

Decembrie 2012 (actualizat în februarie 2013)

Educație

Exemple ilustrative care să însoțească

IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă

Instrumente de capitaluri proprii necotate care intră
sub incidența IFRS 9 Instrumente financiare

Tradus de:



Disclaimer: To the extent permitted by applicable law, the IASB® and the Foundation expressly disclaim all liability howsoever arising from this publication or any translation thereof, whether in contract, tort or otherwise to any person, in respect of any claims or losses of any nature, including direct, indirect, incidental or consequential loss, punitive damages, penalties or costs.

Copyright © IFRS Foundation

All rights reserved. Reproduction and use rights are strictly limited. For further details, please contact the Foundation at licences@ifrs.org.

We would like to thank CECCAR for preparing and funding the Romanian translation of this publication. The Romanian translation of this publication has not been approved by the review committee appointed by the IFRS Foundation. The Romanian translation is copyright of the IFRS Foundation.

The Foundation has trademarks registered around the world (Marks), including 'IAS®', 'IASB®', 'IFRIC®', 'IFRS®', the IFRS® logo, 'IFRS for SMEs®', IFRS for SMEs® logo, the 'Hexagon Device', 'International Accounting Standards®', 'International Financial Reporting Standards®', and 'SIC®'.

Further details of the Foundation's Marks are available from the Licensor on request.

The Foundation is a not-for-profit corporation under the General Corporation Law of the State of Delaware, USA, and operates in England and Wales as an overseas company (Company number: FC023235) with its principal office in London.

Declinarea responsabilității: În limita în care este permis conform legislației aplicabile, IASB® și Fundația IFRS (Fundația) declină în mod expres orice răspundere care decurge din această publicație sau din orice traducere a acesteia, indiferent dacă este vorba despre o răspundere civilă contractuală, delictuală sau orice alt tip de răspundere, față de orice persoană, în legătură cu orice despăgubiri sau pierderi de orice natură, inclusiv directe, indirecte, pierderi inerente sau rezultante, daune punitive, penalități sau costuri.

Drepturi de autor © Fundația IFRS

Toate drepturile rezervate. Drepturile de reproducere și utilizare sunt strict limitate. Pentru mai multe detalii, vă rugăm să contactați Fundația la adresa de e-mail licences@ifrs.org.

Mulțumim CECCAR pentru pregătirea și finanțarea traducerii în limba română a acestei publicații. Traducerea în limba română a acestei publicații nu a fost aprobată de comitetul de revizuire desemnat de Fundația IFRS. Traducerea în limba română este protejată de drepturile de autor ale Fundației IFRS.

Fundația deține mărci înregistrate la nivel global (mărci), care includ „IAS®”, „IASB®”, „IFRIC®”, „IFRS®”, sigla IFRS®, „IFRS for SMEs®”, sigla IFRS for SMEs®, „Hexagon Device”, „International Accounting Standards®”, „International Financial Reporting Standards®” și „SIC®”.

Detalii suplimentare cu privire la mărcile Fundației sunt disponibile la cerere de la Fundație.

Fundația este o corporație nonprofit conform Legii generale a corporațiilor din statul Delaware, SUA, și funcționează în Anglia și Țara Galilor drept companie din străinătate (Numărul companiei: FC023235) cu sediul la 30 Cannon Street, London EC4M 6XH.

**Material educațional privind
evaluarea la valoarea justă**

Evaluarea la valoarea justă a
instrumentelor de capitaluri proprii
necotate care intră sub incidența
IFRS 9 *Instrumente financiare*

Capitolul „Evaluarea la valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate care intră sub incidența IFRS 9 Instrumente financiare” este emis de Fundația IFRS, 30 Cannon Street, London EC4M 6XH, United Kingdom.

Numărul de înregistrare al companiei: FC023235

Telefon: +44 (0)20 7246 6410

Fax: +44 (0)20 7246 6411

E-mail: iasb@ifrs.org

Web: www.ifrs.org

Fundația IFRS, autorii și editorii nu își asumă responsabilitatea pentru nicio pierdere cauzată de acționarea sau decizia de a nu acționa în conformitate cu materialul din această publicație, indiferent dacă respectiva pierdere este cauzată de neglijență sau din alte motive.

Drepturi de autor © 2012 Fundația IFRS®

Această versiune a fost publicată în 2013.

Standardele Internaționale de Raportare Financiară (inclusiv Standardele Internaționale de Contabilitate și Interpretările SIC și IFRIC), proiectele de expunere și alte publicații ale IASB și/sau ale Fundației IFRS reprezintă drepturi de autor ale Fundației IFRS. Pentru aspecte referitoare la publicații și drepturile de autor, vă rugăm să vă adresați către:

Departamentul de Publicații al Fundației IFRS,
1st Floor, 30 Cannon Street, London, EC4M 6XH, United Kingdom.

Telefon: +44 (0)20 7332 2730 Fax: +44 (0)20 7332 2749

E-mail: publications@ifrs.org Web: www.ifrs.org

Toate drepturile rezervate. Nicio parte a acestei publicații nu poate fi tradusă, retipărită sau reprodușă ori utilizată sub orice formă, fie în întregime, fie parțial sau prin orice mijloace electronice, mecanice sau de altă natură, cunoscute în prezent sau inventate în continuare, inclusiv fotocopierea și înregistrarea, sau în orice sistem de stocare și recuperare a informațiilor, fără permisiunea prealabilă în scris din partea Fundației IFRS.



Sigla Fundației IFRS/sigla IASB/„Hexagon Device”, „Fundația IFRS”, „eIFRS”, „IAS”, „IASB”, „Fundația IASC”, „IASCF”, „IFRS pentru IMM-uri”, „IAS-uri”, „IFRIC”, „IFRS”, „IFRS-uri”, „Standarde Internaționale de Contabilitate”, „Standarde Internaționale de Raportare Financiară” și „SIC” sunt mărci înregistrate ale Fundației IFRS.

Acest material educațional a fost întocmit de Inițiativa pentru educație a Fundației IFRS și nu a fost aprobat de IASB.

CUPRINS

	<i>de la pagina</i>
REZUMAT	5
INTRODUCERE	5
OBIECTIV	6
Pe cine va ajuta acest capitol?	6
DOMENIU DE APLICARE	7
PROCESUL EFECTUĂRII EVALUĂRILOR LA VALOAREA JUSTĂ	7
Evaluarea la valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate	7
ABORDĂRI ALE EVALUĂRII	9
Abordarea bazată pe piață	12
Prețul tranzacției plătit pentru un instrument identic al unei entități în care s-a investit	12
Prețul tranzacției plătit pentru un instrument similar al unei entități în care s-a investit	14
Multiplii de evaluare ai unor companii similare	16
Abordarea pe bază de venit	35
Metoda fluxului de trezorerie actualizat (DCF)	36
Alte metode de abordare pe bază de venit	56
Metoda activelor nete ajustate	59
SCĂPĂRI COMUNE	62
Abordarea bazată pe piață (multiplii de evaluare ai unor companii similare)	62
Abordarea pe bază de venit (metoda DCF)	63
Metoda activelor nete ajustate	64
GLOSAR DE TERMENI	65
SURSE DE INFORMAȚII SUPLIMENTARE	70

Acest material educațional însoțește, dar nu face parte din IFRS 13. El ilustrează aspecte ale IFRS 13, dar nu are scopul de a oferi îndrumări interpretative.

Rezumat

- 1 Acest capitol descrie, la un nivel înalt, procesul de gândire pentru evaluarea la valoarea justă¹ a instrumentelor de capitaluri proprii necotate individuale care constituie interese care nu controlează într-o companie privată (adică entitatea în care s-a investit) care intră sub incidența IFRS 9 *Instrumente financiare*², în conformitate cu principiile stabilite în IFRS 13 *Evaluarea la valoarea justă*.
- 2 Acest capitol prezintă o serie de tehnici de evaluare utilizate frecvent pentru evaluarea la valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate în cadrul *abordării bazate pe piață* și al celei *pe bază de venit*, precum și *metoda activelor nete ajustate*. Acest capitol nu prescrie utilizarea unei tehnici de evaluare specifice, dar, în schimb, încurajează utilizarea raționamentului profesional și analiza tuturor faptelor și circumstanțelor aferente evaluării. Caracteristicile speciale ale instrumentelor de capitaluri proprii necotate ale unei entități în care s-a investit și informațiile care îi sunt disponibile în mod rezonabil unei entități (adică investitorul) sunt doi dintre factorii pe care un investitor va trebui să-i ia în considerare la selectarea celei mai adecvate tehnici de evaluare. De exemplu, disponibilitatea informațiilor despre *companiile similare comparabile* în absența completă a oricăror informații despre *fluxurile de trezorerie preconizate* ale unei entități în care s-a investit ar putea determina un investitor să selecteze *tehnica multiplilor de evaluare ai unor companii similare*, mai degrabă decât *metoda fluxului de trezorerie actualizat (DCF)*. În mod alternativ, dacă entitatea în care s-a investit plătește dividende, un investitor cu informații financiare limitate ar putea lua în considerare utilizarea unor tehnici de evaluare bazate pe *modele de reducere a dividendelor (DDM)*.
- 3 O entitate se poate conforma obiectivului de evaluare din IFRS 13 **chiar și atunci când sunt disponibile informații limitate**. Deși o participație în capitalurile proprii ale unei alte entități presupune disponibilitatea unor informații financiare și a altor informații despre entitatea în care s-a investit, inclusiv informații disponibile public, ocazional astfel de informații sunt incomplete sau învechite. Acest capitol include exemple care ilustrează modul în care, în ciuda faptului că un investitor are informații financiare limitate, valoarea justă a unui instrument de capitaluri proprii necotat poate fi evaluată totuși aplicând tehnicile de evaluare descrise.

Introducere

- 4 În timpul elaborării IFRS 13, s-a adus la cunoștința Consiliului pentru Standarde Internaționale de Contabilitate (IASB) că entitățile din economiile emergente și în tranziție aveau preocupări legate de aplicarea principiilor de evaluare la valoarea justă în

1 Termenii definiți în glosarul din acest capitol sunt tipăriți cu caractere cursive atunci când apar pentru prima dată. Acesta nu include titlurile publicațiilor.

2 Dacă o entitate nu aplică IFRS 9, orice referință la IFRS 9 trebuie interpretată ca referință la IAS 39 *Instrumente financiare: recunoaștere și evaluare*.

jurisdicțiile³ lor. Totuși, IASB a remarcat că problemele sesizate nu au fost specifice entităților din economiile emergente și în tranziție. Lipsa datelor de pe piață sau a altor informații-cheie necesare pentru a efectua evaluări la valoarea justă reprezintă o constrângere globală, mai degrabă decât una regională. Acesta este motivul pentru care IASB a decis să elaboreze materiale educaționale privind evaluarea la valoarea justă pentru un public-țintă care include nu doar entitățile din economiile emergente și în tranziție, dar și entitățile din economiile dezvoltate.

- 5 Pentru a realiza această sarcină, IASB i-a solicitat Inițiativei pentru educație a Fundației IFRS să elaboreze materiale educaționale privind evaluarea la valoarea justă care descriu, la un nivel înalt, procesul de gândire pentru evaluarea la valoarea justă a activelor, datoriilor și propriilor instrumente de capitaluri proprii ale unei entități, care este consecvent cu obiectivul unei evaluări la valoarea justă stabilit în IFRS 13. Fundația IFRS a primit date de la personalul Consiliului pentru Standarde de Contabilitate Financiară (FASB) și de la un grup de specialiști în evaluare care evaluează valoarea justă în economiile dezvoltate, emergente și în tranziție. Fundația IFRS le mulțumește acestor persoane pentru ajutorul lor în ce privește această sarcină.
- 6 Materialul educațional este structurat pentru a trata aplicarea principiilor din IFRS 13 cu privire la diferite subiecte în capitole individuale. Aceste capitole vor fi publicate pe măsură ce sunt finalizate. Acest capitol este publicat de către Fundația IFRS. Conținutul său este **fără caracter obligatoriu** și nu a fost aprobat de către IASB.

Obiectiv

- 7 Acest capitol ilustrează, la un nivel înalt, aplicarea tehnicilor de evaluare în contextul raportării financiare și, mai exact, în contextul IFRS 13. Scopul său nu este să furnizeze îndrumări cuprinzătoare în materie de evaluare și, prin urmare, nu descrie întreaga activitate semnificativă pe care un exercițiu de evaluare l-ar presupune în practică. Acest capitol include exemple care caută doar să ilustreze într-o manieră simplificată tehnicile de evaluare descrise. În consecință, exemplele incluse în acest capitol nu descriu toate procedurile și complexitățile pe care un exercițiu de evaluare le-ar putea presupune în practică. De asemenea, aceste exemple nu impun utilizarea unei anume tehnici de evaluare în circumstanțe specifice și, prin urmare, ar putea fi adecvate și alte tehnici.

Pe cine va ajuta acest capitol?

- 8 Acest capitol furnizează îndrumări la nivel înalt în legătură cu evaluarea pentru a sprijini persoanele responsabile cu evaluarea valorii juste în cadrul organizațiilor lor atunci când evaluează valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate ale unei entități în care s-a investit care intră sub incidența IFRS 9. Cu toate acestea, se preconizează că aceste persoane vor înțelege conceptele de evaluare de bază, chiar dacă nu sunt specialiști în evaluare.

3 Un rezumat al preocupărilor poate fi găsit în Baza pentru concluzii care însoțește IFRS 13 (a se vedea punctul BC231).

- 9 Complexitatea evaluărilor variază în funcție de natura activului sau a datoriei de bază și de disponibilitatea informațiilor. S-ar putea ca acest capitol să nu fie suficient de cuprinzător pentru a susține specialiștii non-evaluare care efectuează evaluări complexe în scopuri de raportare financiară sau pentru a-i ajuta la evaluarea măsurii în care evaluările complexe efectuate de specialiști în evaluare au fost făcute în conformitate cu principiile din IFRS 13.

Domeniu de aplicare

- 10 IFRS 9 le impune entităților să evalueze toate investițiile în instrumente de capitaluri proprii la valoarea justă, chiar dacă acele instrumente nu sunt cotate pe o *piață activă*. Acest capitol se concentrează pe evaluarea valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii necotate individuale ce constituie un interes care nu controlează într-o entitate în care s-a investit.
- 11 Îndrumările incluse în acest capitol sunt adecvate pentru evaluarea unor astfel de interese la recunoașterea inițială și ulterior și trebuie analizate în contextul pragului de semnificație, așa cum este definit în *Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS-uri)*. IAS 8 *Politici contabile, modificări ale estimărilor contabile și erori* stipulează că nu este necesară aplicarea politicilor contabile din standarde atunci când efectul aplicării acestora este nesemnificativ. Aceasta vine în completarea declarației din IAS 1 *Prezentarea situațiilor financiare* conform căreia prezentările de informații prevăzute de standarde trebuie făcute, cu excepția cazului în care informațiile sunt nesemnificative.⁴

Procesul efectuării evaluărilor la valoarea justă

- 12 IFRS 13 precizează că, atunci când se evaluează valoarea justă, obiectivul este de a estima prețul la care ar avea loc o *tranzacție reglementată* pentru a vinde un activ sau pentru a transfera o datorie între *participanții de pe piață* la data de evaluare în condițiile curente de piață (adică pentru a estima un *preț de ieșire*). Acest exercițiu ar putea fi similar cu acele situații în care o entitate trebuie să facă alte estimări în scopuri de raportare financiară, cum ar fi evaluarea provizioanelor în conformitate cu IAS 37 *Provizioane, datorii contingente și active contingente*. În multe cazuri, o evaluare a raportării financiare va implica incertitudine privind plasarea în timp și/sau valoarea fluxurilor de trezorerie viitoare și alți factori.

Evaluarea la valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate

- 13 Acest capitol prezintă modul în care pot fi utilizate o serie de tehnici de evaluare atunci când se evaluează valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate. Raționamentul este implicat nu numai atunci când se aplică o tehnică de evaluare, ci și în selectarea tehnicii de evaluare. Acest lucru include luarea în considerare a informațiilor disponibile unui investitor. De exemplu, un investitor ar putea pune mai mult accentul pe tehnica multiplilor de evaluare ai unor companii similare (a se vedea punctele 34-69) atunci când există companii similare suficient de comparabile sau

⁴ IAS 1 și IAS 8 prevăd că omisiunile sau prezentările eronate ale elementelor sunt semnificative dacă ele ar putea influența, **individual sau colectiv**, deciziile economice pe care utilizatorii le iau pe baza situațiilor financiare. Pragul de semnificație depinde de mărimea și natura omisiunii sau a prezentării eronate evaluate în anumite circumstanțe. Dimensiunea sau natura elementului, sau o combinație a celor două, poate fi factorul determinant.

când se cunosc contextul sau detaliile tranzacțiilor observate. Similar, un investitor ar putea pune accentul mai mult pe metoda fluxului de trezorerie actualizat (DCF) (a se vedea punctele 71-114) atunci când, de exemplu, fluxurile de trezorerie ale unei entități în care s-a investit prezintă caracteristici unice precum perioade de rate de creștere inegale (de exemplu, o perioadă de creștere ridicată care se stabilizează mai târziu la niveluri de creștere mai constante). În mod alternativ, atunci când se evaluează valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate, un investitor ar putea concluziona că, pe baza faptelor și circumstanțelor specifice (de exemplu, istoria, natura și etapa de dezvoltare a entității în care s-a investit, natura activelor și datoriilor entității în care s-a investit, structura capitalului acesteia etc.), este adecvat să se aplice metoda activelor nete ajustate (a se vedea punctele 125-129). În consecință, date fiind faptele și circumstanțele specifice, unele tehnici ar putea fi mai adecvate decât altele. Selectarea unei tehnici de evaluare adecvate ar putea duce la modificarea de către un investitor a tehnicii de evaluare sau a aplicării sale, dar acest lucru nu contravine dispoziției din IFRS 13 conform căreia tehnicile de evaluare trebuie să fie aplicate în mod consecvent (a se vedea punctele 65-66 din IFRS 13).

- 14 Evaluarea implică un raționament semnificativ și este posibil ca tehnici de evaluare diferite să furnizeze rezultate diferite. Aceasta deoarece *intrările* utilizate, și orice ajustări ale acelor date de intrare, pot fi diferite în funcție de tehnica utilizată. Existența unor astfel de diferențe nu înseamnă că oricare dintre tehnici este incorectă. Deși IFRS 13 nu îi impune în mod explicit unui investitor să utilizeze o varietate de tehnici de evaluare, selectarea celei mai adecvate tehnici de evaluare, în funcție de fapte și circumstanțe, va necesita luarea în considerare a mai multor tehnici, astfel încât rezultatele aplicării mai multor tehnici să poată fi comparate. În astfel de situații, investitorul trebuie să înțeleagă motivele diferențelor din evaluare și să selecteze suma din intervalul de valori care este cea mai reprezentativă pentru valoarea justă a instrumentului de capitaluri proprii necotate.
- 15 Atunci când efectuează acest exercițiu, investitorul trebuie să stabilească ce pondere trebuie acordată rezultatelor fiecărei tehnici de evaluare luând în considerare caracterul rezonabil al intervalului de valori indicate de diferitele tehnici și subiectivismul relativ al intrărilor utilizate (a se vedea punctele 61 și 74 din IFRS 13), precum și faptele și circumstanțele specifice. De exemplu, atunci când se stabilește ce pondere trebuie acordată rezultatelor obținute din tehnica multiplilor de evaluare ai unor companii similare (a se vedea punctele 34-69), un investitor ar avea în vedere, împreună cu gradul de subiectivitate al datelor de intrare utilizate în acea tehnică de evaluare, gradul de comparabilitate dintre companiile similare suficient de comparabile și evaluarea entității în care s-a investit și dacă există orice diferențe lăsate nejustificate între valorile relative ale entității în care s-a investit și cele ale companiilor similare comparabile, pe baza faptelor și circumstanțelor specifice.
- 16 Atunci când se evaluează prețul care este cel mai reprezentativ al valorii juste, un investitor trebuie să ia în considerare:
- (a) ce tehnică de evaluare face cele mai puține ajustări subiective ale intrărilor utilizate (adică ce tehnică maximizează utilizarea *datelor de intrare observabile* relevante și minimizează utilizarea *datelor de intrare neobservabile*);
 - (b) intervalele de valori indicate de tehnicile utilizate și dacă acestea se suprapun; și
 - (c) motivele diferențelor de valoare generate de aplicarea unor tehnici diferite.

Abordări ale evaluării

- 17 IFRS 13 precizează că valoarea justă este o evaluare bazată pe piață, deși recunoaște că în unele cazuri s-ar putea să nu fie disponibile tranzacții de pe piață observabile sau alte informații cu privire la piață. Cu toate acestea, obiectivul unei evaluări la valoarea justă, așa cum a fost menționat anterior, rămâne același (a se vedea punctul 12).
- 18 IFRS 13 nu conține o ierarhie a tehnicilor de evaluare, nici nu prescrie utilizarea unei tehnici de evaluare specifice pentru îndeplinirea obiectivului unei evaluări la valoarea justă. La fel ca IFRS 13, acest capitol nu stipulează utilizarea unei tehnici de evaluare specifice. Cu toate acestea, IFRS 13 recunoaște faptul că, date fiind circumstanțele specifice, o tehnică de evaluare ar putea fi mai adecvată decât alta. Unii dintre factorii pe care un investitor va trebui să îi ia în considerare la selectarea celei (celor) mai adecvate tehnici de evaluare includ (această listă nu este exhaustivă):
- informațiile care îi sunt disponibile în mod rezonabil unui investitor;
 - condițiile de pe piață (adică piețele în creștere sau în scădere i-ar putea impune unui investitor să ia în considerare diferite tehnici de evaluare);
 - orizontul de investiții și tipul de investiții (de exemplu, pulsul pieței atunci când se evaluează valoarea justă a unei investiții financiare pe termen scurt ar putea fi surprins mai bine de unele tehnici de evaluare decât de altele);
 - ciclul de viață al unei entități în care s-a investit (adică ce ar putea determina valoarea în diferite stadii ale unui ciclu de viață al unei entități în care s-a investit ar putea fi surprins mai bine de unele tehnici de evaluare decât de altele);
 - natura activității unei entități în care s-a investit (de exemplu, natura volatilă sau ciclică a activității unei entități în care s-a investit ar putea fi surprinsă mai bine de unele tehnici de evaluare decât de altele); și
 - industria în care o entitate în care s-a investit își desfășoară activitatea.
- 19 IFRS 13 descrie trei abordări ale evaluării (a se vedea punctele B5-B33 din IFRS 13):
- abordarea bazată pe piață;
 - abordarea pe bază de venit; și
 - *abordarea bazată pe cost.*
- 20 Aplicarea abordărilor pe bază de piață și pe bază de venit, precum și metoda activelor nete ajustate pentru a evalua valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate sunt descrise mai jos. Acest capitol nu clasifică metoda activelor nete ajustate în cadrul niciuneia dintre cele trei abordări de evaluare, deoarece aplicarea acestei metode implică adesea utilizarea simultană a diferite tehnici de evaluare (adică ar putea fi utilizate tehnici de evaluare diferite pentru a evalua valoarea justă a activelor și datoriilor unei entități în care s-a investit), iar fiecare dintre acele tehnici de evaluare ar putea fi consecventă cu oricare dintre cele trei abordări de evaluare.
- 21 Figura 1 ilustrează abordările de evaluare și tehnicile de evaluare prezentate în acest capitol.

Figura 1 – Abordări de evaluare și tehnici de evaluare	
Abordări de evaluare	Tehnici de evaluare
Abordarea bazată pe piață	<ul style="list-style-type: none"> • Prețul tranzacției plătit pentru un instrument identic sau similar al unei entități în care s-a investit (a se vedea punctele 28-33) • Multiplii de evaluare ai unor companii similare (a se vedea punctele 34-69)
Abordarea pe bază de venit	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda fluxului de trezorerie actualizat (DCF) (a se vedea punctele 71-114) • Modelul de reducere a dividendelor (DDM; a se vedea punctele 115-116) • DDM de creștere constantă (a se vedea punctele 117-121) • Modelul de capitalizare (a se vedea punctele 122-124)
Ar putea fi utilizată o combinație a abordărilor (a se vedea punctul 20)	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda activelor nete ajustate (a se vedea punctele 125-129)

- 22 Cu excepția oricăror drepturi specifice pe care acele instrumente le-ar putea asigura acționarilor acesteia, toate instrumentele de capitaluri proprii care fac obiectul acestui capitol sunt instrumente necotate care constituie un interes care nu controlează într-o entitate în care s-a investit. Evaluarea la valoarea justă a acestor instrumente de capitaluri proprii trebuie să ia în considerare acele caracteristici (a se vedea punctele 59-67) indiferent de tehnica de evaluare utilizată.
- 23 În plus, evaluarea la valoarea justă a acestor instrumente de capitaluri proprii trebuie să reflecte condițiile de piață actuale (a se vedea punctele 15 și 24 din IFRS 13). Un investitor s-ar putea asigura că tehnicile de evaluare reflectă condițiile de piață actuale calibrându-le la data de evaluare. La recunoașterea inițială, dacă prețul tranzacției a reprezentat valoarea justă, iar un investitor va utiliza o tehnică de evaluare pentru a evalua valoarea justă în perioadele ulterioare, care utilizează date de intrare neobservabile, investitorul trebuie să calibreze tehnica de evaluare astfel încât aceasta să fie egală cu prețul tranzacției (a se vedea punctul 64 din IFRS 13). Utilizarea calibrării atunci când se evaluează valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate la data de evaluare este un exercițiu bun pentru ca un investitor să se asigure că tehnica de evaluare reflectă condițiile de piață curente și să stabilească dacă este necesară o ajustare a tehnicii de evaluare (de exemplu, este posibil să existe o caracteristică a instrumentului care nu este reflectată de tehnica de evaluare sau un fapt nou care a apărut la data de evaluare care nu a fost prezent la recunoașterea inițială).

