul respectiv (q):

$$c = C/q$$

După determinarea abaterilor intervenite în nivelul acestuia trebuie identificate abaterile pe categorii de cheltuieli și stabilirea posibilităților de reducere a acestora. Principalele categorii sunt:

a) *Cheltuielile cu materiile prime directe*, depind de consumul specific din diferitele materiale (cs) și de prețul materialului (pm):

$$cm = cs \times pm.$$

b) *Cheltuielile cu salariile directe* (chs) depind de productivitatea muncii, exprimată prin timpul consumat pe unitatea de produs (t) și de salariul mediu orar (\bar{sh}):

$$chs = t \times \bar{sh}.$$

c) *Cheltuielile indirecte* (de regie) (ci), ca sumă totală reprezintă acele cheltuieli care nu depind de volumul producției. Pe unitatea de produs se obțin prin raportarea cheltuielilor de regie totale la volumul producției:

$$ci = Ci/q.$$

Un obiectiv important al analizei costului pe produse îl reprezintă stabilirea **costului marginal** adică a aceluși cost la care este produsă o unitate suplimentară dintr-un produs. Acesta este deci sporul de cheltuieli generat de creșterea volumului producției cu o unitate. Nivelul său se determină cu relația:

$$cm = \Delta Ct / \Delta q,$$

unde: ΔCt - creșterea cheltuielilor totale;

Δq - creșterea producției fizice.

Analiza costului marginal permite determinarea punctului în care întreprinderea își desfășoară activitatea cu cheltuielile cele mai mici și servește la fundamentarea deciziei de majorare a volumului producției. Pentru aceasta, nivelul său se compară cu nivelul costului mediu și cu cel al prețului de vânzare.

Capitolul 5. Analiza rentabilității întreprinderii

Rentabilitatea exprimă capacitatea unei firme de a realiza profit. Principalele obiective ale analizei rentabilității unei firme sunt: analiza profitului, ca indicator de exprimare a rentabilității în mărimi absolute; analiza ratelor de rentabilitate, ca indicatori de exprimare a rentabilității în mărimi relative și analiza rentabilității pe baza punctului critic.

5.1. Analiza profitului

Profitul reprezintă rațiunea de a fi a unei întreprinderi. De aceea analiza acestuia trebuie să reprezinte un obiectiv esențial al oricărei analize economico-financiare. În cadrul acestei analize vom urmări trei aspecte de bază și anume:

- analiza profitului total;
- analiza profitului din exploatare;
- analiza profitului aferent cifrei de afaceri.

Profitul total al exercițiului reprezintă un indicator sintetic prin care se apreciază, sub formă absolută, rentabilitatea unei firme. Acesta este analizat din punct de vedere structural și factorial.

Analiza structurală a profitului total al exercițiului ține seama de elementele componente și de sursele sale de proveniență, așa cum sunt ele prezentate în Contul de Profit și Pierdere. Potrivit acestuia, mărimea profitului total (P_b) se determină astfel:

$$P_b = V_t - C_t.$$

Pentru analiza dinamicii profitului brut, se pot calcula modificările absolute și procentuale intervenite în mărimea acestuia în anul curent față de anul de bază.

Modificarea profitului total se explică prin modificarea veniturilor totale și a cheltuielilor totale, ale căror influențe se pot calcula cu ajutorul metodei bilanțiere. Analiza structurală a rezultatului total se poate adânci prin luarea în considerare a influențelor exercitate de modificarea fiecărei categorii de venituri, precum și a categoriilor de cheltuieli aferente.

Nivelul profitului total se mai poate stabili prin însumarea rezultatului de exploatare (R_e) cu rezultatul financiar (R_f) și cu rezultatul extraordinar (R_{ex}):

$$P_b = R_e + R_f + R_{ex}$$

Analiza factorială a profitului total necesită studierea acestuia cu ajutorul unor modele de tip determinist, care permit stabilirea factorilor ce influențează nivelul și evoluția sa, precum și măsurarea acestor influențe. În acest scop, poate fi utilizat următorul model:

$$P_b = V_t \times \frac{P_b}{V_t} = V_t \times R_v,$$

unde: $R_v = \frac{\sum (g_i \times r_i)}{100};$

$$g_i = \frac{V_e, V_f, V_{ex}}{V_t} \cdot 100;$$

$$r_i = \frac{P_e}{V_e}, \frac{P_f}{V_f}, \frac{P_{ex}}{V_{ex}},$$

R_v - profitul mediu ce revine la 1 leu venituri totale;

g_i – structura veniturilor totale;

r_i - profitul la 1 leu venituri, pe cele trei categorii de venituri.

Exemplu:

Pentru aplicarea acestui model, sunt utilizate datele din tabelul 13 pe baza cărora am calculat indicatorii prezentați în tabelul 14:

- mii lei -

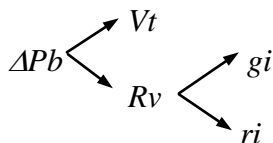
Tabelul 13

Indicatori	An bază	An curent	Modificări	
			Absolute	Procentuale
Venituri totale, din care:	13450	15600	2150	15,99%
- de exploatare	12000	14000	2000	16,67%
- financiare	700	800	100	14,29%
- extraordinare	750	800	50	6,67%
Cheltuieli totale, din care:	12100	13600	1500	12,40%
- de exploatare	10500	11900	1400	13,33%
- financiare	900	950	50	5,56%
- extraordinare	700	750	50	7,14%
Profitul total	1350	2000	650	48,15%

Tabelul 14

Nr. crt.	Activitatea	Structura veniturilor		Profit mediu la 1 leu venituri	
		An bază	An curent	An bază	An curent
1	Exploatare	89,22%	89,74%	0,1250	0,1500
2	Financiară	5,20%	5,13%	-0,2857	-0,1875
3	Extraordinară	5,58%	5,13%	0,0667	0,0625
4	Total	100,00%	100,00%	0,1004	0,1282

Creșterea profitului total cu 650 mii lei în anul curent față de anul de bază se explică pe seama modificării factorilor cu acțiune directă și indirectă, a căror schemă de cauzalitate se prezintă astfel:



Influențele factorilor se calculează cu ajutorul metodei substituirilor în lanț:

$$1. \Delta_{pb}^{Vt} = (Vt_1 - Vt_0) \times Rv_0 = (15600 - 13450) \cdot 0,1004 = 215,8 \text{ mii lei}$$

$$2. \Delta_{pb}^{Rv} = Vt_1 \times (Rv_1 - Rv_0) = 15600 \cdot (0,1282 - 0,1004) = 434,2 \text{ mii lei}$$

$$2.1. \Delta_{pb}^{g_i} = Vt_1 \times (Rv'_1 - Rv_0) = 15600 \cdot (0,1009 - 0,1004) = 9 \text{ mii lei}$$

$$2.2. \Delta_{pb}^{r_i} = Vt_1 \times (Rv_1 - Rv'_1) = 15600 \cdot (0,1282 - 0,1009) = 425,2 \text{ mii lei.}$$

unde: Rv' reprezintă profitul mediu brut la 1 leu venituri totale din anul curent, recalculat în funcție de profitul la 1 leu venituri din anul de bază, pe cele trei categorii de venituri totale:

$$Rv' = \frac{\sum (g_i \cdot r_{i_0})}{100} = \frac{89,74 \cdot 0,1250 + 5,13 \cdot (-0,2857) + 5,13 \cdot 0,0667}{100} = 0,1009.$$

Se observă că atât veniturile totale, cât și profitul mediu brut ce revine la 1 leu venituri totale au avut o influență favorabilă asupra modificării profitului brut al firmei; astfel, factorul extensiv (Vt) a condus la o creștere cu 215,8 mii lei a profitului total, iar factorul intensiv (Rv) a dus la un spor de 434,2 mii lei. Această din urmă creștere se datorează, în cea mai mare parte, influenței exercitate de majorarea ratei rentabilității pe categorii de venituri, care a determinat creșterea profitului total cu 425,2 mii lei. În privința structurii veniturilor, a avut loc o ușoară modificare a ponderii celor trei categorii de venituri în veniturile totale ale firmei (g_i) în favoarea acelei activități care asigură un profit la 1 leu venituri pe categorii (r_i) superior mediei pe întreprindere (Rv) (activitatea de exploatare, unde ponderea veniturilor de exploatare crește de la 89,22% la 89,74% și care asigură un profit de exploatare la 1 leu venituri de exploatare în anul de bază de 0,1250 lei, superior mediei de 0,1004 lei); totodată, a scăzut ponderea veniturilor din activitatea financiară și cea extraordinară.

Rezultatul din exploatare reprezintă cea mai importantă componentă a rezultatului total, fiind agreat, în principal, de investitori pentru caracterizarea rentabilității economice a activității finanțate. Nivelul său se poate determina pe baza Contului de Profit și Pierderi, ca diferență între veniturile din exploatare și cheltuielile din exploatare:

$$Re = Ve - Ce$$

Analiza factorială a profitului din exploatare are ca obiectiv identificarea factorilor de influență și măsurarea influenței acestora asupra modificării profitului din exploatare. Se poate realiza cu ajutorul mai multor modele de tip multiplicativ:

$$Re = Ve \times \frac{Pe}{Ve} = Ve \times \overline{Pe} = \overline{Ns} \times \bar{t} \times \overline{Wh} \times \overline{Pe},$$

$$\text{iar } \overline{Pe} = \frac{\sum ge \cdot re}{100}$$

unde: \overline{Pe} - profitul mediu de exploatare la 1 leu venituri din exploatare;

ge - reprezintă structura veniturilor de exploatare, adică:

$$ge = \frac{CA; Vps; Vpi; AVe}{Ve} \cdot 100;$$

re - este profitul la 1 leu cifră de afaceri, venituri din producția stocată, venituri din producția imobilizată, alte venituri din exploatare:

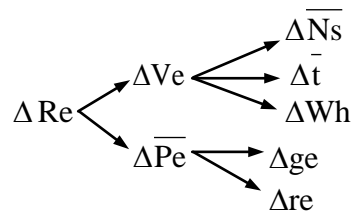
$$re = \frac{Pr}{CA}, \frac{Pps}{Vps}, \frac{Ppi}{Vpi}, \frac{Pav}{AVe};$$

\bar{t} - timpul mediu exprimat în ore lucrat de un salariat într-un an;

\overline{Wh} - productivitatea medie orară a muncii.

Trebuie precizat că producția stocată și producția imobilizată sunt evaluate în costuri, profitul aferent acestora fiind egal cu 0.

Pentru analiza profitului din exploatare conform acestui model, se va folosi următoarea schemă factorială:



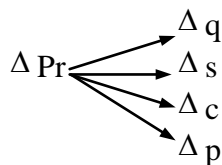
Influențele factorilor se calculează cu ajutorul metodei substituirilor în lanț.

Deoarece în cadrul profitului de exploatare ponderea cea mai mare o deține **profitul aferent producției vândute** (cifrei de afaceri), ne vom opri în continuare asupra lui.

Primul model de analiză pe care îl folosim în analiza profitului aferent cifrei de afaceri se prezintă astfel:

$$Pr = \sum qp - \sum qc = \sum q(s)p - \sum q(s)c,$$

Schema factorilor cu influență directă se prezintă astfel:



Exemplu:

Pentru analiza profitului aferent cifrei de afaceri vom utiliza datele din tabelul următor:

Tabelul 15

Indicatori	An bază	An curent
Cifra de afaceri	10000	12000
Cheltuielile aferente cifrei de afaceri	8500	9900
Producția vândută în perioada curentă exprimată în:		
- costurile perioadei de bază;	-	9300
- prețurile perioadei de bază.	-	11200

Profitul aferent cifrei de afaceri în cele două perioade este:

$$Pr_0 = \sum q_0 p_0 - \sum q_0 c_0 = 10000 - 8500 = 1500 \text{ mii lei}$$

$$Pr_1 = \sum q_1 p_1 - \sum q_1 c_1 = 12000 - 9900 = 2100 \text{ mii lei}$$

Modificarea absolută a profitului se calculează astfel:

$$\Delta Pr = Pr_1 - Pr_0 = 2100 - 1500 = 600 \text{ mii lei.}$$

Această variație se datorează influențelor factorilor, calculate cu ajutorul metodei substituirilor în lanț:

$$1. \Delta_{Pr}^q = (\sum q_1 s_0 p_0 - \sum q_1 s_0 c_0) - (\sum q_0 s_0 p_0 - \sum q_0 s_0 c_0) = \\ = Pr_0 \cdot I_q - Pr_0 = 1500 \cdot 1,12 - 1500 = 180 \text{ mii lei}$$

unde I_q este indicele volumului producției vândute, care se calculează astfel:

$$I_q = \frac{\sum q_1 p_0}{\sum q_0 p_0} = \frac{11200}{10000} = 1,12$$

$$2. \Delta_{Pr}^s = (\sum q_1 s_1 p_0 - \sum q_1 s_1 c_0) - (\sum q_1 s_0 p_0 - \sum q_1 s_0 c_0) = \\ = (\sum q_1 p_0 - \sum q_1 c_0) - Pr_0 \cdot I_q = (11200 - 9300) - 1500 \times 1,12 = 220 \text{ mii lei}$$

$$3. \Delta_{Pr}^c = (\sum q_1 s_1 p_0 - \sum q_1 s_1 c_1) - (\sum q_1 s_1 p_0 - \sum q_1 s_1 c_0) = \\ = -(\sum q_1 c_1 - \sum q_1 c_0) = -(9900 - 9300) = -600 \text{ mii lei}$$

$$4. \Delta_{Pr}^p = (\sum q_1 s_1 p_1 - \sum q_1 s_1 c_1) - (\sum q_1 s_1 p_0 - \sum q_1 s_1 c_1) = \\ = \sum q_1 p_1 - \sum q_1 p_0 = 12000 - 11200 = 800 \text{ mii lei}$$

Creșterea volumului fizic al producției vândute a determinat sporirea profitului aferent cifrei de afaceri cu 180 mii lei. Aceasta este o consecință firească a investițiilor efectuate de firmă și care s-au concretizat în creșterea capacității de producție și a volumului de activitate. Este un aspect favorabil, semnificând o creștere a cererii clienților pentru produsele întreprinderii și o sporire a volumului desfacerilor pe piață.

Modificarea structurii producției vândute a condus la creșterea profitului cu 220 mii lei, ca urmare a creșterii ponderii sortimentelor cu un profit pe unitatea de produs mai mare decât media pe întreprindere și a scăderii ponderii sortimentelor cu un profit pe unitatea de produs mai mic decât media pe întreprindere. Cu toate că este o influență pozitivă, semnificația sa trebuie apreciată în strânsă corelație cu cererea manifestată pe piață pentru produsele firmei.

Sporirea, în medie, a costurilor pe unitatea de produs a contribuit la reducerea profitului aferent cifrei de afaceri cu 600 mii lei. Pentru a putea aprecia eficiența acestor cheltuieli, trebuie să se compare influența costului unitar (în mărime absolută) cu cea a prețului de vânzare. În cazul de față, se constată o influență mai mare a prețurilor (800 mii față de 600 mii), ceea ce înseamnă o creștere superioară a acestora în comparație cu creșterea costurilor. Putem, astfel, concluziona că se justifică majorarea costurilor unitare, întrucât acestea se recuperează printr-o creștere mai mare a prețurilor.

Majorarea prețului de vânzare poate fi determinată fie de îmbunătățirea calității producției, caz în care atrage și o majorare a costului de producție pe unitatea de produs (ca urmare a creșterii cheltuielilor materiale unitare sau a cheltuielilor salariale unitare), fie de o situație conjuncturală favorabilă a raportului dintre cerere și ofertă pe piață. Pentru întreprindere, această ultimă cale de sporire a profitului nu este cea mai indicată, deoarece, în viitor, creșterea concurenței nu va mai permite o asemenea evoluție a prețurilor.

5.2. Analiza ratelor de rentabilitate

Ratele de rentabilitate sunt indicatori sintetici, prin care se apreciază sub formă relativă situația profitabilității întreprinderii. Ratele rentabilității sunt printre cei mai importanți indicatori prin care se apreciază eficiența activității unei întreprinderi, deoarece reflectă rezultatele obținute ca urmare a trecerii prin toate stadiile circuitului economic: aprovizionare, producție și desfacere.

Rata rentabilității, ca indicator de performanță, poate avea mai multe forme, în funcție de modul de raportare a unui indicator de rezultate (profit, indicatori parțiali ai rentabilității) la un indicator de flux global al activității (cifra de afaceri, venituri din exploatare, venituri totale) sau la mijloacele economice avansate sau consumate pentru obținerea rezultatului respectiv.

De aceea, putem clasifica ratele de rentabilitate în funcție de mai multe criterii, cele mai importante fiind *criteriul bazei de raportare* și *criteriul funcțional*. În afara acestora, mai pot exista criterii referitoare la interesele urmărite în exprimarea acestor rate (interesele managerilor, acționarilor, creditorilor, etc.) sau la tipul de rezultat ce se află la numărătorul ratelor.

În funcție de criteriul bazei de raportare se pot distinge ratele de marje sau de structură, care au la numitor un indicator de flux global al activității (exemplu ratele rentabilității comerciale) și ratele de rentabilitate propriu - zise sau de eficiență, care au la numitor mijloacele angajate sau consumate pentru obținerea rezultatelor.

În funcție de criteriul funcțional vom clasifica ratele rentabilității în rate ale rentabilității economice, rate ale rentabilității financiare, rate ale rentabilității resurselor consumate și rate ale rentabilității comerciale.

În ceea ce urmează ne vom opri asupra criteriului funcțional, deoarece el înglobează practic și criteriul precedent de clasificare.

1. Rata rentabilității economice măsoară performanțele totale ale activității unei firme, independent de modul de finanțare și de sistemul fiscal. Această rată se poate exprima sub mai multe forme, în funcție de modul de exprimare a indicatorului de efort. Întâlnim astfel:

- rata rentabilității economice a activelor, când indicatorul de efort este reprezentat de activele totale sau cele de exploatare;

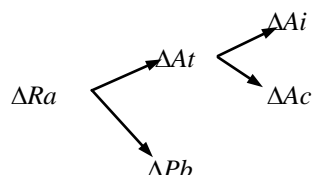
- rata rentabilității economice a capitalului angajat, când indicatorul de efort este reprezentat de capitalul angajat.

a) Rata rentabilității economice a activelor, se calculează ca raport între rezultatul total al exercițiului sau profitul brut total (Pb) și activul total (At), format din activele imobilizate (Ai) și activele circulante (Ac):

$$Ra = \frac{Pb}{At} \cdot 100 = \frac{Pe + Pf + Pex}{Ai + Ac} \cdot 100.$$

Nivelul său prezintă interes, în primul rând pentru managerii întreprinderii, care apreciază astfel, eficiența cu care sunt utilizate activele disponibile.

Schema factorilor cu influență directă și indirectă se prezintă astfel:



Un alt model de analiză factorială a ratei rentabilității economice a activelor se prezintă astfel:

$$Ra = \left(\frac{Vt}{At} \times \frac{Pb}{Vt} \right) \times 100$$

unde: $\frac{Pb}{Vt}$ - profitul mediu la 1 leu venituri totale (rata rentabilității veniturilor);

$\frac{Vt}{At}$ - eficiența (viteza de rotație) a activelor totale;

Influențele factorilor se calculează cu metoda substituirilor în lanț.

O altă formă de exprimare a ratei rentabilității economice a activelor ține seama de rezultatul de exploatare, sau cel aferent cifrei de afaceri, și de activele totale ale firmei, astfel:

$$Ra = \frac{Pe}{At} \cdot 100 = \left(\frac{Ve}{At} \times \frac{Pe}{Ve} \right) \times 100$$

$$Ra = \frac{Pr}{At} \cdot 100 = \frac{\sum qp - \sum qc}{AI + AC} \cdot 100, \text{ sau}$$

$$Ra = \frac{\sum qp}{At} \left(1 - \frac{\sum qc}{\sum qp} \right) \cdot 100 = E_{At} (1 - C_{/1\text{leu CA}})$$

Potrivit acestui model, rata rentabilității economice a activului este influențată de doi factori direcți: eficiența activelor totale și cheltuielile la 1 leu cifră de afaceri, ale căror influențe se determină cu metoda substituirilor în lanț.

Pentru creșterea nivelului său se poate acționa prin creșterea eficienței utilizării activelor totale și prin reducerea cheltuielilor ce revin la 1 leu cifră de afaceri.

Rata rentabilității economice a activelor se poate calcula și numai pentru activitatea de exploatare, prin raportarea profitului de exploatare la mărimea activelor de exploatare, astfel:

$$Ra = \frac{Pe}{Ae} \times 100 = \frac{Ve}{Ae} \times \frac{Pe}{Ve} \times 100$$

Prin aplicarea metodei substituirilor în lanț, se pot calcula influențele factorilor asupra modificării ratei rentabilității economice și se pot face aprecieri cu privire la factorii cu influență pozitivă și negativă care au determinat evoluția acestei rate.

b) Rata rentabilității economice a capitalului angajat se determină ca raport între rezultatul total al exercițiului sau rezultatul din exploatare și capitalul angajat:

$$Re = \frac{Pb; Pe}{Ka} \cdot 100$$

De nivelul acestei rate sunt interesați, în primul rând investitorii actuali și cei potențiali (acționarii și băncile), care o compară cu rentabilitatea unor alte forme de plasament (dobânzile la depozitele bancare, câștigul din plasarea capitalului la alte întreprinderi etc.), dar și managerii, pentru care un nivel ridicat al acestei rate semnifică o gestiune eficientă a capitalurilor investite. În acest sens ei compară rata rentabilității economice cu rata medie a costului capitalului (Rci), putându-se întâlni următoarele situații:

- când $Re > Rci$ înseamnă că activitatea desfășurată degajă o rentabilitate economică superioară costului capitalului, înregistrându-se o valoare adăugată economică pozitivă care va spori valoarea de piață a întreprinderii;

- când $Re < Rci$ înseamnă că rentabilitatea obținută nu poate acoperii solicitările furnizorilor de capital, înregistrându-se o valoare adăugată economică negativă și o reducere a capitalurilor proprii.

2. Rata rentabilității financiare (Rf) exprimă eficiența utilizării capitalului propriu al firmei. Din acest considerent, rata rentabilității financiare prezintă o importanță deosebită, în primul rând, pentru acționari, care apreciază, în funcție de nivelul acesteia, dacă investiția lor este justificată și dacă vor continua să sprijine dezvoltarea firmei prin aportul unor noi capitaluri sau prin renunțarea, pentru o perioadă limitată, la o parte din dividendele cuvenite.

Rata rentabilității financiare este influențată de existența a doi factori, și anume:

- folosirea în cadrul structurii de capital a întreprinderii a capitalului împrumutat;

- deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile, prin posibilitatea introducerii acestora pe cheltuielile întreprinderii (drept cheltuieli financiare) și existența efectului de “scut de impozit”.

În plus, este necesar ca rata rentabilității economice să fie superioară costului capitalului împrumutat, în caz contrar, folosirea capitalurilor împrumutate devenind ineficientă.

Rata rentabilității financiare se poate calcula prin raportarea profitului net (Pn) la mărimea capitalului propriu, astfel:

$$Rf = \frac{Pn}{Kpr} \times 100.$$

Nivelul acestei rate se compară cu costul capitalului propriu, respectiv cu rentabilitatea medie așteptată de acționari dacă acest capital ar fi fost investit în altă afacere cu riscuri comparabile.

Pentru a elimina influența elementelor extraordinare, cu caracter aleatoriu, care pot avea, uneori, o pondere semnificativă în cadrul profitului net, este necesar ca în locul rezultatului net al exercițiului după impozitare (profitului net) să operăm cu rezultatul curent al exercițiului. În vederea folosirii valorilor nete, putem deduce mărimea teoretică a impozitului pe profit aferent acestui rezultat curent.

Din relația de calcul al acestei rate, rezultă că, pentru creșterea nivelului său, este necesar ca profitul net să crească într-un ritm superior creșterii capitalului propriu.

Pentru o analiză mai detaliată a acestei rate, se impune descompunerea sa într-un produs de două sau mai multe rate. Un astfel de model ține seama de eficiența utilizării capitalului propriu (E_{kpr}) și de rata rentabilității vânzărilor (R_v), astfel:

$$R_f = E_{kpr} \times R_v = \frac{CA}{K_{pr}} \times \frac{P_n}{CA} \times 100,$$

unde: CA – cifra de afaceri.

În cadrul analizei, se poate studia și **legătura dintre rata rentabilității financiare, rata rentabilității economice și rata dobânzii**, prin intermediul gradului de îndatorare sau al pârghiei financiare și al cotei de impozit pe profit.

