

PARTICULARITĂȚILE EVALUĂRII PATRIMONIULUI PUBLIC

Svetlana ALBU

Catedra Finanțe și Bănci

In this article the author investigate the particularity of public property valuation in corresponding with International Valuation Standards, and propose the modality of valuation in specific condition of Republic of Moldova.

Introducere

Procesul evaluării începe cu identificarea obiectului evaluării, segmentarea pieței și determinarea apartenenței bunului respectiv, urmată de analiza generală succintă a pieței și analiza mai detaliată a segmentului de piață vizat.

Din primii pași evaluarea proprietății publice va presupune dificultăți generate în primul rând de lipsa totală sau parțială a pieței patrimoniului public. Rezultatele comercializării bunurilor aflate în proprietate publică nu sunt accesibile evaluatorului.

1. Aspecte definitorii

La etapa defnirii tipului valorii estimate de asemenea ne vom confrunta cu dificultăți. În majoritatea cazurilor de evaluare a patrimoniului este necesară aprecierea valorii de piață, care, conform definiției oficializate, reprezintă „suma estimată pentru care un obiect al evaluării poate fi schimbat, la data evaluării, între un cumpărător hotărât să cumpere și un vânzător hotărât să vândă, după un marketing adecvat, într-o tranzacție liberă (nepărtinitoare), în care fiecare parte va acționa competent, cu prudența necesară (în cunoștință de cauză) și neconstrâns”. Să examinăm elementele defnitorii în conformitate cu explicațiile Standardelor Profesionale Internaționale, comparându-le cu starea de lucruri ce vizează patrimoniul public (*a se vedea* Tabelul).

Tabel

Termenii folosiți în definiția „valorii de piață”

<i>Explicația termenilor conform IVSC*</i>	<i>Patrimoniul public</i>
<i>sumă estimată</i> – semnifică prețul (exprimat în termeni monetari) plătit pentru patrimoniu într-o tranzacție liberă. Valoarea de piață vizează cel mai probabil preț care poate fi obținut în mod rezonabil de vânzător și cel mai avantajos preț obținabil pentru cumpărător. Acest nivel rezonabil exclude în mod explicit un preț influențat de condiții atipice de finanțare, fiind vorba de suma plătită integral într-un interval normal de la încheierea contractului.	Conform art.45 al Legii privind administrarea și deetizarea proprietății publice, „la privatizare se admite plata în rate”; potrivit art.4 al Legii privind prețul normativ și modul de vânzare-cumpărare a pământului, „vânzarea-cumpărarea terenurilor proprietate publică se efectuează cu achitarea prețului la o plată unică sau în rate”. Aceleași prevederi sunt cuprinse în art.21 al Regulamentului cu privire la vânzarea-cumpărarea terenurilor aferente obiectelor privatizate sau care se privatizează și întreprinderilor private și în alte regulamente ce vizează proprietatea publică.

* IVSC – International Valuation Standards Comitee

	Prin urmare, noțiunea „ <i>sumă estimată</i> ” nu se referă la patrimoniul public.
<i>Între un cumpărător hotărât</i> – se referă la faptul că cel care cumpără este motivat dar nu forțat să cumpere; el nu va plăti un preț mai mare decât cel cerut de piață.	Cumpărătorul terenului aferent construcției privatizate sau care se privatizează este forțat să cumpere bunul la prețul indicat de vânzător, chiar dacă el este mai mare decât cel cerut de piață pentru bunuri analogice, însă aflate în proprietate privată
<i>Într-o tranzacție liberă (nepărtinitoare)</i> – este situația în care cele două părți nu au interes sau relații speciale care ar putea influența nivelul prețului (de exemplu, relația între proprietar și chiriaș). Vânzătorul și cumpărătorul sunt două persoane ipotetice, impersonale, care nu au avut relații privilegiate, deci prețul nu este influențat de relații patrimoniale între cele două părți și nici de interese speciale ale unui anumit cumpărător sau vânzător.	În cazul comercializării (privatizării) încăperilor nelocative date în locațiune nu ne putem referi la „tranzacție echilibrată”, deoarece între vânzător și cumpărător deja sunt create relații proprietar-locatar. Cu aceeași situație ne confruntăm în cazul procurării terenului aferent clădirii privatizate: cumpărătorul se află în situația impusă de vânzător.

Astfel, observăm că, făcând referire la valoarea patrimoniului public, nu putem vorbi despre valoarea de piață în definiția tradițională. Cu atât mai mult că, conform legislației, evaluarea trebuie asigurată de vânzător; prin urmare, influența subiectivă a poziției vânzătorului va persista și în procesul calculului.