24 Exemplul 1 ilustrează utilizarea calibrării.⁵

Exemplul 1 – Utilizarea calibrării	
<p>Un investitor a achiziționat 5% din capitalul social (1.000 de acțiuni) al Entității A, o companie privată, la 31 decembrie 20X6 pentru 5.000 u.m., sau 5 u.m. pe acțiune. Investitorul concluzionează că prețul tranzacției de 5.000 u.m. reprezintă valoarea justă la recunoașterea inițială la 31 decembrie 20X6.</p> <p>Investitorul preconizează că va utiliza ulterior tehnica multiplilor de evaluare ai unor companii similare (a se vedea punctele 34-69) atunci când va evalua valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii. Acea tehnică de evaluare utilizează date de intrare neobservabile precum parametrii de performanță ai unei entități în care s-a investit.</p> <p>Investitorul calibrează prețul plătit de 5.000 u.m. și concluzionează că prețul tranzacției a rezultat din utilizarea unui multiplu EV/EBITDA (a se vedea Figura 3) de 9,0x și din includerea unei <i>reduceri a intereselor care nu controlează</i> și a unei <i>reduceri pentru lipsa de lichiditate</i> (a se vedea punctele 59-67) după cum urmează:^(a)</p>	
Calibrarea tehnicii de evaluare la recunoașterea inițială	
	u.m.
<i>Valoarea justă indicată</i> de 5% interese care nu controlează în capitalurile proprii pe baza EV/EBITDA de 9,0x	6.024,10
Reducerea intereselor care nu controlează	(662,65)
Reducere pentru lipsa de lichiditate	<u>(361,45)</u>
Valoarea justă de 5% interese care nu controlează în capitalurile proprii la 31 decembrie 20X6	5.000,00
<p>La fiecare dată de evaluare ulterioară, investitorul va evalua dacă ipotezele care au fost utilizate atunci când a fost evaluată valoarea justă la recunoașterea inițială s-au schimbat (adică dacă multiplul EV/EBITDA de 9,0x este încă adecvat și dacă ipotezele folosite pentru a obține reducerea intereselor care nu controlează și reducerea pentru lipsa de lichiditate la recunoașterea inițială sunt încă valabile la data de evaluare). Dacă acestea s-au schimbat, investitorul va analiza modul în care acele modificări afectează evaluarea și dacă în tehnica de evaluare trebuie să fie încorporate fapte noi. Cu alte cuvinte, investitorul se va asigura că tehnica de evaluare reflectă condițiile de piață curente la data de evaluare și va face orice ajustări adecvate dacă faptele și circumstanțele care afectează Entitatea A și mediul în care aceasta își desfășoară activitatea s-au schimbat.</p> <p>(a) Ajustările prezentate mai sus nu trebuie considerate ca reprezentând o listă completă a tuturor ajustărilor aplicabile. Mai mult, s-ar putea ca ajustarea reducerii intereselor care nu controlează să nu fie impusă în toate cazurile (a se vedea punctul 62). Ajustările necesare vor depinde de faptele și circumstanțele specifice. În plus, unele ajustări de mai sus nu sunt susținute de calcule detaliate. Acestea au fost incluse doar în scopuri ilustrative.</p>	

5 În exemplele din acest capitol, valorile monetare sunt exprimate în „unități monetare (u.m.)”.

- 25 Datorită naturii datelor de intrare utilizate în tehnicile de evaluare descrise în acest capitol (de exemplu, datele de intrare neobservabile precum prognozele sau bugetele atunci când se aplică metoda fluxului de trezorerie actualizat sau parametrii de performanță atunci când se aplică multiplii de evaluare ai unor companii similare) și relevanței acestora în evaluările la valoarea justă rezultate, majoritatea evaluărilor rezultate vor fi clasificate în cadrul nivelului 3 al ierarhiei valorii juste (a se vedea punctele 86-90 și B36 din IFRS 13). În consecință, astfel de evaluări la valoarea justă vor impune unui investitor să întocmească prezentări de informații suplimentare (a se vedea punctele 91-99 din IFRS 13). Astfel de prezentări de informații furnizează utilizatorilor situațiilor financiare informații cu privire la datele de intrare neobservabile semnificative utilizate în evaluările la valoarea justă clasificate în cadrul nivelului 3 din ierarhia valorii juste (*Date de intrare de nivelul 3*) și cu privire la subiectivitatea în general mai mare care constituie obiectul proceselor de evaluare de la acest nivel.

Abordarea bazată pe piață

- 26 Abordarea bazată pe piață utilizează prețuri și alte informații relevante care au fost generate de tranzacții de pe piață ce implică active identice sau similare (a se vedea punctul B5 din IFRS 13). O serie de tehnici sunt consecvente cu abordarea bazată pe piață. Tehnicile abordărilor bazate pe piață la care se face de obicei referire pentru evaluarea instrumentelor de capitaluri proprii necotate sunt legate de sursele de date pe care acestea le utilizează (de exemplu, prețurile cotate ale companiilor publice sau prețurile din tranzacțiile de achiziții și fuziuni).

- 27 Această secțiune descrie următoarele tehnici ale abordărilor bazate pe piață:

- prețul tranzacției plătit pentru un instrument identic sau similar al unei entități în care s-a investit (a se vedea punctele 28-33); și
- multiplii de evaluare ai unor companii similare obținuți din prețurile cotate (adică *multipli comerciali*) sau din prețurile plătite în tranzacții precum fuziunile și achizițiile (adică *multipli de tranzacție*; a se vedea punctele 34-69).

Prețul tranzacției plătit pentru un instrument identic al unei entități în care s-a investit

- 28 Atunci când un investitor a făcut recent o investiție într-un instrument care este identic cu instrumentul de capitaluri proprii necotat care este evaluat, prețul tranzacției (adică un *preț de intrare*) ar putea fi un punct de plecare rezonabil pentru evaluarea valorii juste a instrumentului de capitaluri proprii necotat la data de evaluare, dacă acel preț al tranzacției a reprezentat valoarea justă a instrumentului la recunoașterea inițială în conformitate cu IFRS 13 (a se vedea punctele 57-60 și punctul B4 din IFRS 13). Cu toate acestea, un investitor trebuie să folosească toate informațiile cu privire la performanța și activitățile unei entități în care s-a investit care îi devin disponibile în mod rezonabil unui investitor după data recunoașterii inițiale până la data de evaluare. Deoarece astfel de informații ar putea avea un efect asupra valorii juste a instrumentului de capitaluri proprii necotat al entității în care s-a investit la data de evaluare, costul poate reprezenta doar în circumstanțe limitate o evaluare adecvată a valorii juste la data de evaluare. Punctul B5.4.15 din IFRS 9 identifică factorii care ar putea indica faptul că este posibil ca prețul tranzacției investitorului să nu fie reprezentativ pentru valoarea justă la data de evaluare. Acei factori includ următoarele (lista nu este exhaustivă):

- o modificare semnificativă a performanței entității în care s-a investit față de bugete, planuri sau obiective;

- modificări ale așteptărilor cu privire la îndeplinirea sau neîndeplinirea obiectivelor privind producția tehnică ale entității în care s-a investit;
- o modificare semnificativă pe piață în ce privește capitalurile proprii ale entității în care s-a investit sau produsele ori potențialele produse ale acesteia;
- o modificare semnificativă a economiei globale sau a mediului economic în care își desfășoară activitatea entitatea în care s-a investit;
- o modificare semnificativă a performanței entităților comparabile sau a evaluărilor pe care le implică piața per ansamblu;
- aspecte interne ale entității în care s-a investit, precum fraude, conflicte comerciale, litigii, modificări în administrare sau strategie; și
- dovezi din tranzacțiile externe în capitalurile proprii ale entității în care s-a investit, fie dinspre entitatea în care s-a investit (cum ar fi o emisiune nouă de capitaluri proprii), fie din transferuri de instrumente de capitaluri proprii între terțe părți.

29 În plus, un investitor trebuie să analizeze existența unor factori precum măsura în care mediul în care își desfășoară activează entitatea în care s-a investit este dinamic, dacă au existat modificări ale condițiilor de piață sau trecerea timpului în sine. Astfel de factori ar putea submina caracterul adecvat al utilizării prețului tranzacției ca mijloc de evaluare a valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii necotate la data de evaluare.

30 Exemplele 2 și 3 ilustrează evaluarea de către un investitor a măsurii în care prețul tranzacției (plătit de către investitor în Exemplul 2 și plătit de alți investitori în Exemplul 3) este reprezentativ pentru valoarea justă la data de evaluare.

Exemplul 2 – Prețul tranzacției plătit de către investitor pentru un instrument identic

Un investitor a achiziționat 5% din capitalul social (1.000 de acțiuni) al Entității B, o companie privată, la 1 iulie 20X6 pentru 5.000 u.m., sau 5 u.m. pe acțiune. Deoarece investitorul este un acționar care nu deține controlul, acesta nu primește bugete sau prognoze ale fluxurilor de trezorerie ale conducerii de la Entitatea B. Investitorul întocmește situații financiare anuale și evaluează valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea B la 31 decembrie 20X6 (adică data de evaluare). Investitorul concluzionează că prețul tranzacției de 5.000 u.m. reprezintă valoarea justă la recunoașterea inițială la 1 iulie 20X6.

Suma plătită pentru instrumentele de capitaluri proprii necotate (5.000 u.m.) în iulie 20X6 este un punct de plecare rezonabil pentru evaluarea valorii juste a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii ale investitorului în Entitatea B la data de evaluare. Cu toate acestea, investitorul trebuie să evalueze în continuare dacă suma plătită trebuie ajustată în situația în care există dovezi conform cărora există vreunul dintre factorii de la punctele 28 și 29 sau dacă alte dovezi indică faptul că este posibil ca prețul tranzacției să nu fie reprezentativ pentru valoarea justă la data de evaluare. De exemplu, în cazul în care condițiile de piață s-ar fi schimbat pe parcursul ultimelor șase luni astfel încât perspectivele de creștere sau obiectivele preconizate ale Entității B ar putea fi afectate semnificativ, investitorul ar fi nevoit să evalueze amploarea acelor modificări și să ajusteze prețul tranzacției în consecință.

Exemplul 3 – Prețul tranzacției plătit de către alți investitori pentru un instrument identic

În 20X0, Entitatea C a cumpărat zece acțiuni de capitaluri proprii ale Entității D, o companie privată, reprezentând 10% din acțiunile cu drept de vot în circulație ale Entității D, pentru 1.000 u.m. Entitatea C întocmește situații financiare anuale și trebuie să evalueze valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea D la 31 decembrie 20X2 (adică data de evaluare).

În cursul lui 20X2, Entitatea D a strâns fonduri prin emiterea de capital social nou (zece acțiuni pentru 1.200 u.m.) către alți investitori. Entitatea C concluzionează că prețul tranzacției pentru emiterea capitalului social nou de 1.200 u.m. reprezintă valoarea justă la data emiterii acelor acțiuni.

Atât Entitatea C, cât și ceilalți investitori în Entitatea D au acțiuni cu aceleași drepturi și condiții. Între data emiterii capitalului social nou pentru alți investitori și data de evaluare, nu au existat modificări externe sau interne semnificative în mediul în care își desfășoară activitatea Entitatea D. Nu a apărut niciun alt factor de tipul celor menționați la punctele 28 și 29. Prin urmare, Entitatea C concluzionează că 1.200 u.m. este suma care este cea mai reprezentativă pentru valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea D la data de evaluare.

- 31 Existența oricăruia dintre factorii menționați anterior (a se vedea punctele 28 și 29) ar putea determina ca utilizarea prețului tranzacției pentru evaluarea valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii necotate la data de evaluare să fie inadecvată, deși ar putea fi utilizată ca test pentru a găsi tendința pe care prețul (adică valoarea justă) ar fi putut să o urmeze în timpul perioadei în care a fost deținut instrumentul de capitaluri proprii necotat. Dacă, de exemplu, investitorul din Exemplul 2 ar fi dobândit investiția în Entitatea B într-o perioadă în care condițiile economice au fost diferite de cele de la data de evaluare, prețul plătit (în iulie 20X6) ar fi mai puțin probabil să reflecte valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate la acea dată (în decembrie 20X6). Cu toate acestea, analiza factorilor menționați anterior (a se vedea punctele 28 și 29) l-ar putea ajuta pe investitorul din Exemplul 2 să coroboreze valoarea justă care ar fi obținută prin aplicarea unei alte tehnici de evaluare. O tehnică de evaluare mai adecvată pentru evaluarea valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii necotate într-o astfel de situație ar putea fi utilizarea multiplilor de evaluare ai unor companii similare sau metoda fluxului de trezorerie actualizat, fiecare dintre acestea fiind descrisă mai jos.

Prețul tranzacției plătit pentru un instrument similar al unei entități în care s-a investit

- 32 Prețul tranzacției plătit recent pentru o investiție într-un instrument de capitaluri proprii al unei entități în care s-a investit care este similar, dar nu identic, cu instrumentul de capitaluri proprii necotat al unui investitor care aparține aceleiași entități în care s-a investit ar fi un punct de plecare rezonabil pentru estimarea valorii juste a instrumentului de capitaluri proprii necotat, dacă acel preț al tranzacției a reprezentat valoarea justă a aceluși instrument de capitaluri proprii la recunoașterea inițială în conformitate cu IFRS 13 (a se vedea punctele 57-60 și punctul B4 din IFRS 13). Exemplele de astfel de tranzacții includ emiterea de noi clase de acțiuni unor alți investitori și tranzacții în astfel de acțiuni între alți investitori.

33 Dacă un investitor consideră că prețurile tranzacției investițiilor recente implică, de exemplu, alți investitori, atunci când evaluează valoarea justă a instrumentelor sale de capitaluri proprii necotate, investitorul trebuie să înțeleagă orice diferențe dintre instrumentele de capitaluri proprii necotate pe care le deține în prezent și instrumentele de capitaluri proprii pentru care ceilalți investitori încheie tranzacții. Astfel de diferențe ar putea include drepturi economice și legate de *control* diferite. Exemplul 4 ilustrează evaluarea efectuată de un investitor pentru a stabili dacă prețul tranzacției al unei investiții recente efectuate de alți investitori este reprezentativ pentru valoarea justă a instrumentelor sale de capitaluri proprii necotate la data de evaluare.

Exemplul 4 – Prețul unei tranzacții recente efectuate de alți investitori care implică instrumente similare

Un investitor întocmește situații financiare anuale și evaluează valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea E, o companie privată, la 31 decembrie 20X0 (adică data de evaluare).

Acum trei ani, investitorul a dobândit o participație de *acțiuni ordinare* în Entitatea E. Entitatea E dezvoltă un nou proces de fabricație, iar pe parcursul perioadei de raportare aceasta a procurat capital social suplimentar prin emiterea unei noi clase de acțiuni preferențiale pentru un fond de capital de risc care deține în prezent un interes care controlează în Entitatea E. Obiectivul este ca Entitatea E să progreseze către o ofertă publică inițială (IPO) în următorii cinci ani. Clauzele acțiunilor preferențiale, inclusiv drepturile de vot, sunt similare celor ale acțiunilor ordinare, cu excepția faptului că acțiunile preferențiale au un drept la un dividend fix cumulativ pentru o perioadă de cinci ani, iar acțiunile preferențiale sunt cotate înaintea acțiunilor ordinare la lichidarea Entității E.

Investitorul urmează procesul prezentat mai jos pentru a evalua valoarea justă a acțiunilor ordinare la data de evaluare prin ajustarea prețului tranzacției recente (10 u.m. per acțiune) pentru acțiunile preferențiale.

	u.m. per acțiune
Prețul tranzacției pentru acțiunile preferențiale	10,00
Ajustare pentru a reflecta diferențele dintre acțiunile preferențiale și ordinare (de exemplu, ajustarea care reflectă prioritatea acțiunilor preferențiale la lichidare). ^(a)	(XX)
Investitorul a concluzionat că există un beneficiu asociat cu controlul. Această ajustare se referă la faptul că acțiunile ordinare individuale ale investitorului reprezintă un interes care nu controlează, în timp ce acțiunile preferențiale emise reflectă un interes care controlează. ^(a)	(XX)
Ajustarea lipsei de lichiditate pentru a reflecta capacitatea mai mică a acționarului ordinar de a iniția o vânzare a Entității E pentru a-și realiza investiția comparativ cu acționarul preferențial. ^(a)	(XX)

continuare...

...continuare

Exemplul 4 – Prețul unei tranzacții recente efectuate de alți investitori care implică instrumente similare	
Ajustarea aferentă dreptului cumulativ la dividende ale acțiunilor preferențiale. Aceasta este calculată drept <i>valoarea actualizată</i> a viitoarelor încasări preconizate de dividende aferente acțiunilor preferențiale, mai puțin valoarea actualizată a oricăror încasări preconizate de dividende aferente acțiunilor ordinare. <i>Rata de actualizare</i> utilizată trebuie să fie consecventă cu incertitudinile asociate cu fluxurile de dividende relevante. ^(a)	(XX)
Valoarea justă a fiecărei acțiuni ordinare	XX
Investitorul evaluează, de asemenea, dacă ar fi adecvat să ia în considerare ajustări suplimentare pentru factorii de tipul celor menționați la punctele 28 și 29 care ar fi putut apărea între emiterea acțiunilor preferențiale și data de evaluare.	
În plus, înainte de a aplica abordarea de mai sus, investitorul a evaluat în întregime circumstanțele emiterii acțiunilor preferențiale pentru a se asigura că prețul său a constituit o referință valabilă. De exemplu, acesta a confirmat că prețul nu a fost afectat de termenele acordurilor de gestionare sau de alte relații comerciale cu noul investitor, ceea ce ar genera diferențe suplimentare între acțiunile preferențiale și cele ordinare care ar fi putut justifica o contraprestație. Investitorul a concluzionat că 10 u.m. a reprezentat valoarea justă a acțiunilor preferențiale la data emiterii acelor acțiuni.	
Pe baza acelei analize, investitorul concluzionează că prețul acțiunilor de XX u.m. este cel mai reprezentativ pentru valoarea justă pentru fiecare dintre acțiunile ordinare deținute în Entitatea E la data de evaluare.	
(a) Procesul prezentat mai sus nu este singura metodă posibilă pe care un investitor ar putea să o aplice pentru a evalua valoarea justă a acțiunilor sale ordinare necotate. Prin urmare, ajustările de mai sus nu ar trebui considerate ca reprezentând o listă completă a tuturor ajustărilor aplicabile. Ajustările necesare vor depinde de faptele și circumstanțele specifice.	

Multipli de evaluare ai unor companii similare

- 34 Tehnicile de evaluare din cadrul abordării bazate pe piață se fundamentează pe conceptul comparabilelor, presupunând că valoarea unui activ (sau linia de activitate sau compania etc.) poate fi evaluată prin compararea cu active similare (sau linii de activitate sau companii etc.) pentru care este disponibil un preț al pieței.
- 35 În scopul evaluării valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii ale unei entități în care s-a investit, un investitor poate lua în considerare valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii ale unor entități similare (cu alte cuvinte, companii similare comparabile) pentru care este disponibil un preț al pieței. Există două surse principale de informații cu privire la stabilirea prețului pentru companii similare comparabile: prețurile cotate pe piețele bursiere (de exemplu, Bursa din Singapore sau Bursa de valori din Frankfurt) și datele observabile din tranzacții precum fuziunile

- și achizițiile. Atunci când există astfel de date relevante, un investitor ar putea să fie capabil să evalueze valoarea justă a unui instrument de capitaluri proprii necotate în raport cu multiplii obținuți din prețurile unor companii similare comparabile cotate la bursă (adică multipli comerciali) sau în raport cu multiplii obținuți din date observabile din tranzacțiile de achiziții și fuziuni care includ companii similare comparabile (adică multipli de tranzacție).
- 36 Atunci când utilizează multipli de tranzacție pentru a evalua valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate, un investitor trebuie să țină cont de faptul că acei multipli de tranzacție reprezintă uneori vânzarea unui interes care controlează (adică prețul tranzacției plătit pentru o companie similară comparabilă ar putea include o *primă de control*). Cu toate acestea, valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate ale investitorului care fac obiectul acestui capitol trebuie să fie evaluată pe o bază care nu controlează. Prin urmare, în cazul în care un investitor concluzionează că un preț al unei tranzacții observat include o primă de control, prima de control inclusă în multiplii de tranzacție asociați trebuie să fie exclusă atunci când se evaluează valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate individuale ale investitorului care fac obiectul acestui capitol. Acest proces este adesea descris în practică drept aplicarea unei reduceri a intereselor care nu controlează oricărui valori juste indicate ale capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit derivate din multiplii de tranzacție care includ o primă de control (a se vedea punctele 59-62 și Exemplul 8). Un investitor trebuie să urmeze un proces de gândire similar dacă multiplii de tranzacție au inclus orice primă care reflectă un nivel mai ridicat de control sau influență decât ar fi disponibil pentru un acționar care nu deține controlul (adică un investitor ar trebui să excludă orice prime de *control comun* sau *influență semnificativă* dacă acestea au fost incluse în multiplii de tranzacție observați).
- 37 În schimb, când se utilizează multipli comerciali, o astfel de reducere a intereselor care nu controlează nu va fi, de obicei, necesară deoarece acei multipli se bazează pe prețuri cotate și, prin urmare, este posibil să reflecte o bază a unui interes care nu controlează.
- 38 Dacă un investitor utilizează multipli comerciali sau multipli de tranzacție, evaluarea la valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii necotate constă în următorii pași:
- Etapa 1** Identificați companiile similare comparabile.
- Etapa 2** Selectați parametrul de performanță care este cel mai relevant în evaluarea valorii pentru entitatea în care s-a investit (adică parametrul de performanță pe care participanții de pe piață l-ar utiliza pentru stabilirea prețului entității în care s-a investit). În mod obișnuit, acesta ar fi în raport cu, de exemplu, parametrii privind câștigurile, valoarea contabilă a capitalurilor proprii sau veniturile. După selectarea parametrului de performanță, obțineți și analizați multiplii de evaluare posibili și selectați-l pe cel mai adecvat.
- Etapa 3** Aplicați multiplul de evaluare adecvat la parametrul de performanță relevant al entității în care s-a investit pentru a obține o valoare justă indicată a *valorii capitalurilor proprii* sau a *valorii întreprinderii (EV)* a entității în care s-a investit.

continuare...

...continuare

Etapa 4 Faceți ajustările corespunzătoare (de exemplu, pentru lipsa de lichiditate) pentru a asigura comparabilitatea dintre instrumentele de capitaluri proprii necotate deținute în entitatea în care s-a investit și instrumentele de capitaluri proprii ale companiilor similare comparabile.

Etapa 1: identificați companiile similare comparabile

39 Atunci când sunt utilizați multipli de evaluare, scopul este identificarea companiilor care sunt comparabile cu entitatea în care s-a investit care este evaluată în ceea ce privește capacitatea lor de a genera fluxuri de trezorerie, creșterea preconizată a acelor fluxuri de trezorerie și incertitudinea asociată cu plasarea în timp și valoarea acelor fluxuri de trezorerie (adică riscul, creșterea și potențialul de generare a fluxurilor de trezorerie) astfel încât să limiteze ajustările posibile ale multiplilor de evaluare selectați. Cu toate acestea, în majoritatea analizelor, companiile similare comparabile sunt definite ca fiind alte entități care sunt similare cu entitatea în care s-a investit în ceea ce privește activitățile comerciale, piețele deservite, dimensiunea și regiunea geografică. Această definiție se bazează pe ipoteza că entitățile din același sector au configurații similare ale riscurilor, creșterilor și fluxurilor de trezorerie. În obținerea unui multiplu rezonabil, a decide dacă se va face referire la o singură companie similară comparabilă sau la o serie de companii similare comparabile este o problemă de raționament și va depinde de faptele și circumstanțele specifice, inclusiv disponibilitatea informațiilor relevante. Cu cât este mai apropiată relația dintre caracteristicile companiilor similare comparabile și caracteristicile entității în care s-a investit, cu atât mai puține sunt ajustările pe care un investitor trebuie să le facă multiplilor de evaluare obținuți din companiile similare comparabile (a se vedea Etapa 2 de mai jos).