Fiecare dintre aceste categorii de rate exprimă modul de finanțare a unei forme de capital. Astfel, dacă rata rentabilității economice exprimă eficiența utilizării capitalurilor investite, rata rentabilității financiare și rata dobânzii exprimă modul de remunerare a celor două componente ale acestuia (capitalul propriu și capitalul împrumutat). În condițiile unei rate a rentabilității economice date, orice modificare a raportului dintre capitalul propriu și capitalul împrumutat conduce la modificarea ratei rentabilității financiare.

Pentru a exprima legătura dintre aceste trei rate, se folosește relația:

$$R_f = [R_e + (R_e - R_d) \times \frac{D}{K_{pr}}] (1 - \frac{C_i}{100}),$$

unde:

R_d – rata dobânzii pentru creditele luate de la bănci;

D – datoriile purtătoare de dobânzi;

C_i – cota de impozit pe profit;

$\frac{D}{K_{pr}}$ - levierul sau pârghia financiară;

$(R_e - R_d) \frac{D}{K_{pr}}$ - efectul de levier financiar.

Din această relație, observăm că, în funcție de raportul care există între rata rentabilității economice și rata dobânzii, efectul de levier financiar va fi pozitiv sau negativ, adică apelarea la credite bancare va conduce la creșterea sau la scăderea rentabilității financiare. Astfel:

a) Dacă $R_e > R_d$, apelarea la capitaluri împrumutate va conduce la creșterea rentabilității financiare, deoarece efectul de levier financiar va fi pozitiv și va reveni acționarilor ($R_f > R_e$). În acest caz, întreprinderea va avea interesul să folosească cât mai multe împrumuturi pentru a beneficia de efectul de levier financiar, însă până la limita riscului de insolvabilitate.

b) Dacă $Re = Rd$, apelarea la credite nu va avea nici un efect asupra rentabilității financiare, nivelul acesteia fiind egal cu cel al rentabilității economice, corectată cu cota de impozit pe profit: $Rf = Re \cdot (1 - Ci)$.

c) Dacă $Re < Rd$, contractarea unor noi împrumuturi va conduce la reducerea ratei rentabilității financiare ($Rf < Re$), efectul de levier financiar fiind negativ. În acest caz, activitatea firmei respective se caracterizează prin ineficiență și va conduce, treptat, la decapitalizarea sa.

Deci, efectul de levier financiar este pozitiv doar în măsura în care rata rentabilității economice este superioară ratei dobânzii. Problema fundamentală este de a ști dacă eventualele condiții economice nefavorabile pot conduce la reducerea rentabilității economice astfel încât să provoace un efect de levier financiar negativ.

3. Rata rentabilității resurselor consumate se exprimă ca raport între un anumit rezultat economic și cheltuielile efectuate pentru obținerea acestuia. Prezintă interes pentru managerii întreprinderii, care trebuie să asigure o utilizare eficientă a resurselor disponibile. Putem calcula astfel următoarele rate:

a) **Rata rentabilității cheltuielilor de exploatare** (R_{ce}):

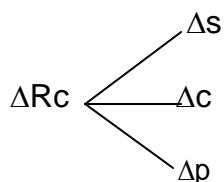
$$R_{ce} = \frac{Pe}{Ce} \times 100;$$

unde: Ce - cheltuielile de exploatare;

b) **Rata rentabilității cheltuielilor aferente cifrei de afaceri** (R_c), calculată ca raport între profitul aferent cifrei de afaceri a întreprinderii (Pr) și costul producției vândute (valoarea cifrei de afaceri exprimată în costuri complete):

$$R_c = \frac{Pr}{\sum q \times c} \times 100 = \frac{\sum q(s)p - \sum q(s)c}{\sum q(s)c} \times 100.$$

Rezultă că modificarea ratei rentabilității resurselor consumate se explică, în mod direct, prin modificarea structurii producției vândute (s), a costurilor pe produse (c) și a prețurilor de vânzare fără TVA pe categorii de produse (p). Schema factorilor cu influență directă se prezintă astfel:



Modificarea volumului fizic al producției vândute pe sortimente (q) nu influențează în mod direct asupra ratei rentabilității resurselor consumate, deoarece apare și la numărător și la numitor, pe ansamblu influența sa fiind nulă.

În ceea ce privește modificarea structurii producției, deși aceasta apare, la rândul său, atât la numărător, cât și la numitor, influența sa nu este nulă, deoarece la numărător avem structura producției vândute exprimată cu ajutorul prețului și a costului, în timp ce la numitor avem structura producției vândute exprimată numai cu ajutorul costului, ori raportul cost/preț nu este constant pentru toate produsele și, deci, și cele două posibilități de exprimare a structurii sunt diferite.

Exemplu:

Pentru calculul și analiza acestei rate vom considera următorul exemplu:

Tabelul 16

Indicatori	An bază	An curent
Cifra de afaceri	10000	12000
Cheltuieli aferente cifrei de afaceri	8500	9900

Volumul producției vândute în anul curent exprimat în:		
- prețurile de vânzare din anul de bază	-	11200
- costurile din anul de bază	-	9300
Profitul aferent cifrei de afaceri	1500	2100
Rata rentabilității resurselor consumate	17,65%	21,21%

Influențele celor trei factori cu acțiune directă se determină astfel:

a) influența modificării structurii producției vândute:

$$\Delta_{Rc}^s = \frac{\sum q_1(s_1)p_0 - \sum q_1(s_1)c_0}{\sum q_1(s_1)c_0} \times 100 - \frac{\sum q_0(s_0)p_0 - \sum q_0(s_0)c_0}{\sum q_0(s_0)c_0} \times 100 = R^* - R_0$$

$$= \frac{11200 - 9300}{9300} \cdot 100 - 17,65\% = 2,78\%$$

b) influența modificării costurilor unitare:

$$\Delta_{Rc}^c = \frac{\sum q_1(s_1)p_0 - \sum q_1(s_1)c_1}{\sum q_1(s_1)c_1} \times 100 - \frac{\sum q_1(s_1)p_0 - \sum q_1(s_1)c_0}{\sum q_1(s_1)c_0} \times 100 = R^{**} - R^* =$$

$$= \frac{11200 - 9900}{9900} \cdot 100 - \frac{11200 - 9300}{9300} \cdot 100 = -7,30\%$$

c) influența modificării prețurilor de vânzare:

$$\Delta_{Rc}^p = \frac{\sum q_1(s_1)p_1 - \sum q_1(s_1)c_1}{\sum q_1(s_1)c_1} \times 100 - \frac{\sum q_1(s_1)p_0 - \sum q_1(s_1)c_1}{\sum q_1(s_1)c_1} \times 100 = R_1 - R^{**} =$$

$$= 21,21\% - \frac{11200 - 9900}{9900} \cdot 100 = 8,08\%$$

Creșterea ratei rentabilității resurselor consumate poate avea loc prin:

- îmbunătățirea structurii produselor vândute, prin creșterea ponderii produselor a căror rată a rentabilității resurselor consumate este superioară ratei medii pe întreprindere ($r > \bar{r}$);

- reducerea costurilor pe unitatea de produs ($c_1 < c_0$);

- creșterea prețurilor de vânzare, care poate avea loc numai prin creșterea calității produselor și în corelație cu evoluția raportului dintre cererea și oferta pentru bunurile respective ($p_1 > p_0$).

În situația de față, se observă că prețurile de vânzare au avut o influență pozitivă asupra evoluției ratei rentabilității, în timp ce costurile pe unitatea de produs au crescut, determinând o reducere a ratei rentabilității.

4. Rata rentabilității veniturilor (R_v) exprimă profitul total ce revine la 100 lei venituri. Nivelul său se determină cu relația:

$$R_v = \frac{P_t}{V_t} \cdot 100$$

Prin acest model, urmărim corelația dintre dinamica profitului și dinamica veniturilor. Pentru a evidenția influențele factorilor, se folosește metoda substituirilor în lanț.

O situație favorabilă se înregistrează atunci când profitul crește într-un ritm superior creșterii veniturilor totale.

Pentru analiza factorială mai poate fi utilizat următorul model:

$$R_v = \frac{\sum g_i \cdot r_i}{100},$$

unde: g_i – structura veniturilor totale pe categorii;

$$g_i = \frac{V_e; V_f; V_{ex}}{V_t} \cdot 100$$

r_i – rata rentabilității pe categorii de venituri;

$$r_i = \frac{P_e}{V_e}; \frac{P_f}{V_f}; \frac{P_{ex}}{V_{ex}} \cdot 100$$

Influențele celor doi factori se determină astfel:

1. Influența structurii veniturilor totale:

$$\Delta_{Rv}^{g_i} = \frac{\sum g_{i_1} r_{i_0}}{100} - \frac{\sum g_{i_0} r_{i_0}}{100}$$

2. Influența ratei rentabilității pe categorii de venituri:

$$\Delta_{Rv}^{r_i} = \frac{\sum g_{i_1} r_{i_1}}{100} - \frac{\sum g_{i_1} r_{i_0}}{100}$$

Potrivit acestui model, pentru creșterea ratei rentabilității veniturilor se poate acționa prin modificarea structurii veniturilor totale în favoarea celor cu o rentabilitate mai mare, dar, mai ales, prin creșterea rentabilității diferitelor categorii de venituri.

O variantă a ratei rentabilității veniturilor, circumscrisă activității de exploatare, este **rata rentabilității comerciale** (R_{com}). Această rată exprimă eficiența activității de comercializare a întreprinderii, ca rezultat al eforturilor de promovare a produselor și al politicii de prețuri adoptate de întreprindere.

Rata rentabilității vânzărilor se poate determina sub una din următoarele forme:

$$R_{com} = \frac{Re}{CA} \times 100 = \frac{Re}{\sum qp} \times 100,$$

unde: Re – rezultatul exploatării.

În cadrul acestui model, factorii de influență sunt cifra de afaceri, ca factor cantitativ, determinată, la rândul său, de volumul producției vândute și de prețul de vânzare fără TVA, și, respectiv, excedentul brut de exploatare sau rezultatul brut de exploatare, ca factori calitativi. Pentru întreprinderile mici și mijlocii, care nu au o forță de piață deosebită sau care se află pe piețe puternic concurențiale, creșterea rentabilității vânzărilor se poate obține, mai ales, prin sporirea Re , ca rezultat al reducerii costurilor de producție, deoarece cifra de afaceri nu poate înregistra creșteri foarte însemnate.

Dacă ne vom referi strict la activitatea de producție și comercializare, adică la profitul aferent cifrei de afaceri, deoarece rezultatul de exploatare poate conține influența altor elemente, care nu au legătură directă cu cifra de afaceri, rata rentabilității comerciale sau a vânzărilor poate fi exprimată astfel:

$$R_{com} = \frac{Pr}{CA} \times 100 = \frac{\sum q(s)p - \sum q(s)c}{\sum q(s)p} \times 100$$

Acest model cuprinde aceiași factori de influență ca și rata rentabilității resurselor consumate, situați în aceeași ordine de condiționare: s , c , p . Calculul și interpretarea influențelor acestor factori se face în mod asemănător ca și în cazul ratei rentabilității resurselor consumate, prin aplicarea metodei substituției în lanț.

5.3. Analiza rentabilității pe baza punctului critic

Studiul corelației dintre volumul vânzărilor unei firme, costurile de exploatare și profitul brut, la diverse niveluri ale producției este cunoscut sub denumirea de analiza cost - volum - profit sau analiza pragului de rentabilitate. Pragul de rentabilitate, denumit și punct critic sau punct de echilibru, reprezintă acel volum al producției care permite acoperirea integrală a cheltuielilor efectuate din veniturile obținute, fără a se realiza profit. Pentru a

determina pragul de rentabilitate al unei firme se pot utiliza două metode: metoda grafică și metoda algebrică.

Pe baza metodei algebrice, mărimea producției corespunzătoare punctului critic se poate stabili în unități fizice sau valorice.

În unități fizice, nivelul producției corespunzătoare punctului critic (q_{cr}) se determină, pe fiecare produs, prin raportarea sumei totale a cheltuielilor fixe (Cf), la diferența dintre prețul de vânzare al produsului (p) și nivelul cheltuielilor variabile pe unitatea de produs (cv), numită și marja cheltuielilor variabile (mcv):

$$q_{cr} = \frac{Cf}{p - cv} \text{ sau } q_{cr} = \frac{Cf}{mcv}$$

În unități valorice, mărimea cifrei de afaceri corespunzătoare punctului critic (CA') se poate stabili prin raportarea sumei totale a cheltuielilor fixe ale firmei (CF) la diferența dintre 1 și nivelul relativ al cheltuielilor variabile față de cifra de afaceri totală (Ncv), numită și rata marjei cheltuielilor variabile (Rmv):

$$CA' = \frac{CF}{1 - \frac{Cv}{CA}} = \frac{CF}{1 - Ncv} = \frac{CF}{Rmv}$$

Analiza pragului de rentabilitate presupune și determinarea nivelului producției, respectiv al cifrei de afaceri, la care se poate obține și un anumit profit previzionat (P'). În acest caz se pot folosi următoarele relații:

$$q_t = \frac{Cf + P'}{p - cv} = \frac{Cf + P'}{mcv} \quad CA_t = \frac{CF + P'}{1 - \frac{Cv}{CA}} = \frac{CF + P'}{Rmv}$$

Informațiile obținute dintr-o analiză a pragului de rentabilitate pot fi folosite pentru evaluarea riscului de exploatare la care este supusă o firmă. În acest scop se poate calcula un **indicator de poziție** față de pragul de rentabilitate.

Indicatorul de poziție se poate determina atât sub formă absolută cu ajutorul **marjei de siguranță** (Ms), cât și sub formă relativă pe baza **indiceului de siguranță** (Is), astfel:

$$Ms = CA_1 - CA'; \quad Is = \frac{CA_1}{CA'} \times 100$$

Marja de siguranță exprimă diferența sau ecartul dintre cifra de afaceri efectivă (CA_1) și cifra de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate (CA'). Cu cât acest ecart este mai mare, cu atât întreprinderea va avea o flexibilitate și o adaptabilitate mai mare la evoluțiile pe termen scurt și mediu înregistrate de sectorul economic în care ea operează. Astfel, o creștere a acestui indicator denotă o reducere a riscului de exploatare înregistrat de o anumită firmă.

Mărimile calculate pentru marja de siguranță și indicele de siguranță (coeficient de volatilitate) se pot compara cu rezultatele obținute din anumite studii statistice efectuate în acest scop, în funcție de care firmele se pot încadra în următoarele zone de risc:

- dacă cifra de afaceri efectivă este cu cel mult 10% mai mare decât cifra de afaceri critică, firma se află într-o situație riscantă (zonă instabilă);
- dacă cifra de afaceri efectivă este mai mare cu 10 până la 20% decât cifra de afaceri critică, firma se află într-o situație relativ stabilă;
- dacă cifra de afaceri este cu peste 20% mai mare decât cifra de afaceri corespunzătoare punctului critic, atunci firma se află într-o situație lipsită de riscuri semnificative.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

- 1.** Bușe L., Siminică M., Cîrciumaru D., Simion D., Ganea M. – *Analiză economico-financiară*, Editura Sitech, Craiova, 2010;
- 2.** Bușe L., Siminică M., Cîrciumaru D., Marcu N. – *Analiză economico-financiară a firmei*, Editura Sitech, Craiova, 2007;
- 3.** Vâlceanu Gh., Robu V, Georgescu N. - *Analiză economico-financiară*, Editura Economică, București, 2006.

MODULUL V
ASIGURĂRI ȘI INSTITUȚII ALE PIEȚEI FINANCIARE

Autori

conf. univ. dr. Mirela CRISTEA:

PARTEA I „ASIGURĂRI”

lect. univ. dr. Cristian STANCIU:

PARTEA A II-A „GESTIUNEA PORTOFOLIULUI DE TITLURI”

PARTEA I. ASIGURĂRI

1. Nevoia și conceptul de asigurare

Apariția și evoluția asigurărilor pe plan internațional arată **că nevoia de protecție a oamenilor a existat încă din timpuri străvechi**, ea fiind indispensabilă individului, întrucât, în decursul vieții s-au acumulat o serie de bunuri, de valori, care pot dispărea dintr-o clipă în alta în urma unui furt, a unui incendiu sau a unui cutremur. Pe de altă parte, integritatea fizică, sănătatea, capacitatea de muncă pot fi și ele afectate, putând duce la imposibilitatea desfășurării unei activități în scopul obținerii unui venit.

Ca atare, pericolele la care sunt expuși oamenii și bunurile lor sunt numeroase și variate și demonstrează necesitatea și importanța activității de asigurare, iar avantajele care decurg din aceasta depind nu numai de asigurătorii privați individual, ci și de existența unei piețe sănătoase a asigurărilor, de reglementări stricte care să nu permită funcționarea unor societăți neprofesioniste, ale căror eșecuri ar afecta încrederea clienților și, în același timp, performanțele întregii piețe.

Cu toate acestea, **există grade diferite de dezvoltare a asigurărilor de la o țară la alta**, nivelul de dezvoltare economică a țării fiind un factor important de extindere a asigurării.

Varietatea și diversitatea produselor de asigurare depind de maturitatea sectorului, a pieței și a clienților de pe piața respectivă. Există piețe de asigurare pe care predomină un număr mai mare de produse de asigurări de viață, oferind atât protecție, cât și economisire, deci o posibilitate de plasament financiar, iar pe alte piețe ponderea acestora este mai redusă (de obicei în rândul țărilor cu o putere financiară mai redusă) în favoarea asigurărilor obligatorii și a celor la care probabilitatea producerii riscurilor este mai ridicată.

În țările dezvoltate asigurările reprezintă o parte a educației, a tradiției, a vieții, în timp ce în România, în perioada actuală, suntem departe de a vorbi de o educație la nivelul întregii populații în acest domeniu. La condițiile țării noastre se adaugă și factorii financiari, oferta fiind limitată și mai puțin adaptată la nevoile pieței, cu o flexibilitate redusă.

Profilul potențialului asigurat din România este definit și modelat de mediul societății românești, de factorii care sunt în strânsă legătură cu veniturile populației, de modul de viață, gradul de cunoaștere, gradul de civilizație și cultură.

În ce privește conceptul de asigurare, în literatura de specialitate sunt formulate **acceptiuni diferite** ale acestuia.

O definiție frecvent utilizată a conceptului de asigurare este aceea potrivit căreia asigurarea constă în **protecția financiară pentru pierderi cauzate de o gamă largă și variată de riscuri**³⁹.

Unii specialiști apreciază că asigurarea are la bază **existența riscurilor comune** care pot provoca pagube importante economiei naționale și populației. Existența riscurilor comune determină **formarea comunității de risc** care acceptă achitarea primelor de asigurare unei instituții specializate în vederea constituirii fondului de asigurare (Florian Bercea).

Alți economiști consideră definatorii în privința asigurării următoarele **trăsături principale ale acesteia: existența riscului, a comunității de risc și mutualitatea în suportarea pagubelor**.

Alții consideră că esența asigurării constă în **scopul și metoda** acesteia: *scopul* – compensarea pagubelor produse de calamități ale naturii și accidente, prevenirea pagubelor;

³⁹ Ciurel, Violeta – *Asigurări și reasigurări: abordări teoretice și practici internaționale*, Editura All Beck, București, 2000, pag. 17.

metoda – acoperirea unor riscuri, crearea unei comunități de risc, toate acestea materializate prin formarea și utilizarea fondului de asigurare.

În sens general și complet, asigurarea are la bază un **acord de voință** (un contract de asigurare) încheiat între **asigurător și asigurat** (cele două părți principale ale contractului de asigurare), prin care **asigurătorul oferă asiguratului protecție** pentru riscurile pe care și le-a asumat, obligându-se să acopere asiguratului contravaloarea daunelor (sau suma asigurată în cazul asigurărilor de persoane) în caz de producere a acestor evenimente, **în schimbul plății de către asigurat a unei sume de bani** numită primă de asigurare.

Conform definiției date prin legislație⁴⁰, asigurarea reprezintă ”operațiunea prin care un **asigurător** constituie, pe **principiul mutualității**, un **fond de asigurare**, prin contribuția unui **număr de asigurați**, expuși la producerea anumitor **riscuri**, și îi **indemnizează** pe cei care suferă un **prejudiciu** pe seama fondului alcătuit din primele încasate, precum și pe seama celorlalte venituri rezultate ca urmare a activității desfășurate”.

Ca atare, există formulări diferite ale noțiunii de asigurare, fără să existe un consens în acest punct de vedere datorat dificultăților de ordin economic, social și juridic.

Din opiniile prezentate mai sus, se poate desprinde o unitate în ce privește **trăsăturile caracteristice ale asigurărilor**, și anume:

- a) existența și acțiunea unor **riscuri** pe care asigurarea le ia sub protecția sa;
- b) existența unei **comunități de risc**, formată din totalitatea persoanelor fizice și juridice care, amenințate de existența unor riscuri comune, acceptă să plătească sume de bani sub forma primelor de asigurare, din care se vor acoperi pagubele produse de aceste riscuri;
- c) **mutualitatea în suportarea pagubelor**, care reprezintă un act de solidaritate umană, potrivit căruia riscul este suportat și acoperit în comun de către toate persoanele cuprinse în asigurare (*toți pentru unul și unul pentru toți*);
- d) **formarea și utilizarea fondului de asigurare sub formă bănească**;
- e) **evenimentul (producerea riscului) trebuie să fie întâmplător iar realizarea lui să nu depindă de voința asiguratului**, fie datorită faptului că acest lucru este imposibil (de exemplu, calamitățile naturale), fie că interesul asiguratului sau legea îl împiedică să îl provoace (accidente, incendii, etc);
- f) **evenimentul să fie evaluabil, să se bazeze pe calcule statistico-matematice**, atât în privința frecvenței lui, cât și a proporțiilor valorice ale fiecărui caz în parte.

Aceste trăsături redau esența conceptului de asigurare, ala asigurărilor tradiționale, fiind valabile pentru orice tip de societate.

2. Funcțiile și rolul asigurării

Prin funcțiile sale, asigurarea își justifică rolul, menirea socială, direcțiile și modalitățile de acțiune, precum și efectele scontate.

După unii economiști, se consideră că asigurările îndeplinesc următoarele **funcții**:

1) **Funcția de compensare a pagubelor** pricinuite de calamități ale naturii și de accidente (în cazul asigurărilor de bunuri și răspundere civilă) **și plata unor sume asigurate** (în cazul asigurărilor de persoane), atunci când în viața asiguraților intervin anumite evenimente. Aceasta este funcția care a stat la baza apariției și dezvoltării asigurărilor. Astfel, asigurarea are rolul de a contribui la refacerea bunurilor avariate sau distruse, la repararea unor prejudicii pentru care asigurații răspund conform legii și acordarea unor sume de bani în cazul producerii unor evenimente privind viața și integritatea oamenilor.

⁴⁰ Legea 32/2000 privind societățile de asigurare și supravegherea asigurărilor, publicată în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 148 din 10 aprilie 2000, Art. 2.

2) **Funcția de prevenire** a pagubelor a apărut și s-a dezvoltat îndeosebi după cel de-al doilea război mondial și ea se exercită pe două căi principale, și anume:

a) prin **finanțarea de către societățile de asigurări a unor activități de prevenire** a calamităților și accidentelor (construirea de diguri de protecție împotriva inundațiilor, lucrări de împăduriri, desecări, irigații, finanțarea unor programe educaționale pentru asigurați, etc.);

b) prin **stabilirea unor condiții de asigurare care să-l oblige pe asigurat la o conduită preventivă permanentă** (participarea asiguratului la acoperirea unei părți din pagubă, obligația asiguratului pe linia eliminării sau limitării pagubelor, etc.).

3) **Funcția financiară** apare ca urmare a decalajului de timp între momentul încasării primelor și momentul plății despăgubirilor sau a sumelor asigurate, decalaj important, îndeosebi în cazul asigurărilor de viață, dar și a celorlalte categorii de asigurări. Astfel, societățile de asigurare concentrează temporar sume de bani foarte importante pe care apoi le plasează pe piața capitalului (constituirea de depozite sau disponibilități curente la bănci, acordarea de credite pe termen scurt sau efectuarea unor diverse operațiuni pe seama resurselor mobilizate) în scopul obținerii unor venituri suplimentare și al creșterii siguranței afacerilor.

Alți economiști de prestigiu din țara noastră tratează **asigurările ca o componentă a sistemului financiar al țării noastre** și, ca atare, consideră că acestea îndeplinesc funcțiile generale ale finanțelor, și anume: funcția de repartiție și funcția de control.

1. **Funcția de repartiție** se manifestă în procesul distribuirii și redistribuirii produsului intern brut și cunoaște două faze distincte, dar organic legate între ele: constituirea fondurilor de asigurare și distribuirea acestora. Fondurile de asigurare se formează în procesul de repartiție a PIB din primele de asigurare provenite de la persoanele fizice și juridice cuprinse în asigurare. Deci, o primă relație este cea dintre asigurați și asigurători generată de încasarea primei de asigurare. În al doilea rând, funcția de repartiție a asigurărilor se manifestă în procesul repartizării fondurilor de asigurare constituite în scopul acoperirii pagubelor produse asiguraților de riscurile asigurate sau achitării sumelor asigurate în cadrul asigurărilor de persoane.

De asemenea, această funcție se manifestă și în raporturile cu bugetul statului pe linia finanțării de către societățile de asigurare a unor acțiuni de prevenire a evenimentelor care generează nevoia asigurării, ca și prin obligațiile fiscale pe care aceste societăți le au față de bugetul statului, sub forma unor impozite și taxe.

2. **Funcția de control** se manifestă atât în folosirea de către stat a asigurărilor ca mijloc de depistare a unor cauze generatoare de pagube în economie, cât și în controlul ce se efectuează asupra modului de formare și repartizare a fondurilor asigurate. Funcția de control se exercită în legătură cu modul în care se încasează primele de asigurare și alte venituri ale societății de asigurare, cu modul de efectuare a plăților cu titlul de indemnizații și despăgubiri, acțiuni de prevenire a riscurilor, obligații către bugetul statului, etc.

În literatura de specialitate nu s-a ajuns la un punct de vedere unitar în ceea ce privește funcțiile pe care le îndeplinesc asigurările, existând o diversitate de opinii. Asigurarea, prin funcțiile sale, dobândește și un **rol social și unul economic**.

Rolul social al asigurărilor. Asigurarea are ca scop, prin intermediul contribuțiilor vărsate de către asigurați, să plătească indemnizarea, aceluia dintre ei care sunt victimele evenimentelor nedorite. Ca atare, este o funcție eminent socială. A garanta veniturile văduvelor și orfanilor după dispariția prematură a capului familiei, a oferi mijloace pentru reconstituirea casei sau cumpărarea unei alte locuințe pentru acela a cărui casă a fost distrusă de către un incendiu, a vărsa sume care să compenseze pierderile profesionale aceluia care din cauza unui accident este în imposibilitatea de a munci, a da mijloace financiare bolnavului sau rănitului pentru a fi îngrijit conform metodelor cele mai eficiente și deci

creșterea șanselor acestuia de a se însănătoși, acestea toate sunt *obiective fundamentale ale asigurării*.

Un alt aspect al rolului social al asigurării este incidența sa în supraviețuirea întreprinderilor. Permițând supraviețuirea întreprinderilor, victime ale unor evenimente nedorite (incendiu, faliment al unui client debitor, răspundere civilă etc.) asigurarea îi salvează pe angajați, precum și locurile lor de muncă, cu toate implicațiile, și contribuie la restabilirea relațiilor sociale și a celor de muncă.

Rolul economic al asigurărilor. În toate țările, asigurările contribuie la *crearea de produs intern brut* prin valoarea adăugată adusă de societățile de asigurări, în România această contribuție fiind în anul 2012, de numai 1,4%. Asigurările apar și *pe piața muncii* cu un număr semnificativ de locuri de muncă. **Asigurările participă la investițiile pe piața financiară** prin fructificarea rezervelor pe care le constituie sub forma investiții lor în depozite bancare, bonuri de tezaur, acțiuni, obligațiuni, acordarea de împrumuturi asiguraților în contul sumelor asigurate la asigurările de viață și sub alte forme de plasament. Plasarea acestor rezerve se face în funcție de posibilitățile de fructificare, de prevederile legale privind nivelul lichidităților ce trebuie asigurate și proporțiile investițiilor în diverse tipuri de active. Asigurările îndeplinesc și un rol de *intermediar* între asigurații care dețin resurse temporar disponibile prin plata primelor de asigurare și beneficiarii despăgubirilor sau a sumelor asigurate. Atunci când se efectuează și operații de reasigurare (cedări de prime sau plăți de indemnizații de asigurare în afara țării), **societățile de asigurări influențează și balanța de plăți a țării**. Asigurările asigură și **garanția investițiilor** prin faptul că orice proiect modern de investiție, de dezvoltare necesită participarea asigurărilor, fără garanția cărora antreprenorul și, mai ales, bancherul nu și-ar risca fondurile necesare pentru proiectul respectiv.

3. Clasificarea asigurărilor

Cunoașterea diferitelor forme de asigurare care se practică se poate realiza pe baza unor criterii de clasificare reprezentative.

1. După modul de realizare a raporturilor juridice de asigurare sunt asigurări obligatorii și asigurări facultative.

Asigurarea obligatorie izvorăște din interesul economic și social al întregii colectivități și ea se introduce atunci când bunurile unui număr mare de persoane fizice și juridice sunt amenințate de anumite riscuri, astfel încât fiecare deținător al bunului respectiv ar avea de suportat pagube la producerea evenimentelor asigurate. În cele mai multe țări, ca și în țara noastră, forma de asigurare obligatorie este **asigurarea de răspundere civilă pentru pagube produse din accidente de autovehicule (RCA)**.

Asigurarea RCA în țara noastră a fost reglementată de Legea nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările din România. Legea prevede obligația persoanelor fizice și juridice deținătoare de autovehicule supuse înmatriculării sau folosirii pe teritoriul României de a le asigura pentru cazurile de răspundere civilă ca urmare a pagubelor produse din accidente. Neachitarea la termen a primelor de asigurare determină ca deținătorul autovehiculului să nu fie asigurat.

Întrucât, peste 70% din fondul de locuințe prezintă un grad de uzură avansat, iar țara noastră este situată într-o regiune predispusă la cutremure și inundații, la care se adaugă lipsa de educație a populației în ceea ce privește asigurarea de bunuri și viață, în categoria asigurărilor obligatorii a fost inclusă, după îndelungi discuții și propuneri de proiecte de lege,

și asigurarea locuințelor aparținând persoanelor fizice pentru catastrofe naturale (cutremur de pământ, alunecări de teren sau inundații)⁴¹.

În alte țări se întâlnesc și alte tipuri de asigurări obligatorii, cum ar fi asigurările de răspundere profesională.

Asigurarea facultativă are la bază acordul de voință dintre asigurător și asigurat, concretizat în contractul de asigurare, prin care sunt stabilite drepturile și obligațiile părților, precum și toate celelalte elemente ale asigurării (riscuri, primă de asigurare, sumă asigurată, etc.).

Asigurarea obligatorie prezintă o serie de **trăsături** care o deosebesc de asigurarea facultativă, și anume:

a. În asigurarea obligatorie sunt cuprinse toate bunurile de același fel aparținând persoanelor fizice sau juridice, deci este o **asigurare totală**. Fiind totală, asigurarea obligatorie exclude posibilitatea selecției riscurilor, permițând o dispersare largă a acestora. Drept urmare, primele de asigurare sunt mai reduse decât cele stabilite la asigurarea facultativă. Spre deosebire de asigurarea obligatorie, asigurarea facultativă nu este totală, ea cuprinzând numai o parte din bunurile de același fel.

b. Suma asigurată este stabilită prin lege, sub forma unor norme de asigurare, ceea ce înseamnă că asigurarea obligatorie este o **asigurare normată**. Normele de asigurare (limitele maxime) se stabilesc în funcție de valoarea bunurilor de același fel.

Începând cu anul 2007, limitele de despăgubire stabilite de către societățile de asigurare au fost prevăzute prin norme la un nivel minim, asigurătorii având libertatea de a-și stabili răspunderea maximă, în funcție de propriile rezultate tehnice și financiare înregistrate, precum și de politica acestora.

Limitele de despăgubire pentru asigurarea RCA, începând cu anul 2012, menținute și pentru anul 2013, au fost de cel puțin 1 milion euro pentru daune materiale și de 5 milioane euro pentru vătămări corporale și decese, indiferent de numărul persoanelor prejudiciate⁴².

Pentru asigurarea obligatorie a locuințelor, suma maximă asigurată este de 20.000 euro pentru locuințele construite din material rezistent (beton armat, metal, lemn, cărămidă arsă) și 10.000 euro pentru locuințele construite din material mai puțin rezistent (cărămidă nearsă).

La asigurarea facultativă, suma asigurată nu este stabilită pe baza unor norme, ci în funcție de propunerea asiguratului și având ca limită maximă valoarea reală a bunului în momentul încheierii asigurării, iar la asigurările de persoane anumite sume stabilite prin contractul de asigurare.

c. Spre deosebire de asigurarea facultativă, la care suma asigurată se diminuează de fiecare dată cu despăgubirea acordată, la asigurarea obligatorie, la **acordarea unei despăgubiri nu se va ține seama de despăgubirile acordate anterior**. Cu alte cuvinte, asiguratul va fi despăgubit la fiecare apariție a riscului asigurat, singura condiție este ca paguba să se încadreze în limitele menționate de către lege.

2. După domeniul asigurării, deosebim: asigurări de bunuri, de persoane și de răspundere civilă.

În cazul **asigurării de bunuri**, obiectul asigurării îl constituie anumite bunuri (o construcție, autovehicule, animale, etc.) care sunt expuse anumitor riscuri provocatoare de

⁴¹ Legea nr. 260/2008 privind asigurarea obligatorie a locuințelor împotriva cutremurelor, alunecărilor de teren sau inundațiilor, publicată în MO, Partea I nr. 757 din 10/11/2008, prevăzută a intra în vigoare la 10 martie 2009, amânată pentru data de 1 iulie 2010.

⁴² Ordinul CSA nr. 21/2009 a fost publicat în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 812 din 27 noiembrie 2009

daune. În cazul **asigurării de răspundere civilă**, numită și asigurare de responsabilitate, obiectul asigurării constă într-o valoare patrimonială egală cu despăgubirile ce ar urma să le plătească asiguratul ca urmare a unui prejudiciu cauzat unei terțe persoane pentru care răspunde potrivit legii. Asigurările de bunuri și de răspundere civilă sunt asigurări contra pagubelor, denumite și **asigurări de daune**, având drept scop repararea prejudiciului care amenință patrimoniul asiguratului. Drept urmare, aceste asigurări au un caracter de despăgubire, denumit în limbajul asigurărilor, *caracter indemnitar*.

Asigurările de persoane au ca obiect persoana fizică, viața și integritatea sa, supuse amenințării unor evenimente care pot provoca boala, invaliditatea sau decesul. În cadrul acestor asigurări, asiguratul sau beneficiarul asigurării are dreptul să primească indemnizația de asigurare fără a exista vreo legătură cu prejudiciul suferit. Asigurările de persoane au un *caracter neindemnitar*, reprezentând o măsură de prevedere, de capitalizare a unor sume de bani.

Cu toate că la acest criteriu se face cel mai adesea referire atunci când se vorbește despre tipurile de asigurări practicate, el nu are caracter exhaustiv, întrucât mai există o categorie de asigurări, cea a **asigurării riscurilor financiare** (asigurarea riscului de neplătă din partea debitorilor în caz de incapacitate de plată a acestora, regăsite în clasele de asigurare cu denumirea de "asigurări de credite și asigurări de garanții") care nu se regăsește clar în nici una din categoriile de mai sus. Totuși, cei mai mulți specialiști o includ în categoria asigurărilor de bunuri iar alții o tratează distinct, alături de cele trei categorii de bază, **existând astfel după domeniul asigurării asigurări de bunuri, persoane, răspundere civilă și asigurarea riscurilor financiare**.

3. În funcție de subiectele raporturilor de asigurare, se disting asigurări directe și asigurări indirecte (reasigurări).

Specific **asigurărilor directe** este faptul că raporturile de asigurare se stabilesc nemijlocit între asigurat și asigurători, fie pe baza contractului de asigurare, fie pe baza legii. Tot asigurare directă este și *coasigurarea*, în care există mai mulți asigurători și un singur asigurat.

Spre deosebire de asigurările directe, **reasigurarea** (sau asigurarea indirectă) apare ca un raport care se stabilește de fiecare dată între două societăți de asigurare, dintre care una are calitatea de reasigurat, iar cealaltă de reasigurător. Reasigurarea are la bază contractul de reasigurare, prin intermediul căruia reasiguratul cedează unui reasigurător o parte din răspunderile asumate prin contractele sale luate în asigurare. Reasigurătorul își asumă răspunderea de a participa la acoperirea pagubelor în limitele convenite în contractul de reasigurare.

4. După riscul asigurat, există asigurări pentru următoarele riscuri:

- incendii, trăsnete, explozii, cutremure de pământ, grindină, etc, denumite **riscuri ale calamităților naturale**;

- derapări, răsturnări, coliziuni, **accidente**;

- diferite boli, epizootii și accidente ale **animalelor**;

- **evenimente ce pot surveni în viața persoanelor fizice**: boală, invaliditate, deces, supraviețuire;

- prejudicii cauzate terților: **cazurile de răspundere civilă**.

De-a lungul timpului, agenții economici au căutat să descopere și să aplice diverse mijloace de protecție împotriva riscurilor generatoare de pagube la care erau expuse activitățile lor de producție și de comercializare, precum și persoanele care exercitau asemenea activități. În zilele noastre au apărut și alte riscuri extrem de variate, datorită perfecționării continue a tehnicii și tehnologiilor, creării de aglomerări urbane, creșterii numărului de mijloace de transport.

5. În anuarele statistice internaționale, asigurările sunt clasificate în: **asigurări de viață** și **asigurări de non-viață**. Deosebirea dintre cele două tipuri de asigurări sunt sintetizate mai jos.

Asigurările de viață și asigurările de non-viață

Tabel nr. 1.1.

Asigurări de viață	Asigurări de non-viață
- se asigură în principal <i>riscul de deces</i> ;	- <i>riscurile asigurate sunt diverse</i> , iar riscul de deces este acoperit numai în cazul răspunderii civile față de terți;
-decesul, ca risc asigurat, este un <i>eveniment sigur</i> , însă <i>momentul producerii</i> lui este <i>incert</i> ;	- <i>producerea riscului</i> asigurat este <i>incertă, probabilă, posibilă</i> ;
-în contractul de asigurare <i>există obligatoriu trei persoane</i> : asiguratorul, asiguratul și beneficiarul, uneori și contractantul asigurării;	- în contractul de asigurare <i>există obligatoriu două persoane</i> : asiguratorul și asiguratul, uneori și beneficiarul asigurării ce încasează contravaloarea despăgubirii;
- <i>nu sunt contracte de indemnizare</i> sau de despăgubire (caracter neindemnitar);	- <i>sunt contracte de indemnizare</i> sau de plată a unor despăgubiri;
- <i>beneficiarul poliței</i> este, de regulă, <i>o terță persoană</i> ;	- <i>beneficiarul despăgubirii</i> este, de obicei, <i>una și aceeași persoană cu asiguratul</i> ;
- <i>stabilirea sumei asigurate</i> ține seama de nevoia de protecție și de <i>posibilitățile financiare ale asiguratului</i> ;	-stabilirea sumei asigurate se face în funcție de <i>valoarea reală a bunului în momentul producerii riscului</i> ;
-în momentul producerii riscului asigurat, <i>suma pe care asiguratorul o plătește asiguratului se numește sumă asigurată</i> ;	-suma pe care o datorează asiguratorul în momentul producerii riscului asigurat se numește <i>despăgubire</i> și este în limita sumei asigurate, menționată în contractul de asigurare;
-asiguratorul calculează <i>rezerve matematice</i> (fondul asigurărilor de viață) din care se plătesc sumele asigurate;	-asiguratorul calculează <i>rezerve tehnice</i> din care se vor plăti despăgubirile de asigurare;
- <i>perioada de asigurare este relativ mare</i> , pe termene de 5-20 de ani (sau chiar mai mult).	-perioada de asigurare este, de obicei, de maxim 12 luni, cu posibilitatea reînnoirii contractului.

La noi în țară, pe baza Legii 32/2000, clasificarea asigurărilor cuprinde două categorii de asigurări: **asigurări de viață** și **asigurări generale** (asigurări de bunuri, asigurări de răspundere civilă și asigurări de viață, altele decât cele de persoane, precum asigurările de sănătate și accidente).

Potrivit reglementărilor CSA, **asigurările generale în România cuprind 18 clase de asigurări**, numerotate astfel:

- Clasa I. Asigurări de accidente și boală, inclusiv de muncă și boli profesionale;
- Clasa II. Asigurări de sănătate;
- Clasa III. Asigurări de mijloace de transport terestru, altele decât cele feroviare;
- Clasa IV. Asigurări de mijloace de transport feroviar;
- Clasa V. Asigurări de mijloace de transport aeriene;
- Clasa VI. Asigurări de mijloace de transport navale: maritime, fluviale, lacustre, canale navigabile;
- Clasa VII. Asigurări de bunuri în tranzit, inclusiv mărfuri transportate, bagaje și orice alte bunuri;
- Clasa VIII. Asigurări de incendiu și calamități naturale;

- Clasa IX. Asigurări de daune la proprietăți;
- Clasa X. Asigurări de răspundere civilă a autovehiculelor (răspundere civilă auto obligatorie și carte verde);
- Clasa XI. Asigurări de răspundere civilă a mijloacelor de transport aerian;
- Clasa XII. Asigurări de răspundere civilă a mijloacelor de transport naval;
- Clasa XIII. Asigurări de răspundere civilă generală;
- Clasa XIV. Asigurări de credite;
- Clasa XV. Asigurări de garanții;
- Clasa XVI. Asigurări de pierderi financiare;
- Clasa XVII. Asigurări de protecție juridică;
- Clasa XVIII. Asigurări de asistență a persoanelor aflate în dificultate.

Asigurările de viață prezintă următoarea **structură a claselor de asigurare**:

- Clasa I - asigurări de viață, anuități și asigurări de viață suplimentare;
- Clasa II - asigurări de căsătorie și naștere;
- Clasa III – asigurări de viață și anuități care sunt legate de fonduri de investiții;
- Clasa IV - asigurări permanente de sănătate.

Conform legislației europene în domeniu, adoptate și de țara noastră, la aceste 4 clase s-au adăugat alte **două clase suplimentare** ca polițe atașate asigurărilor de viață, ce reprezintă clasele I și II ale asigurărilor generale, astfel:

- Clasa B1 – asigurări de accidente și de boală;
- Clasa B2 – asigurări de sănătate.

Astfel, noile reglementări permit ca, o societate autorizată să practice asigurări de viață să poată subscrie și asigurări ale căror riscuri sunt aferente claselor B1 și B2, fără a i se impune deținerea unei autorizații pentru asigurările generale.

6. După sfera de cuprindere teritorială, asigurările se împart în **asigurări interne** și **asigurări externe**.

Asigurările interne se caracterizează prin faptul că părțile contractante (asigurat, asigurător, beneficiar și contractant), obiectele asigurate și riscurile asigurate se află sau se produc pe teritoriul aceluiași stat. De asemenea, primele de asigurare, sumele asigurate și despăgubirile sau indemnizațiile se plătesc în moneda statului pe teritoriul căruia se află bunurile sau se produc riscurile.

Asigurările externe se caracterizează prin aceea că fie părțile contractante, fie obiectul asigurării, fie riscul asigurat se află pe teritoriul altui stat. Caracteristic acestor asigurări este faptul că părțile pot stabili și plăti prima de asigurare în valută. În categoria asigurărilor externe, pot fi incluse: asigurarea mărfurilor pe timpul transportului extern, asigurarea navelor maritime și fluviale ce parcurg rute internaționale, asigurarea de răspundere civilă pentru pagube din accidente auto pe teritoriul altui stat (asigurarea Cartea Verde) și altele.

4. Aspecte principale privind reglementarea asigurărilor în România

Activitatea de asigurare și reasigurare din România are la bază o legislație bogată, ce face referire, în special la:

1. Categoriile de societăți prin intermediul cărora se desfășoară activitatea de asigurare din țara noastră:

- societăți pe acțiuni, societăți mutuale, autorizate de CSA;
- asigurători sau reasigurători autorizați în Statele Membre, care desfășoară activitatea de asigurare/reasigurare pe teritoriul României;
- sucursale aparținând unor societăți-mamă guvernate de legi dintr-un stat terț, autorizate de CSA;

- filiale ale unui asigurător sau reasigurător dintr-un stat terț, autorizate de CSA;
- asigurători sau reasigurători care adoptă forma de companie europeană pe acțiuni (Societas Europea).

2. În vederea protejării asiguraților împotriva falimentului societăților de asigurări, prin lege, se constituie, prin contribuția societăților de asigurare, **Fondul de Garantare**⁴³ a cărui destinație principală este plata indemnizațiilor sau despăgubirilor rezultate din contractele de asigurare facultative și obligatorii încheiate de către societatea de asigurare față de care s-a constatat starea de insolabilitate, în limita disponibilităților existente în conturile Fondului la momentul plății. Începând cu 01 ianuarie 2005, potrivit recomandării experților Comisiei Europene, Fondul de Garantare a fost divizat în două fonduri separate, pentru asigurări de viață și pentru asigurări de non-viață.

3. **Înființarea Comisiei de Supraveghere a Asiguraților – CSA** (în baza Legii 32/2000 privind societățile de asigurare și supravegherea asiguraților) din anul 2001, ca *autoritate administrativă autonomă de specialitate, cu personalitate juridică*. În prezent, începând cu aprilie 2013, CSA a fost reunită, alături de Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private și Comisia Națională de valori Mobiliare, în Autoritatea de Supraveghere Financiară, ASF. ASF poate adopta măsuri de intervenție în scopul protejării intereselor asiguraților și ale potențialilor asigurați. Atribuțiile sale sunt: avizarea actelor normative din domeniul asigurărilor; supravegherea situației financiare a asigurătorilor; efectuarea de controale asupra activității asigurătorilor sau brokerilor de asigurare; aprobarea divizării sau fuzionării unui asigurător, ș.a. ASF autorizează asigurătorii pe baza unor documente specifice, cu îndeplinirea unor condiții menționate în lege legate de activitate, limite de capital, marjă de solvabilitate, rezerve, calcule actuariale. Nivelul capitalului social minim este revizuit periodic de către ASF.

4. În prezent, în vederea desfășurării activității, fiecare societate care desfășoară activitate în domeniul asigurărilor este obligată să mențină un anumit nivel al **capitalului social vărsat** sau, în cazul unei societăți mutuale (bazată pe întraajutorare reciprocă a membrilor săi), un **fond de rezervă liberă vărsat**. Capitalul social vărsat al societăților de asigurări reprezintă o sumă cel puțin egală cu fondul de siguranță⁴⁴. Valoarea minimă a fondului de siguranță pentru asigurările de viață este echivalentul în lei a 3,2 milioane euro⁴⁵ iar pentru asigurările generale, echivalentul a 2,2 milioane euro⁴⁶. Dacă asigurătorul subscrie unul sau mai multe riscuri ale asigurărilor generale din clasa asigurărilor de răspundere civilă, credite sau garanții (clasele X-XV), valoarea minimă a fondului de siguranță va fi echivalentul în lei a 3,2 milioane euro. În cazul societăților mutuale, valoarea minimă a fondului de siguranță se reduce cu o pătrime.

5. Este legiferată **activitatea brokerului de asigurare** (în baza Legii 32/2000 privind societățile de asigurare și supravegherea asiguraților), ca intermediar în asigurări, diferențiindu-se de agenții de asigurare (persoane fizice sau juridice abilitate în baza autorizării unui asigurător să negocieze sau să încheie în numele și pe contul asigurătorului contracte de asigurare cu terții, conform condițiilor stipulate în contractul de mandat

⁴³ Folosirea disponibilităților Fondului de Garantare se face în baza Legii 503/2004 privind redresarea financiară și falimentul societăților de asigurări, publicată în MO al României în data de 14.12.2004 și preia prevederile Directivei 2001/17/CE privind reorganizarea și lichidarea societăților de asigurări.

⁴⁴ Ordin nr. 6/2007 pentru punerea în aplicare a Normelor privind autorizarea asigurătorilor, publicat în Monitorul Oficial, Partea I nr. 432 din 28/06/2007, Art. 4.

⁴⁵ Ordin nr. 4/2008 pentru punerea în aplicare a Normelor privind metodologia de calcul al marjei de solvabilitate de care dispune asigurătorul care practică asigurări de viață, al marjei de solvabilitate minime și al fondului de siguranță, publicat în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 346 din 06 mai 2008.

⁴⁶ Ordin nr. 3/2008 pentru punerea în aplicare a Normelor privind metodologia de calcul al marjei de solvabilitate de care dispune asigurătorul care practică asigurări generale, al marjei de solvabilitate minime și al fondului de siguranță, publicat în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 346 din 06 mai 2008.

încheiat). Spre deosebire de brokerii de asigurare, care pot să-și desfășoare activitatea numai în baza avizului ASF, agenții de asigurare nu sunt supuși autorizării de către Comisie.