Etapa 2: selectați cel mai relevant parametru de performanță al entității în care s-a investit și cel mai adecvat multiplu de evaluare

Un parametru de performanță relevant

40 Selectarea celui mai relevant parametru de performanță al unei entități în care s-a investit va depinde de activitatea entității în care s-a investit, de baza sa de active și structura capitalului său în raport cu companiile similare comparabile. Cu alte cuvinte, concentrarea mai întâi pe identificarea parametrului de performanță care este cel mai relevant pentru evaluarea valorii entității în care s-a investit îl poate ajuta pe un investitor să selecteze cel mai adecvat multiplu de evaluare (a se vedea Exemplele 6 și 7).

Multipli de evaluare de la companii similare comparabile

41 Așa cum este prezentat în Figura 2 de mai jos, multiplii de evaluare pot fi calculați fie pentru acționari (adică valoarea capitalurilor proprii), fie atât pentru titularii de creanțe, cât și pentru acționari (adică valoarea întreprinderii).

Figura 2 – Considerente inițiale la selectarea multiplilor de evaluare	
Baza de evaluare	Descriere
Valoarea capitalurilor proprii	Valoarea capitalurilor proprii reprezintă valoarea justă a tuturor pretențiilor asupra capitalurilor proprii. Valoarea capitalurilor proprii poate fi exprimată și ca valoarea întreprinderii minus valoarea justă a tuturor pretențiilor financiare care nu sunt legate de capitalurile proprii asupra unei entități.
Valoarea întreprinderii (EV)	Există o gamă variată de opinii în ceea ce privește definiția valorii întreprinderii. Utilizarea prevăzută a acestui termen în acest capitol este de a reprezenta valoarea justă a tuturor pretențiilor financiare privind capitalurile proprii și a altora decât cele legate de capitalurile proprii care pot fi atribuite tuturor furnizorilor de capital (adică deținătorii de capitaluri proprii și de instrumente de datorie).

- 42 Atunci când se calculează un multiplu de evaluare, numărătorul este fie valoarea capitalurilor proprii, fie valoarea întreprinderii, iar numitorul este un parametru de performanță. Indiferent dacă se utilizează valoarea capitalurilor proprii sau valoarea întreprinderii, este esențial ca parametrii de performanță utilizați în numitor să fie consecvenți cu acele baze de evaluare din numărător. De exemplu, câștigurile înainte de dobânzi și impozite (EBIT), câștigurile înainte de dobânzi, impozite și amortizare (EBITA), câștigurile înainte de dobânzi, impozite, amortizarea activelor corporale și necorporale (EBITDA) și parametrii de performanță privind veniturile generează venituri pentru toți furnizorii de capital, fie deținători de instrumente de datorie, fie deținători de capitaluri proprii. În consecință, investitorii ar aplica valoarea întreprinderii la astfel de parametri, pentru că valoarea întreprinderii reflectă valoarea pentru toți furnizorii de capital. În mod similar, un parametru de performanță al venitului net (profit sau pierdere) este un parametru al câștigurilor (E) după furnizarea de rentabilitate furnizorilor de capital împrumutat (adică plata dobânzilor) și, prin urmare, este un parametru al câștigurilor disponibile pentru furnizorii de capital social. Din acest motiv, investitorii ar aplica valoarea capitalurilor proprii (cu alte cuvinte, capitalizarea pe piață a unei entități, pe baza prețului acțiunilor sale cotate (P)) la parametrul venitului net într-un multiplu preț/câștiguri (P/E). Aceeași logică se aplică multiplilor de preț/valoare contabilă (P/B), în care valoarea contabilă (B) reprezintă valoarea contabilă a capitalurilor proprii ale acționarilor unei entități.

43 Figura 3 descrie câțiva dintre multiplii de evaluare utilizați mai frecvent.

Figura 3 – Multiplii de evaluare utilizați frecvent		
Parametrul de performanță	Baza de evaluare	Multiplul de evaluare
EBITDA	Valoarea întreprinderii	EV/EBITDA
<p>Un multiplu EBITDA elimină dobânda, impozitul, deprecierea activelor corporale și amortizarea imobilizărilor necorporale din fluxul câștigurilor. În funcție de circumstanțe, un investitor ar putea lua în considerare faptul că multiplii EBITDA sunt mai adecvați pentru evaluarea entităților ale căror companii similare comparabile au structuri diferite ale capitalului, niveluri diferite de intensitate a activelor și metode diferite de depreciere și amortizare a imobilizărilor corporale și necorporale. De exemplu, acest multiplu ar putea fi util dacă există entități în cadrul grupului de companii similare comparabile care în principal își închiriază activele de exploatare (adică entități cu investiții mai puține), în timp ce altele le dețin (adică entități cu investiții mai mari). Cu toate acestea, un investitor trebuie să-și exercite raționamentul și să ia în considerare toate faptele și circumstanțele atunci când utilizează acest multiplu de evaluare, deoarece ar putea avea tendința să favorizeze entitățile cu investiții mai mari. A se vedea Exemplul 7.</p>		
EBIT	Valoarea întreprinderii	EV/EBIT
<p>Un multiplu EBIT recunoaște că amortizarea activelor corporale și necorporale reflectă cheltuielile economice asociate cu utilizarea activelor unei entități care, în cele din urmă, vor trebui înlocuite, chiar dacă acestea sunt cheltuieli nemonetare. Totuși, acest multiplu ar putea fi distorsionat de orice diferențe din politicile contabile pentru amortizarea activelor corporale și necorporale dintre o entitate în care s-a investit și companiile sale similare comparabile. De asemenea, EBIT ar putea fi foarte diferit între entitățile care cresc organic și entitățile care cresc prin achiziție ca urmare a amortizării imobilizărilor necorporale recunoscute în combinările de întreprinderi. A se vedea Exemplul 7.</p>		
EBITA	Valoarea întreprinderii	EV/EBITA
<p>Un multiplu EBITA este folosit uneori drept o alternativă la multiplul EBIT atunci când nivelul imobilizărilor necorporale și al amortizării aferente este semnificativ diferit între o entitate în care s-a investit și companiile sale similare comparabile.</p>		
Câștigurile (adică venit net)	Valoarea capitalului propriu	P/E
<p>Un multiplu preț/câștiguri este adecvat atunci când entitățile au structuri de finanțare și impozitare și niveluri de îndatorare similare. În practică, este neobișnuit pentru entități să aibă structuri de finanțare similare. Multiplii de preț/câștiguri ai entităților cu structuri de finanțare diferite ar putea fi foarte diferiți. Acest multiplu este utilizat de obicei pentru entitățile din sectorul financiar (bancar, privind asigurările și leasingul) în care cheltuiala cu dobânzile sau venitul din dobândă este o cheltuială de exploatare sau o linie de venit relevantă. A se vedea Exemplul 6.</p>		

continuare...

...continuare

Figura 3 – Multipli de evaluare utilizați frecvent		
Parametrul de performanță	Baza de evaluare	Multiplul de evaluare
Valoarea contabilă	Valoarea capitalului propriu	P/B
<p>Un multiplu de preț/valoare contabilă este considerat un indicator util pentru compararea valorii contabile a capitalurilor proprii ale unei entități cu valoarea sa de piață (adică prețul cotat). Pe lângă faptul că este un indicator-cheie al valorii în unele industrii, cum ar fi în domeniul hotelier sau al instituțiilor financiare, acest multiplu poate fi, de asemenea, un instrument pentru identificarea companiilor potențial subevaluate sau supraevaluate. Acest multiplu nu este adecvat pentru sectoarele cu active de bază, precum companiile din domeniul tehnologiei, deoarece valorile contabile ale activelor din situația poziției financiare au de obicei o valoare scăzută în comparație cu valorile lor de piață ca urmare a faptului că astfel de entități au deseori imobilizări necorporale nerecunoscute.</p> <p>O variație a acestui multiplu este prețul/<i>valoarea contabilă tangibilă</i>, care uneori este utilizată în evaluarea instituțiilor financiare. A se vedea Exemplul 6.</p>		
Venitul	Valoarea întreprinderii	EV/Venituri
<p>Un multiplu de venituri este cel mai util în cazul în care câștigurile unei entități sunt strâns corelate cu veniturile sale, deoarece capitalizarea veniturilor poate fi considerată o scurtătură pentru capitalizarea câștigurilor (adică acest multiplu este util dacă un anumit nivel al veniturilor poate să genereze un anumit nivel al câștigurilor într-un tip de activitate dat). Multiplii de venituri sunt aplicați cel mai frecvent întreprinderilor nou-înființate, companiilor de servicii (de exemplu, companii de publicitate, cabinete profesionale, agenții de asigurare etc.) și entităților care sunt generatoare de pierderi la un nivel EBITDA sau care au niveluri de profitabilitate care sunt foarte asemănătoare celor ale companiilor similare comparabile. Multiplii de venituri sunt, de regulă, aplicați doar ca verificare încrucișată (a se vedea punctul 44).</p>		

44 Multiplii de evaluare din Figura 3 sunt deseori clasificați după cum urmează:

- **Multipli de câștiguri:** acești multipli sunt cel mai des utilizați atunci când se evaluează o afacere înființată cu un flux identificabil de câștiguri continue și stabile.⁶
- **Multipli de valoare contabilă:** multiplii de valoare contabilă sunt cel mai des utilizați de participanții de pe piață din industriile în care entitățile își utilizează bazele capitalului social pentru a genera câștiguri (de exemplu, multipli de preț/valoare contabilă pentru instituțiile financiare – a se vedea Exemplul 6).
- **Multipli de venituri:** pentru afacerile care încă nu au generat câștiguri pozitive, multiplii de venituri ar putea fi uneori utilizați drept o bază pentru evaluare. Cu toate acestea, în aceste cazuri, raționamentul trebuie exercitat deoarece ar putea exista diferențe între profitabilitatea entității în care s-a investit și cea a companiilor sale similare comparabile. Din acest motiv, multiplii de venituri sunt utilizați în special doar ca verificare încrucișată.

⁶ Parametrii de performanță EBIT, EBITA și EBITDA nu sunt termeni definiți în IFRS-uri. Dacă acei parametri de performanță sunt extrași din rapoartele financiare ale companiilor similare comparabile, un investitor trebuie să acorde atenția cuvenită faptului că aceștia au fost obținuți în mod consecvent.

- 45 În plus, anumite industrii ar putea avea etaloane de performanță specifice domeniului de activitate care ar putea furniza informații analitice în scopuri comparative pentru identificarea companiilor similare comparabile sau ca o indicație a valorii (de exemplu, venituri per pat pentru hoteluri sau venituri per abonat pentru telecomunicații).
- 46 Atunci când sunt disponibile informații adecvate, multiplii cu caracter previzional (de exemplu, multiplii pe baza estimărilor viitoare, precum prognoza pentru anul viitor în ceea ce privește EBITDA, EBIT, venitul net sau veniturile) sunt deseori tratați ca fiind mai utili decât multiplii istorici (adică multiplii pe baza trecutului, de exemplu, parametrii de performanță pentru anul trecut). Cu toate acestea, utilizarea multiplilor cu caracter previzional presupune ca un investitor să analizeze cu atenție caracterul adecvat al estimărilor parametrilor de performanță ai companiilor similare comparabile și ai entității în care s-a investit. Prin urmare, un investitor trebuie să decidă dacă să utilizeze multipli cu caracter previzional sau multipli istorici analizând toate faptele și circumstanțele. Indiferent de tipul de multipli care sunt utilizați, trebuie să existe consecvență între multiplii de evaluare și parametrii de performanță ai entității în care s-a investit la care se aplică multiplii de evaluare. De exemplu, atunci când un investitor utilizează multipli cu caracter previzional pentru a evalua valoarea justă a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii dintr-o entitate în care s-a investit, acesta trebuie să aplice un multiplu cu caracter previzional obținut de la companii similare comparabile la un parametru de performanță cu caracter previzional al entității în care s-a investit.

Ajustarea multiplilor de evaluare: diferențele dintre o entitate în care s-a investit și companiile sale similare comparabile

- 47 Ar putea fi necesar ca un investitor să ajusteze multiplii de evaluare pentru diferențele dintre o entitate în care s-a investit și companiile sale similare comparabile rezultate din diferențele, de exemplu, în ce privește operațiunile acestora, profilurile de risc sau perspectivele de creștere ale fluxului de trezorerie. Exemplele de diferențe dintre entitatea în care s-a investit și companiile sale similare comparabile ar putea include:
- dimensiunea (în materie de venituri, active etc.);
 - nivelul și rata de creștere a câștigurilor;
 - diversitatea gamelor de produse;
 - diversitatea și calitatea bazei de clienți;
 - nivelul de îndatorare, în special atunci când sunt utilizați multipli de câștiguri sau de venituri; și
 - localizarea acestora (de exemplu, unde sunt utilizate companiile similare comparabile de pe piețele dezvoltate în evaluarea entităților în care s-a investit de pe piețele emergente).

Ajustarea multiplilor de evaluare și a parametrului de performanță al unei entități în care s-a investit: normalizarea

- 48 În plus, ajustarea parametrilor de performanță (de exemplu, EBITDA, EBIT, venitul net, venitul) ai companiilor similare comparabile utilizați la calcularea multiplilor de evaluare sau a parametrilor de performanță ai entității în care s-a investit la care se

aplică multiplii de evaluare ar putea fi necesară pentru a le reflecta capacitatea permanentă de a genera beneficii economice. Cu alte cuvinte, ar putea fi necesară „normalizarea” parametrilor de performanță. *Normalizarea* parametrilor de performanță ar putea include:

- eliminarea tranzacțiilor excepționale sau nerecurente (de exemplu, costurile aferente litigiilor; câștigul sau pierderea din vânzarea activelor comerciale, producerea unor incendii, inundații, greve etc.);
- ajustarea pentru subestimarea sau supraestimarea venitului sau a cheltuielilor (de exemplu, companiile cu o plasare în timp diferită a recunoașterii veniturilor și cheltuielilor; politici diferite în ce privește capitalizarea sau evidențierea diverselor costuri, metode de amortizare diferite); și
- ajustarea pentru impactul achizițiilor și al activităților întrerupte.

49 Cu toate acestea, normalizarea nu trebuie să elimine efectul condițiilor de piață curente asupra parametrilor de performanță, chiar dacă acele condiții nu corespund perspectivei investitorului asupra concepției sau a perspectivelor pe termen lung ale entității în care s-a investit sau ale companiilor similare comparabile.

Ajustarea multiplilor de evaluare și a parametrului de performanță al unei entități în care s-a investit: alte elemente decât cele de exploatare

50 De asemenea, este important să se analizeze dacă o entitate în care s-a investit sau companiile sale similare comparabile au alte active decât cele de exploatare sau datoriile din afara exploatării relevante. Alte active decât cele de exploatare și datoriile din afara exploatării sunt active și datoriile care nu fac parte din ceea ce determină valoarea operațiunilor de bază ale unei entități (adică active și datoriile ale căror venituri sau cheltuieli nu fac parte din venitul din exploatare sau cheltuielile de exploatare ale entității). Exemplele de alte elemente decât cele de exploatare ar putea include excesul de numerar, capitalul circulant net excedentar, activele scoase din uz sau neutilizate care nu generează câștiguri sau fluxuri de trezorerie, datoriile nefinanțate asociate pensiilor, datoriile legate de mediul înconjurător, datoriile preconizate din procese etc. Un investitor va trebui să aplice raționamentul și să ia în considerare toate faptele și circumstanțele atunci când concluzionează dacă activele și datoriile specifice sunt altele decât cele de exploatare.

51 În scopul obținerii valorii generate de activele de exploatare și datoriile din exploatare unei entități în care s-a investit, dacă alte elemente decât cele de exploatare sunt relevante, un investitor trebuie să elimine efectul acestora (inclusiv orice venit sau cheltuieli pe care le generează) atât din multiplul de evaluare obținut de la companiile similare comparabile, cât și din parametrul de performanță al entității în care s-a investit. În general, dacă un alt element decât cele de exploatare mărește valoarea unei companii similare comparabile, acea valoare suplimentară trebuie dedusă din multiplii de evaluare ai companiei similare comparabile. Dacă aceasta afectează valoarea din compania similară comparabilă, atunci acea valoare trebuie adăugată înapoi la multiplii de evaluare ai companiei similare comparabile. Orice alte elemente decât cele de exploatare pentru care un investitor a făcut o ajustare vor trebui să fie reajustate pentru a obține valoarea justă indicată a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit sau valoarea întreprinderii a unei entități în care s-a investit în cadrul Etapei 3 de mai jos (a se vedea punctul 57). Exemplul 5 ilustrează acest proces.

Exemplul 5 – Gestionarea altor elemente decât cele de exploatare atunci când se utilizează multipli de evaluare

Un investitor a concluzionat că 250 milioane u.m. din soldul de numerar în valoare de 1.000 milioane u.m. al entității sale în care s-a investit, Entitatea F, o companie privată, nu sunt deținute de Entitatea F în scopuri de exploatare, dar sunt deținute în exces la finalul perioadei de raportare, care coincide cu data de evaluare. Investitorul a estimat că venitul din dobândă generat de excesul de numerar în valoare de 250 milioane u.m. a fost de 10 milioane u.m. la data de evaluare. În plus, investitorul a concluzionat că deținerea unui exces de numerar reprezintă o chestiune recurentă în entitățile din cadrul grupului de companii publice similare comparabile ale Entității F și, în consecință, investitorul ajustează multiplii de evaluare ai fiecăreia dintre aceste entități. În scopul obținerii valorii juste indicate a capitalurilor proprii ale Entității F, investitorul a selectat multiplul P/E. Investitorul a ajustat fiecare dintre multiplii P/E ai companiilor publice similare comparabile și câștigurile nete ale Entității F așa cum este prezentat mai jos:

$$(A) \frac{P}{E} \text{ (ajustat)} = \frac{\text{Capitalizarea pe piață} - \text{Excesul de numerar}}{\text{Câștigurile nete} - \text{Venitul din dobândă aferent excesului de numerar}}$$

(B) Câștigurile nete (ajustate) ale Entității F = Câștigurile nete – Venitul din dobândă aferent excesului de numerar = Câștigurile nete – 10 u.m.

Ulterior, investitorul a obținut valoarea justă indicată a capitalurilor proprii ale Entității F (C) prin aplicarea unei medii a multiplilor ajustați P/E ai companiilor publice similare comparabile la parametrul de performanță ajustat al Entității F după cum urmează (a se vedea Etapa 3 de mai jos).

$$(C) = (A) \times (B) + \text{Excesul de numerar} = (A) \times (B) + 250 \text{ u.m.}$$

Selectarea multiplului de evaluare dintr-o gamă

- 52 În practică, dacă există un număr suficient de companii similare comparabile, entitățile ar putea utiliza o medie sau o mediană la selectarea multiplului de evaluare care trebuie aplicat la parametrul de performanță relevant al unei entități în care s-a investit (a se vedea Etapa 3 de mai jos). Este selectat un multiplu de evaluare mediu sau median atunci când există motive să se considere că entitatea în care s-a investit are caracteristici care sunt similare cu media companiilor similare comparabile. Cu toate acestea, în cazul în care entitatea în care s-a investit are performanțe superioare în raport cu grupul de companii comparabile, un investitor ar putea utiliza un multiplu la limita superioară a gamei de multipli ai companiilor comparabile. În schimb, un multiplu situat la limita inferioară a gamei de multipli comparabili ar putea fi utilizat pentru o entitate în care s-a investit care are performanțe slabe în raport cu companiile similare comparabile.

Selectarea multiplilor de evaluare ai unor companii similare

- 53 Exemplele 6 și 7 ilustrează procesul pe care un investitor l-ar putea iniția în selectarea unui multiplu de evaluare adecvat.

Exemplul 6 – Selectarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare

Un investitor evaluează valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea G, o companie privată. Entitatea G este o bancă comercială care își desfășoară activitatea în industria serviciilor financiare. Investitorul a selectat cinci companii publice similare comparabile: Entitățile A1, A2, A3, A4 și A5. Aceste entități au aceleași profiluri potențiale de risc, creștere și flux de trezorerie ca Entitatea G. Deoarece companiile de servicii financiare precum Entitatea G își utilizează bazele capitalului social pentru a genera câștiguri, investitorul concluzionează că P/B este un multiplu de evaluare adecvat pentru a evalua valoarea justă a Entității G.

Atunci când compară Entitatea G cu Entitățile A1-A5, investitorul observă că, la fel ca Entitatea G, Entitățile A1 și A2 nu au imobilizări necorporale semnificative în situațiile poziției financiare. Cu toate acestea, Entitățile A3-A5 dețin imobilizări necorporale semnificative rezultate din achiziții. Investitorul observă că prezența imobilizărilor necorporale recunoscute nu indică, în sine, strategii de creștere diferite în viitor și concluzionează că aceasta nu ar însemna că Entitățile A3-A5 nu ar putea fi utilizate drept companii similare comparabile. Cu toate acestea, recunoașterea imobilizărilor necorporale pare să fie principalul factor distinctiv între companiile publice similare comparabile.

Multiplii P/B și P/Valoarea contabilă tangibilă (P/TB) sunt următorii:

	A1	A2	A3	A4	A5	Medie	Mediană
P/B	1,5	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
P/TB	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5

Deoarece Entitățile A3-A5 au imobilizări necorporale semnificative în situațiile poziției financiare, coeficienții lor P/B sunt relativ mai mici decât cei ai Entităților A1 și A2. În consecință, investitorul trebuie să stabilească dacă este necesară ajustarea valorilor contabile ale Entităților A3-A5 pentru a exclude efectele achizițiilor acestora utilizând multiplul P/Valoarea contabilă tangibilă (adică valorile contabile care exclud imobilizările necorporale dobândite și imobilizările necorporale generate intern).

Investitorul concluzionează că P/Valoarea contabilă tangibilă este un multiplu de evaluare mai adecvat pentru evaluarea Entității G deoarece:

- (a) câțiva dintre multiplii P/B au rezultat din companii publice similare comparabile care, spre deosebire de Entitatea G, au recunoscut imobilizările necorporale în situațiile poziției financiare. Prin urmare, s-ar putea să nu fie adecvată aplicarea multiplilor acelor companii la valoarea contabilă a Entității G, care nu are imobilizări necorporale rezultate din achiziții sau care sunt generate intern; și
- (b) prin eliminarea imobilizărilor necorporale din evaluarea Entităților A3-A5, multiplii rezultați ai acestor trei entități se regăsesc în intervalul multiplilor pentru Entitățile A1 și A2, susținând mai bine evaluarea Entității G.

continuare...

...continuare

Exemplul 6 – Selectarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare

Multiplii au fost întocmiți utilizându-se informații din situațiile financiare ale Entităților A1-A5 la finalul perioadei de raportare, care coincide cu data de evaluare. Investitorul a confirmat că politicile contabile aferente activelor de bază ale companiilor publice similare comparabile și ale Entității G au fost aceleași. Nu s-a considerat că sunt necesare ajustări suplimentare ale multiplilor de evaluare.

Pentru determinarea locului din interval din care să selecteze multiplul, investitorul observă că multiplii medii și mediani sunt identici. Investitorul selectează multiplul mediu P/Valoarea contabilă tangibilă deoarece consideră că Entitatea G are caracteristici (de exemplu, profilurile potențiale de risc, creștere și flux de trezorerie) care sunt similare cu media companiilor publice similare comparabile. Este posibil ca investitorul să fi luat în considerare multiplul median în locul multiplului mediu dacă ar fi existat valori anormale în rândul companiilor publice similare comparabile.

Exemplul 7 – Selectarea multiplilor de evaluare comparabili ai companiei

Un investitor evaluează valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea H, o companie privată. Entitatea H este un producător de mașini. Investitorul a selectat cinci companii publice similare comparabile: Entitățile B1, B2, B3, B4 și B5. Aceste entități au aceleași profiluri potențiale de risc, creștere și flux de trezorerie ca și Entitatea H. De asemenea, ele activează pe aceeași piață (a autoturismelor de lux) și se află într-un stadiu de dezvoltare similar cu cel al Entității H. Investitorul concluzionează că atât EBIT, cât și EBITDA sunt parametri de performanță relevanți pentru Entitatea H. Din acest motiv, cât și pentru a elimina orice distorsiune a multiplilor de evaluare pe care ar putea-o cauza diferențele din structura capitalului dintre Entitatea H și companiile sale publice similare comparabile, investitorul a decis să considere atât multiplul EV/EBIT, cât și multiplul EV/EBITDA drept multipli de evaluare potențial relevanți pentru a evalua valoarea justă a Entității H.