6. Conform reglementărilor în vigoare, societățile de asigurare au obligația de a constitui **rezerve tehnice** la un nivel care să ofere siguranță absolută că, în cazul producerii riscurilor asumate prin contractele de asigurare încheiate, vor avea capacitatea de a plăti indemnizațiile de asigurare.

Pentru asiguratorii care practică **asigurări generale**, reglementările impun a se constitui de către societățile de asigurări următoarele **categorii de rezerve tehnice**⁴⁷:

- **rezerve de prime**, care se calculează lunar prin însumarea cotei părți din primele nete subscrise aferente perioadei neexpirate contractelor de asigurare;

- **rezerva de daune** se creează și se actualizează lunar în baza estimărilor privind avizările de daune primite de asigurator astfel încât fondul creat să fie suficient pentru acoperirea acestor despăgubiri;

- **rezerve de daune neavizate** se creează și se ajustează cel puțin la încheierea exercițiului financiar, pe baza estimărilor asiguratorului, a datelor statistice sau a calculelor actuariale pentru daunele neavizate;

- **rezerva de catastrofe** se creează prin aplicarea lunar a unui procent de minim 5% asupra volumului de prime brute aferente contractelor care acoperă riscuri catastrofale și este destinată acoperirii despăgubirilor aferente daunelor de natură catastrofală;

- **rezerve pentru riscuri neexpirate** se calculează pe baza estimării daunelor ce vor apărea după închiderea exercițiului financiar aferente contractelor de asigurare încheiate înainte de această dată;

- **rezerve de egalizare** se creează în anii cu rezultate tehnice favorabile pentru constituirea surselor de acoperire a daunelor în anii în care rezultatele tehnice vor fi nefavorabile.

În sectorul **asigurărilor de viață**, **rezervele tehnice** se determină în funcție de calculele actuariale și de tipul produselor de asigurare, cea mai importantă rezervă fiind **rezerva matematică**. Rezerva matematică are la bază calcule actuariale și se administrează distinct de rezervele de prime aferente altor asigurări și reasigurări.

Rezerva matematică reprezintă o parte din primele de asigurare constituite ca rezervă pe care societatea de asigurare o creează pentru a putea plăti sumele asigurate, indiferent de momentul în care se produce evenimentul asigurat. Este necesar să se cunoască în permanență mărimea rezervei matematice, pentru ca suma respectivă să poată fi fructificată cu dobândă compusă, deoarece venitul aferent acesteia a fost luat în calculul primei nete.

7. Potrivit angajamentelor asumate față de Uniunea Europeană, CSA a transpus în legislația românească directivele europene referitoare la asigurarea obligatorie de răspundere civilă auto (RCA) și fondurile de protecție aferente. O cerință ce trebuia realizată a fost **majorarea limitelor de răspundere civilă auto** cel puțin la nivelul limitelor minime de despăgubire stabilite în Spațiul European, respectiv de 1.000.000 euro pentru daune materiale și de 5.000.000 euro/persoană pentru vătămări corporale sau decese, începând cu anul 2012, valabile și pentru anul 2013.

Reglementarea adecvată și supravegherea atentă a segmentului de asigurări auto reprezintă un obiectiv prioritar al CSA, având în vedere că liniile de asigurări auto – respectiv asigurarea de răspundere civilă auto și asigurarea facultativă de autovehicule Casco - generează cel mai semnificativ volum de prime brute subscrise, de aproximativ 80% din totalul primelor brute subscrise pe asigurări generale (non-viață).

⁴⁷ Legea 32/2000 privind societățile de asigurare și supravegherea asigurărilor, art. 21, alin. 1, Monitorul Oficial nr. 148, 10 aprilie 2000.

Cerințele UE în domeniul asigurărilor obligatorii RCA se referă la existența legislației și mecanismelor care să asigure că orice proprietar de autovehicul încheie obligatoriu o asigurare RCA care să fie valabilă pe tot Spațiul Economic European, plus Elveția. Începând cu anul 2010, **polițele RCA sunt emise numai în sistem electronic.**

8. În țara noastră, **Fondul de protecție a victimelor străzii (FPVS)** a fost înființat încă din 1996, însă, începând cu anul 2004, acesta este reglementat la fel ca în toate Statele Membre ale UE. Astfel, Fondul despăgubește cetățenii rezidenți în România pentru prejudiciile suferite ca urmare a accidentelor de circulație produse pe teritoriul României de **autovehicule care nu sunt asigurate** sau ca urmare a accidentelor de circulație în care **autorul rămâne neidentificat.**

Potrivit legii, au dreptul să beneficieze de despăgubiri din FPVS persoanele prejudiciate prin accidente de vehicule, atunci când⁴⁸:

- vehiculul care a produs accidentul a rămas neidentificat, caz în care: se acordă despăgubiri numai pentru vătămări corporale sau deces; dacă vătămrile corporale necesită pentru vindecare îngrijiri medicale mai mult de 60 de zile, se acordă despăgubiri și pentru daune materiale;

- vehiculul care a produs accidentul nu era asigurat RCA la data accidentului, caz în care se acordă despăgubiri atât pentru daune materiale, cât și pentru vătămări corporale sau decese.

Cererea de despăgubire se depune direct la sediul Fondului sau la oricare sucursală ori agenție a oricărui asigurător care are dreptul să practice asigurarea RCA pe teritoriul României. Persoana prejudiciată beneficiază de despăgubiri din Fond în aceleași limite și aceleași condiții ca și o persoană prejudiciată de un vehicul care are asigurare RCA valabilă. O persoană prejudiciată nu poate apela la Fond dacă poate fi despăgubită în baza unor asigurări facultative.

În Statele Membre ale UE această reglementare funcționează din anul 1988 și este armonizată la nivel comunitar. În general, în toate statele din Spațiul Economic European și Elveția, fondul din care se despăgubesc prejudiciile create de autovehicule neautorizate se numește Fond de Garantare, doar Italia având un nume similar cu cel din România – Fondul de Protecție a Victimelor Străzii.

9. Comisia de Supraveghere a Asigurărilor urmărește **implementarea sistemului bonus-malus** în practica asigurării de răspundere civilă auto începând cu 1 ian. 2010 și a **constatului amiabil**, începând cu 1 ianuarie 2009 (neimplicarea poliției în cazul accidentelor auto fără victime – considerate accidente ușoare - și raportarea de către asigurați a accidentelor direct la asigurători).

Sistemul bonus-malus este construit ca o extensie a actualei baze de date CEDAM - de înregistrare a polițelor RCA și confruntare cu parcul auto național. Proiectul CEDAM a permis ca, de la 1 august 2008, autovehiculele românești să circule în țările din UE fără verificarea la graniță a poliției RCA, care, de la 1 ianuarie 2007, acoperă riscurile produse pe întreg teritoriul UE.

Acest sistem prevede că, la momentul încheierii unei polițe de asigurare, se va ține cont și de conduita rutieră în sensul bonificării acelor conducători auto care nu au înregistrat evenimente rutiere (diminuări ale primei de asigurare datorate), respectiv penalizării celor care au provocat daune (majorări ale primei de asigurare datorate).

Cea mai mare parte a țărilor folosesc în calculul primelor de asigurare sistemul de clase de riscuri. Fiecărei clase îi este asociat un nivel de primă. Asiguratul trece dintr-o clasă în alta în funcție de numărul sinistrelor pe care le-a declarat sau au fost constatate în decursul unui an. Sistemul are 14 clase de bonus și 8 clase de malus. Clasa B0 corespunde primei de bază (100%). Clasa B14 corespunde „bonusului” maximal, iar clasa M8 este cea a

⁴⁸ Raport privind activitatea desfășurată și evoluția pieței de asigurări în anul 2007, CSA, București, iunie, 2008, pag. 41.

„maluxului” maximal. Un an fără accident permite urcarea a două clase de bonus, putându-se ajunge în clasa maximă de bonus în șapte ani. Pentru fiecare an de asigurare în care există unul sau mai multe evenimente, se coboară cu o clasă de malus.

În cazul accidentelor unde s-a constatat că a existat culpa comună, ambii șoferi vor fi penalizați prin majorarea primei RCA pentru anul următor. În situația în care un asigurat deține mai multe vehicule, sistemul Bonus-Malus se aplică distinct pentru fiecare vehicul. Totodată, în cazul înstrăinării sau radierii vehiculului asigurat, stabilirea noii clase de Bonus sau Malus pentru un vehicul nou dobândit se face pornind de la clasa de Bonus sau Malus de care s-a beneficiat anterior.

Sistemul bonus-malus îi determină pe asigurați să ia **măsuri de precauție și să fie interesați să plătească prime de asigurare cât mai mici**. Acest sistem poate fi extins și la alte clase de asigurări, îndeosebi la asigurările mijloacelor de transport.

10. În condițiile liberei circulații a serviciilor, **protecția intereselor asiguraților furnizată de asiguratorii trebuie să fie aceeași**, ceea ce înseamnă că cerințele de solvabilitate - ca principal instrument de protecție - trebuie să fie aceleași pentru toate societățile de asigurare din Uniunea Europeană.

Conform reglementărilor CSA, **solvabilitatea reprezintă capacitatea unei societăți de asigurare de a-și acoperi în orice moment obligațiile curente și viitoare pe care și le-a asumat prin contractele încheiate cu asigurații**, reprezentând un instrument de supraveghere care poate semnaliza apariția unor dificultăți financiare ale societății.

Actualul regim de solvabilitate a fost creat în anii '70, fiind actualizat relativ recent, prin două Directive emise în 2002, ca parte a **proiectului Solvency I**. Solvabilitatea suscită permanent discuții, drept dovadă că, recent, la nivelul Uniunii Europene, a fost demarat așa-numitul **proiect Solvency II** care se va derula pe o perioadă de câțiva ani și al cărui scop este acela de a determina dacă se impun mai multe schimbări fundamentale ale regimului de solvabilitate, **o abordare orientată spre risc**. Acest regim va ține seama atât de riscurile la care este supus asiguratorul, de gradul de dezvoltare a pieței, de managementul activelor în corelație cu pasivele, cât și de activitatea de reasigurare.

În România, în conformitate cu directivele europene referitoare la calculul marjei de solvabilitate, CSA a emis la începutul anului 2002 normele privind limita minimă a marjei de solvabilitate a asiguratorilor și metodologia de calcul a acesteia, diferențiat pe cele două categorii de asigurări, respectiv asigurări generale și asigurări de viață.

În vederea pregătirii pentru asigurarea implementării viitorului sistem de supraveghere a solvabilității bazat pe riscuri, care este aplicabil în întreaga Uniune Europeană începând cu 1 ianuarie 2013, Comisia de Supraveghere a Asigurarilor a inițiat un întreg pachet de măsuri în acest sens.

În domeniul asigurărilor și al reasigurarilor integrarea economică europeană presupune libertatea afacerilor unei companii sau a unei filiale a acesteia dintr-o țară comunitară în oricare altă țară membră a UE de a-și înființa filiale și dreptul de a-și oferi serviciile în acea țară fără a fi persoană juridică a acesteia. Pentru a înființa o reprezentanță sau filială a unei societăți de asigurare într-o altă țară comunitară, este necesară **informarea autorității de supraveghere** asupra următoarelor aspecte: țara în care se dorește începerea operațiunilor, programul activității și agentul autorizat al reprezentanței.

5. Elementele obligatorii ale contractului de asigurare

Contractul de asigurare prezintă următoarele elemente obligatorii: interesul asigurării; obiectul și riscul asigurării; suma asigurată și prima de asigurare; paguba și despăgubirea de asigurare.

5.1. Interesul asigurării

Interesul asigurabil constă în existența unei relații particulare a asiguratului cu obiectul asigurat, existând forme concrete de manifestare în funcție de specificul asigurării: asigurări de bunuri, de răspundere civilă și de persoane.

În cazul asigurării de bunuri, interesul asigurării este dat de existența unei relații legitime patrimoniale cu bunul respectiv. De obicei, interes la asigurare îl are proprietarul bunului, dar și uzufructuarul, creditorul de garanții reale, persoanele din familia proprietarului, etc. Încetarea interesului atrage după sine și încetarea asigurării pentru acea persoană.

În asigurarea de răspundere civilă, interesul asigurabil constă în evitarea micșorării patrimoniului asiguratului ca urmare a angajării răspunderii lui civile față de terțe persoane păgubite prin fapte ilicite.

În cazul asigurărilor de persoane, interesul asigurat (dauna evaluabilă în bani) nu prezintă importanță, întrucât indemnizația de asigurare este datorată independent de existența unor daune. Ca atare, asiguratul sau beneficiarul asigurării nu trebuie să dovedească vreun interes pentru a încheia contractul de asigurare, întrucât interesul însoțește evenimentul legat de persoană: deces, invaliditate din accidente sau atingerea unei anumite vârste (de pensionare, vârsta începerii studiilor superioare pentru copii, etc.).

În concluzie, o persoană are interes asigurabil dacă producerea unui eveniment poate cauza o pierdere financiară sau un prejudiciu persoanei respective, iar **interesul asigurabil poate fi definit ca o expunere la un prejudiciu financiar**.

5.2. Obiectul și riscul asigurat

Prin **obiectul asigurării** se înțelege ceea ce s-a asigurat: anumite bunuri, despăgubirile datorate de asigurat ca urmare a răspunderii sale civile față de o terță persoană (patrimoniul din care ar urma să plătească) sau un atribut al persoanei (viața, capacitatea de muncă, etc.). Deci, obiectul asigurat reprezintă **valorile patrimoniale sau nepatrimoniale expuse riscului**.

Riscul constituie elementul esențial al contractului de asigurare, fără de care existența asigurării nu ar fi posibilă.

Riscul asigurat este fenomenul sau evenimentul incert, posibil și viitor la care sunt expuse bunurile, patrimoniul, viața, sănătatea sau integritatea fizică a unei persoane. Riscul, o dată produs, obligă pe asigurător să plătească asiguratului sau beneficiarului despăgubirea sau suma asigurată. Riscul asigurat reprezintă și probabilitatea de producere a evenimentelor viitoare, care poate determina pierderi sau daune materiale bunurilor unei persoane.

Ca atare, noțiunea de risc asigurat are mai multe **sensuri**: a) probabilitatea de producere a evenimentelor pentru care s-a încheiat asigurarea; b) posibilitatea de distrugere parțială sau totală a bunurilor ca urmare a producerii unor fenomene sau posibile evenimente în viața persoanelor; c) mărimea răspunderii preluate de asigurător de a plăti asiguratului despăgubirea sau suma asigurată.

Pentru a încadra un eveniment în categoria **riscurilor asigurabile**, este necesară îndeplinirea anumitor **condiții**:

- **producerea lui să fie posibilă**, deoarece asigurarea nu ar avea sens dacă existența unui lucru nu ar fi amenințată de producerea unui anumit eveniment sau fenomen;

- să aibă un caracter întâmplător, adică asupra producerii lui să planeze incertitudinea, atât ca moment, cât și ca intensitate a acțiunii lui;
- producerea fenomenului să nu depindă de voința asiguratului sau beneficiarului asigurării, întrucât, în această situație, persoanele respective răspund pentru faptele sale penal sau contravenționale;
- anumite riscuri nu pot face obiectul unei asigurări pentru motive de ordine publică, riscul trebuind să aibă un caracter licit.

Ca atare, din punct de vedere al asigurabilității lor, riscurile pot fi: riscuri asigurabile; riscuri neasigurabile (excluse).

Riscurile asigurabile sunt acelea pe care asigurătorii le preiau și pentru care le oferă protecție. De regulă, ele se împart în **riscuri generale** (incendiu, explozie, naufragiu, prăbușire a aeronavei, erupție vulcanică, etc), care sunt incluse în condițiile generale de asigurare și **riscuri speciale** (furt, secetă, alterare, spargere, mușcătură), care nu sunt incluse în condițiile generale și care se pot asigura la solicitarea expresă a asiguraților, contra unei prime de asigurare suplimentare.

Riscurile neasigurabile (excluse) sunt acele riscuri pe care asigurătorii nu le acceptă: acele evenimente a căror producere este certă sau se apropie de certitudine (evaporarea lichidelor, moartea naturală a animalelor vii, uzura fizică), evenimente produse de către asigurat (ambalarea necorespunzătoare a mărfii asigurate, comportarea necorespunzătoare a asiguratului) și pagube de proporții foarte mari, care pot afecta situația financiară a asiguratului (război, greve, revoluție, explozii atomice, etc.).

Fiecare societate de asigurare are libertatea de a-și grupa riscurile după cum consideră că este optim pentru asigurați și pentru ea. De asemenea, includerea unui risc în risc asigurabil, neasigurabil sau la excluderi nu are un caracter permanent, fiind posibilă trecerea acestuia dintr-o categorie în alta în funcție de politica de subscriere a asiguratului sau de dimensiunea posibilă a daunei. De exemplu, pe piața asigurărilor din Marea Britanie, riscul de terorism a fost inclus multă vreme în categoria riscurilor asigurabile speciale, însă, din anul 1993, datorită frecvenței crescute de manifestare a lui, s-a renunțat la acoperirea acestui risc de către asigurători, devenind un risc fundamental, ce intră sub incidența guvernului britanic. Soluții de asociere cu sprijin guvernamental pentru acoperirea riscului de terorism au fost propuse și în alte țări, precum: Spania, Africa de Sud, Israel, Franța.

5.3. Suma asigurată și prima de asigurare

Suma asigurată este partea din valoarea de asigurare pentru care asiguratul își asumă răspunderea în cazul producerii evenimentului pentru care s-a încheiat asigurarea. Suma asigurată reprezintă limita maximă a răspunderii asiguratului și constituie unul din elementele care stau la baza calculării primei de asigurare.

În cazul asigurărilor de bunuri, suma asigurată nu poate să depășească valoarea reală a bunului la data asigurării (valoarea de asigurare) și se stabilește de către părți în contractul de asigurare. Prin mecanismul asigurării nu este permisă acordarea unor despăgubiri mai mari decât valoarea reală (*supra-asigurarea*) deoarece poate trezi interesul asiguratului la producerea cazului asigurat. În schimb, suma asigurată poate fi inferioară valorii reale a bunului, procedură denumită *sub-asigurare*.

În cazul asigurărilor de răspundere civilă, întrucât nu există o valoare de asigurare, suma asigurată se stabilește pe baza acordului dintre asigurat și asigurător, iar în cazul asigurării obligatorii, suma asigurată se stabilește prin lege.

În cazul asigurărilor de persoane, suma asigurată nu este limitată. Fiind vorba de viața și sănătatea omului, nu se poate stabili o limită minimă sau maximă de valoare. Astfel, noțiunile de supra-asigurare și sub-asigurare nu sunt aplicabile asigurărilor de persoane, iar

suma asigurată se stabilește pe baza înțelegerii între părți, în mod liber. În cazul asigurărilor de persoane, contractul de asigurare are *un caracter neindemnitar*, adică în schimbul primelor de asigurare, asigurătorul nu se obligă să acopere o pagubă, ci să plătească suma asigurată la realizarea riscului asigurat, întrucât viața și sănătatea omului nu sunt evaluabile în bani.

Prima de asigurare este suma de bani pe care asiguratul este obligat, în baza contractului de asigurare sau a legii, să o plătească asigurătorului în schimbul garanției pe care acesta i-o acordă. Primele de asigurare încasate se folosesc pentru constituirea fondului de asigurare, a fondurilor de rezervă, pentru finanțarea acțiunilor de prevenire și combatere a unor evenimente producătoare de pagube și pentru acoperirea cheltuielilor legate de administrarea asigurărilor. Deci, *prima de asigurare este prețul plătit de asigurat pentru ca asigurătorul să preia asupra sa riscul.*

Printre **factorii care influențează mărimea primei de asigurare** se pot enumera: natura bunului asigurat; dimensiunea riscurilor; numărul și tipul riscurilor; intensitatea riscurilor; mărimea posibilă a daunelor; suma asigurată; durata contractului; nivelul franșizei; întinderea geografică a acoperirii; istoricul daunelor pe un anumit număr de ani anteriori; modalitatea de plată a primei; dimensiunea afacerii.

De regulă, prima de asigurare se stabilește prin înmulțirea sumei asigurate cu cota de primă procentuală stabilită pe baza tabelelor asigurătorului, adică:

$$\text{Prima de asigurare} = \text{Suma asigurată} \times \text{Cota de primă (\%)}$$

Cotele de primă se stabilesc pe baza datelor statistice, folosind metodele și principiile calculului actuarial care au revoluționat practica asigurărilor. De exemplu, la asigurările de viață, cotele de primă se stabilesc în funcție de vârsta asiguratului și de durata contractului de asigurare. La asigurările de bunuri, cotele de primă sunt diferențiate în funcție de felul bunului asigurat, de frecvența și intensitatea producerii riscurilor asigurate rezultate din datele statistice. Intensitatea variabilă a riscului se reflectă corespunzător în nivelul primei. Astfel, în situația în care, pe parcursul contractului, riscul este variabil, prima se poate modifica în aceeași proporție.

Prima brută (tarifară) reprezintă suma pe care o plătește asiguratul și ea este compusă din două elemente: prima netă (pură, teoretică sau cotă de bază) și suplimentul sau adaosul de primă.

$$\text{Prima brută} = \text{prima netă} + \text{suplimentul (adaosul) de primă}$$

Prima netă de asigurare servește la formarea fondului necesar achitării despăgubirilor sau sumelor asigurate. *Calculul primei nete* ține seama de probabilitatea de producere a riscului și de intensitatea sau frecvența manifestării lui. *Probabilitatea producerii riscului* este determinată prin calcule statistice ce au la bază aplicarea *legii numerelor mari*, care arată că la un număr mare de cazuri, probabilitatea producerii unui anumit fenomen se poate calcula cu o mai mare aproximație, spre deosebire de un număr redus de cazuri, la care producerea evenimentului nu poate fi anticipată cu aceeași aproximație datorită erorilor ce intervin în lipsa desprinderii unor tendințe cât mai aproape de realitate. Ca atare, prima de asigurare este cu atât mai bine determinată cu cât au existat mai multe cazuri pe baza cărora ea s-a determinat. *Intensitatea producerii riscului* se reflectă, de asemenea, în nivelul primei de asigurare, pentru riscurile a căror intensitate este mare, și prima de asigurare este mai mare, și invers. În situația în care, pe parcursul contractului, riscul este variabil, prima se poate modifica în aceeași proporție.

Suplimentul sau adaosul la primă acoperă cheltuielile generale de achiziție și administrare ale asigurătorului, cât și obținerea unui profit. Aceste cheltuieli variază în funcție de tipurile de produse de asigurare și în funcție de modurile de distribuție utilizate.

Ținând seama că mărimea primelor de asigurare depinde și de perioada pentru care operează răspunderea asigurătorului, apare evident un alt element al asigurării, și anume, **durata asigurării**. Durata asigurării reprezintă perioada în care sunt valabile raporturile de

asigurare între asigurat și asigurător și ea depinde de natura asigurării. Se pot încheia asigurări pe o perioadă determinată (de un an sau mai puțin, în cazul asigurărilor de bunuri și răspundere civilă sau de peste 20 de ani, în cazul asigurărilor de persoane) sau pentru derularea unui proces (de exemplu, pe perioada transportului de marfă).

5.4. Paguba și despăgubirea de asigurare

Paguba sau dauna reprezintă pierderea exprimată valoric suferită de un bun asigurat ca urmare a producerii unui risc asigurat.

Noțiunea de daună sau pagubă este aplicabilă numai asigurărilor de bunuri și răspundere civilă, denumite și asigurări de daune. În cazul asigurărilor de persoane, dauna sau paguba nu are sens, deoarece suma asigurată se plătește indiferent de aceasta și nu are caracter de despăgubire, ci are un caracter neindemnitar.

Întrucât paguba poate fi egală sau mai mică decât valoarea bunului asigurat, se întâlnesc noțiunile de **pagubă totală**, în cazul în care bunul a fost distrus în întregime, și **pagubă parțială**, atunci când pierderea intervenită este mai mică decât valoarea bunului.

Despăgubirea de asigurare reprezintă suma de bani pe care asigurătorul o plătește asiguratului pentru refacerea bunului distrus de un risc asigurat sau pentru compensarea unui prejudiciu la asigurarea de răspundere civilă. În cazul asigurărilor de persoane nu se folosește noțiunea de despăgubire de asigurare, ci de indemnizație de asigurare sau de plată a sumei asigurate.

Despăgubirea de asigurare nu poate depăși suma asigurată și este mai mică sau cel mult egală cu valoarea pagubei, în funcție de principiul de răspundere al asigurătorului.

În practica asigurărilor de bunuri se utilizează trei **principii valabile la acordarea despăgubirilor**:

- principiul răspunderii proporționale;
- principiul primului risc;
- principiul răspunderii limitate.

Principiului răspunderii proporționale constă în aceea că, despăgubirea de asigurare reprezintă aceeași parte din pagubă pe care o reprezintă suma asigurată față de valoarea de asigurare. Conform acestui principiu, despăgubirea de asigurare se calculează pe baza relației:

$$\frac{D}{P} = \frac{S}{V} \Rightarrow D = P \cdot \frac{S}{V},$$

unde:

D reprezintă despăgubirea de asigurare;

P – cuantumul pagubei;

S – suma asigurată;

V – valoarea reală a bunului asigurat.

De exemplu, un bun în valoare de 500 lei a fost asigurat pentru suma de 400 lei. Presupunem că bunul a fost distrus parțial în valoare de 300 lei. Conform acestui principiu, despăgubirea de asigurare este de 240 lei, calculată pe baza relației:

$$D = 300 \times \frac{400}{500} = 240 \text{ lei.}$$

În cazul în care suma asigurată este egală cu valoarea reală a bunului asigurat, atunci despăgubirea este egală cu paguba.

Principiul primului risc este mai des aplicat la bunurile la care riscurile de producere a daunei totale sunt mai reduse (cum ar fi asigurarea clădirilor). Potrivit acestui principiu, asigurătorul suportă dauna în întregime în limitele sumei asigurate, indiferent de valoarea reală a bunului asigurat.

Astfel, nivelul despăgubirii de asigurare calculat pe baza acestui principiu, din exemplul anterior, este de 300 lei. Dacă paguba ar fi fost de 500 lei, atunci nivelul despăgubirii ar fi fost de 400 lei, valoarea sumei asigurate.

Dacă se compară valorile despăgubirilor obținute pe baza celor două principii, se observă că ele diferă atunci când suma asigurată este mai mică decât valoarea bunului, iar paguba înregistrată a fost parțială.

Se observă că principiul primului risc este mai avantajos pentru asigurați decât cel al răspunderii proporționale, întrucât pagubele sunt compensate într-o măsură mai mare. De regulă, această compensare, presupune încasarea de la asigurați a unor prime de asigurare mai mari decât în cazul aplicării principiului răspunderii proporționale.

Principiul răspunderii limitate constă în aceea că despăgubirea de asigurare se acordă numai dacă paguba produsă de riscul asigurat depășește o anumită limită, dinaintea stabilită. Ca atare, conform acestui principiu, o parte din pagubă cade în sarcina asiguratului, iar mărimea relativă a acesteia este menționată în contractul de asigurare.

Partea din valoarea pagubei ce cade în sarcina asiguratului poartă denumirea de **franșiză**. Franșiza poate fi: franșiză atinsă (sau simplă) și franșiză deductibilă (sau absolută).

În cazul **franșizei atinse sau simple**, asigurătorul acoperă în întregime paguba, dacă aceasta este mai mare decât limita stabilită în contract. **Franșiza deductibilă** se scade (se deduce) din orice pagubă, indiferent de volumul pagubei (în limita sumei asigurate).

Dacă în exemplul anterior, pentru suma asigurată de 400 lei se menționează în contract un nivel de franșiză de 5% din suma asigurată (20 lei), atunci pentru paguba de 300 lei, nivelul despăgubirii ar fi fost:

- în cazul **franșizei atinse**, despăgubirea este de 300 lei, întrucât valoarea pagubei depășește valoarea franșizei (a fost atinsă de către pagubă), iar asiguratul primește în întregime valoarea pagubei;

- în cazul **franșizei deductibile**, despăgubirea este de 280 lei, adică diferența dintre valoarea pagubei și nivelul franșizei care se deduce din pagubă la fiecare apariție a evenimentului asigurat.

Indiferent de tipul franșizei, nu se acordă despăgubiri dacă valoarea pagubei se încadrează sub limitele franșizei. De exemplu, dacă valoarea pagubei ar fi fost de 15 lei, în ambele situații, asigurătorul nu ar fi plătit despăgubire de asigurare.

Aplicarea franșizei conduce la evitarea cheltuielilor privind evaluarea, constatarea pagubelor și stabilirea despăgubirilor la pagubele de volum redus, care să le situeze sub valoarea franșizei și, în același timp, îl determină pe asigurat să manifeste mai multă grijă în ceea ce privește întreținerea bunurilor asigurate. Aplicarea acestui principiu implică și reducerea primei de asigurare.

Fiecare din aceste principii se regăsește în practică în funcție de tipul de contract de asigurare. Astfel, principiul răspunderii proporționale se aplică în cazul asigurării mărfurilor în transportul internațional, asigurării culturilor agricole sau a animalelor. Principiul primului risc își găsește aplicabilitatea în cazul asigurării clădirilor, asigurării auto, etc., iar principiul răspunderii limitate este frecvent utilizat în practică, fie la opțiunea asiguratului (implicând reducerea primei de asigurare), fie în mod obișnuit.

6. Încheierea contractului de asigurare

Încheierea propriu-zisă a contractului de asigurare este precedată de câteva etape pe baza cărora se determină clauzele și condițiile finale ale acestuia.

1. Întocmirea declarației sau cererii de asigurare este o etapă în care asiguratul își manifestă dorința de a încheia asigurarea și de a oferi informații necesare pentru evaluarea riscului.

Prin acest document, asigurătorul îl identifică pe asigurat, iar asiguratul își manifestă voința de încheiere a contractului. Completarea cererii de asigurare cuprinde informații referitoare la obiectul și riscul asigurat.

Cererea de asigurare, denumită și cerere-chestionar, cuprinde date referitoare, în principal, la următoarele: identificarea asiguratului: nume, domiciliu sau sediu legal, obiectul de activitate (în cazul persoanelor juridice); durata asigurării solicitate; date privind bunul asigurat; stabilirea estimativă a sumei asigurate; franșiza; beneficiarul asigurării; condițiile de asigurare solicitate; starea de sănătate, vârsta, antecedente medicale - în cazul asigurărilor de viață; mediul de lucru - în cazul asigurărilor de accidente, precum și alte elemente specifice fiecărui tip de asigurare solicitată.

Pe baza acestor informații, asigurătorul procedează la evaluarea riscului pentru stabilirea corectă a primei de asigurare. Răspunsurile scrise ale asiguratului permit asigurătorului să-și facă o imagine asupra riscului și să stabilească prima aferentă.

La majoritatea formelor de asigurări de persoane, la unele asigurări externe sau de bunuri, cererea de asigurare se redactează separat și anterior contractului de asigurare, fiind necesar un anumit interval de timp pentru evaluarea riscului. La celelalte asigurări, declarația se întocmește concomitent cu contractul de asigurare. Cererea de asigurare, ca act unilateral de voință, nu produce efecte juridice specifice asigurării decât după acceptarea de către asigurător. Asumarea riscului de către asigurător se face odată cu semnarea contractului de asigurare.

2. Evaluarea nivelului de risc.

Riscul prezintă pentru asigurător o importanță deosebită deoarece în funcție de acest element se apreciază dacă se poate accepta protecția prin asigurare și dimensiunea primei de asigurare aferente. Această operațiune poartă denumirea de **subscriere**.

Nivelul de risc se poate evalua în două **etape**:

- a) imediat după primirea cererii de asigurare, pe baza datelor consemnate de solicitantul asigurării în vederea prezentării unei oferte de principiu, dacă aceasta a fost cerută;
- b) după efectuarea unei inspecții de risc de către reprezentanții asigurătorului.

Evaluarea nivelului de risc are **scopul** de a stabili:

- dacă riscurile ce există la asigurat și care urmează să fie acoperite de asigurător sunt în limitele acceptabile preluării de către acesta din urmă;
- coeficienții de ajustare a tarifului de prime specific fiecărei forme de asigurare în parte, în vederea calculării primei de asigurare;
- eventualele măsuri obligatorii sau recomandări pentru asigurat în legătură cu încheierea poliței, în vederea evitării și diminuării riscurilor.

Inspecția de risc se poate efectua și pe parcursul perioadei de asigurare, în scopul verificării evoluției în timp a nivelului de risc.

Dat fiind că de multe ori asigurătorii preiau în asigurare riscuri pentru bunuri aflate la mare distanță de ei, nefiind posibilă o evaluare la fața locului a riscului, buna credință, ca principiu de bază al asigurărilor, trebuie să fie unanim respectată. Evaluarea se face numai pe baza informațiilor puse la dispoziție de asigurat și de aceea el trebuie să facă declarații complete și exacte. În caz contrar, asigurătorul își rezervă dreptul de a modifica, de a denunța contractul sau de a refuza plata indemnizației de asigurare.

3. Momentul întocmirii contractului de asigurare este considerat odată cu plata primelor de asigurare și emiterea documentului de asigurare și este valabil exclusiv pentru bunurile și riscurile specificate în poliță. Contractul poate avea forma **poliței de asigurare** la asigurările de persoane și la unele tipuri de asigurări de bunuri sau a **certificatului de asigurare** la asigurările de bunuri sau de răspundere civilă. În practică, denumirea de poliță de asigurare este generică și, astfel, cel mai frecvent utilizată.

Există **două momente distincte** legate de contractul de asigurare, și anume: *cel al încheierii propriu-zise a contractului* și *cel al intrării în vigoare* ulterior datei perfectării lui. Un contract de asigurare poate fi perfectat cu intrarea în vigoare a asigurării la o dată ulterioară. De asemenea, intrarea în vigoare a asigurării poate să nu coincidă cu începutul răspunderii asigurătorului. În astfel de situații, diferențierea este în funcție nu numai de plata primei, ci și de natura riscului. De exemplu, în cazul asigurărilor de viață, dacă există suspiciuni asupra stării de sănătate a asiguratului sau dacă declarațiile de sănătate ale asiguratului nu confirmă o situație normală, se trece la efectuarea unor investigații medicale în scopul obținerii unei evaluări medicale corecte. Solicitantul, plătind prima de asigurare, devine asigurat, dar numai pentru riscul de deces din accident și nu și din motive ce implică starea sănătății lui. Conform condițiilor de asigurare, acoperirea riscului se face numai după evaluarea corectă a riscului, respectiv în momentul emiterii polițelor de asigurare.

7. Drepturile și obligațiile asiguratului și cele ale asigurătorului

Fiind un contract sinalagmatic, contractul de asigurare presupune drepturi și obligații corelative între părți, ce pot fi delimitate pe două perioade:

- până la ivirea evenimentului asigurat;
- după producerea evenimentului asigurat.

Drepturile și obligațiile asiguratului până la apariția evenimentului asigurat

Principalele ***drepturi ale asiguratului*** ce intervin până în momentul producerii cazului asigurat sunt:

- *dreptul de a modifica contractul*, cum ar fi posibilitatea de a schimba beneficiarul asigurării sau modul de plată a primelor de asigurare, atunci când ele se plătesc în rate;
- *dreptul de a încheia asigurări suplimentare*, cum ar fi majorarea sumelor asigurate stabilite inițial;
- *dreptul de răscumpărare* în cazul asigurărilor de viață, în care asiguratul poate să ceară încetarea contractului prin plata sumei de răscumpărare, care reprezintă, de obicei, 95% din rezerva de primă constituită în momentul respectiv.

Obligațiile asiguratului până la apariția riscului asigurat constau în:

- *plata primei de asigurare*. De regulă, persoana care încheie contractul este una și aceeași persoană cu asiguratul și ea are obligația plății primei de asigurare;
- *obligația de a informa pe asigurător în privința modificării circumstanțelor care agravează riscul*;
- *obligația de întreținere a bunului asigurat în bune condiții, conform dispozițiilor legale în vigoare*. În caz de neîndeplinire a acestei obligații, asigurătorul poate denunța asigurarea sau, la ivirea cazului asigurat, are dreptul de a refuza plata despăgubirii dacă din acest motiv nu a putut determina cauza producerii și întinderea pagubei sau de a reduce despăgubirea în cazul în care dauna a crescut.

- *notificarea asigurătorului asupra tuturor împrejurărilor care agravează riscul*. Dacă în decursul executării contractului se ivesc împrejurări care modifică riscul inițial, asiguratul trebuie să comunice asigurătorului acest lucru. Agravarea riscului determină modificări corespunzătoare asupra cuantumului primei, sau, în caz extrem, imposibilitatea de a mai putea continua contractul. Această obligație permite adaptarea contractului la noua situație, sub rezerva dreptului asigurătorului de a-l anula. Agravarea riscului poate avea loc, de exemplu, ca urmare a mutării bunurilor asigurate contra furtului din locurile specificate în contract în alte locuri mai puțin expuse riscului (ca efect pozitiv) sau abținerea asiguratului de a lua măsurile corespunzătoare în cadrul obligației sale de a întreține bunurile și de a preveni producerea evenimentului asigurat.

Drepturile și obligațiile asiguratului după producerea riscului asigurat.

Principalul **drept al asiguratului** este de a încasa indemnizația de asigurare.

Obligațiile asiguratului sunt:

- combaterea efectivă a evenimentelor pentru limitarea pagubei și salvarea bunurilor asigurate, păstrarea și paza bunurilor rămase pentru prevenirea degradărilor ulterioare;
- avizarea asiguratorului în termenele prevăzute de condițiile de asigurare cu privire la producerea evenimentului asigurat;
- participarea la constatarea cazului asigurat produs și a pagubei rezultate;
- furnizarea de acte și date referitoare la evenimentul asigurat;
- acordarea întregului sprijin pentru constatarea și evaluarea daunelor.

În concluzie, asigurații prevăzuți în contractul de asigurare dețin o serie de drepturi și obligații, care variază în funcție de poliță și de calitatea asiguratului.

Ca și în cazul asiguratului, și **drepturile și obligațiile asiguratorului** operează distinct pe cele două perioade: perioada până la producerea riscului asigurat și perioada după producerea evenimentului asigurat.

Drepturile și obligațiile asiguratorului până la apariția evenimentului asigurat.

Pe timpul executării contractului, asiguratorul are, în special, **drepturi**, astfel că fiecărei obligații a asiguratului îi corespunde un drept al asiguratorului, și anume:

- dreptul de a verifica existența bunului asigurat și a modului în care acesta este întreținut;
- dreptul de a aplica sancțiuni legale atunci când asiguratul a încălcat obligațiile privind întreținerea, folosirea și paza bunurilor asigurate.

Până la ivirea cazului asigurat, asiguratorul are și unele **obligații**, cum ar fi:

- obligația de a elibera, la cerere, duplicatul documentului de asigurare, dacă asiguratul l-a pierdut pe cel original;
- obligația de a elibera la cererea asiguratului certificate de confirmare a asigurării, în cazul asigurării de răspundere a cărașului față de pasageri pentru bagajele și mărfurile transportate, precum și față de terți, cu indicarea sumelor asigurate.

Drepturile și obligațiile asiguratorului după producerea evenimentului asigurat.

Principală **obligație** a asiguratorului constă în indemnizația acordată asiguratului. Pentru ca indemnizația să fie datorată, trebuie stabilită situația de fapt din care să rezulte dreptul asiguratului de a încasa indemnizația și obligația corelativă a asiguratorului de a o plăti.

Asiguratorul va proceda, pe de o parte, la constatarea producerii evenimentului asigurat și la evaluarea pagubelor, iar pe de altă parte, la stabilirea și plata indemnizației de asigurare.

Pentru determinarea obligației sale de plată și a mărimii indemnizației, asiguratorul va stabili cauzele daunelor și împrejurărilor în care acestea s-au produs. Pentru aceasta este necesar să verifice:

- dacă asigurarea era în vigoare la data producerii riscului;
 - dacă primele de asigurare au fost plătite și perioada de timp pentru care au fost achitate.
- Dacă prima de asigurare nu a fost plătită pentru întreaga perioadă, asiguratorul va reține din indemnizația datorată primele de asigurare rămase de plătit;
- dacă bunurile respective sunt cuprinse în asigurare;
 - dacă evenimentul producător de daune este datorat unui risc împotriva căruia s-a încheiat asigurarea.

După stabilirea cauzelor și împrejurărilor producerii pagubei, asiguratorul va proceda la evaluarea pagubelor în funcție de felul asigurării și de principiile de acoperire a daunei practice de către asigurator.

Dacă evenimentul asigurat a fost produs cu intenție de către asigurat sau de beneficiar, asiguratorul nu datorează indemnizație de asigurare. Stabilirea producerii cu intenție a evenimentului asigurat este prevăzută expres în condițiile de asigurare. De exemplu, condițiile de asigurare contra incendiului menționează drept culpă în producerea

evenimentului folosirea focului deschis, inclusiv a unei surse de lumină cu flacără deschisă în încăperi în care sunt depozitate produse inflamabile sau, în cazul asigurării bunurilor pe timpul transportului terestru, încărcarea în același mijloc de transport, împreună cu bunurile asigurate, a unor materiale inflamabile, lichide acide sau materiale toxice, dacă pagubele produse bunurilor au provenit din cauza acestui mod de încărcare.

În practica asigurărilor, neglijența gravă produce efecte deosebite pentru asigurat și, din această cauză, fiecare caz în parte trebuie analizat și raportat la împrejurările concrete în care s-a produs.

8. Încetarea contractului de asigurare

În mod obișnuit, contractul de asigurare cu durată determinată încetează în momentul în care acesta **a ajuns la termen**, respectiv la expirarea perioadei pentru care a fost încheiat.

În alte cazuri, contractul de asigurare încetează **la producerea evenimentului asigurat** în situația asigurărilor de viață și de accidente ale persoanelor. După plata sumei asigurate, obligațiile asigurătorului față de asigurat se sting, ceea ce echivalează cu încetarea automată a contractului.

Pentru asigurările de bunuri și de răspundere civilă, contractul încetează dacă, prin realizarea riscului, bunul asigurat a fost distrus în întregime. Dacă distrugerea este parțială, contractul continuă să-și producă efectele, de regulă, pentru o sumă asigurată redusă.

Există și **alte moduri de încetare a contractului de asigurare** înaintea expirării duratei sale, precum și înaintea producerii riscului asigurat, și anume: **denunțarea, rezilierea și nulitatea contractului de asigurare**.

Denunțarea constă în încetarea contractului de asigurare în mod unilateral, din cauze autorizate de către lege. Astfel, asigurătorul poate denunța contractul de asigurare în următoarele cazuri:

- atunci când asiguratul nu a comunicat, în scris, modificările intervenite în cursul derulării contractului față de datele luate în considerare la încheierea asigurării, dacă modificarea intervenită exclude menținerea contractului;

- atunci când se constată neîndeplinirea de către asigurat a obligației de întreținere corespunzătoare a bunurilor sau când nu sunt luate măsurile de prevenire impuse de lege și care determină ca probabilitatea realizării riscului să crească.

Denunțarea nu produce efecte retroactive, ci numai efecte pentru viitor. Astfel, primele de asigurare sunt reținute pentru perioada în care contractul de asigurare a fost valabil, dar nu se mai rețin prime de asigurare după denunțarea contractului.

Rezilierea contractului de asigurare se produce, de exemplu, atunci când evenimentul asigurat a avut loc înainte de începerea răspunderii asigurătorului (de obicei, răspunderea asigurătorului începe după 24 de ore de la încheierea contractului de asigurare) sau dacă, după începerea răspunderii acestuia, producerea evenimentului a devenit imposibilă și asigurarea este lipsită de scopul său. Primele plătite pentru perioada ulterioară se restituie.

De asemenea, rezilierea poate interveni și atunci când asiguratul nu-și respectă obligația de achitare a ratelor de primă scadente, după trecerea termenului de păsuire acordat de asigurător (de obicei, o lună de zile de la expirarea termenului de plată a ratei scadente). Deci, rezilierea înseamnă desființarea pentru viitor a contractului datorită neexecutării obligației uneia dintre părți din cauze care i se pot imputa. Efectele produse de contract până la data rezilierii rămân valabile.

Nulitatea contractului de asigurare poate rezulta din declarații inexacte sau incomplete făcute de asigurat cu prilejul contractării asigurării, ca urmare a încetării prevederilor cuprinse în condițiile de asigurare sau de lipsa de interes privind bunurile asigurate în momentul contractării asigurării. Spre deosebire de denunțare și reziliere, nulitatea

contractului de asigurare operează și pentru trecut, nu numai pentru viitor. Nulitatea contractului îi readuce pe contractanți la situația juridică avută la data încheierii asigurării, procedând la restituirea reciprocă a prestațiilor efectuate. Asigurătorul va restitui primele de asigurare încasate, iar asiguratul despăgubirea sau suma asigurată dacă i-a fost plătită.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. Bistriceanu, Gheorghe - *Asigurări și reasigurări în România*, Editura Universitară, București, 2006;
2. Cristea, Mirela - *Asigurări Comerciale*, Editura Universitaria Craiova, 2009;
3. Comisia de Supraveghere a Asigurărilor, *Raport privind activitatea desfășurată și evoluția pieței de asigurări în anul 2010*, București, 2010.

PARTEA A II-A. GESTIUNEA PORTOFOLIULUI DE TITLURI

Capitolul 9. Termeni și concepte utilizate în gestiunea portofoliului de titluri

9.1. Economisirea

Diferența dintre veniturile pe care un sector le obține și cheltuielile pe care le efectuează constituie *economisirea* a sectorului respectiv. Conceptul de economisire este valabil atât pentru indivizi și pentru organizații economice cât și pentru economie în ansamblul ei.

Conceptele contemporane, decurgând din tezele keynesiste, consideră economiile ca un flux de resurse curente, care nu sunt utilizate pentru cheltuielile imediate. Capacitatea de finanțare astfel creată trebuie să fie pusă la dispoziția altor agenți economici, pentru a finanța o parte a investițiilor ce depășesc propriile economii. De aici, necesitatea de a corela în permanență economiile cu investițiile, ca latură fundamentală a echilibrului economic. În acest sens, Samuelson afirmă: “La nivel macroeconomic, economiile (personale, venituri redistribuite de către firme, deprecierea și economiile guvernamentale) sunt întotdeauna egale cu investițiile. Această egalitate trebuie să se verifice indiferent dacă economia trece prin perioade de acalmie, dacă traversează o criză sau dacă se află în plină expansiune.”

Persoanele sau familiile, ca agenți economici, se abțin de la consum în cursul uneia sau mai multor perioade în scopul de a beneficia de un consum ulterior mai mare, după cum există și posibilitatea realizării unui consum curent prin îndatorare, aceste datorii urmând a fi rambursate pe baza veniturilor viitoare.

Înclinația spre economisire este influențată de specificul comportamentului indivizilor și de o serie de factori economici, între care se remarcă importanța deosebită a factorului financiar, care poate acționa ca un stimulent sau ca un inhibitor pentru înclinația spre economii.

9.2. Investiția

Termenul de “investiție” provine din limba latină (*investire* - a îmbrăca, a acoperi) și a fost inițial utilizat în domeniul militar (cu sensul de a înconjura o cetate pentru a o cuceri) de unde a trecut apoi în terminologia financiar-economică (efort bănesc depus pentru atingerea unor scopuri).

P. Massé consideră că investiția este o cheltuială actuală, certă, realizată pentru obținerea unor efecte viitoare, de cele mai multe ori incerte. Același autor stabilește patru elemente definitorii pentru o investiție: subiectul - cel care investește (persoană fizică/juridică); obiectul - modul în care se concretizează investiția; costul - efortul financiar pe care îl implică obținerea obiectului; efectele valorice - rezultate din realizarea investiției, care se obțin în viitor și reprezintă o speranță mai mult sau mai puțin certă.

Sintetizând, investițiile pot fi definite drept acele cheltuieli materiale, financiare și umane efectuate în diferite domenii pentru achiziționarea de active fixe și circulante noi sau pentru modernizarea celor existente în vederea obținerii ulterioare a unui flux de lichidități și având drept scop creșterea avuției aparținând unor persoane fizice sau juridice.

Există numeroase controverse în privința sferei de cuprindere a termenului. Spre exemplu, Samuelson subliniază în manualele sale de “Economics” că investițiile sunt reprezentate doar de acele acțiuni prin care se creează capital real, respectiv suplimentări ale disponibilului de active productive, cum sunt echipamentele de producție, clădirile sau stocurile. El arată că este incorect să catalogăm ca investiții, cumpărarea de titluri de valoare,

de titluri de proprietate, în general. Totuși, Samuelson acceptă două definiții ale termenului "investiție":

a) activitatea economică prin care se amână consumul prezent cu scopul de a spori veniturile în viitor. Ea cuprinde capitalul său tangibil (structurile, echipamentele, stocurile), precum și investițiile nemateriale sau intangibile (educația sau investiția în "capitalul uman", considerată a fi cea mai profitabilă investiție, investițiile în cercetare-dezvoltare, sănătate etc.)

b) din punct de vedere financiar, termenul are un cu totul alt înțeles, respectiv acela de achiziționare a unui titlu financiar cum ar fi o acțiune sau o obligațiune, în speranța obținerii de câștig din diferențele favorabile de curs.