Entitatea H și companiile publice similare comparabile au baze de active similare. Atunci când se face comparația Entității H cu Entitățile B1-B5, investitorul observă că Entitățile B1 și B2 au politici de amortizare (adică estimări privind durata de viață utilă pentru amortizarea activelor lor corporale) care sunt similare cu cele ale Entității H. Cu toate acestea, Entitățile B3-B5 au o politică de amortizare foarte diferită care utilizează o durată de viață utilă mult mai lungă pentru deprecierea activelor lor corporale decât are Entitatea H, rezultând cheltuieli cu amortizarea mai mici. Politică de amortizare a Entității B4 este între Entitatea H și Entitățile B3 și B5.

Multiplii EV/EBIT și EV/EBITDA sunt următorii:

	B1	B2	B3	B4	B5	Medie	Mediană
EV/EBIT	10,0	9,5	6,6	7,8	6,3	8,0	7,8
EV/EBITDA	6,9	6,5	5,9	6,2	6,3	6,4	6,3

continuare...

...continuare

Exemplul 7 – Selectarea multiplilor de evaluare comparabili ai companiei

Investitorul observă că intervalul multiplilor EV/EBITDA este mai restrâns (5,9x – 6,9x) decât intervalul multiplilor EV/EBIT (6,3x – 10,0x).

În timp ce multiplii medii și mediani EV/EBIT sunt foarte apropiați, diferențele în ce privește politica de amortizare dintre Entitatea H și Entitățile B3-B5 nu le asigură comparabilitatea la un nivel EBIT și, prin urmare, nici multiplii medii, nici multiplii mediani EV/EBIT nu sunt relevanți în evaluarea Entității H.

Multiplii medii și mediani EV/EBITDA sunt, de asemenea, foarte apropiați. În acest exemplu, investitorul selectează multiplul EV/EBITDA deoarece consideră că toate cele cinci entități sunt comparabile cu Entitatea H la nivelul EBITDA. Diferențele din politica de amortizare nu afectează multiplul EV/EBITDA, deoarece câștigurile utilizate în acest multiplu nu au fost reduse de nicio cheltuială cu amortizarea. Prin urmare, investitorul concluzionează că multiplul EV/EBITDA este cel mai relevant multiplu pentru a evalua valoarea justă a Entității H.

Multiplii au fost întocmiți utilizându-se informații din situațiile financiare ale Entităților B1-B5 la finalul perioadei de raportare, care coincide cu data de evaluare. Investitorul a confirmat că politicile contabile aferente activelor de bază rămase ale companiilor publice similare comparabile și ale Entității H au fost aceleași. Nu s-a considerat că sunt necesare ajustări suplimentare ale multiplilor de evaluare.

Pentru determinarea locului din interval din care să selecteze multiplul, investitorul observă că multiplii medii și mediani sunt foarte apropiați. Investitorul selectează un multiplu de evaluare EV/EBITDA de 6,7x deoarece consideră că Entitatea H are caracteristici (de exemplu, profiluri potențiale de risc, creștere și flux de trezorerie) care sunt asemănătoare cu companiile publice similare comparabile de la limita superioară a intervalului multiplilor de evaluare.

Etapa 3: aplicați multiplul de evaluare la parametrul de performanță relevant al entității în care s-a investit pentru a obține o valoare justă indicată a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit sau valoarea întreprinderii entității în care s-a investit

- 54 Multiplul de evaluare obținut în Etapa 2 este apoi înmulțit cu parametrul de performanță normalizat relevant al entității în care s-a investit (de exemplu, valoarea contabilă tangibilă în cazul Exemplului 6 și EBITDA în cazul Exemplului 7). Ar putea fi necesară normalizarea parametrului de performanță al entității în care s-a investit, de exemplu, pentru a elimina tranzacțiile excepționale sau nerecurente ori impactul activităților întrerupte și al achizițiilor.
- 55 Atunci când un investitor aplică multiplul de evaluare de la companiile similare comparabile la un parametru de performanță normalizat al unei entități în care s-a investit, investitorul obține fie o valoare justă indicată a valorii capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit, fie valoarea întreprinderii a entității în care s-a investit, în funcție de multiplul de evaluare utilizat. De exemplu, dacă un investitor a utilizat un multiplu de evaluare a tranzacțiilor de capitaluri proprii, acel multiplu înmulțit cu parametrul de performanță normalizat al entității în care s-a investit furnizează o

valoare justă indicată a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit ca și cum entitatea în care s-a investit ar fi fost tranzacționată public.

- 56 În cazul în care un investitor a utilizat un multiplu de evaluare EV pentru a evalua valoarea justă a unei entități în care s-a investit, un investitor trebuie să facă ajustările corespunzătoare pentru a deduce valoarea justă a datoriei entității în care s-a investit pentru a obține valoarea justă a capitalurilor proprii ale acelei entități în care s-a investit (a se vedea Exemplitul 9 și punctele 76 și 80).⁷
- 57 În plus, orice alte elemente decât cele de exploatare pentru care un investitor a făcut o ajustare va fi necesar să fie reajustate atunci când se obține valoarea justă indicată a valorii capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit sau valoarea întreprinderii a entității în care s-a investit (a se vedea punctul 51 și Exemplitul 5).

Etapă 4: faceți ajustările corespunzătoare la valoarea justă indicată a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit rezultate din Etapa 3

- 58 În unele cazuri, un investitor va trebui să facă ajustări ale valorii juste indicate a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit obținute în Etapa 3. În timp ce ajustările din Etapa 2, cu excepția normalizării și ajustărilor altor elemente decât cele de exploatare, tratează diferențele calitative generale dintre entitatea în care s-a investit și companiile sale similare comparabile (de exemplu, diferențele dintre profilurile lor de risc sau perspectivele de creștere a câștigurilor), ajustările din Etapa 4 tratează diferențele care sunt mai apropiate referitoare la instrumentele de capitaluri proprii în sine ale entității în care s-a investit și ale companiilor similare comparabile. Câteva ajustări comune sunt descrise mai jos (a se vedea punctele 59-67).

Reducerea intereselor care nu controlează

- 59 Atunci când se utilizează multiplii de tranzacție de la companiile similare comparabile pentru a evalua valoarea justă a unui interes care nu controlează, este important să se facă ajustări în cazul în care prețul tranzacției observate reprezintă vânzarea unui interes care controlează, deoarece valoarea controlului nu poate fi pusă pe seama valorii juste a unui interes care nu controlează. În consecință, un investitor ar trebui să evalueze dacă este adecvat să ajusteze prețurile tranzacției observate în funcție de efectul controlului în cazul în care investitorul are dovezi că acționarii care dețin controlul pot primi profituri mai mari decât acționarii care nu dețin controlul (de exemplu, datorită oportunității pe care un acționar care deține controlul o are de a efectua modificări operaționale). În acest caz, investitorul trebuie să deducă valoarea primei de control din valoarea justă indicată a capitalurilor proprii ale entității care a fost obținută în Etapa 3 utilizând multiplii de tranzacție.
- 60 O abordare pentru estimarea unei asemenea ajustări ar fi analizarea prețului de achiziție al companiei similare comparabile în raport cu prețurile sale cotate anterioare, dacă sunt disponibile. Atunci când se iau în considerare prețurile de tranzacționare anunțate în avans, un investitor trebuie să analizeze amploarea oricărei speculații prealabile anunțării sau măsura în care companiile similare comparabile făceau deja obiectul unei alte oferte de achiziție înainte de oferta câștigătoare.

⁷ Unii specialiști din domeniul evaluării scad numerarul din valoarea justă a datoriei pentru a ajunge la o valoare a „datoriei nete”, emițând ipoteza că numerarul este un alt activ decât cele de exploatare. A se vedea nota de subsol 11.

- 61 O altă abordare pentru estimarea valorii unei prime de control este utilizarea unor baze de date care analizează primele plătite în tranzacții care implică achiziția unui interes care controlează sau utilizarea unor date din studii empirice referitoare la prima de control. Primele plătite în tranzacțiile de achiziție vor varia în timp și pot diferi de la o industrie la alta și de la o jurisdicție la alta. Cu toate acestea, pe piețele emergente va exista deseori o lipsă de cercetare sau de date empirice din care să derive o reducere a intereselor care nu controlează. În acele cazuri, o abordare alternativă ar fi să identificați tranzacții reale din care să obțineți o reducere a intereselor care nu controlează sau să utilizați studii referitoare la prima de control pe baza datelor din țările dezvoltate ca o referință sau ca o alternativă.
- 62 Indiferent de abordarea utilizată pentru estimarea valorii unei prime de control, un investitor trebuie să-și exercite raționamentul pentru a evalua dacă acele prime sunt legate în mod direct de dobândirea unui interes care controlează sau de alți factori (de exemplu, sinergiile specifice companiei).⁸
- 63 Exemplul 8 ilustrează modul în care un investitor ar aplica o reducere a intereselor care nu controlează atunci când evaluează valoarea justă a unor interese care nu controlează în capitalurile proprii într-o entitate în care s-a investit.

Exemplul 8 – Reducerea intereselor care nu controlează

Un investitor evaluează valoarea justă a 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii într-o companie privată, Entitatea I, utilizând multiplii de tranzație ai companiilor similare comparabile. Acele tranzații au implicat obținerea controlului asupra companiilor similare care fuseseră dobândite. Deoarece multiplii obținuți din acele tranzații sunt pe baza unor interese care controlează, o reducere a intereselor care nu controlează ar putea fi necesară pentru a obține valoarea justă a unor interese care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea I. Investitorul confirmă că aceste tranzații nu au fost motivate de cumpărătorii care caută sinergii între ei și companiile similare comparabile, iar acest lucru furnizează o reasigurare suplimentară că prețurile tranzației utilizate în multiplii de evaluare nu includ primele plătite pentru sinergii care nu sunt aplicabile Entității I.

Investitorul a analizat primele de control din care să obțină reducerea intereselor care nu controlează prin referire la primele din achizițiile recente care presupun controlul și din datele privind studiile empirice referitoare la prima de control care au analizat domeniul de activitate, stabilirea prețului, contextul, dimensiunea acordului și plasarea în timp a primelor observate.

continuare...

8 Evaluarea primelor de control pentru raportarea financiară reprezintă un subiect asupra căruia un grup de lucru de la Fundația Appraisal din Statele Unite ale Americii se concentrează la data publicării acestui capitol. Potrivit liniei de gândire preliminară a acestui grup de lucru, cuantificarea primelor de control trebuie să se bazeze pe ameliorările fluxului de trezorerie și/sau pe riscurile reduse pe care le-ar putea reprezenta deținerea unui interes care controlează pentru un acționar care deține controlul. Pe baza acestei lucrări preliminare, un investitor ar putea lua în considerare primele de control observate extrase din tranzațiile întrerupte atunci când efectuează acea cuantificare, dar utilizarea exclusivă a acelor surse trebuie luată în considerare cu grijă.

...continuare

Exemplul 8 – Reducerea intereselor care nu controlează

La efectuarea evaluării sale, investitorul nu a luat în considerare tranzacțiile ale căror natură și motivație au fost diferite de natura și motivația investiției sale în Entitatea I și a stabilit că un nivel median al datelor adunate a constituit un indicator adecvat. Acest lucru a avut ca rezultat o primă de control evaluată la 25%. Investitorul a completat această evaluare prin evaluarea diferenței dintre prețurile de achiziție observate și prețurile cotate anterioare pentru companiile similare comparabile ce fac obiectul achizițiilor care au implicat controlul din ultimii doi ani.

Presupunând că valoarea justă indicată a celor 5% din interesele sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea I înainte de reducerea intereselor care nu controlează este de 100 milioane u.m. și că nu sunt necesare alte ajustări suplimentare, aplicarea reducerii intereselor care nu controlează diminuează valoarea justă indicată a celor 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea I la 80 milioane u.m. ($100 \text{ u.m.} / 1,25 = 80 \text{ u.m.}$). Investitorul concluzionează că 80 milioane u.m. reprezintă prețul care este cel mai reprezentativ pentru valoarea justă a celor 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea I la data evaluării.

Reducere pentru lipsa de lichiditate

- 64 Un investitor trebuie să acorde o atenție corespunzătoare efectului lipsei de lichiditate a instrumentelor de capitaluri proprii necotate care sunt evaluate la valoarea justă, în comparație cu instrumentele de capitaluri proprii ale companiilor similare comparabile care sunt tranzacționate în mod public și, prin urmare, probabil să fie mai lichide. O sursă care este utilizată de obicei pentru cuantificarea ajustărilor de lichiditate este reprezentată de *studiile referitoare la stocurile restricționate*. Studiile referitoare la stocurile restricționate au ca scop evaluarea scăderii valorii asociate cu o investiție care nu a fost tranzacționată pe o bursă publică pentru o anumită perioadă de timp. Deoarece un investitor într-o companie privată se confruntă cu restricții ale lichidității similare, reducerile implicite ale tranzacțiilor stocurilor restricționate pot fi utilizate pentru a estima reducerea pentru lipsa de lichiditate aplicabilă intereselor care nu controlează în capitalurile proprii într-o companie privată.
- 65 Atunci când se utilizează reduceri implicite din studiile referitoare la stocurile restricționate, este esențial să se identifice studiile relevante referitoare la stocurile restricționate din care să fie obținute tendințele observate la nivelul reducerilor, comparând caracteristicile interesului în capitalurile proprii care este evaluat cu populația de entități incluse în aceste studii empirice. Reducerile din studiile referitoare la stocurile restricționate pot fi utilizate drept un punct de plecare pentru evaluarea reducerii pentru lipsa de lichiditate. Cu toate acestea, un investitor trebuie să analizeze factorii și caracteristicile populației de entități incluse în studiile referitoare la stocurile restricționate, deoarece acestea sunt aspecte care ar fi putut influența amploarea reducerilor stocurilor restricționate. De exemplu, ar putea fi necesar ca un investitor să evalueze dacă reducerile implicite sunt în mod direct legate de lipsa de lichiditate a investițiilor sau de alți factori decât lichiditatea. Un investitor trebuie să analizeze, de asemenea, caracteristicile populației de entități incluse în aceste studii referitoare la stocurile restricționate, precum mărimea lor evaluată în funcție de

venituri, deoarece s-a observat că reducerea pentru lichiditate tinde să fie mai mică pentru entitățile cu venituri mai mari. Efectul oricăror alți factori decât lichiditatea sau al oricăror alte diferențe în ce privește caracteristicile dintre populația de entități incluse în studiile referitoare la stocurile restricționate și entitatea în care s-a investit trebuie luat în considerare atunci când este cuantificată reducerea adecvată pentru lipsa de lichiditate. În plus, trebuie acordată o atenție corespunzătoare:

- gamei reducerilor implicite din acele studii, deoarece gama poate varia în funcție de factori precum perioada acoperită, metodologia aleasă și mărimea eșantionului acestor studii; și
- faptului că acele studii se referă, de obicei, la date din Statele Unite ale Americii.

66 Prin urmare, un investitor trebuie să aplice raționamentul atunci când folosește acele studii drept o sursă pentru a obține reducerea pentru lipsa de lichiditate și trebuie să analizeze toate faptele și circumstanțele relevante.

67 Alte abordări care sunt utilizate pentru a estima reducerea pentru lipsa de lichiditate sunt *modele de evaluare a opțiunii* precum Chafee, Longstaff și Finnerty. Opiniile cu privire la succesul acestor modele în cuantificarea lipsei de lichiditate diferă printre specialiștii din domeniul evaluării. Un investitor trebuie să aplice raționamentul și să ia în considerare toate faptele și circumstanțele atunci când obține reducerea pentru lipsa de lichiditate prin utilizarea acestor modele.

Aplicarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare comparabile

68 Exemplul 9 ilustrează modul în care multiplii de evaluare ai companiilor similare comparabile sunt utilizați pentru a evalua valoarea justă a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii într-o entitate în care s-a investit.

Exemplul 9 – Aplicarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare comparabile

Un investitor are 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii ale Entității J, o companie privată. Investitorul trebuie să-și evalueze interesele care nu controlează în capitalurile proprii la valoarea justă pentru situațiile sale financiare anuale aferente exercițiului financiar care se încheie la 31 decembrie 20X1 (adică data de evaluare). Entitatea J are o EBITDA normalizată de 100 milioane u.m. pentru anul respectiv. La data de evaluare, valoarea justă a datoriei Entității J este de 350 milioane u.m.

Investitorul a selectat șase companii publice similare comparabile care își desfășoară activitatea în aceeași regiune geografică și în același sector ca Entitatea J. Investitorul a ales multiplul EV/EBITDA pentru a evalua Entitatea J deoarece există diferențe în structura capitalului și în politicile de amortizare între companiile similare comparabile ale Entității J și Entitatea J. Investitorul a concluzionat că nu există alte elemente decât cele de exploatare relevante care trebuie să fie ajustate fie din multiplii comerciali normalizați ai companiilor similare comparabile, fie din EBITDA normalizat al entității în care s-a investit. Nu s-a considerat că sunt necesare ajustări suplimentare ale multiplilor de evaluare.

Multiplii comerciali ai companiilor publice similare comparabile sunt următorii:

continuare...

...continuare

Exemplul 9 – Aplicarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare comparabile	
Companii publice similare comparabile	EV/EBITDA pe parcursul a 12 luni
Entitatea C1	4,5x
Entitatea C2	8,0x
Entitatea C3	8,5x
Entitatea C4	15,0x
Entitatea C5	9,0x
Entitatea C6	8,5x

La o analiză aprofundată, în opinia investitorului, doar Entitățile C2, C3, C5 și C6 trebuie luate în considerare drept companii similare comparabile, deoarece au profiluri potențiale de risc, creștere și flux de trezorerie similare. Investitorul a aplicat multiplul mediu de 8,5x (calculat excluzând Entitățile C1 și C4) la EBITDA normalizat al Entității J, de 100 milioane u.m., pentru a obține valoarea întreprinderii a Entității J de 850 milioane u.m. Investitorul a selectat multiplul mediu pentru evaluarea Entității J deoarece caracteristicile Entităților C2, C3, C5 și C6 l-au determinat să considere că multiplul mediu ar reflecta în mod adecvat caracteristicile Entității J în raport cu companiile similare.

Investitorul a urmat procesul prezentat mai jos pentru a evalua valoarea justă a celor 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii ale Entității J.

	u.m. (în milioane)
Valoarea întreprinderii	850
Pentru a obține valoarea justă indicată a capitalurilor proprii, investitorul a dedus valoarea justă a datoriei Entității J (350 milioane u.m.) din valoarea întreprinderii.	Valoarea justă indicată a capitalurilor proprii = 850 – 350 = 500
Nu este necesară reducerea interesului care nu controlează, deoarece multiplii de evaluare utilizați pentru a evalua valoarea justă a Entității J au fost obținuți din prețurile de tranzacționare ale companiilor publice similare comparabile și sunt consecvenți cu deținerea a 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea J.	n/a
Reducerea pentru lipsa de lichiditate cu scopul de a reflecta lichiditatea mai mică a instrumentelor de capitaluri proprii necotate ale Entității J în comparație cu cele ale companiilor publice similare comparabile. Investitorul a evaluat reducerea pentru lipsa de lichiditate ca fiind de 30% pe baza studiilor relevante aplicabile în regiune și în industrie, precum și a faptelor și circumstanțelor specifice ale Entității J. ^(a)	Reducerea pentru lipsa de lichiditate = 500 x 0,30 = 150

continuare...

...continuare

Exemplul 9 – Aplicarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare comparabile	
Prețul care este cel mai reprezentativ pentru valoarea justă a celor 5% ale investitorului din interesele care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea J este de 17,5 milioane u.m. la data de evaluare.	Valoarea justă a capitalurilor proprii $= 500 - 150 = 350$ Valoarea justă a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii $= 0,05 \times 350 = 17,5$
(a) Procesul prezentat mai sus nu este singura metodă posibilă pe care un investitor ar putea să o aplice pentru a evalua valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii. Prin urmare, ajustările de mai sus nu ar trebui considerate ca reprezentând o listă completă a tuturor ajustărilor aplicabile. Ajustările necesare vor depinde de faptele și circumstanțele specifice. În plus, valorile ajustărilor de mai sus nu sunt susținute de calcule detaliate. Acestea au fost incluse doar în scopuri ilustrative.	

Aplicarea multiplilor de evaluare ai companiilor similare atunci când există informații financiare limitate

69

Exemplele 10-12 ilustrează situațiile în care, în ciuda faptului că un investitor are informații financiare limitate, valoarea justă a unui instrument de capitaluri proprii necotat poate fi totuși evaluată prin aplicarea tehnicii multiplilor de evaluare ai companiilor similare. Aceste exemple sunt descriptive cu puține sau fără calcule numerice efectuate. Este posibil ca utilizarea tehnicii multiplilor de evaluare ai companiilor similare în aceste exemple să nu fie tehnica de evaluare preferată pentru situațiile-tip specifice descrise. Un investitor ar putea considera că o altă tehnică de evaluare este mai adecvată pentru circumstanțele descrise în aceste exemple.

Exemplul 10 – Informații financiare disponibile limitate
<p>Entitatea K este o companie privată. Fondul L este un fond de capital privat care a achiziționat 1% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea K de la un acționar existent. În calitate de investitor care nu controlează, Fondul L are dreptul să îi fie puse la dispoziție conturile de gestiune trimestriale și conturile anuale auditate, de obicei cu o întârziere. Fondul L nu are acces nici la conturile de gestiune actualizate, nici la proiecțiile financiare actualizate.</p> <p>În absența unor proiecții financiare și a informațiilor financiare actualizate, Fondul L utilizează informațiile istorice cele mai recente ale Entității K. Fondul L aplică un multiplu de evaluare a pieței relevant, care a fost generat pentru o perioadă istorică similară celei acoperite de informațiile financiare istorice pe care Fondul L le deține cu privire la Entitatea K. În plus, Fondul L evaluează perspectivele economice și de piață relevante pentru Entitatea K și ia în considerare cercetările analiștilor referitoare la prognozele companiilor publice similare comparabile pentru a-i susține concluzia referitoare la valoarea justă.^(a)</p> <p>(a) Conform ipotezei de la care pornește acest exemplu, concluzia cu privire la valoarea justă ar fi inclus orice ajustări necesare (de exemplu, reducerea interesului care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate etc.) pe care participanții de pe piață le-ar încorpora atunci când stabilesc prețul instrumentelor de capitaluri proprii la data evaluării.</p>

Exemplul 11 – Informații financiare disponibile limitate

Entitatea M este o companie privată cu un exercițiu financiar care se încheie la 30 iunie. Fondul N are 5% din interesele care nu controlează în capitalurile proprii ale Entității M. Fondul N trebuie să evalueze valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii ale Entității M la 31 decembrie 20X2 (adică data de evaluare) în scopuri de raportare financiară. Cele mai recente situații financiare pe care Fondul N le-a primit de la Entitatea M sunt la 30 iunie 20X1 (adică acum 18 luni). Pentru exercițiul care s-a încheiat la 30 iunie 20X2, Fondul N are doar informații cu privire la volumul vânzărilor și marja de profit ale Entității M, pe care le-a primit de la conducerea Entității M.

Fondul N discută și analizează performanța și perspectivele Entității M cu conducerea Entității M. Fondul N estimează apoi venitul și câștigurile Entității M din informații suplimentare precum prețurile de vânzare, ratele de creștere și marjele de profit furnizate de conducerea Entității M pentru exercițiul financiar încheiat la 30 iunie 20X2. De asemenea, Fondul N înțelege de la conducerea Entității M că venitul și câștigurile pentru cele șase luni încheiate la 31 decembrie 20X2 au crescut cu 20% comparativ cu aceeași perioadă de șase luni de anul trecut.

În baza celor de mai sus, Fondul N aplică un multiplu comercial relevant pe baza prețurilor acțiunilor companiilor publice similare comparabile ale Entității M și a câștigurilor Entității M pentru perioada de 12 luni încheiată la 31 decembrie 20X2 pentru a evalua valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii la data evaluării. În final, Fondul N evaluează dacă valoarea justă indicată pentru Entitatea M este consecventă cu înțelegerea sa în ce privește dezvoltarea entității, precum și cu perspectivele economice și cele de piață.^(a)

(a) Conform ipotezei de la care pornește acest exemplu, concluzia cu privire la valoarea justă ar fi inclus orice ajustări necesare (de exemplu, reducerea interesului care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate etc.) pe care participanții de pe piață le-ar încorpora atunci când stabilesc prețul instrumentelor de capitaluri proprii la data evaluării.

Exemplul 12 – Companii similare comparabile disponibile limitate

Un investitor trebuie să-și evalueze interesele care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea O, o companie privată, la valoarea justă la sfârșitul perioadei de raportare actuale. Investitorul nu are suficiente informații financiare pentru a aplica abordarea pe bază de venit (de exemplu, o metodă a fluxului de trezorerie actualizat) și, prin urmare, acesta concluzionează că aplicarea multiplilor de evaluare ai unor companii similare este tehnica cea mai potrivită.

continuare...