9.3. Piața financiară

Piața financiară reprezintă acel mecanism prin care activele financiare (înscrisuri, hârtii de valoare, înregistrări în cont) sunt emise și introduse în circuitul economic. Ea se află la confluența ofertei de fonduri (din partea corporațiilor comerciale și industriale, băncilor, caselor de economii, companiilor de asigurări din țară și străinătate) cu cererea de fonduri (exprimată de corporații industriale și comerciale publice și private, guverne și administrații locale, instituții publice cu caracter financiar, societăți bancare și de asigurări, organisme financiar-bancare internaționale) și se compune din două segmente majore:

a) piața bancară – include ansamblul relațiilor de credit bazate pe active fără caracter negociabil (nu presupun existența unei piețe secundare);

b) piața titlurilor financiare (piața financiară în sens restrâns) – include ansamblul tranzacțiilor cu titluri pe termen mediu și lung (piața de capital) și titluri pe termen scurt (piața monetară) prin care se cumpără și se revând active financiare fără a schimba natura acestora.

Piața titlurilor financiare prezintă două componente majore:

- piața primară – cea pe care se vând/cumpără titluri nou-emise cu ocazia constituirii sau majorării capitalului social al unei firme prin emisiune de acțiuni, cu ocazia contractării de împrumuturi prin emisiunea de obligațiuni, prin punerea în circulație a obligațiunilor de către stat sau administrațiile locale etc. Piața primară atrage capitalurile disponibile pe termen mediu și lung din economie și transformă activele financiare pe termen scurt în capitaluri disponibile pe termen lung.

- piața secundară – numită și piață "second-hand" (bursa în sens larg) concentrează cererea și oferta pentru titluri care au fost emise anterior pe piața primară. Ea poate fi organizată în două modalități: ca bursă de valori (NYSE, BVB); ca piață interdealeri sau "la ghișeu" ("over the counter" – OTC), denumită piață de negociere (NASDAQ, RASDAQ).

Piața secundară trebuie să îndeplinească o serie de cerințe, prin care se apropie mai mult decât toate celelalte, de condițiile pieței perfecte: lichiditatea - abundența fondurilor bănești și a activelor financiare, care se pot converti reciproc fără restricții și fără pierderi; eficiența - rezultă din operativitatea și costurile reduse ale tranzacțiilor; transparența - disponibilitatea informațiilor relevante pentru deținătorii de active financiare. Ea condiționează eficiența, libera concurență, suprimarea tendințelor de monopol, costul redus al tranzacțiilor; adaptabilitatea - promptitudinea cu care piața reacționează la schimbările și oportunitățile intervenite; corectitudinea tranzacțiilor – reglementarea precisă a derulării acestora, organizarea pieței și promovarea liberei concurențe.

9.4. Titlurile financiare

Pornind de la segmentarea pieței financiare, se pot delimita principalele categorii de titluri financiare cu caracter negociabil:

- pe piața de capital: acțiunile și alte titluri de participare, certificatele de investiții, bonurile de subscripție, obligațiunile (inclusiv cele de stat), titlurile emise de administrațiile locale și alte titluri cu venit fix, acțiunile la fondurile de investiții închise și titlurile de participare la fondurile deschise de investiții (mutuale), precum și categoria distinctă a produselor derivate (futures și options).

- pe piața monetară: certificatele de depozit, certificatele de trezorerie, bonurile de tezaur, titlurile de piață interbancară și instrumentele financiare derivate (swap, futures și options).

9.5. Venitul (câștigul)

În cele ce urmează, ne vom referi la câștigul (rata de revenire – “rate of return”) pe care îl generează deținerea principalelor două categorii de titluri financiare : acțiunile și obligațiunile.

a. Acțiunile pot genera două tipuri de câștig: câștigul din dividende, câștigul din diferențe de curs.

b. Câștigul adus de obligațiuni îmbracă mai multe forme:

- Dobânda se determină prin aplicarea ratei procentuale a dobânzii (cuponului) la suma principalului și se achită la intervale de 6 luni sau un an, în funcție de tipul obligațiunii;

- Prima de emisiune reprezintă diferența dintre valoarea nominală a obligațiunii (mai mare) și prețul la care aceasta este cumpărată (mai mic);

- Prima de rambursare apare în momentul în care răscumpărarea se face la un preț mai mare decât valoarea nominală;

- Diferențele favorabile de curs se înregistrează pe piața secundară a obligațiunilor, ca rezultat al principiului “Cumpără ieftin și vinde scump!”.

9.6. Riscul

Riscul definește probabilitatea ca un eveniment să provoace pierderi sau pagube unei entități sau economiei în general, respectiv contextul de împrejurări în care un eveniment nedorit are asociată o anumită probabilitate de a se produce.

Între câștig și risc există un raport direct proporțional, accepțiunile formulate în literatura de specialitate includ: sacrificiul unui avantaj imediat sau absența unui consum imediat în schimbul unor avantaje viitoare; pierderea unui avantaj cert și imediat pe care îl conferă achiziția și deținerea unui bun real sau consumul unui serviciu contra unui avantaj viitor și incert generat de investirea în valori mobiliare; incertitudinea asupra valorii viitoare a unui activ financiar.

Trebuie, însă, făcută distincția între incertitudine (recunoașterea faptului că pot să apară rezultate diferite față de cele anticipate) și risc (posibilitatea apariției de rezultate nedorite).

Riscurile asociate investițiilor financiare sunt multiple și includ:

- riscul pieței decurge din modificarea nefavorabilă a prețului sau a valorii activului tranzacționat/deținut ca investiție de portofoliu, ca urmare a unor factori obiectivi (performanțele economice) sau subiectivi (optimismul/pesimismul investitorilor);

- riscul momentului decurge din alegerea momentului inoportun pentru efectuarea unei tranzacții;
- riscul politic și de țară decurge din gradul de stabilitate economică și politică a țării, politicile sale comerciale, tradiții și etică, securitatea națională, eventuale conflicte militare sau sociale. Poate de asemenea să reflecte impactul negativ al deciziilor luate de autoritățile naționale/regionale în al căror arsenal de intervenție se află: impozite, taxe, restricții de capital, contingentări, naționalizări, exproprieri etc.
- riscul jurisdicțional este generat de probabilitatea modificării cadrului legislativ, cu impact asupra valorii diverselor titluri;
- riscul de lichiditate reflectă incapacitatea unei piețe de a converti în lichidități anumite active în cantitatea dorită și la momentul dorit;
- riscul cursului de schimb are o incidență puternică asupra portofoliilor diversificate extern, în momentul în care se dorește conversia în moneda națională a dividendelor, dobânzilor sau a diferențelor favorabile obținute în străinătate;
- riscul ratei dobânzii - modificarea ratei dobânzii poate avea un impact nefavorabil asupra cursului de piață al anumitor titluri;
- riscul vandabilității pornește de la ușurința/dificultatea cu care un titlu poate fi vândut pe piață și de la modul în care o astfel de operațiune afectează cursul titlului;
- riscul agregării vizează tranzacții care se derulează pe mai multe piețe, eventual din țări diferite, care pot cauza probleme diferite;
- riscul concentrării (al diversificării) este asociat cu deținerea unei singure valori mobiliare sau a unor instrumente dintr-un singur sector economic;
- riscul operațional decurge din erori umane sau comportamente frauduloase care duc la dispariția de documente/date importante.

Sintetizând, riscul unui portofoliu are două componente importante:

- a) riscul sistemic (de piață, nediversificabil), care are drept cauze: inflația, variații ale ratei dobânzii, instabilitatea politică, conflictele militare sau crizele economice generalizate;
- b) riscul nesistemic (de firmă, specific, diversificabil) este cauzat de evenimente care se produc în interiorul firmei: acțiuni în justiție, greve, succesul/insuccesul acțiunilor de marketing etc. Este puțin probabil ca simultan toate titlurile dintr-un portofoliu diversificat să fie grevate de un astfel de risc, pierderile înregistrate de unele dintre ele fiind compensate de câștigurile altora.

9.7. Portofoliul de titluri și diversificarea acestuia

Portofoliul unui investitor este o colecție de active financiare (depozite bancare, bonuri de tezaur, obligațiuni guvernamentale, acțiuni ordinare ale companiilor etc.) și de active reale (aur, opere de artă) în care acesta își păstrează averea. Investitorii își pot gestiona portofoliile pe cont propriu, dar, cele mai adesea, mandatează specialiști pentru a executa această operațiune.

Portofoliul de titluri include varietatea titlurilor financiare deținute de un investitor individual sau instituțional în vederea obținerii unui venit din dividende/dobânzi sau a unui câștig din diferențe favorabile de curs.

Diversificarea este o componentă importantă a comportamentului oamenilor cu aversiune la risc în orice domeniu de activitate.

Așadar, diversificarea semnifică atenuarea riscului prin combinarea în interiorul portofoliului a mai multor active financiare, ale căror venituri individuale sunt independente unele de altele. Un investitor nu-și va direcționa toate economiile către un singur titlu deoarece, în ipoteza unei căderi puternice a titlului în cauză, capitalul său este compromis. Riscurile trebuie repartizate nu numai la nivel de întreprinderi și sectoare economice, ci și la

nivel internațional. Dar diversificarea nu înseamnă să investești puțin în titluri numeroase deoarece, în acest caz, creșterile nu aduc decât profituri neglijabile, ci înseamnă să ai mereu în vedere obiectivele fixate la constituirea portofoliului - câștiguri mari, securitatea câștigurilor, investiții pe termen lung sau pe termen scurt.

9.8. Indicii bursieri

Un indice bursier exprimă evoluția cursurilor bursiere pe o anumită piață prin analiza comparativă a cererii și a ofertei de capital pe piața respectivă. Spre deosebire de cursul bursier care sintetizează evoluția titlurilor financiare individuale, indicii bursieri măsoară dinamica valorică a unui grup reprezentativ de acțiuni sau chiar a tuturor acțiunilor cotate la bursa respectivă.

Calculul indicilor bursieri ține cont de următoarele elemente:

a) *Structura indicelui bursier* - include un eșantion selectiv de firme, care să fie reprezentativ pentru evoluția generală pe piața respectivă;

b) *Ponderarea titlurilor de valoare componente ale indicelui* - se poate realiza în trei moduri: se alocă ponderi egale pentru toate titlurile; se alocă ponderi în funcție de quantumul dividendelor pe acțiune; nu se alocă ponderi, fiind luate în considerare doar cursurile titlurilor.

c) *Stabilirea datei / perioadei aleasă ca bază de referință* - indicii bursieri pentru această perioadă este echivalat cu 100 de puncte, iar indicii pentru perioadele viitoare reflectă modificarea față de baza de comparație.

Capitolul 10. Tipologia actuală a managementului portofoliului de titluri

În situația actuală, managementul portofoliului pare să fie blocat într-o luptă decisivă dintre două strategii concurente: managementul portofoliului activ și investițiile bazate pe indici.

10.1. Managementul activ

Managerii portofoliului activ cumpără și vând în mod constant un număr mare de acțiuni comune/ordinare. Sarcina lor este să-și mențină clienții multumiți și aceasta înseamnă să aibă în mod consecvent rezultate mai bune decât piața astfel încât dacă în orice zi un client își pune întrebarea firească - "Care este situația portofoliului meu în comparație cu piața globală?" - răspunsul să fie unul pozitiv, iar clientul să lase banii în fond. Pentru a se menține în top managerii activi încearcă să prevadă ce se va întâmpla în următoarele șase luni cu acțiunile și să diversifice continuu portofoliul în speranța că vor obține avantaje din previziunile făcute.

10.2. Managementul pasiv

Pe de altă parte, investițiile bazate pe indici sunt o abordare pasivă de cumpărare și deținere. Presupune alcătuirea, apoi menținerea unui portofoliu de acțiuni comune larg diversificat, special creat să imite comportamentul unui indice de nivel specific, precum S&P 500 (Standard & Poor's 500 Price Index).

10.3. A treia cale: investiția focalizată

Cel mai mare investitor al lumii, Warren Buffet subliniază că mai există o a treia alternativă. Această alternativă este investiția focalizată, care presupune parcurgerea a patru etape.

- a) Identificarea unor companii remarcabile (concentrarea atenției pe analiza economică a afacerii și pe aprecierea managementului său, și nu pe urmărirea prețului acțiunilor la bursă);
- b) Concentrarea (focalizarea) investiției (achiziția unui număr limitat de acțiuni);
- c) Calculul probabilității producerii anumitor evenimente și adaptarea investiției la acesta;
- d) Orizontul lung de timp pe care se menține investiția.

Capitolul 11. Modelul Markowitz

Markowitz pornește de la o noțiune foarte simplă: venitul și riscul sunt inseparabile. Ca economist credea că este posibil să determini relația dintre cele două până la un grad statistic real și astfel să se determine gradul de risc care ar fi necesar pentru diferite niveluri de venit. În articolul său el a prezentat calculele care susțineau concluzia sa: nici un investitor nu poate avea beneficii peste medie fără să-și asume un risc corespunzător. Pentru cuantificarea riscului a folosit abaterea standard. Abaterea poate fi considerată ca distanța față de medie. Conform lui Markowitz, riscul este mai mare cu cât distanța față de medie este mai mare.

Am putea crede că riscul unui portofoliu, așa cum a fost definit de Markowitz, este pur și simplu media abaterilor standard ale acțiunilor individuale din portofoliu. Dar, astfel, se omite un punct important. Deși abaterea poate oferi o măsură a riscului unei acțiuni individuale, media a două abateri (sau a o sută de abateri) va oferi foarte puține informații despre riscul portofoliului format din cele două acțiuni (sau din o sută de acțiuni). Ceea ce a făcut Markowitz a fost să găsească o modalitate de a determina riscul întregului portofoliu. Aceasta este considerată de mulți marea sa contribuție.

El a numit-o covariație bazată pe formula deja determinată pentru variația sumei evaluate. Covariația măsoară tendința unui grup de acțiuni. Spunem că două acțiuni au covariație mare când prețurile lor, indiferent de motiv, tind să se miște în același sens. Dimpotrivă, covariația slabă este atunci când două acțiuni se mișcă în direcții opuse. În concepția lui Markowitz, riscul unui portofoliu nu este dat de variația acțiunilor individuale, ci de covariația tuturor acțiunilor. Cu cât acestea variază în același sens, cu atât este mai mare posibilitatea ca schimbările economice să conducă la scăderea lor în același timp. Mai mult decât atât, un portofoliu compus din acțiuni riscante poate fi de fapt o selecție standard dacă prețul acțiunilor individuale au sensuri diferite. Oricum, diversificarea este cheia. Potrivit lui Markowitz, pasul pe care trebuie să-l facă un investitor este să identifice nivelul de risc pe care este dispus să-l accepte și apoi să construiască un portofoliu diversificat, eficient, din acțiuni cu covariație slabă.

Teoria portofoliului dezvoltată de Markowitz este construită în jurul următoarelor idei centrale: cele două caracteristici relevante ale unui portofoliu sunt câștigul prognozat și riscul său; investitorii raționali vor alege deținerea de portofolii eficiente care sunt acelea care maximizează câștigurile prognozate la un anumit nivel al riscului sau, în mod alternativ sau echivalent, minimizează riscul la un nivel dat al câștigului prognozat; este posibilă identificarea portofoliilor eficiente prin analiza temeinică a informațiilor pentru fiecare valoare mobilă (câștigul prognozat, oscilațiile câștigului prognozat, relațiile dintre câștigul pentru fiecare valoare mobilă și câștigurile celorlalte valori mobiliare); existența unui program computerizat care utilizează drept input-uri calculele analistului financiar (informațiile necesare pentru fiecare valoare mobilă cu scopul de a constitui un portofoliu

eficient). Programul indică ponderea resurselor financiare ale investitorului care ar trebui alocată pentru fiecare valoare mobilă pentru ca portofoliul să fie eficient (maximizarea câștigului la un anumit nivel al riscului sau minimizarea riscului la un anumit nivel al câștigului).

Câștigul unui portofoliu este suma ponderată a câștigurilor valorilor mobiliare componente, ponderea fiecărei valori mobiliare fiind procentul din valoarea totală a portofoliului care este investită în respectivul titlu.

Dispersia (riscul) portofoliului este calculată prin următoarea formulă:

$$\sigma_p^2 = X_i^2 \sigma_i^2 + X_j^2 \sigma_j^2 + 2X_i X_j \text{cov}_{ij}$$

Unde:

X_i = ponderea investită în valoarea mobilă i

X_j = ponderea investită în valoarea mobilă j

σ_i^2 Dispersia câștigului prognozat al valorii mobiliare i

σ_j^2 Dispersia câștigului prognozat al valorii mobiliare j

cov_{ij} = codispersia dintre câștigurile prognozate ale valorilor i și j

În cazul a n val valori mobiliare formula devine:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \text{cov}_{ij}$$

Codispersia dintre i și j este strâns legată de corelația dintre i și j , fiind calculată prin înmulțirea raportului de corelație (p) cu abaterea standard a lui i și j . Este dificil de apreciat corect valoarea absolută a codispersiei întrucât aceasta depinde de nu numai de corelația dintre i și j , dar și de amplitudinea fluctuațiilor lui i și j . Prin urmare, formula codispersiei

$$\text{cov}_{ij} = p_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

devine:

unde:

$$p = \sqrt{1 - \frac{\sigma_{ji}^2}{\sigma_j^2}}$$

σ_{ji}^2 - dispersia câștigului prognozat al valorii mobiliare j (după luarea în considerare a relației cu câștigul prognozat al valorii mobiliare i) sau acea parte a dispersiei totale atribuită abaterilor de la dreapta de regresie.

σ_j^2 - dispersia totală a câștigului prognozat al valorii mobiliare j sau abaterile de la medie.

Capitolul 12. Modelul Sharpe

Sharpe a afirmat că toate titlurile de valoare se află în legătură cu un anumit factor de bază. Acest factor poate fi indicele bursei, produsul național brut, sau un alt indice de preț, atât timp cât are o influență importantă asupra evoluției prețului titlului financiar. Utilizând teoria lui Sharpe, un analist va trebui doar să măsoare legătura dintre titlul de valoare și factorul de bază dominant. Se simplifică astfel foarte mult abordarea matematică a lui Markowitz.

Să analizăm puțin acțiunile comune. Conform teoriei lui Sharpe, factorul de bază pentru prețul acțiunilor – singurul care influențează major comportamentul lor – ar fi piața acțiunilor însăși. (La fel de important, dar cu mai mică influență ar fi și ramura industrială , precum și caracteristicile specifice ale acțiunii însăși). Dacă prețul acțiunii este mai volatil decât piața privită ca întreg, deținerea acțiunii va face ca portofoliul să fie mai variabil și mai riscant. Altfel, dacă prețul acțiunii este mai puțin volatil decât piața, deținerea acțiunii va face ca portofoliul să fie mai puțin variabil, mai puțin riscant. Deci, variația (volatilitatea) portofoliului poate fi simplu determinată prin cuantificarea variației medii a titlurilor de valoare individuale ce formează portofoliul.

Numele dat de Sharpe unității de măsură a volatilității (variației) este factorul beta . Beta este definit ca fiind gradul de corelație între mișcările de preț ale pieței și cele ale titlului de valoare individual. Acțiunile care scad sau cresc în valoare direct proporțional cu piața li se atribuie un factor beta egal cu 1. Dacă acțiunile cresc sau scad în valoare de două ori mai rapid decât piața, atunci factorul lor beta este egal cu 2; dacă modificările de preț ale acțiunilor reprezintă doar 80% din modificarea pieței, atunci factorul lor beta este egal cu 0,8 . Bazându-ne doar pe aceste informații, putem să cuantificăm valoarea medie a coeficientului beta al portofoliului. Concluzia este că orice portofoliu cu un beta mai mare de 1 va fi mai riscant decât piața și orice portofoliu cu un beta mai mic decât 1 va fi mai puțin riscant.

La un an de la publicarea dizertației sale referitoare la teoria portofoliului, Sharpe a prezentat un concept revoluționar, Modelul de evaluare a activelor de capital (CAPM). Acest concept a reprezentat o continuare a modelului său unifactorial referitor la alcătuirea unor portofolii eficiente.

Conform CAPM, acțiunile sunt purtătoare a două tipuri distincte de risc. Primul tip de risc este acela de a fi pe piață, pe care Sharpe l-a numit risc sistemic. Riscul sistemic este beta și el nu poate fi diversificat. Al doilea tip de risc, numit risc nesistemic, este riscul specific poziției economice a companiei. Spre deosebire de riscul sistemic, riscul nesistemic poate fi diversificat prin simpla achiziție a mai multor tipuri de acțiuni.

Dreapta pieței de capital descrisă de Sharpe corelează câștigul prognozat al unui portofoliu eficient cu rata dobânzii pentru titlul cu risc zero și câștigul prognozat al pieței:

$$E(R_p) = R_f + \frac{[E(R_M) - R_f]}{\sigma_M} \sigma_p$$

unde $E(R_p)$ câștigul prognozat al portofoliului

R_f - câștigul prognozat al titlului cu risc zero

$E(R_M)$ - câștigul prognozat al pieței (indice)

σ_p - abaterea standard a portofoliului

σ_M -abaterea standard a pieței

Întrucât această relație nu este valabilă decât pentru portofoliile eficiente, nu poate fi utilizată pentru descrierea interdependențelor dintre câștigurile titlurilor individuale (sau portofoliilor ineficiente) și abaterile lor standard.

Potrivit modelului de prețuri al activelor (titlurilor) financiare capitale al lui Sharpe, câștigul prognozat al oricărui titlu (sau portofoliu) depinde de câștigul prognozat al titlului fără risc și de câștigul prognozat al întregii piețe. Astfel:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f] \beta_i$$

unde $E(R_i)$ câștigul prognozat al titlului (portofoliului); R_f câștigul prognozat al titlului cu risc zero; $E(R_M)$ câștigul prognozat al pieței; (coeficientul β) o măsură a sensibilității (volatilității) câștigului prognozat al unui titlu la evoluțiile pieței.

Această ecuație este asemănătoare cu dreapta pieței de capital. Între cele două relații de calcul nu există egalitate, dreapta pieței de capital fiind valabilă numai pentru portofoliile eficiente. Riscul este cuantificat prin coeficientul β care înlocuiește abaterea standard. În cazul portofoliilor eficiente, cele două relații sunt echivalente. Prin definiție, riscul portofoliilor eficiente este determinat exclusiv de evoluțiile pieței iar câștigurile lor prognozate sunt în dependență liniară cu abaterea standard și coeficientul β .

Capitolul 13. Teoria pieței eficiente (E. Fama)

Mesajul lui Fama era foarte clar: prețurile acțiunilor nu pot fi previzionate datorită faptului că piața este prea eficientă. Pe o piață eficientă, în momentul în care o informație devine disponibilă, un mare număr de oameni inteligenți (Fama numindu-i pe aceștia maximizatori de profit) aplică această informație într-un anumit mod, ce duce la ajustarea instantanee a prețurilor înainte ca cineva să obțină profit. Estimări cu privire la viitor nu se pot face pe piața eficientă pentru că prețurile acțiunilor se ajustează prea rapid.

Fama a admis faptul că e imposibil să testezi empiric ideea de piață eficientă. Alternativa, s-a gândit el, a fost să identifice sistemele de tranzacționare sau trader-ii (brokerii) care ar fi putut surclasa piața de acțiuni luată în ansamblu. Dacă un asemenea grup ar exista, înseamnă că piața ar fi ineficientă. Dar cum nimeni nu a avut abilitatea de a bate piața, putem presupune că prețurile reflectă toate informațiile disponibile și că piața este eficientă.

Capitolul 14. Modelul Buffet de investire și de gestiune a portofoliului

14.1. Principiul de piață: evaluarea afacerii și actualizarea valorii intrinseci

Determinarea valorii intrinseci a unei companii-primul și cel mai critic pas în procesul decizional al lui Buffet este o combinație de iscusință și știință. Știința implică o parte destul de simplă a matematicii.

Pentru a calcula valoarea curentă a unei afaceri pornești de la a estima cash-flow-urile care te așteptă să apară în decursul unei afaceri și apoi aduci totul în prezent, folosind o rată adecvată de actualizare. ”Dacă am putea vedea, analizând o afacere, cash-flow-urile de intrare și de ieșire viitoare dintre afacere și proprietarul său pentru următorii 100 de ani sau până când afacerea dispare și apoi le-am putea actualiza la o rată adecvată a dobânzii, atunci aceasta ne-ar putea oferi un quantum al valorii intrinseci”, a spus Buffet.