...continuare

Exemplul 12 – Companii similare comparabile disponibile limitate

Entitatea O își desfășoară activitatea în segmentul accesoriilor auto și este specializată în fabricația sistemelor aferente scaunelor. Pe baza segmentului foarte specializat în care își desfășoară activitatea Entitatea O, se preconizează că va fi dificil pentru investitor să găsească multe companii similare comparabile. Prin urmare, investitorul a decis să extindă gama entităților la identificarea companiilor similare comparabile ale Entității O. În primul rând, investitorul a analizat companiile transfrontaliere din același segment în care își desfășoară activitatea Entitatea O pentru a confirma dacă oricare dintre acestea ar putea fi considerate companii similare comparabile. Acest prim exercițiu nu a generat rezultate semnificative. Companiile publice pe care investitorul le-a identificat în segmentul Entității O drept potențiale companii publice similare comparabile au fost destul de diferite de Entitatea O atât în ce privește dimensiunea activelor, cât și în ce privește profitabilitatea lor (aceste entități erau generatoare de pierderi, în timp ce Entitatea O este o entitate profitabilă).

În consecință, investitorul și-a extins în continuare căutarea și a luat în considerare întregul segment al accesoriilor auto, mai degrabă decât doar acele entități implicate în fabricarea sistemelor aferente scaunelor. Acest lucru a pus la dispoziție o populație mai mare de companii similare comparabile. Din această populație mai mare, investitorul a luat în considerare companiile cu perspective de creștere, profiluri de profitabilitate și structuri ale capitalului similare.

Investitorul aplică un multiplu de evaluare a pieței relevant obținut din aceea selecție a companiilor similare comparabile din segmentul accesoriilor auto.

În plus, investitorul evaluează perspectivele economice și de piață în care își desfășoară activitatea Entitatea O pentru a-și completa concluzia cu privire la valoarea justă.^(a)

(a) Conform ipotezei de la care pornește acest exemplu, concluzia cu privire la valoarea justă ar fi inclus orice ajustări necesare (de exemplu, reducerea intereselor care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate etc.) pe care participanții de pe piață le-ar încorpora atunci când stabilesc prețul instrumentelor de capitaluri proprii la data evaluării.

Abordarea pe bază de venit

70 Abordarea pe bază de venit transformă valorile viitoare (de exemplu, fluxurile de trezorerie sau veniturile și cheltuielile) într-o singură valoare curentă (adică actualizată). Acest lucru se realizează, de obicei, utilizându-se o metodă a fluxului de trezorerie actualizat (DCF), care este aplicată la fluxurile de trezorerie ale întreprinderilor sau, mai puțin frecvent, la fluxurile de trezorerie ale capitalurilor proprii (a se vedea punctele 71-114). Această secțiune a capitolului tratează, de asemenea, modelul de reducere a dividendelor (DDM; a se vedea punctele 115 și 116), DDM de creștere constantă (a se vedea punctele 117-121) și modelul de capitalizare (a se vedea punctele 122-124).⁹

⁹ O altă tehnică de evaluare în cadrul abordării pe bază de venit este modelul de evaluare al prețurilor stocurilor care generează venit rezidual. Acest model exprimă valoarea justă a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit drept însumarea valorii contabile a capitalurilor proprii și a valorii actualizate a veniturilor reziduale preconizate, definită drept diferența dintre venitul net raportat al entității în care s-a investit și produsul dintre valoarea contabilă a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit și costul capitalului social.

Metoda fluxului de trezorerie actualizat (DCF)

- 71 Atunci când se aplică metoda DCF, investitorii trebuie să estimeze fluxurile de trezorerie viitoare preconizate ale unei entități în care s-a investit. Din motive practice, atunci când se preconizează că o entitate în care s-a investit are o durată de viață nedeterminată, majoritatea modelelor estimează fluxurile de trezorerie pentru o perioadă distinctă, iar apoi fie utilizează un model de creștere constantă (cum ar fi modelul de creștere Gordon; a se vedea punctele 117-121), fie aplică o *rată de capitalizare* la fluxul de trezorerie imediat după sfârșitul perioadei distincte (a se vedea punctele 122-124), fie utilizează un *multiplu de ieșire* pentru a estima o *valoare finală*.¹⁰
- 72 Atunci când se aplică un model DCF, un investitor ar reduce, de obicei, valorile fluxurilor de trezorerie preconizate (adică posibilele fluxuri de trezorerie viitoare înmulțite cu probabilitățile aferente fiecăruia; a se vedea punctele B23-B30 din IFRS 13) la o valoare actualizată la o rată de rentabilitate care reprezintă valoarea-timp a banilor și riscurile aferente ale investiției. Punctele B13-B30 din IFRS 13 descriu utilizarea tehnicilor valorii actualizate, inclusiv modul în care riscul și incertitudinea sunt reflectate în evaluarea la valoarea justă (a se vedea punctul 102).
- 73 În plus, un investitor va trebui să definească evaluarea relevantă a fluxului de trezorerie. Instrumentele de capitaluri proprii pot fi evaluate în mod direct (evaluarea capitalurilor proprii), utilizând *fluxurile de trezorerie neangajate pentru capitalurile proprii (FCFE)*, sau în mod indirect, obținându-se valoarea întreprinderii prin utilizarea *fluxurilor de trezorerie neangajate de firmă (FCFF)* și apoi scăzând valoarea justă a datoriei minus numerarul a entității în care s-a investit.¹¹ Deși ambele abordări ar putea avea ca rezultat fluxuri de trezorerie preconizate actualizate, fluxurile de trezorerie relevante și ratele de actualizare sunt diferite atunci când se utilizează fiecare abordare. Acest lucru este ilustrat în Figura 4.

Figura 4 – Modele ale fluxului de trezorerie actualizat		
	Valoarea capitalurilor proprii	Valoarea întreprinderii
Fluxuri de trezorerie	FCFE reprezintă fluxurile de trezorerie disponibile tuturor furnizorilor de capital social. Cu alte cuvinte, FCFE reprezintă fluxurile de trezorerie din active, după plata datoriilor și după realizarea reinvestițiilor care sunt necesare pentru creșterea viitoare.	FCFF reprezintă fluxurile de trezorerie disponibile tuturor furnizorilor de capital (deținătorii de capitaluri proprii și de instrumente de datorie). Cu alte cuvinte, FCFF sunt fluxurile de trezorerie din active, înaintea oricăror plăți ale datoriilor, dar după realizarea reinvestițiilor care sunt necesare pentru creșterea viitoare.

continuare...

- 10 Valoarea finală ar putea fi estimată utilizându-se un multiplu al câștigurilor sau veniturilor din perioada imediat următoare sfârșitului perioadei distincte. Un astfel de multiplu, numit și multiplu de ieșire, este estimat de la companii similare comparabile. Cu toate acestea, unii autori consideră că o metodă mai consecventă pe plan intern de a determina valoarea finală într-un model al fluxului de trezorerie actualizat este utilizarea unui model de creștere constantă (a se vedea punctele 117-121) mai degrabă decât utilizarea unui multiplu estimat de la companii similare comparabile. Cu alte cuvinte, acei autori preferă ca abordarea pe bază de venit și abordarea bazată pe piață să fie cât mai independente una de cealaltă.
- 11 Așa cum s-a menționat în nota de subsol 7, unii specialiști din domeniul evaluării scad numerarul din valoarea justă a datoriei pentru a ajunge la o valoare a „datoriei nete” pe baza ipotezei că numerarul este un alt activ decât cele de exploatare. Cu toate acestea, o analiză detaliată va avea ca scop să răspundă, de exemplu, la întrebarea de cât de mult numerar are nevoie o întreprindere pentru operațiunile sale cu scopul de a face diferența între numerarul de exploatare și altul decât cel de exploatare ori excesul de numerar.

...continuare

Figura 4 – Modele ale fluxului de trezorerie actualizat		
	Valoarea capitalurilor proprii	Valoarea întreprinderii
Rata de actualizare	Rata de actualizare reflectă doar costul atragerii finanțării prin capitaluri proprii (cu alte cuvinte, <i>costul capitalului social</i>). ^(a)	Rata de actualizare reflectă costul atragerii atât a finanțării prin îndatorare, cât și a finanțării prin capitaluri proprii, proporțional cu utilizarea acestora (cu alte cuvinte, <i>costul mediu ponderat al capitalului sau WACC</i>). ^(a)
(a) Conform unor autori, „costul capitalurilor proprii” este denumit mai corect „rentabilitatea necesară a capitalurilor proprii”. În consecință, pentru acești autori, WACC nu este nici un cost, nici o rentabilitate necesară, ci o medie ponderată a unui cost și o rentabilitate necesară.		

74 Așa cum se ilustrează în Figura 4, în funcție de abordarea aleasă, rata de actualizare adecvată va fi diferită. Indiferent de abordare, ipotezele privind fluxurile de trezorerie și ratele de actualizare trebuie să fie consecvente. De exemplu, fluxurile de trezorerie ulterioare impozitării trebuie actualizate utilizându-se o rată de actualizare ulterioară impozitării, iar fluxurile de trezorerie dinainte de impozitare trebuie actualizate la o rată de actualizare dinainte de impozitare.^{12,13} În mod similar, moneda fluxurilor de trezorerie trebuie să se potrivească întotdeauna cu moneda ratei de actualizare. Atunci când moneda unui investitor și cea a unei entități în care s-a investit sunt diferite, consecvența valutară dintre fluxurile de trezorerie și ratele de actualizare trebuie să ia în considerare inflația preconizată a monedelor. Figura 5 ilustrează modul în care să se asigure că există o consecvență valutară între fluxurile de trezorerie și ratele de actualizare, în funcție de măsura în care evaluarea este realizată utilizându-se moneda entității în care s-a investit sau cea a investitorului.

Figura 5 – Consecvența valutară dintre fluxurile de trezorerie și ratele de actualizare		
	Fluxurile de trezorerie	Rata de actualizare (DR)
Moneda entității în care s-a investit	Estimați fluxurile de trezorerie în moneda entității în care s-a investit, consolidând inflația preconizată a monedei entității în care s-a investit în rata de creștere.	Estimați rata de actualizare în moneda entității în care s-a investit (asigurându-vă că rata fără risc este fără rambursare și că prima de capitaluri proprii obligatorie este definită în mod consecvent; a se vedea punctul 84) sau estimați rata de actualizare în moneda investitorului și apoi convertiți-o în moneda entității în care s-a investit utilizând ecuația (A) de mai jos.

continuare...

12 Punctul BCZ85 din IAS 36 *Deprecierea activelor* include un exemplu care ilustrează modul în care poate fi determinată o rată de actualizare înainte de impozitare. În special, exemplul ilustrează faptul că o rată de actualizare după impozitare majorată cu o rată standard de impozitare nu este mereu o rată adecvată de actualizare înainte de impozitare.

13 Alegerea între după impozitare și înainte de impozitare va depinde de scopul evaluării. Atunci când se evaluează întreprinderile, fluxurile de trezorerie după impozitare sunt cel mai des folosite în practică.

...continuare

Figura 5 – Consecvența valutară dintre fluxurile de trezorerie și ratele de actualizare		
	Fluxurile de trezorerie	Rata de actualizare (DR)
Moneda investitorului	Estimați fluxurile de trezorerie în moneda investitorului consolidând în rata de creștere inflația preconizată a monedei investitorului sau estimați fluxurile de trezorerie în moneda entității în care s-a investit și convertiți-le în moneda investitorului utilizând cursurile de schimb preconizate fie de pe piețele forward, fie utilizând paritatea puterii de cumpărare.	Estimați rata de actualizare în moneda investitorului (utilizând rata fără risc în moneda investitorului și asigurându-vă că prima de capitaluri proprii obligatorie este definită în mod consecvent; a se vedea punctul 84).
$(A) DR_{\text{Moneda entității în care s-a investit}} = (1 + DR_{\text{Moneda investitorului}}) \times \frac{(1 + \text{Inflația preconizată}_{\text{Moneda entității în care s-a investit}})}{(1 + \text{Inflația preconizată}_{\text{Moneda investitorului}})} - 1$		

75 Pentru a ilustra metoda DCF, acest capitol se va referi la metoda DCF doar utilizând abordarea bazată pe valoarea întreprinderii.

Valoarea întreprinderii

76 Așa cum s-a menționat la punctul 73, instrumentele de capitaluri proprii pot fi evaluate în mod direct sau indirect. Indiferent de abordarea utilizată, obiectivul rămâne același (adică evaluarea valorii juste a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit pentru a obține ulterior valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii ale entității în care s-a investit). Abordarea bazată pe valoarea întreprinderii este rezumată după cum urmează:¹⁴

Valoarea justă indicată a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit = Valoarea întreprinderii – Valoarea justă a datoriei (a se vedea punctele 56 și 80).

Valoarea întreprinderii din expresia de mai sus este obținută prin actualizarea FCFF al unei entități în care s-a investit la WACC (a se vedea punctul 79).

77 FCFF sunt fluxurile de trezorerie disponibile pentru toți furnizorii de capital ai entității în care s-a investit (deținătorii de capitaluri proprii și de instrumente de datorie) după ce au fost plătite toate cheltuielile de exploatare și impozitele pe profit (calculate utilizând așteptările participanților de pe piață cu privire la rata efectivă a impozitului pe profit fără îndatorare, (t)) și au fost îndeplinite orice dispoziții de reinvestire (RR),

14 Concluzia cu privire la valoarea justă a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit impune analiza oricăror ajustări necesare (de exemplu, reducerea intereselor care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate etc.) pe care participanții de pe piață le-ar încorpora atunci când stabilesc prețul instrumentelor de capitaluri proprii la data evaluării.

cum ar fi cheltuielile de capital în active fixe și capitalul circulant net (NWC). FCFF poate fi exprimat după cum urmează:¹⁵

$FCFF = EBIT (1 - t) + \text{Amortizarea activelor corporale și necorporale} - RR - \text{Creșterile nete în NWC}$

78 Așa cum s-a menționat în secțiunea dedicată multiplilor de evaluare ai unor companii similare (a se vedea punctele 50 și 51), este important să se analizeze dacă entitatea în care s-a investit (sau companiile similare comparabile atunci când se aplică multiplii de evaluare ai unor companii similare) are alte active decât cele de exploatare sau datorii din afara exploatării relevante. Dacă alte elemente decât cele de exploatare sunt relevante, un investitor trebuie să le elimine efectul, inclusiv orice venit sau cheltuieli pe care le generează, din FCFF-ul estimat al entității în care s-a investit. Efectul oricăror alte elemente decât cele de exploatare pe care un investitor le-a eliminat din FCFF-ul entității în care s-a investit va trebui să fie reajustat atunci când se estimează valoarea întreprinderii a entității în care s-a investit. Acest proces este ilustrat în Figura 6.

Figura 6 – Eliminarea efectului altor elemente decât cele de exploatare

- | | |
|-----|---|
| (1) | Reducerea FCFF obținut din activele de exploatare și datoriile din exploatare ale unei entități în care s-a investit la WACC. |
| (2) | Adăugarea valorii altor active decât cele de exploatare (de exemplu, numerarul, activele neutilizate). |
| (3) | Scăderea valorii datoriilor din afara exploatării (de exemplu, datoriile nefinanțate asociate pensiilor, plățile rezultate din litigii preconizate). |
| (4) | Valoarea întreprinderii = (1) + (2) - (3) |
| (5) | Scăderea valorii juste a datoriei entității în care s-a investit. |
| (6) | Valoarea justă indicată a capitalurilor proprii = (4) - (5) |

79 Cel mai adesea, investitorii reduc FCFF la valoarea lor actualizată utilizând media ponderată a costului capitalului (WACC), care reprezintă media ponderată de rentabilitate necesară pentru toate formele de capital (datorii și capitaluri proprii). Un investitor obține valoarea întreprinderii unei entități în care s-a investit prin actualizarea FCFF-ului său utilizând WACC (a se vedea punctul 76). WACC este exprimat în mod obișnuit după cum urmează:

$$WACC = D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$$

În expresia de mai sus, D, E, k_d , k_e și t au înțelesul următor:

D = valoarea justă a capitalului împrumutat;

E = valoarea justă a capitalului social;

k_d = costul capitalului împrumutat (a se vedea punctele 104-111);

k_e = costul capitalului social (a se vedea punctele 82-103); și

t = așteptările participanților de pe piață privind rata efectivă a impozitului pe profit a entității în care s-a investit.

15 În schimb, în unele jurisdicții impozitul ar putea fi aplicat la EBITDA sau EBITA. Aplicarea impozitului la EBIT este aplicabilă doar în jurisdicțiile în care amortizarea sau deprecierea contabilă și amortizarea sau deprecierea fiscală sunt consecvente (adică amortizarea contabilă sau deprecierea contabilă sunt echivalente cu deducerile fiscale reale).

Punctele 81-111 descriu fiecare dintre componentele expresiei WACC, iar Exemplul 21 ilustrează calculul acesteia.

- 80 Pentru a evalua valoarea justă a capitalului social al unei entități în care s-a investit, valorile juste ale tuturor pretențiilor financiare care nu sunt capitaluri proprii (de exemplu, datoriile purtătoare de dobândă) trebuie deduse din valoarea întreprinderii rezultată (a se vedea punctele 56 și 76 și Exemplul 22).

Ponderile relative ale capitalului împrumutat și ale capitalului social

- 81 Atunci când se calculează WACC, ponderile relative ale capitalului împrumutat și ale capitalului social din capitalul total (adică $D/(D + E)$ și $E/(D + E)$) sunt, în general, consecvente cu așteptările participanților de pe piață privind structura de capital optimă a entității în care s-a investit pe termen lung. Cu alte cuvinte, atunci când se calculează WACC, se presupune că entitatea în care s-a investit își administrează structura de capital la un raport vizat sau optim dintre datorie și capitalul total. În consecință, raportul real dintre datorie și capitalul total al entității în care s-a investit nu este, în general, decisiv la calculare. În unele cazuri, structura medie a capitalului din sector poate fi considerată o referință adecvată pentru evaluarea unei structuri optime a capitalului unei entități în care s-a investit pe termen lung. Cu toate acestea, ar fi important pentru un investitor să înțeleagă modul în care este obținută structura medie a capitalului din sector și dacă este rezonabil să se aștepte ca entitatea în care s-a investit să obțină o astfel de structură de capital, având în vedere sănătatea financiară a entității în care s-a investit, condițiile de piață financiare curente și orice diferență în privința accesului la capitalul împrumutat dintre entitățile incluse în etaloanele din sector și entitatea în care s-a investit. Cu alte cuvinte, structura medie a capitalului din sector este o referință adecvată pentru evaluarea structurii optime a capitalului unei entități în care s-a investit dacă ea reflectă capacitatea de îndatorare a entității în care s-a investit și valoarea finanțării prin îndatorare pe care împrumutătorii ar oferi-o.

Costul capitalului social

- 82 Costul capitalului social (k_e) este deseori estimat utilizând *modelul de determinare a valorii activelor de capital (CAPM)*; a se vedea punctul B26 din IFRS 13).¹⁶ CAPM estimează că relația dintre riscul unui activ și rentabilitatea sa preconizată¹⁷ este o funcție liniară a *riscului sistematic* al activului, așa cum este prezentat mai jos. Conform CAPM, riscul sistematic al unui activ este proporțional cu riscul cu care activul contribuie la un portofoliu riscant optim (adică portofoliul de pe piață).
- 83 Costul capitalului social utilizând CAPM este exprimat în mod obișnuit drept:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

În expresia de mai sus, k_e , r_f , r_m și β au înțelesul următor:

¹⁶ Există alte modele pentru estimarea costului capitalului social, de exemplu, teoria prețurilor de arbitraj (APT), în care rezultatele preconizate cresc liniar cu sensibilitatea unui activ la un număr mic de factori generalizați. Un alt model este modelul francez Fama cu trei factori, în care trei factori par să determine rezultatele preconizate (adică factorul pieței, factorul legat de dimensiune și factorul preț/valoare contabilă).

¹⁷ Costul capitalului social rezultat din CAPM este o rată de rentabilitate preconizată (impusă de piață). „Preconizată” se referă la media ponderată prin probabilități a distribuției unei posibile rentabilități viitoare.

k_e = costul capitalului social (adică rata de rentabilitate preconizată pe care investitorii o cer de la o investiție în capitalurile proprii);

r_f = rata fără risc (adică rata de rentabilitate preconizată a unui activ fără risc);

r_m = rata necesară pentru rentabilitatea pieței (adică rata de rentabilitate preconizată la nivelul unui portofoliu complet diversificat);

$r_m - r_f$ = prima de capitaluri proprii obligatorie (adică rata de rentabilitate suplimentară preconizată la nivelul unui portofoliu complet diversificat în plus față de rata de rentabilitate preconizată a unui activ fără risc);¹⁸ și

β (beta) = parametru al riscului sistematic pentru acțiunile individuale (adică β al unei acțiuni individuale evaluează contribuția acesteia la fluctuația portofoliului de pe piață).

Punctele 84-102 descriu fiecare dintre componentele expresiei CAPM, iar Exemplul 17 ilustrează calculul costului capitalului social.

Rata fără risc

84 În mod obișnuit, rata fără risc face trimitere la randamentele obligațiunilor de stat care sunt în aceeași monedă și care au aceeași durată sau o durată similară ca fluxurile de numerar generate de investiție. Cu toate acestea, înainte de a utiliza randamentul observat al obligațiunilor de stat de pe piață ca parametru al ratei fără risc, trebuie să se acorde atenție bazei pe care este evaluată prima de capitaluri proprii obligatorie din formula CAPM. Ipotezele utilizate în selectarea ratei fără risc trebuie să fie consecvente cu ipotezele utilizate în selectarea primei de capitaluri proprii obligatorii. De exemplu, în cazul în care prima de capitaluri proprii obligatorie a fost estimată ca prima pentru o rată fără risc pe termen lung (de exemplu, o obligațiune de stat pe 20 de ani), atunci bazarea ratei fără risc aferente intrărilor privind un instrument pe termen mai scurt (de exemplu, o obligațiune de stat pe 5 ani) ar duce la o necorelare. Mai mult, un investitor trebuie să analizeze dacă instrumentul care este utilizat pentru a obține o rată fără risc este, într-adevăr, lipsit de riscuri.

Estimarea β

85 β evaluează sensibilitatea rentabilității excedentare preconizate generate de o acțiune individuală în raport cu cea a pieței.^{19,20} β este o estimare cu caracter previzional (a se vedea punctul 87). Cu toate acestea, el este obținut în mod obișnuit pentru companiile publice individuale utilizându-se o analiză de regresie a rentabilității prețului acțiunilor unei entități în funcție de rentabilitatea unui indice de piață adecvat (adică analiza de regresie descrie relațiile β istorice). Utilizarea β -urilor istorice pornește de la ipoteza că viitorul va fi suficient de similar trecutului pentru a justifica estimarea β -urilor prin utilizarea datelor istorice.

86 β -urile sunt evaluate, în general, prin referire la date istorice de doi până la cinci ani, în funcție de faptele și circumstanțele specifice. Frecvența rezultatelor utilizate atunci când se evaluează β poate fi zilnică, săptămânală, lunară, trimestrială sau anuală. De obicei, rentabilitatea săptămânală sau lunară va fi utilizată pentru a asigura echilibrul între aspectul referitor la mărimea eșantionului (adică deținerea de

18 Prima de capitaluri proprii obligatorie este numită și „primă de risc a capitalurilor proprii” sau „primă aferentă riscului de piață”.

19 β evaluează măsura în care rezultatele generate de o acțiune individuală și rezultatele de pe piață evoluează împreună. În mod formal, β este definit drept covarianța dintre acțiune și rentabilitatea pieței împărțită la fluctuațiile rentabilității pieței.

20 Indicii generali ai pieței sunt uneori utilizați ca variabile pentru „piață”.

date suficiente indică o estimare semnificativă din punct de vedere statistic) și cel referitor la calitatea datelor (adică frecvența excesivă aglomerează datele, reducând astfel calitatea statistică a acestora). De exemplu, rentabilitatea săptămânală este utilizată, de obicei, atunci când β -urile se estimează în funcție de datele istorice aferente unei perioade de doi ani, iar rentabilitatea lunară este utilizată, de obicei, atunci când β -urile se estimează în funcție de datele istorice aferente unei perioade de cinci ani. Selectarea intervalului de timp pentru care un investitor va estima β va depinde de fapte și circumstanțe. De exemplu, pe piețele volatile, un investitor ar putea considera că este adecvată favorizarea unui β aferent unei perioade de cinci ani în locul referinței la un interval de timp mai scurt, pentru a evita distorsiunea potențială cauzată de volatilitatea pe termen scurt.

- 87 Deoarece β este o estimare cu caracter previzional, un investitor ar putea lua în considerare utilizarea unor abordări cu caracter previzional pentru a estima β , cum ar fi, de exemplu, extragerea informațiilor din prețurile privind opțiunile referitoare la capitalurile proprii și indici. În timp ce estimările cu caracter previzional au o valoare predictivă mai mare deoarece se bazează pe factori în plus față de comportamentul istoric în materie de prețuri, întocmirea acestora ar impune utilizarea unor tehnici mai sofisticate și utilizarea raționamentului atunci când se iau în considerare toate faptele și circumstanțele.
- 88 Atunci când se estimează β al unei companii private, investitorul va trebui să obțină o alternativă β care se bazează pe β -urile companiilor publice similare comparabile care au o structură optimă a capitalului pe termen lung similară cu cea a entității în care s-a investit. Un investitor ar putea să estimeze β -urile companiilor publice similare comparabile prin aplicarea unor tehnici de analiză a regresiei (a se vedea punctele 85 și 86), în mod optim în raport cu același indice utilizat ca reprezentant al pieței. Dacă investitorul nu estimează el însuși β -urile, β -urile pentru companiile publice similare comparabile trebuie să provină din aceeași sursă pentru a se asigura că au fost obținute utilizându-se variabile consecvente pe plan intern.
- 89 Atunci când structurile optime ale capitalului pe termen lung ale companiilor publice similare comparabile sunt diferite de cele ale entității în care s-a investit, estimările β -urilor aplicabile pentru entitatea în care s-a investit trebuie ajustate. Obiectivul acelei ajustări este de a elimina impactul pe care efectul de levier îl are asupra β -urilor estimate cu privire la capitalurile proprii ale companiilor publice similare comparabile (adică efectul de levier financiar crește riscul sistematic al capitalurilor proprii; a se vedea punctul 92). O asemenea ajustare este efectuată prin intermediul următorilor pași:
- (a) Estimarea β -urilor incomplete pentru companiile publice similare comparabile. Un β incomplet este β pe care o entitate l-ar avea dacă nu ar avea nicio datorie.
 - (b) Luarea deciziei cu privire la locul în care riscul unei entități în care s-a investit ar scădea fără efect de levier în raport cu cea a companiilor publice similare comparabile, presupunându-se că toate au avut structuri ale capitalului social de 100%.
 - (c) Totalizarea β pentru entitatea în care s-a investit pe baza obiectivului său pe termen lung sau a structurii optime a capitalului. Relația dintre beta incomplet (β_{ij}) și beta total (β_j , β reflectând structura capitalului entității în care s-a investit care include datoria) poate fi exprimată după cum urmează:²¹

21 Această expresie este cunoscută ca ecuația „Hamada”, numită după Robert S. Hamada. Una dintre limitările acestei abordări este însă ipoteza sa conform căreia capitalul împrumutat nu suportă niciun risc din variabilitatea fluxurilor de trezorerie de exploatare ale unei entități.

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) \times \frac{W_d}{W_e})}$$

În expresia de mai sus, W_d și W_e au următorul înțeles:

W_d = procentul capitalului împrumutat în structura de capital sau $D/(D + E)$

W_e = procentul capitalului social în structura de capital sau $E/(D + E)$

90 Exemplul 13 ilustrează procesul pentru estimarea β al unei entități în care s-a investit utilizându-se β -urile companiilor publice similare comparabile.²²

Exemplul 13 – Calcularea β al unei entități în care s-a investit

Un investitor estimează β pentru entitatea sa în care s-a investit, Entitatea P, o companie privată, în raport cu β -urile totale ale companiilor publice similare comparabile calculate pe o perioadă istorică de doi ani. β -urile rezultate vor fi utilizate în calculul costului capitalului social al Entității P. Așteptările participanților de pe piață în ceea ce privește rata efectivă a impozitului pe profit a Entității P sunt de 30%.

Apoi investitorul înlătură β -urile pentru fiecare dintre companiile publice similare comparabile folosind următoarea formulă:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) \times \frac{W_d}{W_e})}$$

Investitorul consideră că nivelul de risc al Entității P este aproximativ egal cu media companiilor publice similare comparabile și, prin urmare, acesta concluzionează că media β -urilor incomplete ale tuturor companiilor publice similare comparabile, care este de 0,90, este o estimare adecvată a β -urilor incomplete pentru Entitatea P.

Apoi, investitorul totalizează β (adică ajustează β incomplet la un β total) pentru Entitatea P, utilizând rata de impozitare a Entității P și structura optimă a capitalului său pe termen lung. Investitorul concluzionează că structura medie a capitalului sectorului de care aparține Entitatea P (60% datorie, 40% capitaluri proprii) reflectă structura optimă a capitalului pe termen lung al Entității P. Investitorul utilizează acea structură a capitalului pentru a totaliza β incomplet al entității în care s-a investit utilizând următoarea formulă:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t) \times (W_d/W_e)] = 0,90 \times [1 + (1 - 0,3) \times (0,60 / 0,40)] = 1,85$$

Investitorul concluzionează că 1,85 este o estimare adecvată a β al entității în care s-a investit în scopul calculării costului capitalului social al Entității P.

91 Pentru indicele de piață în ansamblu, media β , prin definiție, este de 1,0. Dacă o acțiune tinde să aibă o rentabilitate excedentară pozitivă mai mare decât cea a pieței

²² Formulele utilizate în acest exemplu sunt corecte doar dacă se presupune o datorie constantă.

atunci când rentabilitatea pieței este mai mare decât rentabilitatea fără riscuri și o rentabilitate excedentară mai negativă decât cea a pieței atunci când rentabilitatea pieței este mai mică decât rata fără risc, atunci β pentru acțiune este mai mare de 1,0. De exemplu, o acțiune cu un β de 2,0 tinde să crească de două ori mai mult decât piața pe o piață în creștere și să scadă de două ori mai mult pe o piață în scădere. Dacă diferența dintre rentabilitatea acțiunii și rata fără risc tinde să fie mai mică decât diferența dintre rentabilitatea pe piață și rentabilitatea fără risc, atunci β pentru acțiune este mai mică de 1,0. De exemplu, o acțiune cu un β de 0,5 tinde să crească jumătate din valoarea pieței pe o piață în creștere și să scadă la jumătate pe o piață în scădere.

- 92 β -urile capitalurilor proprii cresc deoarece atât riscul operațional, cât și riscul financiar cresc. Cu alte cuvinte, celelalte variabile rămânând constante, entitățile ale căror activități au un risc operațional mai mare și a căror structură a capitalului are o datorie mai mare vor avea β -uri mai mari.

Prima de capitaluri proprii obligatorii

- 93 Prima de capitaluri proprii obligatorii este un parametru al rentabilității marginale pe termen lung a unui portofoliu diversificat (piața) în raport cu rata fără risc preconizată impusă de un investitor. Prima de capitaluri proprii obligatorii este o estimare cu caracter previzional și, prin urmare, nu este observabilă în mod direct.
- 94 Diferite studii privind primele de capitaluri proprii obligatorii bazate pe date istorice sunt disponibile pentru piețele dezvoltate, iar acele studii oferă o gamă de rezultate în funcție de piața geografică, perioada exactă a datelor incluse în studiu și metoda de calcul. Mulți investitori consideră că acele prime de capitaluri proprii reprezintă un punct de pornire adecvat pentru estimarea primei de capitaluri proprii obligatorii. Cu toate acestea, deși datele istorice ar putea fi un punct de pornire valid, nu există nicio certitudine că ratele medii din ultimele decenii anticipează neapărat randamentele preconizate pe termen lung. În plus, este posibil ca datele privind primele de capitaluri proprii obligatorii istorice să nu fie disponibile pentru economiile emergente. Chiar dacă astfel de date ar fi disponibile, rentabilitatea acțiunilor ar putea fi extrem de volatilă și, prin urmare, nu neapărat un substitut bun pentru ceea ce investitorii ar putea preconiza pentru viitor. În consecință, dacă primele de capitalurile proprii obligatorii istorice sunt calculate pentru acele piețe, acestea ar putea fi inutile din cauza erorilor standard semnificative din estimări. Prin urmare, în astfel de cazuri, ar putea fi adecvat să se pună bazele unor prime de capitaluri proprii obligatorii pentru piețele emergente din primele de capitaluri proprii obligatorii de pe piețele dezvoltate, ținându-se cont de marjele riscului de țară și identificându-se estimările utilizate de către specialiștii din domeniul evaluării pe acele piețe emergente. Acest lucru poate fi exprimat după cum urmează:

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara emergentă}} = (r_m - r_f)_{\text{Țara dezvoltată}} + \text{Prima de risc a capitalurilor proprii din țară}$$

- 95 Există diferite abordări pentru estimarea *primei de risc* a capitalurilor proprii dintr-o țară (CERP).²³ Următoarele sunt câteva exemple de metode utilizate în mod obișnuit,

23 Deși formulele de estimare a CERP din acest capitol utilizează termenul „țară emergentă”, aceste formule ar fi, de asemenea, aplicabile oricărei țări care este considerată ca prezentând un risc de credit, indiferent dacă este sau nu o țară emergentă.

dar ele nu sunt singurele. O metodă posibilă pentru estimarea primei de risc a capitalurilor proprii a unei țări este utilizarea ratingului atribuit de o agenție de rating datoriei naționale a unei țări. Această metodă este cunoscută sub denumirea de modelul „marjei implicite a obligațiunilor de țară” sau modelul „marjei suverane”. Deși aceste ratinguri evaluează mai degrabă riscul de nerambursare aferent instrumentelor de datorie naționale decât riscul de capitaluri proprii, deoarece sunt afectate de mulți dintre factorii care determină riscul de capitaluri proprii (de exemplu, stabilitatea monedei, a bugetului și a balanțelor comerciale ale unei țări), ele pot fi utilizate pentru a estima marjele de nerambursare pe care investitorii le solicită pentru o rată fără risc. Spre a aplica această metodă:

- (a) instrumentele de datorie naționale ale celor două țări (adică țara emergentă și țara dezvoltată) sunt exprimate în aceeași monedă pentru a evita necorelările inflaționiste; și
- (b) instrumentele de datorie naționale ale celor două țări au scadențe similare pentru a evita necorelările asociate unor curbe de randament diferite.

96 Una dintre deficiențele acestei metode este că ea presupune aceeași primă de risc pentru capitalurile proprii pe țară pentru fiecare entitate dintr-o anumită țară emergentă, chiar dacă entități diferite ar putea avea expuneri diferite la riscul de țară (de exemplu, o entitate dintr-o țară emergentă având majoritatea veniturilor de pe piețele dezvoltate și doar 10% dintre veniturile sale de pe piața din țara emergentă în care este înregistrată ar fi expusă riscului de țară într-o măsură mult mai mică decât o altă entitate a cărei activitate se desfășoară doar pe piața din țara emergentă). Exemplul 14 ilustrează această abordare.

Exemplul 14 – Modelul „marjei implicite a obligațiunilor de țară” sau modelul „marjei suverane”

Țara C1 este o țară emergentă a cărei datorie a fost evaluată ca Ba1/BB+ în decembrie 20X3 (adică data de evaluare). Țara C2 este o țară dezvoltată. Prețul unei obligațiuni de stat pe zece ani a Țării C1 exprimate în moneda Țării C2 a fost stabilit pentru a genera un randament de 6,30%, ceea ce a fost cu 2,50% mai mult decât rata dobânzii fără risc (3,80%) la o obligațiune de stat pe zece ani a Țării C2 la data de evaluare. Prima de capitaluri proprii obligatorie în Țara C2 este de 4,50%.

Prin urmare, prima de capitaluri proprii obligatorie pentru Țara C1, exprimată în moneda Țării C2, este estimată ca fiind 7% la data de evaluare ($4,50\% + 2,50\% = 7,00\%$).

97 O altă metodă des folosită de estimare a primei de risc a capitalurilor proprii dintr-o țară este analizarea volatilității capitalurilor proprii pe o piață specifică (de exemplu, o țară de pe o piață emergentă) în raport cu alta (de exemplu, o țară de pe o piață dezvoltată). Această abordare se bazează pe ipoteza că primele de capitaluri proprii obligatorii de pe fiecare piață trebuie să reflecte diferențele în ce privește riscul de capitaluri proprii de pe piețele din fiecare țară. O măsură convențională a riscului de capitaluri proprii este abaterea standard (SD) a rentabilității acțiunilor, abaterile standard mai mari fiind, în general, asociate cu un risc mai mare. Această abordare este exprimată în mod obișnuit după cum urmează:

$$\text{Abaterea standard relativă}_{\text{Țara emergentă}} = \frac{SD_{\text{Țara emergentă}}}{SD_{\text{Țara dezvoltată}}}$$

Abaterea standard a rentabilității ambelor piețe de capitaluri proprii din expresia de mai sus este evaluată în moneda pieței dezvoltate.

- 98 Abaterea standard relativă (RSD) a țării de pe piața emergentă, atunci când este înmulțită cu prima de capitaluri proprii obligatorie a țării cu piață dezvoltată, este o estimare a primei de capitaluri proprii totale necesare pentru țara de pe piața emergentă respectivă, exprimată în moneda țării de pe piața dezvoltată:

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara emergentă}} = (r_m - r_f)_{\text{Țara dezvoltată}} \times RSD_{\text{Țara emergentă}}$$

- 99 Deficiențele acestei abordări sunt legate de compararea abaterilor standard ale piețelor cu structurile și lichiditățile foarte diferite ale piețelor. Această abordare ar putea subestima prima de capitaluri proprii obligatorie din țările cu piețe de capital nelichide (adică țările ar putea avea abateri standard scăzute pentru piețele lor de capitaluri proprii din simplul motiv că piețele sunt nelichide). Exemplul 15 ilustrează această abordare.

Exemplul 15 – Abaterea standard relativă

Acest exemplu utilizează Țările C1 și C2 din Exemplul 14. Prima de capitaluri proprii obligatorie din Țara C2 este de 4,50%. Abaterea standard anuală din indicele pe acțiuni al Țării C2 între 20X1 și 20X3, utilizând rentabilitatea săptămânală, a fost de 15,50%. Abaterea standard din indicele pe acțiuni al Țării C1 pe parcursul aceleiași perioade a fost de 27,50%. Utilizând aceste valori, estimarea unei prime totale de capitaluri proprii obligatorii pentru Țara C1 în decembrie 20X3 (adică data de evaluare) este următoarea:

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Țara C2}} \times RSD_{\text{Țara C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Țara C2}} \times \frac{SD_{\text{Țara C1}}}{SD_{\text{Țara C2}}}$$

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara C1}} = 4,50\% \times \frac{27,50\%}{15,50\%} = 7,98\%$$

Prima de risc a capitalurilor proprii (CERP) pentru Țara C1, utilizând această abordare, poate fi estimată după cum urmează:

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Țara C2}} + CERP_{\text{Țara C1}}$$

$$7,98\% = 4,50\% + CERP_{\text{Țara C1}}$$

$$CERP_{\text{Țara C1}} = 7,98\% - 4,50\% = 3,48\%$$

- 100 O altă abordare, deși de obicei mai puțin utilizată, ar fi să se estimeze prima de risc pentru capitalurile proprii pe țară analizându-se marjele implicite (DS) plus abaterile standard relative (SD). Dacă o țară are un rating suveran, marja pe baza ratingului poate fi utilizată ca marjă implicită pentru țară (adică marjele implicite aferente țării evaluează doar prima pentru riscul de nerambursare aferentă instrumentelor de îndatorare). Intuitiv, se preconizează că prima de risc pentru capitalurile proprii

pe țară va fi mai mare decât marja riscului de nerambursare pe țară. Pentru a lua în considerare acest lucru, abordarea analizează volatilitatea pieței capitalurilor proprii dintr-o țară raportată la volatilitatea obligațiunii suverane utilizată pentru a estima marja. Acest lucru poate fi exprimat după cum urmează:

$$\text{CERP}_{\text{Țara emergentă}} = \text{DS}_{\text{Țara emergentă}} \times \frac{\text{SD}_{\text{Capitalurile proprii ale țării emergente}}}{\text{SD}_{\text{Obligațiunea țării emergente}}}$$

101 Exemplul 16 ilustrează această abordare.

Exemplul 16 – Marjele implicite plus abaterile standard relative

Acest exemplu utilizează date din Țările C1 și C2 (a se vedea Exemplele 14 și 15). Marja implicită în legătură cu obligațiunea Țării C1 exprimată în moneda Țării C2 în decembrie 20X3 (adică data de evaluare) a fost de 2,50%, iar abaterea standard anuală în indicele pe acțiuni al Țării C1 față de anul precedent a fost de 27,50%. Utilizând doi ani de rentabilitate săptămânală, abaterea standard anuală în obligațiunea pe zece ani din Țara C1 exprimată în moneda Țării C2 a fost de 13,55%. Prima de risc pentru capitalurile proprii rezultată pentru Țara C1 la data de evaluare este după cum urmează:

$$\text{CERP}_{\text{Țara C1}} = \text{DS}_{\text{Țara C1}} \times \frac{\text{SD}_{\text{Capitalurile proprii ale Țării C1}}}{\text{SD}_{\text{Obligațiunea Țării C1}}}$$

$$\text{CERP}_{\text{Țara C1}} = 2,50\% \times \frac{27,50\%}{13,55\%} = 5,07\%$$

Prima totală de capitaluri proprii obligatorie pentru Țara C1 la data de evaluare este următoarea:

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara C1}} = (r_m - r_f)_{\text{Țara C2}} + \text{CERP}_{\text{Țara C1}}$$

$$(r_m - r_f)_{\text{Țara C1}} = 4,50\% + 5,07\% = 9,57\%$$

Ajustarea costului capitalurilor proprii

102 Ipoteza fundamentală a CAPM este că prima necesară referitoare la un titlu de valoare (de exemplu, un instrument de capitaluri proprii) asupra unei rentabilități fără risc asociat este o funcție a riscului sistematic al aceluși instrument.²⁴ Una dintre criticile aduse CAPM este că β nu descrie pe deplin rezultatele preconizate. Un „CAPM modificat” permite factori de risc marginali care ar fi analizați de către participanții de pe piață ca fiind incluși drept alt element al costului capitalului social. Exemple de riscuri care ar putea fi adăugate ca o ajustare a costului capitalului social sunt următoarele:

- Dimensiunea: o ajustare pentru dimensiunea mai mică a unei entități în care s-a investit în raport cu piața per ansamblu, care ar fi luată în considerare prin adăugarea unei majorări a costului capitalului social. Prima suplimentară ia în considerare faptul că întreprinderile mai mici sunt potențial mai riscante

24 CAPM a fost deseori criticată din cauza ipotezelor simplificate pe care se bazează, dar este acceptat pe scară largă drept cel puțin un punct de pornire pentru analiza relației dintre risc și randament.

decât organizațiile mai mari și, prin urmare, investitorii ar putea impune o rentabilitate mai mare. În general, primele în funcție de dimensiune se bazează pe informații pe termen lung pentru principalele piețe bursiere privind rezultatele care sunt stratificate prin evaluarea dimensiunii companiei.

- Alte riscuri: în unele circumstanțe, costul capitalului social este ajustat pentru a reflecta riscurile inerente din fluxurile de trezorerie (a se vedea punctul 72) sau caracteristicile instrumentelor de capitaluri proprii precum lipsa de lichiditate (a se vedea punctele 64-67). Deși acest capitol nu prescrie utilizarea unor metodologii specifice pentru efectuarea unor astfel de ajustări, în unele circumstanțe, ajustările directe ale costului capitalului social sunt percepute ca fiind mai puțin transparente.

Calcularea costului capitalului social

103 Exemplul 17 ilustrează calculul costului capitalului social.

Exemplul 17 – Calcularea costului capitalului social

Un investitor trebuie să estimeze costul capitalului social care va fi utilizat într-un model al fluxului de trezorerie actualizat pentru evaluarea valorii juste a unei participații în capitalurile proprii într-o companie privată, Entitatea Q, în decembrie 20X5 (adică data de evaluare). Entitatea Q își desfășoară activitatea în sectorul transporturilor din Țara D1. Investitorul estimează că elementele costului capitalului social sunt următoarele:

Rata fără risc (r_f)

Investitorul obține r_f prin referire la *randamentul la scadență (YTM)* al unei obligațiuni de stat pe 20 de ani exprimate în moneda locală a Țării D1 la data de evaluare. Pentru acest exemplu, s-a constatat că rata este de 4%.

Prima de capitaluri proprii obligatorie ($r_m - r_f$)

Investitorul a luat în considerare diferite studii ale primelor de capitaluri proprii obligatorii din Țara D1 utilizând date istorice. După analiza perioadei datelor incluse în studii, a diferitelor metode de calcul și a condițiilor de piață curente, investitorul concluzionează că rata de rentabilitate obligatorie a pieței (r_m) este de 11% și, prin urmare, prima de capitaluri proprii obligatorie ($r_m - r_f$) este de 7% (11% - 4% = 7%).

Estimarea β

Investitorul a analizat impactul mediei totale a β -urilor companiilor publice similare comparabile, calculate pe o perioadă istorică de cinci ani, și i-a ajustat estimarea pentru a elimina efectul gradelor de îndatorare diferite dintre entitatea în care s-a investit și companiile publice similare comparabile. Utilizând acele informații, capitalurile proprii β obținute pentru entitatea în care s-a investit utilizându-se așteptările participanților de pe piață privind structura de capital optimă pe termen lung a entității în care s-a investit a Entității Q sunt de 1,05.

continuare...

...continuare

Exemplul 17 – Calcularea costului capitalului social	
<i>Riscul de mărime (sr)</i>	
Investitorul a analizat faptul că Entitatea Q a prezentat un risc suplimentar care s-ar putea să nu fie reflectat în β ca urmare a faptului că are o dimensiune mai mică în raport cu companiile de pe întreaga piață. Pe baza unor studii diferite care se referă la date din alte țări și luând în considerare ajustarea obligatorie în contextul Țării D1, investitorul concluzionează că dimensiunea mai mică a Entității Q ar garanta o primă de 3%. Investitorul a stabilit că nu au fost necesare ajustări suplimentare ale costului capitalului social.	
<i>Costul capitalului social (k_e)</i>	
Prin urmare, investitorul a estimat costul capitalului social pentru Entitatea Q ca fiind:	
$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta + sr = 4\% + (11\% - 4\%) \times 1,05 + 3\% = 14,35\%$	

Costul capitalului împrumutat

- 104 Există o serie de abordări pentru estimarea costului capitalului împrumutat (k_d). Câteva dintre abordările utilizate mai frecvent sunt descrise mai jos. Indiferent de abordarea utilizată, estimarea unui investitor a costului capitalului împrumutat pentru o entitate în care s-a investit trebuie să fie consecventă cu așteptările participanților de pe piață privind structura de capital optimă pe termen lung a entității în care s-a investit (a se vedea punctul 81).

Costul capitalului împrumutat estimat pe baza împrumuturilor recente

- 105 Costul capitalului împrumutat al unei entități în care s-a investit poate fi estimat utilizându-se ratele pe termen lung care sunt suportate la data de evaluare pentru împrumuturile recente, mai degrabă decât ratele negociate istoric pe piața datoriilor pentru împrumuturile existente, dacă structura reală a capitalului entității în care s-a investit este aliniată la așteptările participanților de pe piață cu privire la structura de capital optimă pe termen lung a entității în care s-a investit. Prin urmare, determinarea ratelor adecvate ar putea include analizarea ratei marginale de împrumut a entității în care s-a investit. Posibilele surse de informare includ:

- (a) costul îndatorării suportat în prezent de către entitatea în care s-a investit, ținând cont de orice nevoie de refinanțare, în cazul în care structura reală a capitalului entității în care s-a investit este aliniată la așteptările participanților de pe piață cu privire la structura de capital optimă pe termen lung a entității în care s-a investit; și
- (b) costul curent al împrumuturilor pe piață suportat de companiile similare comparabile care au o bonitate similară cu entitatea în care s-a investit.

- 106 Exemplul 18 ilustrează această abordare.

Exemplul 18 – Costul capitalului împrumutat estimat pe baza împrumuturilor recente

Acest exemplu ilustrează calculul costului capitalului împrumutat (k_d) pentru Entitatea Q din Exemplul 17. Se presupune că structura reală a capitalului Entității Q este aliniată la așteptările participanților de pe piață cu privire la structura de capital optimă pe termen lung a Entității Q. Entitățile cu bonitate care este similară cu cea a Entității Q au procurat recent finanțare nouă prin emiterea unor obligațiuni pe termen lung pe piața publică. Obligațiunile tranzacționează la un randament la scadență mediu de 6% la data de evaluare (ajustat în mod adecvat pentru a reflecta costurile de emiter).

Randamentul comercializării de 6% este considerat ca reprezentând o estimare adecvată a costului îndatorării pentru Entitatea Q la data de evaluare.

Costul capitalului împrumutat estimat în raport cu un rating de credit real sau sintetic și cu marja implicită

- 107 Această abordare utilizează ratingul de credit real al unei entități în care s-a investit, dacă este disponibil, sau estimează ratingul de credit implicit al unei entități în care s-a investit și adaugă marja de credit corespunzătoare la rata fără risc locală pentru estimarea costului capitalului împrumutat suportat de entitatea în care s-a investit. Cu toate acestea, pe piețele emergente și pe multe piețe dezvoltate, numeroase entități în care s-a investit nu au tranzacționat nici datorii, nici ratinguri de credit din care să obțină marjele implicite. Dacă o entitate în care s-a investit nu are un rating de credit, un investitor ar putea elabora o marjă de credit estimată pe baza unei analize care ar putea include, de exemplu, generarea ratelor financiare care au scopul de a evalua calitatea creditului entității în care s-a investit în raport cu companiile cu ratinguri de credit publicate. Aceste rapoarte iau în considerare efectul de levier, factorii din industrie și puterea financiară generală. Ghidurile de rating prezentate de agențiile de rating sunt surse de informații utile privind modul în care se determină un rating de credit sintetic.
- 108 Exemplul 19 ilustrează modul în care un investitor ar putea să estimeze costul capitalului împrumutat utilizând această abordare.