Unii oameni cred că este mai ușor să compari acest proces cu acela folosit pentru evaluarea unei obligațiuni. Matematic este același lucru. În loc de cash-flow, obligațiunile au cupoane, în loc de o perioadă nelimitată obligațiunile au o perioadă limitată, moment în care rambursează capitalul investit proprietarilor. ”Ar fi ca și când ne-am uita la o obligațiune cu un întreg mănunchi de cupoane ajunse la scadență într-o sută de ani”, explică Buffet. ”De

asemenea, afacerile au cupoane care sunt pe cale să se extindă în viitor. Singura problemă este că acestea nu sunt tipărite pe un document. Așadar, depinde de investitor să estimeze care vor fi aceste cupoane.”

Estimând câștigul acestor cupoane, ele depind apoi de două valori: câștigurile probabile viitoare și de rata de actualizare folosită pentru a aduce acele câștiguri viitoare la valori actualizate. Pentru a doua valoare, rata de actualizare, Buffet, în general, folosește ca rată curentă rata obligațiunilor guvernamentale pe termen lung. Datorită certitudinii că Guvernul S.U.A. va plăti dobânda pe o perioadă de treizeci de ani realmente sigur, putem spune că avem de-a face cu un risc apropiat de zero. Așa cum spune și Buffet, “Folosim riscul zero, pur și simplu, pentru a compara o investiție cu alta.”

14.2. Principiul financiar : valoare economică adăugată sau nu?

Buffet are un instrument de măsură pentru valoarea economică adăugată a unei companii. El măsoară rata limită a unei companii cu ajutorul abilității (aptitudinii) sale de a crește valoarea de piață a companiei cu o rată cel puțin egală cu valoarea câștigurile nedistribuite. Pentru fiecare dolar reținut de o companie, aceasta ar trebui să-și crească valoarea de piață cu cel puțin un dolar-argumentează Buffet.

14.3. Principiul managerial: cum evaluăm managerii ?

Warren Buffet aplică trei principii în ceea ce privește managementul unei companii: raționalitate, candoare, rezistență la imperativul instituțional.

a) Raționalitate

Așa cum am văzut, dacă o companie generează randamente ridicate capitalului propriu, datoria managementului este să reinvestească aceste câștiguri înapoi în companie, în beneficiul acționarilor. Totuși, dacă câștigurile nu pot fi reinvestite la rate ridicate, managementul are trei posibilități: să ignore problema și să continue să reinvestești sub rata medie, să cumperi creștere, să înapoiezi banii acționarilor, care apoi pot avea o șansă să reinvestească banii în altă parte la rate mai mari. În concepția lui Buffet, numai o singură alegere este rațională și aceasta este ultima opțiune dintre cele menționate.

b) Candoare

După raționalitate, ar trebui să cercetăm candoarea managementului. În timp, fiecare companie fac greșeli atât mari, cât și neimportante. Prea mulți manageri au tendința să raporteze rezultate de un optimism în exces mai degrabă decât o explicație onestă.

Este ceva admirabil specific managerilor care, cu curaj, discută despre eșecurile companiei cu acționarii. Convingerea lui Buffet este aceea că managerul care-și divulgă greșelile și le va corecta.

c) Imperativ instituțional

Gândind independent și mergând pe o direcție bazată pe raționalitate și logică este mult mai acceptabil să maximizezi profiturile companiei decât o strategie care este cel mai bine descrisă prin sintagma ”urmați liderul.”

Capitolul 15. Matematica investițiilor

15.1. Considerații generale cu privire la teoria probabilităților

Este o puternică simplificare, dar nu o exagerare să afirmi că bursa de valori este un univers incert. În acest univers sunt sute, chiar mii de forțe singulare din a căror “confruntare” rezultă prețurile, toate fiind în permanentă schimbare, oricare dintre ele putând avea un impact puternic asupra celorlalte, niciuna nefiind predictibilă cu o siguranță absolută. Sarcina pentru investitori, apoi, este să strâmtoreze aria incertitudinii, să identifice și să elimine ceea ce oferă cea mai mare nesiguranță și să se concentreze pe ceea ce oferă mai puțină îndoială. Acesta este un exercițiu de probabilitate.

Când nu suntem siguri cu privire la o situație, dar dorim în continuare să ne susținem opinia, adesea prefațăm remarcile noastre cu: “Șansele sunt...”, ori “Probabil că...”, ori “Nu este foarte probabil...” . Când facem un pas mai departe și încercăm să cuantificăm aceste expresii generale, avem de a face cu probabilitățile. Probabilitățile sunt limbajul matematic pentru incertitudine.

15.2. Interpretarea subiectivă a probabilității

În orice problemă în care avem de a face cu incertitudini, este clar că nu vom putea face niciodată predicții sigure. Oricum, dacă problema a fost bine definită, am putea să facem o listă cu toate rezultatele care s-ar putea obține. Dacă un eveniment nesigur se repetă destul de des, frecvența ieșirilor trebuie reflectată în probabilitatea diferitelor rezultate posibile. Dificultatea crește când avem de a face cu un eveniment care nu se repetă.

Cum putem calcula probabilitatea, fără a avea teste repetate pentru a face distribuția frecvențelor? Nu putem. Când nu există posibilitatea de a face suficiente repetări pentru un eveniment cert, pentru a obține o interpretare a probabilităților bazată pe frecvențe, trebuie să ne bazăm pe instinctul nostru.

În acord cu teoriile lui Bayes, dacă tu crezi că presupunerile tale sunt rezonabile, este “perfect acceptabil” să consideri probabilitatea subiectivă a unui eveniment cert egală cu probabilitatea frecvenței. Ceea ce ai de făcut este să selectezi ceea ce este nerezonabil și ilogic de ceea ce este rezonabil. Este bine dacă vă gândiți la probabilitățile subiective ca la o extensie a metodei probabilității frecvențelor. În practică, în multe cazuri, probabilitățile subiective sunt supraevaluate pentru că aceasta abordare îți permite să îți seama de problemele operaționale mai degrabă decât să depinzi de lungile serii de regularitate statistică.

Fie că recunosc sau nu, toate deciziile pe care investitorii le iau sunt exerciții de probabilitate. Pentru ca ei să reușească, este necesar ca seriile lor de probabilitate să le combine cu cele mai recente informații disponibile.

15.3. Modelul de optimizare Kelly

Modelul de Optimizare al lui Kelly, deseori numit strategia de creștere optimă, este bazat pe conceptul că dacă cunoști probabilitatea succesului, pariezi pe fracțiunea din contul tău care maximizează rata de creștere. Este exprimată ca formulă:

$$2p - 1 = x$$

unde de două ori probabilitatea de a câștiga minus 1 este egal cu procentul dintr-un cont care ar trebui pariat. De exemplu, dacă probabilitatea de a bate casa este de 55%, ar trebui să

pariezi 10% din contul tău pentru a atinge creșterea maximă a câștigurilor. Dacă probabilitatea este 70%, pariază 40%. Și dacă știi că șansele de câștig sunt 100%, modelul va spune, pariază întregul tău cont.

Formula lui Kelly este optimă pe baza a două criterii: timp de așteptare minim pentru a atinge un nivel de câștiguri și o rată de creștere sănătoasă maximă.

15.4. Teoria probabilității și piața investitorului focalizat

Lanțul raționamentului este următorul:

a) Calculul probabilității. În calitate de investitori focalizați, vă concentrați asupra unui număr limitat de acțiuni pentru că știți că pe o perioadă îndelungată este cea mai bună șansă de a câștiga mai bine decât piața. Deci, când vă gândiți să cumpărați o nouă acțiune, scopul este de a fi siguri că alegerea făcută va depăși piața. Aceasta este probabilitatea care vă preocupă: Care sunt șansele ca această acțiune, în timp, să realizeze un beneficiu mai mare decât piața?

Folosind frecvența, dacă se poate, și interpretările subiective, dacă frecvența nu se poate folosi, realizați cele mai bune estimări posibile. Realizați cea mai completă colectare de informații despre companie. Comparați-le cu acele principii și transformați rezultatul analizei într-un număr. Acel număr reprezintă cât de evident este pentru voi faptul că acea companie este una câștigătoare.

b) Adaptarea la noile informații. Știind că veți aștepta până când șansele vor fi în favoarea voastră, fiți foarte atenți la orice face compania. Începe conducerea să acționeze iresponsabil? Deciziile financiare încep să se schimbe? S-a întâmplat ceva care să schimbe peisajul competitiv în care afacerea funcționează? Dacă este așa, probabilitățile probabil că se vor schimba.

c) Decideți cât să investiți. Din toată suma disponibilă pentru investirea pe piață, ce proporție va fi alocată pentru această cumpărare? Începeți cu formula Kelly, apoi adaptați-o, reducând-o probabil la jumătate.

d) Așteptați șansele cele mai bune. Șansele de succes vor fi în favoarea voastră când aveți o marjă de siguranță; cu cât situația este mai incertă, cu atât marja de siguranță trebuie să fie mai mare. Pe piața de capital, această marjă de siguranță este oferită de un preț redus. Când compania care vă interesează este vândută la un preț sub valoarea ei intrinsecă (pe care ați determinat-o în procesul de analiză probabilistică), acesta este semnalul de a acționa.

Este evident că acest proces este un ciclu continuu. Odată ce circumstanțele se schimbă, probabilitatea se schimbă; cu noi probabilități, veți avea nevoie de o nouă marjă de siguranță, și astfel trebuie să vă adaptați semnificația la ceea ce înseamnă șansele cele mai bune.

Capitolul 16. Psihologia în investiții

16.1. Finanțele comportamentale

Finanțele comportamentale reprezintă un studiu care caută să explice ineficiența pieței utilizând teorii psihologice. Observând că oamenii adesea fac greșeli și presupuneri ilogice atunci când e vorba de afacerile lor, academicienii, au început să cerceteze profund conceptul psihologic pentru a explica iraționalitățile în gândirea oamenilor. Este, așa cum am spus, relativ un nou domeniu de studiu, dar ceea ce învățăm este fascinant, precum și folositor pentru investitorii inteligenți.

a) Supraestimarea

Câteva studii psihologice au arătat că erorile de judecată apar pentru că oamenii au în general încredere exagerată în ei. Întreabă un număr mare de oameni, câți dintre ei consideră că au aptitudini de condus peste medie, și o majoritate copleșitoare îți vor răspunde că sunt șoferi excelenți – ceea ce lasă deschisă întrebarea cine sunt șoferii proști. Când au fost întrebați, doctorii au crezut în proporție de 90% că pot diagnostica pneumonia când în realitate au dreptate numai în proporție de 50%.

Încrederea în sine nu este un lucru rău. Dar încrederea exagerată în sine este un alt lucru, și poate fi chiar păguboasă când vorbim despre afacerile noastre financiare. Investitorii de acest gen nu numai că iau decizii eronate pentru ei dar au și o puternică influență asupra pieței ca întreg.

Ca regulă, investitorii sunt foarte încrezători. Ei cred că sunt mai deștepti decât oricine altcineva și că pot alege acțiuni câștigătoare – sau, în cel mai rău caz, pot alege cel mai deștept administrator financiar care poate să bată piața. Ei au tendința de a-și supraestima îndemânările și cunoștințele lor. În mod tipic ei aleg informațiile care confirmă credințele lor, și ignoră informațiile contradictorii. În plus, mințile lor lucrează la cum să evalueze chiar dacă informația este deja gata decât să caute aceste informații.

Ce dovadă avem în legătură cu încrederea exagerată a investitorilor? Conform teoriei pieței eficiente, se presupune că investitorii trebuie să cumpere și să dețină titluri financiare, noi am observat creșterea numărului de tranzacții în ultimii ani. Richard Thaler crede că investitorii și administratorii financiare trăiesc cu credința că ei dețin cele mai bune informații și că pot profita față de alți investitori.

Încrederea exagerată explică de ce atât de mulți administratori financiare iau decizii greșite. Ei au prea multă încredere în informațiile pe care le gestionează, și cred că au mai multe drepturi decât au în realitate. Dacă toți jucătorii cred că informațiilor lor sunt corecte și că ei știu ceva ce alții nu știu, rezultatul este o afacere bună de tranzacționat.

b) Suprareacția

Există câteva studii recente care demonstrează cum oamenii pun prea mult entuziasm în câteva șanse, crezând că au prins un trend. În particular, investitorii tind să se fixeze pe cele mai recente informații pe care le-au primit și să extrapoleze de la acestea; ultimul raport de câștiguri va deveni astfel, în mintea lor, un semnal pentru viitoarele câștiguri. După aceea, crezând că ei văd ceva ce alții nu văd, ei iau decizii pripite din motive superficiale.

Supraîncrederea este prezentă aici, bineînțeles; oamenii cred că ei înțeleg mai bine informațiile decât alții, că le interpretează mai bine. Dar este mai mult de atât. Încrederea exagerată este extrapolată de reacția exagerată. Cercetătorii de comportamente au învățat că oamenii tind să reacționeze exagerat la știrile rele și să reacționeze mai încet la știrile bune. Psihologii numesc asta „suprareacția cauzată de influența unor factori”. Astfel, dacă raportul de câștiguri pe termen scurt nu este bun, răspunsul tipic al investitorilor este unul abrupt, care are un efect inevitabil asupra prețurilor acțiunilor.

Richard Thaler descrie această emotivitate exagerată pe termen scurt ca o „miopie” a investitorului, și crede că ar fi mai bine ca aceștia să nu primească informațiile lunar. Într-un studiu efectuat împreună cu alți cercetători, el a demonstrat ideea sa într-un mod original.

Richard Thaler a cerut unui grup de studenți să investească într-un portofoliu ipotetic format din acțiuni și titluri de trezorerie. Dar întâi, ei au așezat studenții în fața unui calculator și au simulat câștigurile portofoliului pentru o perioadă de 25 ani. La jumătate din studenți li s-au acordat tone de informații, reprezentând natura volatilității pieței și despre

fiecare schimbare de preț. Celuilalt grup li s-au dat doar informații despre performanțele periodice măsurate pe o perioadă de 5 ani. Thaler a cerut fiecărui grup să-și aloce portofoliul lor pentru următorii 40 de ani.

Grupul care a fost bombardat de multe informații, câteva dintre ele ducând în mod inevitabil la pierdere, a alocat doar 40% din banii lui pe piața de acțiuni. Grupul care a primit numai informații periodice a alocat aproape 70% din portofoliu în acțiuni.

Richard Thaler este bine cunoscut pentru un alt studiu în care demonstrează ineficiența deciziilor pe termen scurt. El a analizat toate acțiunile de la Bursa de la New York și le-a clasificat după performanța pe ultimii 5 ani. El a izolat cele mai bune 35 de titluri financiare (ale căror prețuri au urcat cel mai mult) și cele mai proaste 35 de titluri financiare (care au coborât cel mai mult) și a creat un portofoliu ipotetic de 70 de acțiuni. După aceea a ținut acest portofoliu pentru încă 5 ani și a observat cum „pierzătorii” au depășit „câștigătorii” 40% din timp. În lumea reală, Thaler crede, că puțini investitori ar fi avut puterea să reziste să nu reacționeze la prima cădere a prețului, și ar fi pierdut momentul când „pierzătorii” au luat-o în altă direcție.

Aceste experimente vin să susțină ideea lui Thaler despre miopia investitorului care duce la decizii proaste. Unul dintre motivele pentru care miopia provoacă asemenea răspunsuri iraționale este un alt aspect al psihologiei: dorința noastră de a evita pierderea.

c) Aversiune față de pierdere

Conform cercetărilor despre comportament, durerea unei pierderi este mult mai mare decât bucuria unui câștig. La un pariu de 50/50, majoritatea oamenilor nu ar risca nimic decât dacă câștigul potențial este de 2 ori mai mare decât pierderea potențială.

Acest aspect este cunoscut ca aversiunea asimetrică față de pierdere: partea de pierdere are un impact mai mare decât partea de câștig, și este un aspect fundamental al psihologiei umane. Aplicată la piața de acțiuni, înseamnă că investitorii se simt de 2 ori mai rău când pierd bani decât atunci când câștigă. Această motivație poate fi regăsită și în teoriile macroeconomice, care ne arată că în perioada de boom economic, consumatorii cresc achizițiile lor cu încă 3,5 cenți la fiecare dolar câștigat în plus. Dar în perioadele de recesiune, consumatorii își reduc cheltuielile cu de două ori această sumă (6 cenți) pentru fiecare dolar pierdut din venitul total.

Impactul aversiunii față de pierdere asupra deciziei de investiție este vizibil și profund. Nouă tuturor ne place să credem că am luat decizii bune. Pentru a prezerva opinia noastră bună despre noi înșine, noi rămânem într-o alegere proastă mult timp, sperând că lucrurile își vor reveni.

Această aversiune față de pierdere face investitorii să fie mai conservatori. Participanții la planurile de pensii, al căror orizont de timp este decada, își țin încă 30-40% din banii lor investiți în bond-uri. De ce? Doar o aversiune atât de puternică față de pierdere ar face pe cineva să-și plaseze banii atât de conservativ. Dar aversiunea față de pierdere te poate afecta imediat, făcându-te în mod irațional să deții acțiuni perdante. Nimeni nu vrea să admită că greșește. Dar dacă nu vinzi o greșeală poți să renunți la un câștig potențial pe care l-ai putea avea reinvestindu-l inteligent.

d) Calculul mental

Ultimul aspect al comportamentului financiar care merită atenția se referă la ceea ce psihologii numesc calcul mental. Acesta reprezintă obiceiul nostru de a ne schimba perspectivele în bani o data cu schimbarea circumstanțelor. Suntem înclinați să plasăm

mental banii în diferite “înregistrări contabile”, aceasta determinând modul cum ne gândim să îi folosim.

Încă o dată, Richard Thaler a pregătit un experiment academic interesant pentru a demonstra acest concept. În studiul său folosește două grupuri de oameni. Celor din primul grup li se oferă câte 30 de dolari și două variante: (1) să pună banii în buzunar și să plece, sau (2) să parieze pe aruncarea unei monede. Ghicind vor mai primi 9 dolari, iar dacă greșesc, vor pierde 9 dolari. Majoritatea grupului (70%) vor accepta pariul calculând că vor pleca cu cel puțin 21 de dolari “găsiți”. Celui de-al doilea grup i se oferă variantele: (1) pariu pe aruncarea cu banul: dacă pierd primesc 21 de dolari, iar dacă câștigă obțin 39 de dolari, sau (2) obținerea a 30 de dolari fără aruncarea cu banul. Din acest al doilea grup, mai mult de jumătate (57%) decid să ia doar banii. Ambele grupuri pot câștiga aceleași sume de bani, cu aceleași șanse, dar situația este percepută diferit.

Concluziile sunt clare: cum decidem să investim și cum alegem să administrăm aceste investiții depinde de modul în care privim banii. De exemplu, calculul mental este considerat a fi unul din motivele pentru care oamenii nu vând acțiunile care merg prost; în mintea lor, pierderea nu este reală până nu devine efectivă. Un alt aspect se referă la risc. Impactul total va fi descris ulterior în acest capitol, dar, deocamdată un lucru este cert: Suntem mai pregătiți să ne asumăm riscuri cu bani “găsiți”. La scară mare, calculul mental accentuează o slăbiciune a teoriei pieței eficiente; demonstrează faptul că valorile pieței sunt determinate nu numai de informațiile obținute ci și de modul în care oameni percep aceste informații.

Studiul acesta este fascinant. Este foarte interesant faptul că joacă un rol atât de important în procesul de investire, o lume dominată de cifre reci și date concrete. Când trebuie să luăm decizii de investiții, comportamentul este uneori ciudat, câteodată contradictoriu, alteori zăpăcit. Uneori deciziile iraționale sunt de-a dreptul ilogice, alteori nu se încadrează în nici un tipar. Luăm decizii adecvate întâmplător și decizii greșite fără nici un motiv.

Ceea ce este alarmant în special și ceea ce toți investitorii ar trebui să înțeleagă este faptul că uneori nu sunt conștienți de deciziile greșite. Pentru a înțelege în totalitate piața și procesul de investire știm acum că trebuie să înțelegem propriile iraționalități. Studiul psihologiei judecății greșite este la fel de valoros pentru un investitor ca analiza unei foi din bilanț sau a declarației de venit. Poți fi expert în arta evaluării firmelor, dar dacă nu acorzi timp înțelegerii comportamentului financiar, va fi deosebit de dificil să îți îmbunătățești strategia și performanța investițională.

16.2. Toleranța față de risc

În același mod în care un magnet puternic atrage piesele de metal din vecinătatea sa, nivelul de toleranță a riscului atrage împreună toate elementele din psihologia finanțelor. Conceptele psihologice sunt abstracte; ele devin reale prin deciziile zilnice luate în vederea vânzării sau cumpărării de acțiuni. Punctul comun al tuturor acestor decizii este sentimentul față de risc.

În ultimii doisprezece ani, investitorii profesioniști au alocat fonduri și energii considerabile pentru a ajuta oamenii să evalueze toleranța față de risc. Agenții de bursă, consilierii de investiții și cei financiari au observat schimbările constante din comportamentul uman individual. Când piața crește, investitorii adaugă cu îndrăzneală acțiuni portofoliului lor, pentru ca apoi, în cazul în care piața scade, să-și reechilibreze portofoliile prin achiziții de obligațiuni. Prăbușirea pieței din anul 1987 este un exemplu elocvent. Peste noapte mulți investitori și-au transformat portofoliile, vânzând acțiunile contra obligațiuni sau alte titluri cu venituri fixe. Mișcarea alternativă, investitor agresiv-investitor conservator a declanșat cercetarea dedicată toleranței riscului.

La început, consultanții financiari au considerat că evaluarea toleranței față de risc este simplă. Folosind interviuri și chestionare, puteau construi un profil de risc pentru fiecare investitor. Problema derivă din faptul că toleranța oamenilor față de risc este bazată pe emoții, aceasta însemnând că se modifică odată cu schimbarea circumstanțelor. Toate principiile psihologice care se regăsesc în atitudinea oamenilor vis-à-vis de bani alimentează și reacția la risc. Când piața scade drastic chiar și investitorii cu profil “agresiv” vor deveni mai prevăzători. Pe o piață în expansiune, nu numai investitorii agresivi, ci și cei presupuși conservatori își vor mări însă portofoliile.

Un alt factor este încrederea absolută în sine. În cultura noastră, cei care își asumă riscuri sunt admirați și investitorii sunt expuși tendinței umane de a se considera mai obișnuiți cu riscul decât sunt în realitate.

S-a descoperit că înclinația pentru asumarea riscului este legată de doi factori demografici: vârsta și sexul. Oamenii mai în vârstă sunt mai puțin dornici să-și asume riscuri decât tinerii, iar femeile sunt mai precaute decât bărbații. Se pare că nu se face deosebire în funcție de avuție; a avea mai mulți sau mai puțini bani se pare că nu are nici un efect asupra toleranței față de risc.

Doa trăsături de caracter sunt legate de toleranța riscului, și anume, controlul personal și motivația realizării. Controlul personal se referă la posibilitatea omului de a influența atât mediul în care trăiește, cât și deciziile legate de propria sa viață în mediul respectiv. Oamenii care se văd deținând acest control sunt denumiți “interiori”. În contradicție cu aceștia, cei “exteriori” cred că dețin puțin control, fiind ca o frunză zburată de vânt de colo-colo. Potrivit cercetărilor făcute, oamenii care au predilecție către asumarea riscului sunt categorisiți ca interiori.

Realizarea motivației descrie gradul în care oamenii sunt orientați către scopul lor. Cei care își asumă riscul au un scop precis, chiar dacă o puternică concentrare asupra țelurilor poate duce la dezamăgiri.

Capitolul 17. Investiții internaționale

17.1. Investițiile străine

a) Formele investițiilor străine

Subiectul privind investițiile străine a fost amplu dezbătut pe plan internațional, conturându-se în timp două forme de investiții străine: investiții de portofoliu și investiții directe. Dacă despre investițiile directe se poate vorbi încă din perioada marilor descoperiri geografice, investițiile de portofoliu au început să se dezvolte în secolul XIX.

Investițiile de portofoliu

Prin investiție de portofoliu se înțelege dobândirea de valori mobiliare pe piețele de capital organizate și reglementate, care nu presupune participarea nemijlocită la administrarea unei firme, în scopul obținerii de câștig din dividende și din diferența favorabilă dintre prețul de vânzare și cel de cumpărare.

Piața de capital reprezintă una dintre componentele pieței financiare, alături de piața monetară și piața valutară.

Piața monetară cuprinde relațiile care se formează în momentul atragerii și plasării fondurilor pe termen scurt. Pe această piață se efectuează tranzacții cu titluri comerciale cu termen de maturitate până la un an de zile (cambia, trata, biletul la ordin, warrantul, cecul), precum și tranzacții interbancare de reglare a depozitelor (depozite la vedere sau la termen). Operațiunile se desfășoară prin instituții sau persoane specializate (bănci, brokeri, dealeri) și

au ca scop finanțarea activității economice dintr-o țară prin transformarea continuă și reciprocă a creditelor și a sumelor în numerar pe termen scurt.