Exemplul 19 – Costul capitalului împrumutat estimat în raport cu un rating real sau sintetic și cu marja implicită

Acest exemplu ilustrează calculul costului capitalului împrumutat (k_d) pentru Entitatea Q din Exemplele 17 și 18, dar se presupune că nu sunt disponibile informații privind randamentul unui instrument de datorie recent emis de Entitatea Q sau un instrument emis de entități cu bonitate similară. Prin urmare, investitorul estimează un rating de credit sintetic utilizând un *model de notare a creditului* și parametrii financiari ai Entității Q. Marja implicită aferentă ratei fără risc locale care corespunde ratingului de credit implicit al Entității Q este de 2%. În consecință, investitorul estimează costul îndatorării ca fiind de 6% la data de evaluare, care reprezintă suma dintre rata fără risc și marja implicită ($4\% + 2\% = 6\%$).

- 109 Deși ratingurile de credit sintetice pe care un investitor le-ar putea obține pentru o entitate în care s-a investit dintr-o jurisdicție cu inflație ridicată și rate ale dobânzii ridicate, precum pentru multe țări emergente, i-ar putea permite investitorului să calculeze marja implicită a entității în care s-a investit, este posibil ca acea marjă să nu reflecte riscul de nerambursare al țării în care își desfășoară activitatea entitatea în care s-a investit. Prin urmare, atunci când un investitor estimează costul capitalului împrumutat pentru o entitate în care s-a investit care își desfășoară activitatea într-un astfel de mediu în moneda țării investitorului (adică o țară dezvoltată), ar putea fi necesar ca investitorul să analizeze adăugarea a două componente distincte ale marjelor implicite (DS) la rata fără risc: una pentru riscul de nerambursare al entității în care s-a investit și alta pentru riscul de nerambursare al țării. Acest lucru poate fi exprimat după cum urmează:

$$k_d = r_{\text{Țara dezvoltată}} + DS_{\text{Entitatea în care s-a investit din țara emergentă}} + DS_{\text{Țara emergentă}}$$

- 110 Una dintre dificultățile în estimarea costului îndatorării pentru o entitate în care s-a investit dintr-o țară emergentă este aceea că marjele implicite pentru entitatea în care s-a investit s-ar putea să nu fie disponibile. În acest caz, o abordare alternativă este adaptarea marjei implicite a unei entități dintr-o țară dezvoltată cu bonitate care este similară cu cea a entității în care s-a investit. Făcând acest lucru, un investitor formulează două ipoteze. Prima este că prețul perceput pentru riscul de nerambursare trebuie să fie standardizat pe toate piețele, deoarece diferențele ar putea fi exploatare de companiile multinaționale. Cea de-a doua ipoteză este că marjele implicite, care sunt calculate pe baza obligațiunilor corporative ale țării dezvoltate, pot fi adaptate la monede diferite. Cu toate acestea, dacă monedele țării dezvoltate și celei emergente au rate fără risc foarte diferite, s-ar putea ca această practică să nu funcționeze. De exemplu, dacă marja asupra unei obligațiuni corporative cu un rating de credit Baa2/BBB dintr-o țară dezvoltată este de 2%, s-ar putea să nu fie adecvat pentru un investitor să utilizeze aceeași marjă (absolută) asupra ratei fără risc a unei țări emergente pentru a estima costul înainte de impozitare al datoriei pentru o entitate în care s-a investit cu un rating de credit Baa2/BBB din acea țară emergentă, dacă monedele țării dezvoltate și celei emergente au rate fără risc foarte diferite. Cu alte cuvinte, este puțin probabil ca o entitate în care s-a investit cu un rating de credit Baa2/BBB din acea țară emergentă să poată împrumuta la o marjă implicită de 2% față de rata fără risc a țării emergente, de exemplu, de 14%. Așteptările sunt ca marja să crească pe măsură ce cresc ratele dobânzii. O posibilă abordare este de a estima mai întâi costul îndatorării pentru o entitate în care s-a investit dintr-o țară emergentă în moneda țării dezvoltate, adăugând marja implicită a acelei entități în care s-a investit în moneda țării dezvoltate la rata fără risc a țării dezvoltate. Un investitor ar converti apoi costul îndatorării țării dezvoltate în costul îndatorării țării emergente aducând inflația diferențială preconizată pe termen lung între cele două monede. Costul îndatorării pentru o entitate în care s-a investit dintr-o țară emergentă în moneda acelei țări emergente poate fi exprimat după cum urmează:

$$k_d = (1 + k_{d, \text{Moneda țării dezvoltate}}) \times \frac{(1 + \text{Inflația preconizată})_{\text{Moneda țării emergente}}}{(1 + \text{Inflația preconizată})_{\text{Moneda țării dezvoltate}}} - 1$$

- 111 Exemplul 20 descrie această abordare.

Exemplul 20 – Adaptarea marjei implicite de pe o piață dezvoltată la alte piețe

Costul îndatorării unei entități în care s-a investit dintr-o țară emergentă exprimat în moneda unei țări dezvoltate este de 5%. Ratele inflației preconizate sunt de 3% în moneda țării dezvoltate și de 12% în moneda țării emergente. Un investitor estimează costul îndatorării entității în care s-a investit din țara emergentă exprimat în moneda țării emergente după cum urmează:

$$k_d = (1 + k_d)_{\text{Moneda țării dezvoltate}} \times \frac{(1 + \text{Inflația preconizată})_{\text{Moneda țării emergente}}}{(1 + \text{Inflația preconizată})_{\text{Moneda țării dezvoltate}}} - 1$$

$$k_d = (1,05) \times \frac{(1,12)}{(1,03)} - 1 = 14,17\%$$

Calculul WACC

- 112 Exemplul 21 ilustrează calculul WACC utilizându-se costul capitalului social al entității în care s-a investit, costul îndatorării și așteptările participanților de pe piață cu privire la structura de capital optimă pe termen lung a entității în care s-a investit.

Exemplul 21 – Calculul WACC

Acest exemplu ilustrează calculul WACC pentru Entitatea Q din Exemplul 17. Costul capitalului social estimat în acel exemplu s-a ridicat la 14,35%. Așteptările participanților de pe piață în ceea ce privește rata efectivă a impozitului pe profit al Entității Q sunt de 25%.

Structura reală a capitalului Entității Q este aliniată la așteptările participanților de pe piață cu privire la structura de capital optimă pe termen lung a Entității Q. Structura reală a capitalului Entității Q este de 30% capital împrumutat și 70% capital social.

Costul capitalului împrumutat (k_d)

Costul capitalului împrumutat a fost estimat analizându-se ratele pe termen lung suportate la data de evaluare pentru împrumuturile recente care sunt emise de entități cu bonitate care este similară celei a Entității Q. Pe baza acestor date, costul îndatorării a fost estimat la 6% (a se vedea Exemplul 18).

Includerea acestor parametri în formula WACC are drept rezultat:

$$\text{WACC} = D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$$

$$\text{WACC} = 0,30 \times (1 - 0,25) \times 6\% + 0,70 \times 14,35\% = 11,40\%$$

113

Modelul DCF utilizându-se valoarea întreprinderii

Exemplul 22 ilustrează evaluarea unei entități în care s-a investit utilizându-se FCFF pentru a-i calcula valoarea întreprinderii cu scopul de a ajunge la o valoare justă indicată a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit. În acest exemplu, investitorul ajustează ulterior valoarea justă indicată a capitalurilor proprii pentru caracteristicile speciale ale instrumentelor de capitaluri proprii necotate pe care le deține pentru evaluarea valorii juste a acelor instrumente de capitaluri proprii necotate.

Exemplul 22 – Metoda DCF utilizându-se valoarea întreprinderii						
Un investitor are 5% interese care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea R, o companie privată. Investitorul obține valoarea justă indicată a capitalurilor proprii ale Entității R prin deducerea valorii juste a datoriei (în acest caz, se presupune că este de 240 milioane u.m.) din valoarea întreprinderii de 1.121,8 milioane u.m., așa cum este prezentat în tabelul de mai jos. Investitorul a concluzionat că nu există alte elemente decât cele de exploatare relevante care trebuie ajustate din FCFF al Entității R.						
Valoarea întreprinderii a Entității R a fost calculată actualizându-se FCFF (adică fluxurile de trezorerie după impozitare înainte de cheltuielile cu dobânzile și variațiile datoriei, utilizându-se o rată de impozitare incompletă) cu un WACC presupus de 8,9%. Calculul WACC a inclus următoarele variabile: costul capitalurilor proprii de 10,9%, costul capitalului împrumutat de 5,7%, rata efectivă a impozitului pe profit de 30%, raportul dintre datorie și capitalul total de 28,6% și raportul dintre capitalurile proprii și capitalul total de 71,4%.						
		Anul				
u.m. (în milioane)	0	1	2	3	4	5
FCFF ^(a)		100	100	100	100	100
Valoarea finală (a se vedea punctele 117-121) ^(b)						1.121,8
Metoda DCF utilizându-se valoarea întreprinderii (EV) minus valoarea justă a datoriei						
Factori de actualizare ^(c)		0,9182	0,8430	0,7740	0,7107	0,6525
Valoarea actualizată (PV) a FCFF + PV a valorii finale ^(d)		91,8	84,3	77,4	71,1	797,2
EV = Σ PV a FCFF + PV a valorii finale		1.121,8 (a se vedea punctele 122-124)				
mai puțin valoarea justă a datoriei		(240,0)				
Valoarea justă indicată a capitalurilor proprii		881,8				

continuare...

...continuare

Exemplul 22 – Metoda DCF utilizându-se valoarea întreprinderii	
<p>Acest exemplu pornește de la ipoteza că toate instrumentele de capitaluri proprii necotate ale Entității R au aceleași caracteristici și oferă deținătorilor aceleași drepturi. Cu toate acestea, investitorul consideră că valoarea justă indicată a capitalurilor proprii obținută mai sus (881,8 milioane u.m.) trebuie ajustată din nou pentru a lua în considerare:</p> <ul style="list-style-type: none"> o reducere a intereselor care nu controlează, deoarece interesul investitorului în Entitatea R este un interes care nu controlează în capitalurile proprii, iar investitorul a concluzionat că există un beneficiu asociat cu controlul. În sensul prezentului exemplu, s-a presupus că reducerea intereselor care nu controlează este de 8,00 milioane u.m.;^(e) și o reducere pentru lipsa de lichiditate, deoarece interesul investitorului în Entitatea R este necotat. În sensul prezentului exemplu, s-a presupus că reducerea pentru lipsa de lichiditate se ridică la 4,09 milioane u.m.^(e) <p>Prin urmare, investitorul concluzionează că 32 milioane u.m. este prețul care este cel mai reprezentativ pentru valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii de 5% în Entitatea R la data de evaluare, așa cum este prezentat mai jos:</p>	
	u.m. (în milioane)
Valoarea justă indicată a capitalurilor proprii x 5% (adică 881,8 u.m. x 5%)	44,09
Reducerea intereselor care nu controlează	(8,00)
Reducerea pentru lipsa de lichiditate	<u>(4,09)</u>
Valoarea justă a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii de 5%	32,00
<p>(a) FCFF reprezintă fluxurile de trezorerie înainte de cheltuiala cu dobânzile și variațiile datoriei. Impozitul pe profit a fost actualizat fără a fi luată în considerare nicio deducere pentru cheltuielile cu dobânda.</p> <p>(b) Valoarea finală a fost calculată presupunându-se că fluxurile de trezorerie anuale în valoare de 100 milioane u.m. ar crește continuu la o rată de zero (adică presupunându-se că impactul inflației asupra fluxurilor de trezorerie viitoare se preconizează să fie compensat de micșorarea pieței).</p> <p>(c) Factorii de actualizare au fost calculați utilizându-se formula: $1/(1 + WACC)^n$. Cu toate acestea, formula presupune că se preconizează că fluxurile de trezorerie vor fi primite la sfârșitul fiecărei perioade. Uneori ar putea fi mai adecvat să se presupună că fluxurile de trezorerie sunt primite mai mult sau mai puțin în mod egal pe parcursul anului (convenția actualizării la mijlocul anului). Utilizându-se convenția actualizării la mijlocul anului, factorul de reducere pentru anul „n” ar fi fost calculat după cum urmează: $1/(1 + WACC)^{(n - 0,5)}$.</p> <p>(d) Sumele valorilor actualizate au fost calculate înmulțindu-se FCFF și valoarea finală cu factorii de reducere corespunzători.</p> <p>(e) Procesul prezentat mai sus nu este singura metodă posibilă pe care un investitor ar putea să o aplice pentru a evalua valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii. Prin urmare, ajustările de mai sus nu ar trebui considerate ca reprezentând o listă completă a tuturor ajustărilor aplicabile. Ajustările necesare vor depinde de faptele și circumstanțele specifice. În plus, valorile ajustărilor de mai sus nu sunt susținute de calcule detaliate. Acestea au fost incluse doar în scopuri ilustrative.</p>	

Aplicarea metodei DCF atunci când există informații financiare limitate

114 Exemplele 23 și 24 de mai jos ilustrează utilizarea metodei DCF atunci când, în ciuda faptului că un investitor are informații financiare limitate, valoarea justă a unui instrument de capitaluri proprii necotat poate fi evaluată aplicându-se această metodă. Aceste exemple sunt descriptive, cu puține sau fără calcule numerice efectuate. Este posibil ca utilizarea metodei DCF în aceste exemple să nu fie tehnica de evaluare preferată pentru situațiile-tip specifice descrise în funcție de circumstanțe și, prin urmare, este important ca investitorul să utilizeze raționamentul pentru a determina care este cea mai potrivită tehnică de evaluare date fiind faptele și circumstanțele.

Exemplul 23 – Metoda DCF cu informații limitate

Entitatea S este o companie privată. Fondul T are 10% interese care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea S. Conducerea Entității S a întocmit un buget pe doi ani. Cu toate acestea, conducerea Entității S a pus la dispoziția administratorului Fondului T materiale din cadrul reuniunilor anuale ale consiliului, în care conducerea a discutat ipotezele de susținere a planului de creștere preconizat pentru următorii cinci ani.

Pe baza informațiilor obținute din ședința consiliului, Fondul T a extrapolat bugetul pe doi ani în raport cu ipotezele fundamentale de creștere discutate în ședința consiliului și a efectuat un calcul al DCF.

Pe baza bugetului detaliat pe doi ani al conducerii Entității S, vânzările și EBIT ar atinge 200 u.m. și, respectiv, 50 u.m. în 20X3. Fondul T înțelege că așteptările conducerii Entității S sunt ca vânzările să crească în continuare cu 5% pe an până în 20X8 cu aceeași marjă EBIT (ca procent din vânzări) ca în 20X3. În consecință, Fondul T proiectează EBIT-ul Entității S după cum urmează:^(a)

Planul de afaceri pe termen lung al Entității S							
Anul	20X2	20X3	20X4	20X5	20X6	20X7	20X8
Vânzări	150	200	210	221	232	243	255
Marja EBIT	23%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	35	50	53	55	58	61	64

De asemenea, Fondul T cunoaște faptul că așteptările conducerii Entității S sunt ca entitatea să ajungă la o etapă de creștere stabilă până în 20X8. Pentru a calcula valoarea finală, utilizând modelul de reducere a creșterii constante (a se vedea punctele 117-121), Fondul T presupune o rată de creștere finală pe termen lung de 2% pe baza perspectivei pe termen lung a Entității S, a domeniului său de activitate și a economiei din țara în care Entitatea S își desfășoară activitatea. Dacă Entitatea S nu ar ajunge la etapa de creștere stabilă până la sfârșitul perioadei de proiecție, Fondul T ar fi nevoit să extindă perioada de proiecție până când se va ajunge la etapa de creștere stabilă și să calculeze valoarea finală la acel moment.^(b)

continuare...

...continuare

Exemplul 23 – Metoda DCF cu informații limitate
<p>În final, Fondul T verifică încrucișat această evaluare comparând multiplii implicați ai Entității S cu cei ai companiilor sale similare comparabile.^(c)</p> <p>(a) Pentru a obține FCFF-ul Entității S pentru a-l folosi în metoda DCF, Fondul T a utilizat bugetul pe doi ani al Entității S și înțelegerea sa privind activele și structurile capitalului entității în care s-a investit, dispozițiile în materie de reinvestiții și nevoile capitalului circulant.</p> <p>(b) Acest exemplu ilustrează un model cu două etape în care prima etapă este delimitată de un număr determinat de perioade (20X2–20X8), iar după această primă etapă, exemplul presupune o perioadă de creștere constantă pentru care Fondul T calculează o valoare finală pentru Entitatea S. În alte cazuri, un investitor ar putea concluziona că un model cu mai multe etape ar fi mai adecvat decât un model cu două etape. În general, un model cu mai multe etape ar avea o perioadă după perioada de proiecție distinctă în care creșterea ar putea fi redusă treptat pe parcursul mai multor ani înainte de perioada de creștere constantă pentru care poate fi estimată o valoare finală.</p> <p>(c) Potrivit ipotezei de la care pornește acest exemplu, concluzia cu privire la valoarea justă ar fi inclus orice ajustări necesare (de exemplu, reducerea intereselor care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate etc.) pe care participanții de pe piață le-ar încorpora atunci când stabilesc prețul instrumentelor de capitaluri proprii la data de evaluare.</p>

Exemplul 24 – Metoda DCF cu informații limitate
<p>Un investitor are 1% interese care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea U, o companie privată. Investitorul nu poate obține informații privind bugetele, poziția fiscală sau planurile de afaceri ale Entității U din cauza drepturilor limitate ale acționarilor asigurate de interesele sale. Singurele informații pe care le are investitorul sunt ultimele situații financiare anuale ale Entității U, pe care Entitatea U le-a furnizat tuturor acționarilor săi.</p> <p>Investitorul estimează fluxurile de trezorerie proforma ale Entității U prin referire la prognozele pe care le-a obținut din rapoartele analiștilor pentru companiile publice similare comparabile. În special, investitorul a analizat ratele de creștere ale veniturilor; marjele EBIT, ratele de creștere ale marjei EBIT ale companiilor publice similare comparabile și toți ceilalți parametri de performanță relevanți pentru grupul de companii publice similare comparabile. Utilizând aceste informații, investitorul a efectuat un calcul al fluxului de trezorerie actualizat.</p> <p>În final, investitorul verifică încrucișat această evaluare comparând multiplii implicați ai Entității U cu cei ai companiilor publice similare comparabile.^(a)</p> <p>(a) Potrivit ipotezei de la care pornește acest exemplu, concluzia cu privire la valoarea justă ar fi inclus orice ajustări necesare (de exemplu, reducerea intereselor care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate etc.) pe care participanții de pe piață le-ar încorpora atunci când stabilesc prețul instrumentelor de capitaluri proprii la data de evaluare.</p>

Alte metode ale abordării pe bază de venit

Modelul de reducere a dividendelor (DDM)

- 115 DDM pornește de la ipoteza că prețul instrumentului de capitaluri proprii al unei entități este egal cu valoarea actualizată a tuturor dividendelor sale viitoare

preconizate pe o durată nelimitată. Cu alte cuvinte, prețul instrumentului de capitaluri proprii al unei entități este determinat, în cele din urmă, de fluxurile de trezorerie care le revin acționarilor sub formă de dividende. Formula care exprimă dividendele pe o durată nelimitată este următoarea:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

unde P_0 este prețul unui instrument de capitaluri proprii la momentul zero, D_n este dividendul care va fi primit la sfârșitul perioadei n , iar k_e este costul capitalului social.

- 116 DDM este deseori folosit atunci când se evaluează valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii pentru care entitatea în care s-a investit plătește dividende în mod consecvent. Dacă investitorii nu se așteaptă niciodată ca un dividend să fie plătit, atunci acest model implică faptul că instrumentele de capitaluri proprii nu ar avea nicio valoare. Pentru a reconcilia DDM cu faptul că instrumentele de capitaluri proprii neplătitoare de dividende au o valoare de piață, trebuie să presupunem că investitorii se așteaptă ca entitatea în care s-a investit să plătească în cele din urmă numerar, chiar dacă numai un dividend de lichidare.

DDM de creștere constantă (modelul de creștere Gordon)

- 117 DDM de creștere constantă obține valoarea justă a instrumentului de capitaluri proprii al unei entități în raport cu o prognoză a unui flux de dividende. Prin urmare, acesta impune ca investitorii să proiecteze dividendele pentru fiecare perioadă dintr-un viitor nedeterminat. Ca scurtătură, poate fi făcută o ipoteză de simplificare conform căreia dividendele cresc la o rată de creștere stabilă, g . Dacă D_0 este dividendul plătit cel mai recent, dividendele viitoare preconizate sunt:

$$D_1 = D_0(1+g)$$

$$D_2 = D_0(1+g)^2$$

- 118 Utilizând aceste prognoze ale dividendelor, prețul instrumentelor de capitaluri proprii la momentul zero, P_0 , este după cum urmează:²⁵

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

care poate fi simplificat la:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_e - g)} = \frac{D_1}{(k_e - g)}$$

25 Rata de actualizare utilizată în această formulă trebuie aliniată la parametrul utilizat în numărător. Deoarece dividendele sunt fluxuri de trezorerie care sunt disponibile numai furnizorilor de capital social, rata de actualizare care trebuie luată în considerare este costul capitalului social sau k_e . Dacă parametrul utilizat în numărător ar fi fost fluxuri de trezorerie disponibile tuturor furnizorilor de capital, rata de actualizare care trebuie utilizată ar fi trebuit să fie o rată care reprezintă costul total al capitalului (însemnând capitaluri proprii și datorie).

- 119 De asemenea, această metodă poate fi utilizată pentru a calcula valoarea finală a unei entități în care s-a investit atunci când se utilizează metoda DCF prin înlocuirea dividendelor din formulele de mai sus cu fluxurile de trezorerie ale entității în care s-a investit, despre care se preconizează că vor crește la o rată specifică (a se vedea Exemplele 22 și 23).
- 120 Așa cum se reflectă în formulele de mai sus, acest model este extrem de sensibil la ipotezele privind rata de creștere. Prima constrângere este aceea că DDM de creștere constantă este valabil numai când g este mai mic decât k_e . Dacă se preconizează că dividendele vor crește pe o durată nelimitată într-un ritm mai rapid decât k_e , valoarea acțiunii ar fi infinită. Cea de-a doua constrângere este de a recunoaște că această creștere nu este gratuită și necesită fonduri pentru a fi reinvestite în întreprindere. În consecință, atunci când rata de creștere este majorată, rata de plată a dividendelor trebuie redusă.
- 121 DDM de creștere constantă se potrivește cel mai bine pentru entitățile care cresc la o rată egală cu, sau mai mică decât, creșterea nominală din economie, cu politici cu tradiție de plată a dividendelor pe care acestea intenționează să le continue în viitor. De asemenea, această metodă ar putea fi adecvată atunci când investitorul are informații financiare limitate de la entitatea în care s-a investit și atunci când g este relativ stabil.

Modelul de capitalizare

- 122 Capitalizarea este un proces aplicat unei valori care reprezintă un anumit parametru al venitului economic pentru a converti acea valoare a venitului economic într-o estimare a valorii actualizate (PV). Formula de capitalizare a parametrului unui venit economic precum FCFF este următoarea:

$$PV = \frac{FCFF}{c}$$

În expresia de mai sus, c este rata de capitalizare.

- 123 Rata de capitalizare poate fi exprimată după cum urmează: $c = k - g$, unde k este rata de actualizare și g este procentul anual compus de creștere sau scădere a perpetuității. Pentru o investiție cu durată de viață continuă, diferența dintre rata de actualizare k și rata de capitalizare este g pe o durată nelimitată în actualizarea sau capitalizarea variabilei venitului economic.
- 124 O ipoteză importantă care stă la baza acestei metode este aceea că fluxul de venit anual care este capitalizat este constant pe o durată nelimitată sau că acesta crește într-un ritm anual constant de creștere (sau scădere). Acest lucru s-ar putea să nu fie valabil în lumea reală, dar este o tehnică ce s-ar putea dovedi utilă în unele cazuri ca o verificare încrucișată. De exemplu, un investitor precum cel de la Exemplul 22, cu un interes în Entitatea R, ar fi putut obține valoarea întreprinderii a Entității R doar prin aplicarea formulei de mai sus, unde:

$$PV = \frac{FCFF}{c} + \frac{FCFF}{k - g} = \frac{100}{8,9\% - 0\%} = 1.121,8 \text{ milioane u.m.}$$

În acest exemplu, rata de actualizare, k , este rata de actualizare aplicabilă tuturor furnizorilor de capital, reprezentată în Exemplul 22 de WACC.²⁶ De asemenea, acest exemplu ilustrează faptul că, atunci când venitul economic preconizat este o valoare constantă pe o durată nelimitată cu g egal cu zero, rata de actualizare este egală cu c .

Metoda activelor nete ajustate

- 125 Metoda activelor nete ajustate implică obținerea valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii ale unei entități în care s-a investit în raport cu valoarea justă a activelor și datoriilor sale (recunoscute și nerecunoscute). Această metodă poate fi adecvată pentru o entitate în care s-a investit a cărei valoare este obținută preponderent din deținerea unor active mai degrabă decât din folosirea acelor active ca parte a unei activități mai ample. Companiile care dețin proprietăți și entitățile de investiții sunt exemple de astfel de entități în care s-a investit.
- 126 De asemenea, această metodă ar putea fi adecvată pentru o entitate în care s-a investit care nu realizează o rentabilitate adecvată a activelor sau care realizează numai niveluri marginale ale profiturilor deoarece este în stadiile foarte incipiente ale dezvoltării sale (de exemplu, o entitate în care s-a investit care practic nu are un istoric financiar, un produs dezvoltat sau are o valoare mică a numerarului investit).
- 127 Metoda activelor nete ajustate impune ca un investitor să evalueze valoarea justă a activelor și datoriilor individuale recunoscute în situația poziției financiare a unei entități în care s-a investit, precum și valoarea justă a oricăror active și datorii nerecunoscute la data de evaluare. Prin urmare, valorile juste rezultate ale activelor și datoriilor recunoscute și nerecunoscute trebuie să reprezinte valoarea justă a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit. În funcție de metoda de evaluare pe care entitatea în care s-a investit a folosit-o pentru a-și evalua activele și datoriile și în funcție de măsura în care acestea sunt recunoscute în situația poziției financiare, activele și datoriile care sunt cel mai adesea ajustate sunt următoarele (lista nu este exhaustivă):
- imobilizări necorporale (recunoscute și nerecunoscute);²⁷
 - imobilizări corporale (de exemplu, teren și clădiri);
 - creanțe, solduri între societăți;
 - active financiare neevaluate la valoarea justă; și
 - datorii contingente nerecunoscute.
- 128 Deoarece metoda activelor nete ajustate are drept rezultat evaluarea unui interes care controlează, un investitor trebuie să analizeze necesitatea aplicării unei reduceri

²⁶ Rata de actualizare luată în considerare în această formulă a fost prezentată doar cu un punct zecimal. Valoarea întreprinderii a fost calculată cu o rată de actualizare de 8,9142%.

²⁷ Dacă entitatea în care s-a investit are imobilizări necorporale semnificative, este puțin probabil ca metoda activelor nete ajustate să fie o tehnică de evaluare adecvată. Motivul principal este că atunci când un investitor are date suficiente pentru a evalua valoarea justă a imobilizărilor necorporale care sunt semnificative pentru o entitate în care s-a investit, investitorul ar avea probabil date suficiente pentru a evalua valoarea justă a instrumentelor de capitaluri proprii ale entității în care s-a investit utilizând abordarea pe bază de venit. De asemenea, dacă o entitate în care s-a investit are o valoare semnificativă a fondului comercial, un investitor ar evalua valoarea justă a acelui fond comercial în raport cu valoarea justă a capitalurilor proprii ale entității în care s-a investit, care ar trebui evaluate în primul rând.

a intereselor care nu controlează atunci când evaluează valoarea justă a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii dacă investitorul a concluzionat că există un beneficiu asociat cu controlul. În plus, un investitor trebuie să analizeze existența altor factori care ar putea avea drept rezultat necesitatea unei ajustări, precum:

- lipsa de lichiditate (a se vedea punctele 64-67);
- durata de timp semnificativă care trece între data de raportare și data de evaluare. Ajustările trebuie să ia în considerare efectul investițiilor suplimentare în active, modificările ulterioare a valorii juste a activelor de bază ale entității în care s-a investit, datoriile suplimentare suportate, schimbările de pe piață sau alte modificări ale condițiilor economice; și
- orice alte fapte și circumstanțe. De exemplu, un investitor care evaluează valoarea justă a unui interes în capitalurile proprii necotate într-un fond trebuie să analizeze dacă, de exemplu, comisioanele de performanță potențiale au fost recunoscute în mod adecvat în valoarea activelor nete ale fondului. De asemenea, investitorul trebuie să analizeze orice caracteristici ale acordului privind fondul care ar putea afecta distribuiri, dar care nu sunt cuprinse în valoarea activelor nete.

129 Exemplul 25 ilustrează aplicarea metodei activelor nete ajustate.

Exemplul 25 – Metoda activelor nete ajustate

Un investitor are 10% interese care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea V, o companie privată. Nu există niciun acționar care deține controlul pentru Entitatea V, care este un furnizor de servicii de externalizare pentru acționarii săi, inclusiv investitorul. Vânzările Entității V depind de activitățile de afaceri ale acționarilor săi și, prin urmare, Entitatea V nu are propria strategie de creștere. În plus, Entitatea V are o marjă de profit foarte scăzută și nu are companii publice similare comparabile.

Investitorul trebuie să evalueze valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea V la data de 31 decembrie 20X1 (adică data de evaluare). Investitorul are ultima situație a poziției financiare a Entității V, care este la data de 30 septembrie 20X1. Următoarele sunt ajustările efectuate de către investitor la ultima situație a poziției financiare a Entității V:

- Principalul activ al Entității V este o clădire de birouri care a fost dobândită atunci când Entitatea V a fost înființată în urmă cu 25 de ani. Valoarea justă a clădirii a fost evaluată de către un specialist în domeniul evaluării la 2.500 u.m. la data de evaluare. Această valoare se compară cu o valoare contabilă de 1.000 u.m.
- Pe parcursul perioadei de trei luni, de la 30 septembrie 20X1 la data de evaluare, valoarea justă a investițiilor Entității V în companii publice s-a schimbat de la 500 u.m. la 600 u.m.

continuare...

...continuare

Exemplul 25 – Metoda activelor nete ajustate

- Investitorul observă că Entitatea V își evaluează activele circulante și datoriile curente la valoarea justă. Volumul operațiunilor Entității V este atât de stabil încât investitorul estimează că valorile activelor circulante și ale datoriilor curente prezentate în situația poziției financiare a Entității V la 30 septembrie 20X1 sunt cele mai reprezentative în ce privește valoarea lor justă la data de evaluare, cu excepția unei sume de 50 u.m. incluse în creanțele comerciale ale Entității V care au devenit nerecuperabile după 30 septembrie 20X1.
- Pe baza modelului de afaceri și a profitabilității Entității V, investitorul estimează că imobilizările necorporale nerecunoscute nu ar fi semnificative.
- Investitorul nu se așteaptă ca fluxurile de trezorerie ale Entității V pentru trimestrul încheiat la 31 decembrie 20X1 să fie semnificative.
- Investitorul nu se așteaptă la vânzări majore de active de la Entitatea V. Prin urmare, acesta concluzionează că nu există ajustări fiscale semnificative care trebuie luate în considerare la evaluarea Entității V.

Ajustările descrise mai sus sunt prezentate în situația poziției financiare ajustată prezentată mai jos.

Entitatea V – Situația poziției financiare (în u.m.)

ACTIVE	30 septembrie 20X1	Ajustări	Estimat 31 decembrie 20X1
Active imobilizate			
Imobilizări corporale	2.000	1.500	3.500
Investiții în instrumente de capitaluri proprii	500	100	600
	2.500	1.600	4.100
Active circulante			
Creanțe comerciale	500	(50)	450
Numerar și echivalente de numerar	500	–	500
	1.000	(50)	950
Total active	3.500	1.550	5.050
CAPITALURI PROPRII ȘI DATORII			
Total capitaluri proprii	2.500	1.550	4.050
Datorii curente	1.000	0	1.000
Total capitaluri proprii și datorii	3.500	1.550	5.050

continuare...

...continuare

Exemplul 25 – Metoda activelor nete ajustate

Înainte de a lua în considerare eventualele ajustări (de exemplu, reducerea pentru lipsa de lichiditate, reducerea intereselor care nu controlează), valoarea justă indicată a intereselor care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea V de 10% ale investitorului este de 405 u.m. ($10\% \times 4.050 \text{ u.m.} = 405 \text{ u.m.}$). În sensul prezentului exemplu, s-a presupus că reducerea pentru lipsa de lichiditate se ridică la 40 u.m. și că reducerea intereselor care nu controlează se ridică la 80 u.m.

Pe baza faptelor și circumstanțelor descrise mai sus, investitorul concluzionează că prețul care este cel mai reprezentativ pentru valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii în Entitatea V de 10% este de 285 u.m. la data evaluării ($405 \text{ u.m.} - 40 \text{ u.m.} - 80 \text{ u.m.} = 285 \text{ u.m.}$).^(a)

(a) Procesul prezentat mai sus nu este singura metodă posibilă pe care un investitor ar putea să o aplice pentru a evalua valoarea justă a intereselor sale care nu controlează în capitalurile proprii. Prin urmare, ajustările de mai sus nu ar trebui considerate ca reprezentând o listă completă a tuturor ajustărilor aplicabile. Ajustările necesare vor depinde de faptele și circumstanțele specifice. În plus, valorile ajustărilor de mai sus nu sunt susținute de calcule detaliate. Acestea au fost incluse doar în scopuri ilustrative.

Scăpări comune

130 Această secțiune oferă o prezentare generală a omisiunilor comune atunci când sunt aplicate tehnicile de evaluare descrise în acest capitol. Listele de mai jos nu sunt exhaustive.

Abordarea bazată pe piață (multiplii de evaluare ai unor companii similare)

- Selectarea inadecvată a companiilor similare comparabile.
- Utilizarea multiplilor extrași din tranzacții efectuate pe parcursul unei perioade foarte lungi de timp, în care condițiile de piață s-au modificat în mod semnificativ.
- Utilizarea mediei unor multipli de tranzacție care au o întindere mare fără a confirma caracterul rezonabil al acestora în raport cu entitatea în care s-a investit.
- Obținerea multiplului privind capitalurile proprii utilizând o bază de evaluare EV (de exemplu, P/EBITDA).
- Parametrii de performanță utilizați (atât din companiile similare comparabile, cât și din entitatea în care s-a investit care este evaluată) nu au fost normalizați în mod adecvat.
- Necorelarea dintre multiplu și parametrul de performanță al entității în care s-a investit utilizat (de exemplu, utilizarea multiplilor privind câștigurile istorice asupra câștigurilor cu caracter previzional).
- Aplicarea multiplilor fiscali la parametrii de performanță înainte de impozitare.

- Omisiunea ajustărilor care afectează multiplii de evaluare pe baza diferențelor dintre entitatea în care s-a investit și companiile similare comparabile (de exemplu, luarea în considerare insuficientă a diferitelor politici contabile).
- Omisiunea altor ajustări (de exemplu, atenția insuficientă acordată altor active decât cele de exploatare în entitatea în care s-a investit sau în companiile similare comparabile, reducerii pentru lipsa de lichiditate etc.).

Abordarea pe bază de venit (metoda DCF)

- Dubla contabilizare sau omiterea fluxurilor de trezorerie (de exemplu, neincluderea cerințelor privind capitalul circulant la calcularea fluxurilor de trezorerie sau asumarea unui nivel semnificativ de creștere a veniturilor pentru o perioadă de timp extinsă fără schimbări majore ale cheltuielilor de capital necesare).
- Erori sau ajustarea inadecvată a incertitudinii în prognozarea fluxurilor de trezorerie.
- Necorelarea fluxurilor de trezorerie și a ratelor de actualizare (adică actualizarea FCFE la WACC sau a FCF la costul capitalului social).
- Inconsecvențe între riscurile inerente din fluxurile de trezorerie și cele reflectate în rata de actualizare.
- Rate de creștere inadecvat de mari în calculul valorii finale.
- O abordare pe o durată nelimitată aplicată atunci când întreprinderile au venituri contractate cu durată de viață limitată, clienți concentrați și reînnoiri ale riscurilor.
- Rate fără risc inadecvate utilizate pentru calculul ratei de actualizare (de exemplu, utilizarea unei rate de stat cu durată diferită la fluxurile de numerar rezultate dintr-o investiție).
- Aplicarea parametrilor obținuți în diferite jurisdicții la entitatea în care s-a investit fără a face ajustările necesare.
- Necorelarea între moneda utilizată pentru estimarea proiecțiilor privind fluxurile de trezorerie și moneda intrărilor pentru a obține rata de actualizare (de exemplu, fluxurile de numerar exprimate în reali brazilieni actualizate cu un WACC bazat pe dolari).
- β -uri neadecvate utilizate pentru calculul ratei de actualizare (de exemplu, utilizarea β estimat al unui investitor în locul β estimat al unei entități în care s-a investit).
- Calculul neadecvat al WACC (de exemplu, calculul WACC utilizând valorile contabile ale datoriei și capitalurilor proprii, utilizarea unui cost al îndatorării care este incompatibil cu structura capitalului asumată în WACC etc.).
- Tratatamentul inadecvat al riscului de țară (de exemplu, neluarea în considerare a riscului de țară, argumentând că acesta este diversificabil).
- Omisiunea altor ajustări (de exemplu, reducerea pentru lipsa de lichiditate).

Metoda activelor nete ajustate

- Neevaluarea activelor și datoriilor entității în care s-a investit la valoarea justă și, de exemplu, evaluarea activelor la valori contabile pentru care valorile juste ar putea fi în mod semnificativ mai ridicate sau mai scăzute (de exemplu, omisiunea uzurii morale economice la evaluarea activelor corporale etc.).
- Omisiunea imobilizărilor necorporale nerecunoscute.
- Omisiunea evaluării gradului de colectare al creanțelor comerciale.
- Omisiunea datoriilor contingente și a altor datorii nerecunoscute (de exemplu, angajamentele nerecunoscute).
- Omisiunea ajustărilor impozitului amânat, atunci când este relevant din punct de vedere economic, rezultate din ajustarea valorilor contabile ale activelor la valoarea justă.

Glosar de termeni

131 Următorii termeni sunt definiți în IFRS 13 și sunt utilizați în acest capitol cu înțelesurile specificate în acel standard:

- piață activă
- abordare bazată pe cost
- preț de intrare
- preț de ieșire
- fluxuri de trezorerie preconizate
- valoare justă
- abordare bazată pe venit
- intrări
- date de intrare de nivelul 3
- abordare bazată pe piață
- participanți de pe piață
- date de intrare observabile
- tranzacție reglementată
- primă de risc
- date de intrare neobservabile

132 Următorii termeni sunt definiți în Glosarul de termeni al IFRS-urilor:

- control asupra unei entități în care s-a investit
- Standarde Internaționale de Raportare Financiară (IFRS-uri)
- control comun
- interese care nu controlează
- acțiuni ordinare
- valoare actualizată
- influență semnificativă

133 **Utilizarea intenționată** a următorilor termeni **din acest capitol** este descrisă mai jos.

Termenul	Înțelesul din acest capitol
companie similară comparabilă	O entitate care este comparabilă cu o entitate în care s-a investit în ceea ce privește capacitatea sa de a genera fluxuri de trezorerie, creșterea preconizată a acestor fluxuri de trezorerie și incertitudinea asociată acestor fluxuri de trezorerie.
costul capitalului împrumutat	Rata rentabilității impusă de furnizorii de capital împrumutat ai unei entități (însemnând costul finanțării prin îndatorare pentru o entitate).
costul capitalului social	Rata de rentabilitate preconizată impusă de către furnizorii de capital împrumutat ai unei entități (însemnând costul finanțării prin capitaluri proprii pentru o entitate).
costul mediu ponderat al capitalului (WACC)	Costul creșterii finanțării atât prin îndatorare, cât și prin capitaluri proprii al unei entități proporțional cu utilizarea acestora.
fluxuri de trezorerie neangajate de firmă (FCFF)	Fluxurile de trezorerie generate de o entitate în care s-a investit care sunt disponibile tuturor furnizorilor de capital (adică fluxurile de trezorerie din active, înaintea oricăror plăți ale datoriilor, dar după realizarea reinvestițiilor care sunt necesare pentru creșterea viitoare).
fluxuri de trezorerie neangajate pentru capitalurile proprii (FCFE)	Fluxurile de trezorerie generate de o entitate în care s-a investit care sunt disponibile tuturor furnizorilor de capital social (adică fluxurile de trezorerie din active, după plata datoriilor și după efectuarea reinvestițiilor care sunt necesare pentru creșterea viitoare).
instrumente de capitaluri proprii necotate	Instrumentele de capitaluri proprii ale unei entități în care s-a investit care nu sunt cotate pe o piață activă și, prin urmare, prețul lor este neobservabil.
metoda activelor nete ajustate	O tehnică de evaluare prin care toate activele și datoriile (recunoscute și nerecunoscute) ale unei entități în care s-a investit sunt evaluate la valoarea justă cu obiectivul obținerii valorii juste a instrumentelor de capitaluri proprii ale entității în care s-a investit la data de evaluare.
metoda fluxului de trezorerie actualizat (DCF)	O tehnică de evaluare în cadrul abordării pe bază de venit prin care fluxurile de trezorerie preconizate sunt actualizate pentru a se obține valoarea lor actualizată.

continuare...

...continuare

Termenul	Înțelesul din acest capitol
modelul de determinare a valorii activelor de capital (CAPM)	Un model în care costul capitalului pentru orice acțiune sau portofoliu de acțiuni este egal cu o rată fără risc plus o primă de risc care este proporțională cu riscul sistematic β (beta) al acțiunii sau al portofoliului.
modelul de evaluare a opțiunii	Un model utilizat pentru a evalua un contract pe opțiuni.
modelul de notare a creditului	Un model empiric care identifică probabilitatea nerespectării obligațiilor de către o entitate cu un scor cantitativ (un scor de credit) comparând entitățile care nu și-au îndeplinit obligațiile în trecut cu cele care și le-au îndeplinit. Comparația se bazează pe datele financiare și ratele financiare. Un scor de credit este o evaluare realizată statistic a bonității unei entități obținute din astfel de modele.
modelul de reducere a dividendelor (DDM)	O tehnică de evaluare care obține valoarea justă a unui instrument de capitaluri proprii al unei entități în raport cu valoarea actualizată a tuturor dividendelor sale preconizate pe o durată nelimitată.
multipli comerciali	Multipli obținuți din prețurile companiilor similare comparabile cotate la bursă ale unei entități în care s-a investit.
multipli de tranzacție	Multipli obținuți din prețurile plătite în tranzacții precum fuziunile și achizițiile care includ companiile similare comparabile ale unei entități în care s-a investit.
multiplu de ieșire	Un multiplu utilizat pentru a estima valoarea finală a unei entități în care s-a investit.
normalizare	Procesul care constă în ajustarea parametrilor de performanță pentru a reflecta capacitatea continuă a unei entități de a genera beneficii economice.
primă de control	O valoare marginală pe care un investitor ar fi dispus să o plătească pentru a obține controlul asupra unei entități în care s-a investit.
randament la scadență (YTM)	Rata internă de rentabilitate aferentă unei obligațiuni presupunându-se că obligațiunea va fi deținută până la scadență și că toate plățile cupoanelor și ale principalului vor fi efectuate în timp util.
rată de actualizare	O rată a rentabilității utilizată pentru a converti fluxurile de trezorerie preconizate în valoarea actualizată.

continuare...

...continuare

Termenul	Înțelesul din acest capitol
rată de capitalizare	Un factor utilizat pentru a converti un parametru al venitului economic dintr-o singură perioadă într-o estimare a valorii actualizate.
reducerea intereselor care nu controlează	O reducere pentru lipsa controlului aplicată valorii juste indicate a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit atunci când se evaluează valoarea justă a unor interese care nu controlează în capitalurile proprii în acea entitate în care s-a investit.
reducere pentru lipsa de lichiditate	O ajustare a valorii juste indicate a capitalurilor proprii ale unei entități în care s-a investit pentru a reflecta incapacitatea relativă de a converti capitalurile proprii ale unui investitor în entitatea în care s-a investit într-o valoare previzibilă a numerarului rapid și la un cost scăzut în mod rezonabil.
risc sistematic	Riscul care este comun tuturor titlurilor de valoare riscante și care nu poate fi eliminat prin diversificare (adică riscul comun împărțit de un activ sau de o datorie cu celelalte elemente dintr-un portofoliu diversificat). Parametrul riscului sistematic în acțiuni este coeficientul β .
studii referitoare la stocurile restricționate	Studiile în care obiectivul este de a obține diferența de preț pe care investitorii intenționează să o plătească pentru două titluri de valoare, unul complet lichid și celălalt nu. Aceste studii își propun să evalueze reducerea valorii asociate cu o investiție căreia îi lipsește o piață pregătită.
tehnica multiplilor de evaluare ai unor companii similare	O tehnică de evaluare care utilizează prețuri și alte informații relevante generate de tranzacțiile de pe piață care include companiile similare comparabile ale unei entități în care s-a investit pentru a obține un multiplu de evaluare din care poate fi dedusă valoarea justă indicată a capitalurilor proprii sau a valorii întreprinderii a entității în care s-a investit.
valoarea capitalurilor proprii	Valoarea justă a tuturor pretențiilor asupra capitalurilor proprii care pot fi atribuite furnizorilor de capital social.
valoarea întreprinderii (EV)	Valoarea justă a tuturor pretențiilor financiare privind capitalurile proprii și a altora decât cele legate de capitalurile proprii care pot fi atribuite tuturor furnizorilor de capital (adică deținătorii de capitaluri proprii și de instrumente de datorie).

continuare...

...continuare

Termenul	Înțelesul din acest capitol
valoarea justă indicată	O estimare inițială a valorii juste a valorii capitalurilor proprii sau a valorii întreprinderii unei entități în care s-a investit înainte de efectuarea ajustărilor corespunzătoare pentru a reflecta caracteristicile instrumentelor de capitaluri proprii deținute de un investitor (de exemplu, reducerea intereselor care nu controlează, reducerea pentru lipsa de lichiditate).
valoare contabilă tangibilă	Valoarea contabilă a capitalurilor proprii ale unei entități mai puțin imobilizările necorporale dobândite sau dezvoltate pe plan intern și fondul comercial.
valoare finală	Valoarea deținerii unei investiții pe termen nelimitat dincolo de finalul unei perioade de previziune explicite.

Surse de informații suplimentare

- 134 Următoarele referințe au fost utilizate pentru a elabora acest capitol. Dacă face referire la acestea, cititorul trebuie să fie conștient că nu toate conceptele sau metodologiile incluse în aceste referințe sunt neapărat aliniată la principiile din IFRS 13.
- AICPA, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, 2004
 - AICPA, Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, august 2012
 - Allen Franklin, Myers Stewart C., Brealey Richard A., *Principles of Corporate Finance*, ediția a noua, McGraw-Hill International Edition
 - Bingham Dennis, Conrad KC, *An Analysis of Discount For Lack of Marketability Models and Studies*, Business Appraisal Practice
 - Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J., *Investments*, ediția a opta, ediția internațională McGraw-Hill
 - Business Valuation Resources, *International Glossary of Business Valuation Terms* (2001)
 - Citigroup Global Markets Inc, *The Fundamentals: Equity Valuation*, 17 martie 2011
 - Damodaran Aswath, *Investment Valuation*, ediția a treia, Wiley Finance
 - Damodaran Aswath, *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, ediția a doua, Pearson Education, Inc.
 - Damodaran Aswath, *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies*, septembrie 2009, Stern School of Business
 - Fernández Pablo, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, Documentul de lucru IESE nr. 449, 28 februarie 2007
 - Fernández Pablo, *The Equity Premium in 150 Textbooks*, IESE Business School, 16 noiembrie 2010
 - Fernández Pablo, *WACC: definition, misconceptions and errors*, IESE Business School, 22 septembrie 2011
 - Halsey Robert F., *Using the Residual-Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis*, Issues in Accounting Education, vol. 16, nr. 2, mai 2001
 - Harvey Campbell R., *12 Ways to Calculate the International Cost of Capital*, revizuit în 14 octombrie 2005, Duke University
 - International Valuation Standards Council, *Discounted Cash Flow*, Documentul de informații tehnice 1
 - Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, ediția a patra

- KPMG Insights into IFRS, *KPMG's practical guide to International Financial Reporting Standards*, ediția a opta 12/2011
- Pratt Shannon P., *Valuing a Business*, ediția a cincea
- Pratt Shannon P., *The Market Approach to Valuing Business*, ediția a doua
- Pratt Shannon P., Grabowski Roger J., *Cost of Capital*, ediția a patra, Wiley
- Stumpft Aaron, Martinez Robert, *A Preliminary Look at SRR's Restricted Stock Study*
- UBS Warburg, *Valuation Multiples: A Primer*, noiembrie 2001