Piața de capital se confundă, de multe ori, cu întreaga piață financiară. În timp ce pe piața monetară se tranzacționează titluri de credit pe termen scurt, pe piața de capital se negociază titluri de credit pe termen mediu și lung, în special acțiuni și obligațiuni.

Piața de capital se împarte în piața primară și piața secundară. Piața primară se ocupă de valorile mobiliare emise de societățile comerciale, instituții financiar-bancare, guvern, care se află în căutare de fonduri pentru finanțare. Piața secundară este bursa de valori propriu-zisă, prin care se negociază titluri de valoare emise anterior la prețuri numite cursuri, determinate de cererea și oferta de titluri, de rata dobânzii, de factori politici, prețuri care pot fi inferioare sau superioare prețurilor de achiziție.

Operațiunile specifice pieței de capital, adică plasarea și negocierea valorilor mobiliare (acțiuni și obligațiuni), împrumuturile pe titluri de credit (lombard) și împrumuturile ipotecare, se derulează prin intermediul burselor de valori, băncilor și persoanelor specializate în vânzarea și cumpărarea titlurilor de credit.

Investițiile directe

Investițiile directe reprezintă cheltuieli financiare, materiale și umane, efectuate pentru achiziționarea sau crearea de active fixe și circulante noi, sau modernizarea celor existente, în vederea obținerii ulterioare a unui flux de lichidități și având drept scop creșterea avuției aparținând unor persoane fizice sau juridice. Spre deosebire de investițiile de portofoliu, investițiile directe presupun participarea investitorului la managementul firmei.

În ceea ce privește formele investițiilor străine directe se disting: constituirea “pe loc gol”(greenfield) a unei societăți noi sau deschiderea unei filiale a celei existente într-o țară străină; achiziția unei firme străine sau fuziunea cu o astfel de firmă; participarea cu capital investițional la constituirea de societăți mixte (joint-venture).

Înțelegerea conceptului de investiție străină directă se leagă de definirea noțiunii de companie multinațională sau producție internațională.

Investițiile străine directe sunt fluxuri internaționale complexe care includ resurse financiare, tehnologice, de expertiză managerială și organizațională, în jurul cărora se concentrează interesul unei firme sau al unei persoane fizice investitoare cu scopul desfășurării de activități economice în afara granițelor țării în care firma sau persoana respectivă sunt rezidente.

Investițiile străine directe pot fi considerate, de multe ori, modalități de cucerire de noi piețe, primul pas în această direcție realizându-se prin export.

Compania multinațională este inițiatorul unei investiții străine directe, fiind în același timp și proprietara activelor create în străinătate și organizatoare a producției industriale.

Producția internațională cuprinde ansamblul unităților de producție gestionate și care produc efecte în economia în care au fost implementate.

b) Implicațiile investițiilor străine

Investițiile străine au un rol din ce în ce mai important într-o economie care se îndreaptă cu pași mari spre globalizare. În acest context pot fi analizate implicațiile pe care le au investițiile noi (greenfield investments) și investițiile prin achiziții și fuziuni de firme străine asupra economiilor naționale și a economiei mondiale.

Investițiile noi, nu numai că aduc un pachet de resurse financiare și materiale, dar creează, în același timp, capacități de producție și locuri de muncă noi.

Partea vizibilă a globalizării este reprezentată de fuziunile și de achiziții de firme străine. Preocupare prezentă în discuții politice, intrările de investiții străine prin preluarea de firme interne sunt privite cu suspiciune, deoarece pot prezenta și anumite dezavantaje.

Achizițiile străine nu adaugă capacități productive noi, ci constituie doar un simplu transfer de proprietate din intern spre internațional, fiind însoțit, deseori, de concedieri ale angajaților sau de închideri ale unor activități productive sau funcționale, putând fi privite chiar ca o erodare a suveranității naționale.

Cu toate că, inițial, intrările de investiții străine prin tranzacții de achiziție sau fuziune oferă o imagine nefavorabilă, pe termen lung, la fel ca și investițiile noi, aduc numeroase beneficii țărilor în care sunt realizate.

Pe de o parte, fuziunile și achizițiile de firme în străinătate sunt, de regulă, urmate de investiții secvențiale ale noilor proprietari, de multe ori de dimensiuni apreciabile. Astfel, pe termen lung, investițiile străine prin intermediul preluărilor de firme pot conduce la investiții sporite în producție, la fel ca și investițiile noi.

Totodată, fuziunile și achizițiile de firme străine sunt adesea urmate de transfer de tehnologii noi mai eficiente (inclusiv tehnici manageriale și organizaționale), în special când firmele preluate sunt restructurate pentru a-și mări eficiența operativă.

Pe de altă parte, fuziunile și achizițiile pot genera în timp locuri de muncă noi, în măsura în care firma se dezvoltă prin investiții în activități noi.

În plus, investițiile străine au implicații asupra cantității și utilizării capitalului și în generarea de tehnologie.

17.2. Companiile multinaționale

a) Conceptul de companie multinațională

Companiile multinaționale sunt recunoscute ca reprezentând una dintre componentele fundamentale ale mediului economic internațional. Denumirea acestora este controversată – organizațiile din sistemul ONU utilizând termenul de companii transnaționale, iar majoritatea specialiștilor și dicționarilor economice recurgând la termenul de companii multinaționale.

Și în privința definiției companiilor multinaționale, opiniile sunt împărțite. Anumite definiții pornesc de la criterii structurale cum ar fi: numărul de țări în care firma operează, structura acționariatului, naționalitatea managerilor. Alte definiții plasează accentul pe criterii de performanță dintre care menționăm: valoarea absolută sau relativă a profiturilor, producției, vânzărilor, activelor deținute în străinătate, numărul de salariați implicați în activitatea internațională a companiei.

În continuare prin companie multinațională vom înțelege extinderea unei companii în afara granițelor proprii țări, alcătuind astfel un vast ansamblu format dintr-o societate principală, societatea – mamă și un număr de filiale implantate în diferite țări.

b) Cauzele apariției companiilor multinaționale

Companiile multinaționale investesc în străinătate deoarece la aceeași valoare a investiției, se așteaptă să câștige mai mult decât firmele locale. Investind, companiile multinaționale își asumă riscuri și implicit costuri suplimentare legate de distanță, diferență de timp, decalaje informaționale, naționalitate, cultură și alte aspecte ale unui mediu străin care nu au ingerințe pentru firmele naționale. Desigur, aceste costuri suplimentare trebuie să fie compensate de câștiguri mai mari decât ale concurenților locali. Însă, tehnologia superioară, calitățile antreprenoriale și manageriale, o structură organizatorică la nivel mondial sunt atuurile companiilor multinaționale.

Prin urmare, luarea deciziei de extindere a unei companii în afara granițelor proprii țării implică ca avantajele să fie mai mari decât dezavantajele ce rezultă din stăpânirea insuficientă a pieței străine.

Atât companiile multinaționale, cât și cele locale beneficiază în mod egal de o serie de avantaje oferite de țara gazdă. Unele dintre aceste avantaje se referă în mod specific la anumite sectoare industriale ce dispun fie de caracteristici comune mai multor țări, fie de elemente specifice țării respective (un număr mare de investitori, forță de muncă corespunzător calificată, acces ușor la capital).

Se pot distinge o serie de factori ce influențează valorificarea acestor avantaje de către companiile multinaționale. Dintre aceștia fac parte: costul marginal al accesului pe o piață străină (diferența între export și investiția directă) să fie mai mic decât venitul marginal din această operațiune; existența unor condiții care să facă crearea unei filiale în străinătate mai puțin costisitoare decât exportul aceluiași produs sau să justifice exportul ca singura alternativă; producția proprie în străinătate să fie mai profitabilă decât licențierea avantajelor unei firme străine.

Teoria ciclului de viață al produsului demonstrează că localizarea activității productive a unei companii multinaționale evoluează pe parcursul ciclului de viață al produsului și explică, în principal, rolul dominant al SUA ca principal inovator, exportator și investitor în cadrul circuitului economic mondial în perioada postbelică. Ciclul de viață al produsului determină deplasarea companiilor multinaționale de la export la investiții străine directe.

Prin prisma acestei teorii, companiile multinaționale investesc în străinătate pentru a absorbi externalitățile existente pe piață: economii de scară în producție și marketing, proprietatea și caracterul public al cunoștințelor și constrângerile de piață impuse de guverne. În accepțiunea acestei teorii, compania multinațională reprezintă o "instituție" care are menirea de a crea și valorifica avantajele piețelor naționale.

17.3. Balanța de plăți

Balanța de plăți are două componente: contul curent și contul de capital.

a) Contul curent

Conform metodologiei FMI, contul curent (CC) cuprinde, în primul rând, balanța comercială, respectiv exportul și importul de mărfuri și de servicii.

În viața reală, foarte rar exportul unei țări este egal cu importul. Raportul dintre exportul și importul de bunuri și servicii este cunoscută sub denumirea de balanță comercială (BC) :

$$BC = EX - IM$$

Când importul unei țări excede exportul spunem că acea țară are un deficit de balanță comercială. O țară are excedent de balanță comercială când exportul ei este mai mare decât importul.

În al doilea rând, contul curent cuprinde balanța veniturilor (BV – încasări și plăți externe sub formă de dividende, dobânzi, salarii, etc.) și a transferurilor unilaterale (BT – transferuri de economii, donații, despăgubiri sau reparații).

Soldul general al acestor balanțe reprezintă soldul contului curent, respectiv:

$$CC = (EX + \text{intrări BV} + \text{intrări BT}) - (IM + \text{ieșiri BV} + \text{ieșiri BT}).$$

b) Contul de capital

Sunt două explicații pentru care contul curent este foarte important pentru PIB. Prima constă în faptul că schimbările în contul curent pot fi asociate cu schimbările în producție și gradul de ocupare a forței de muncă în țara respectivă. A doua constă în faptul că un cont curent măsoară dimensiunea și direcția împrumutului extern al țării.

Când o țară importă mai mult decât exportă, ea finanțează deficitul de cont curent prin împrumuturi din exterior, acumulând o datorie externă. Similar, dacă o țară exportă mai mult decât importă, cu excedentul creat ea finanțează deficitul țărilor importatoare, împrumutându-le. Aceste mișcări de capital se înregistrează în balanța contului de capital (CdC). Un deficit de cont curent (CC) trebuie să aibă corespondent o intrare în contul de capital (CdC), iar un excedent în contul curent trebuie să aibă corespondent o ieșire în contul de capital.

Bunăstarea externă a unei țări excedentare crește, întrucât împrumuturile acordate țărilor deficitare vor fi rambursate cu o dobândă. Dimpotrivă, bunăstarea externă a țărilor deficitare scade. Se poate, deci, spune că balanța de cont curent este egală cu schimburile nete de bunăstare externă.

O țară excedentară folosește mai puțin decât produce. O țară deficitară, dimpotrivă, utilizează mai mult decât produce. Excedentele și deficitele se reglează prin împrumuturi externe, care sunt identificate drept comerț intertemporal. O țară deficitară care se împrumută importă consum prezent și exportă consum viitor. O țară excedentară care acordă un împrumut exportă consum prezent și importă consum viitor.

Așa cum s-a menționat, într-o economie închisă investițiile trebuie să fie egale cu acumularea. Într-o economie deschisă, acumularea și investițiile pot să difere. $S = P - C - G$; $BC = EX - IM$; atunci, $S = I + CC$.

Întrucât o parte din economiile unei țări pot fi împrumutate altei țări, care își majorează stocul de capital, un surplus în contul curent al unei țări este denumit adeseori ca fiind o investiție netă externă. Se înțelege că țara care utilizează investiția provenită din exterior trebuie să aloce o parte din venitul obținut pentru rambursarea creditului plus dobânda. Investiția internă și investiția externă sunt două căi prin care țara excedentară poate să-și folosească excedentul din contul curent pentru un venit viitor.

Conform aceleiași metodologii FMI, în contul de capital sunt evidențiate mișcările de capital pe termen scurt de până la un an (credite, repatrieri de active) și mișcările de capital pe termen mediu și lung (investiții directe, investiții de portofoliu).

c) Tabloul general al balanței de plăți

Așa cum s-a văzut, balanța plăților externe ține evidența tuturor plăților și încasărilor în relațiile unei țări cu străinătatea. Orice tranzacție rezultând cu o încasare de la străini este înregistrată în balanță drept încasare și este înregistrată cu semn pozitiv (+). O tranzacție rezultând cu o plată către străini este înregistrată în balanța de plăți ca plată, cu semnul negativ (-).

În balanța de plăți (BP) sunt înregistrate, de fapt, două tipuri de tranzacții internaționale: export și import de bunuri și servicii, care intră în balanța contului curent (BCC), vânzări și cumpărări de active, care intră în balanța contului de capital (BCdC). Prin activ se înțelege orice formă în care poate fi deținută averea: bani, acțiuni, fabrici, pământ, colecție de timbre etc. Când un american cumpără un castel în Franța tranzacția este înregistrată drept plată în contul de capital al balanței de plăți a SUA și drept încasare în contul de capital al balanței de plăți a Franței.

Orice tranzacție internațională intră în balanțele de plăți de două ori: odată în calitate de încasare și odată ca plată. Acest principiu al contabilității balanței de plăți se explică prin faptul că tranzacția are două fațete. Dacă se cumpără ceva de la un străin, acel lucru trebuie plătit într-o formă. La rândul său, străinul trebuie să utilizeze încasarea, să o cheltuiască sau să o depoziteze.

Balanța de plăți trebuie să fie totdeauna echilibrată. Un deficit în contul curent trebuie să fie acoperit de o intrare în contul de capital, prin obținerea de împrumut extern sau diminuarea rezervei oficiale internaționale. Un excedent în contul curent trebuie să aibă corespondent o ieșire din contul de capital, prin acordarea de împrumut extern sau majorarea rezervei oficiale internaționale.

*Schema de principiu a
balanței plăților externe*

	Încasări	Plăți
Balanța contului curent (BCC)		
Export	X	
Import		X
Sold	+	-
Balanța contului de capital (BCdC)		
Vânzări active	X	
Cumpărări active		X
Sold	+	-
Balanța rezervelor oficiale internaționale (BR)	+	-
Total general	=	=

În unele țări, în balanța de plăți externe se evidențiază separat balanța rezervelor oficiale internaționale ale țării (BR), în care se înregistrează rezerva valutară și rezerva de aur. Când un deficit în BCC nu poate fi acoperit integral prin excedent în BCdC, diferența se acoperă din BR, care, în acest fel, se diminuează. Invers, când un excedent în BCC nu este plasat integral în străinătate prin BCdC se majorează corespunzător rezerva oficială a țării.

Ca sinteză a relațiilor economice ale țărilor cu străinătatea, balanța plăților externe ilustrează “starea de sănătate” a fiecărei țări. Pe baza ei pot fi calculați o serie de indicatori.

d) Riscul de țară

Indicatorii stării de sănătate a economiei în relațiile economice internaționale

Indicator	Mod de calcul	Semnificație	Nivel optim
Gradul de deschidere a economiei spre exterior	$\frac{\text{Export}}{\text{PIB}}$	Punerea în valoare a avantajului comparativ și competitiv	Cât mai ridicat, în funcție de dimensiunea țării, între 20% și 50%
Grad de acoperire a importului prin export	$\frac{\text{Export}}{\text{Import}}$	Capacitatea țării de a produce mărfuri și servicii competitive pe plan internațional	Cât mai aproape de 100%, dar nu prin reducerea importului
Datoria externă (oficială)	Totalul importurilor contractate sau garantate de stat atât de la alte țări și organizații financiare, cât și pe piața privată de capital	Cu cât este mai mare cu atât este mai redusă capacitatea țării de a produce mărfuri și servicii competitive	Mai mică decât volumul exportului la nivelul anual al exportului
Serviciul datorie externe	Ratele scadente și dobânzile de plătit în cursul unui an	Solvabilitatea țării de a-și onora datoriile la scadență	Obligațiile de plată raportate la export să nu depășească 20%.

			Dacă se ajunge la 25%, țara poate intra în încetare de plăți
Nivelul rezervei oficiale	Stocul de valute liber convertibile și de aur deținute de banca centrală	Bogăția și puterea țării, fără a reprezenta un scop în sine	Să acopere importurile pe o perioadă de cel puțin 5-6 luni

Diagnosticul stării de sănătate a unei economii nu poate fi stabilit pe baza unuia sau unora din indicatorii menționați, ci prin analiza lor combinată. De pildă, o economie poate fi considerată “sănătoasă”, deși are un grad de acoperire a importurilor prin exporturi de numai 70%, dacă are intrări substanțiale în BCdC din dividende ale companiilor naționale realizate din investiții în străinătate. Tot astfel, o economie cu o datorie externă mai mare decât exportul anual poate fi apreciată ca sănătoasă dacă are o rezervă oficială care acoperă importul pe un an întreg.

Capitolul 18. Evaluarea performanțelor portofoliilor

18.1. Câștigurile titlurilor financiare

Este unanim acceptat că evaluarea performanțelor trebuie întreprinsă prin prisma a două dimensiuni: câștigul și riscul.

Se apreciază că pentru o imagine fidelă câștigul ar trebui să reflecte schimbările valorii de piață a titlurilor deținute și ale cuantumului dividendelor, dobânzilor încasate. Astfel, de cele mai multe ori nu mai este necesară recurgerea la valoarea contabilă a titlurilor. În anumite cazuri, trebuie realizată distincția între câștigurile brute și nete. Cu certitudine, un investitor va fi interesat de câștigurile nete. Întrucât câștigurile din diferite surse sunt impuse unor diverse categorii de taxe și impozite, acestea trebuie separate pentru a putea permite interpretarea precisă a principalelor taxe. De asemenea, beneficiarii în viață și moștenitorii trebuie tratați imparțial de către mandatarii fondurilor personale care trebuie să opteze pentru acele tipuri de investiții ale căror câștiguri totale vor fi distribuite într-o manieră rațională între cele două categorii de beneficiari ce au obiective divergente.

Câștigul intern este calculat pentru determinarea randamentului la maturitate al obligațiunilor, fiind rata de discount a fluxurilor de numerar asociate unei investiții astfel încât suma algebrică a acestora să fie egală cu zero. Câștigul intern cuantifică performanța investiției inițiale, presupunându-se că orice investiții ulterioare vor înregistra același câștig. Majoritatea managerilor de portofolii și a investitorilor sunt interesați de acest indicator.

Însă, câștigul intern nu evaluează competența profesională a managerilor de portofolii, fiind influențat de o serie de factori întâmplători care nu pot fi controlați de către aceștia între care se remarcă intervalele de alimentare a conturilor și de retragere a fondurilor de către investitori.

Pentru eliminarea acestor deficiențe, a fost introdusă noțiunea de “câștig ponderat în funcție de timp”. Din punct de vedere logic, această noțiune este echivalentă câștigului unei unități de fond mutual care este achiziționată și răscumpărată la valoarea unitară netă a activelor fondului mutual. Câștigul unei investiții într-un fond mutual este dat de prețul de achiziție, valoarea încasărilor, prețul unității la finele perioadei. Câștigul unui investitor individual nu este influențat de achizițiile și răscumpărările celorlalți investitori și de intervalele în care aceste mișcări de fonduri se produc.

18.2. Riscul

Nu toți investitorii își asumă același grad de risc și prin urmare, câștigurile vor fi diferențiate. Este eronată aprecierea competenței profesionale a managerilor de portofolii numai prin prisma câștigurilor efective fără a fi luată în considerare asumarea diferită a riscului de către investitori. Fluctuațiile câștigurilor trebuie atribuite atât unor factori esențiali (evoluția pieței), cât și unor factori întâmplători (competența profesională a managerilor). Într-o anumită perioadă, în condițiile existenței unor câștiguri constante, diferențierea câștigurilor efective pentru două portofolii poate fi atribuită manierei de administrare a portofoliilor. Întrucât estimarea riscului se bazează adesea pe variabilitatea câștigurilor, trebuie să se facă distincție între factorii esențiali și cei întâmplători.

În vederea stabilirii riscului se recomandă utilizarea dispersiei generale (totale) a câștigurilor ponderate în funcție de timp. Acest indicator este mult mai stabil în comparație cu abaterea standard. Pentru determinarea riscului, modelele de piață recurg la coeficienții beta care indică volatilitatea câștigurilor portofoliului la evoluțiile pieței, respingând utilizarea variabilității totale. William Sharpe în celebrul său articol teoretic argumentează că prima de risc depinde numai de riscul sistemic (senzitivitatea la evoluțiile pieței). În condițiile în care toți investitorii ar deține portofolii perfect diversificate, teoria lui Sharpe ar fi validă. În plus, dacă toate portofoliile sunt perfect diversificate, riscul determinat cu ajutorul coeficientului beta este echivalent riscului determinat pe baza abaterii standard sau a dispersiei generale. Însă, nu toți investitorii dețin portofolii perfect diversificate. De aceea, fluctuațiile câștigurilor nu pot fi atribuite numai evoluțiilor pieței, fiind astfel justificată cuantificarea variabilității totale.

Evaluarea performanțelor portofoliilor prin prisma dispersiei generale reflectă nu numai abilitatea managerilor de a alege societățile câștigătoare, ci și abilitatea acestora de a diversifica eficient. În cazul în care riscul este apreciat numai pe baza volatilității față de piață, evaluarea performanțelor depinde numai de abilitatea managerilor de a alege acele titluri ce înregistrează câștiguri mai ridicate în condițiile unor niveluri similare de risc sistemic. În mod normal, riscul total este mai mare decât riscul sistemic. De aceea, în perioadele în care câștigul pieței depășește câștigul titlului fără risc nu se recomandă evaluarea riscului în termenii dispersiei totale. Din contră, în perioadele în care câștigul pieței nu depășește câștigul titlului fără risc, pentru managerii de portofolii este utilă evaluarea în termenii dispersiei totale.

18.3. Criterii de performanță

Majoritatea investitorilor sunt interesați în cunoașterea performanțelor profesionale ale managerilor de portofolii. În acest scop, este necesară apelarea la diverse criterii de performanță.

În primul rând, se poate selecta acel portofoliu ce incumbă un risc aproximativ egal cu cel al portofoliului actual. Această metodologie este frecvent întâlnită în științele economice și în meteorologie. În științele economice, realizarea de previziuni pornind de la presupunerea că următorul an va fi asemănător anului curent sau că anul viitor va diferi de prezent cu același procent de variație al anului curent față de anul anterior. Baza teoretică a unui astfel de criteriu este modelul de prețuri al activelor financiare capitale dezvoltat de Sharpe care indică câștigul pentru fiecare nivel de risc ce se va obține în medie prin combinarea titlurilor fără risc cu grupuri de titluri riscante.

Performanța medie a unui grup de portofolii comparabile se constituie în cel de-al doilea criteriu de selecție. În această direcție este corectă aprecierea performanțelor fiecărui fond mutual care are drept obiectiv “aprecierea capitalului” în raport cu performanța medie a

tuturor celorlalte fonduri din această categorie. În studiul lui Jensen, dreapta de regresie reflectă relațiile dintre riscul și câștigul fondurilor.

18.4. Evaluarea componentelor portofoliilor

Una dintre ipotezele fundamentale ale modelului Markowitz este că alegerea se referă la portofolii și nu la titluri individuale, iar performanța trebuie apreciată la nivelul portofoliului și nu al titlurilor individuale sau grupurilor de titluri. Cu toate că aprecierea riscului și câștigului diferitelor tipuri de titluri este o practică curentă, scopul acesteia rezidă în diagnosticarea respectivelor tipuri și nu în evaluarea de ansamblu a managementului portofoliului. Asemenea aprecieri pot contribui la identificarea cauzelor performanței inferioare sau superioare.

Aceste aprecieri ignoră relațiile dintre diferitele tipuri de titluri. Unul dintre postulatele fundamentale ale teoriei portofoliului invocă imposibilitatea cuantificării corecte a riscului unui titlu individual sau grup de titluri independent de celelalte titluri componente ale portofoliului. Exemplul extrem este oferit de acele titluri sau grupuri de titluri corelate negativ cu portofoliul. Considerate separat, se poate presupune că astfel de titluri sunt foarte riscante și, prin urmare, vor implica o primă majoră de risc. Din raportarea la celelalte părți componente ale portofoliului, rezultă că aceste titluri pot contribui la diminuarea riscului și de aceea vor avea o primă de risc redusă, poate chiar negativă.

BIBLIOGRAFIE MINIMALĂ:

1. Fota, Constantin - *Economie Internațională (International Economics)*, Editura Universitaria, 2002
2. Hastrom, Robert - *The Warren Buffet portfolio*, John Wiley and Sons Inc., New York, 1999
3. Stanciu, Cristian - *Managementul portofoliului de titluri*, Editura Universitaria, Craiova, 2010.