2. Aplicarea metodelor de evaluare

Cele mai evidente deosebiri dintre evaluarea patrimoniului public și cel privat vor fi întâlnite la *etapa aplicării metodelor de evaluare*. Le vom examina în baza evaluării imobilului urmând metodic fiecare abordare. Pentru explicitate propunem definițiile specifice procesului de evaluare a bunurilor imobile:

- La categoria de *bunuri imobile* se atribuie terenurile, porțiunile de subsol, obiectele acvatic separate, plantațiile prinse de rădăcini, clădirile, construcțiile și orice alte lucrări legate solid de pământ, precum și tot ceea ce, în mod natural sau artificial, este încorporat durabil în acestea, adică bunurile a căror deplasare nu este posibilă fără a se cauza prejudicii considerabile destinației lor (art.288 CC RM).
- *Îmbunătățiri* – clădiri, construcții, rețele edilitare existente la nivel de parcelă și altele ce contribuie la sporirea valorii terenului, a căror strămutarea este imposibilă fără de cauzarea de prejudicii destinației lor;
- *Depreciere acumulată* – o pierdere de valoare față de valoarea de reconstituire sau de înlocuire a construcțiilor ce poate să apară din cauze fizice, funcționale sau economice.
- *Uzură fizică* – o reducere a valorii bunului imobil care se datorează deteriorării lui sub influența factorului timpului și altor factori externi (factorii fizici, chimici, exploatarea incorectă a clădirii, întreținerea nesatisfăcătoare a construcției etc.).
- *Depreciere funcțională sau învechire funcțională* – este legată de dezvoltarea tehnologiilor moderne care permit crearea obiectelor noi ce satisfac mult mai eficient cerințele pieței. Deprecierea funcțională este determinată de necorespunderea caracteristicilor clădirilor și construcțiilor standardelor contemporane

ale pieței și cerințelor consumatorilor (proiecte învechite, utilaj tehnologic învechit și altele). Pentru obiectul evaluării deprecierea funcțională este nu numai caracteristică, ci și considerabilă.

- *Depreciere economică* – este determinată de influența unor factori externi asupra bunului imobil. Factorii externi includ: schimbările în economia țării, schimbările pe piața imobiliară, schimbările în legislația națională, modificarea condițiilor de finanțare și altele (Regulamentul provizoriu privind evaluarea bunurilor imobile).

2.1. Abordarea prin costuri. Valoarea de piață a bunului este formată în baza a trei componente:

valoarea de piață a terenului (V_t), valoarea construcției (V_c) și deprecierea valorii construcției (D), relația fiind: $VP = V_t + (V_c - D)$.

Referindu-ne la patrimoniul public, vom atenționa că prima componentă V_t nu urmează a fi inclusă în valoarea imobilului, evaluării fiind supuse doar îmbunătățirile. Excepție sunt situațiile când se vinde separat terenul sau în scopul privatizării inițial se formează complexul de bunuri imobile*. Acest lucru este condiționat de faptul că bunurile imobile aflate în proprietate publică au, de regulă, doi proprietari: terenul se află în proprietatea Republicii Moldova sau a unităților administrativ-teritoriale, iar îmbunătățirile – în gestiunea economică a diferitelor organizații, instituții sau întreprinderi de stat / municipale.

Valoarea de reconstituire sau înlocuire a construcției cuprinde costul construcției (C_c), cheltuieli indirecte aferente construcției bunului (C_a) și profitabilitatea solicitată (P) de proprietar (sau investitor), relația fiind: $V_c = C_c + C_a + P$. Prima componentă C_c nu cuprinde momente specifice la capitolul proprietate publică.

Cheltuielile aferente**, conform Regulamentului provizoriu privind evaluarea bunurilor imobile, „reprezintă totalitatea cheltuielilor legate de marketing, publicitate, asigurare, achitarea impozitelor, cheltuieli curente pentru menținerea obiectului în perioada dintre finalizarea lucrărilor de construcție și vânzarea obiectului. Cheltuielile indirecte se calculează în baza documentației investitorului și analizei pieței construcțiilor noi”.

Din șirul articolelor de cheltuieli menționate vizează bunul proprietate publică doar două: „achitarea impozitelor” și „cheltuieli curente pentru menținerea obiectului în perioada dintre finalizarea lucrărilor de construcție și vânzarea obiectului”. Prin urmare, cheltuielile aferente construcției unui imobil public vor fi mai mici decât cele pentru un imobil privat.

Profitabilitatea solicitată* reprezintă „recompensa pentru riscul legat de realizarea proiectului de investiții. Mărimea beneficiului investitorului depinde de situația concretă de pe piață și se determină în baza analizei celei mai bune și eficiente utilizări”. Cu referință la proprietatea publică, vom atenționa asupra faptului că imobilul construit de către stat, de regulă, are menire socială; prin urmare, investitorul (statul) nu mizează pe o profitabilitate mare. Astfel, mărimea profitabilității solicitate nu va depăși profitabilitatea investițiilor alternative ale statului.

Deprecierea acumulată include trei componente: uzura fizică (U_f), deprecierea funcțională (D_f) și deprecierea economică (D_e). Uzura fizică și deprecierea funcțională nu variază în funcție de tipul proprietății; deprecierea economică, însă, reprezentând influența factorilor externi, diferă considerabil. Astfel, pornind de la definiție, putem evidenția elementele specifice:

- schimbările de ordin legislativ – orice operațiune care vizează proprietatea publică este strict reglementată, de la creare (cumpărare prin achiziții publice), gestiune (locațiune, fuziune, divizare, casare, transmitere cu titlu gratuit etc.) până la lichidare (vânzare la licitații „cu strigare”, „cu reducere”, concurs investițional etc.);
- impactul specificului pieței în funcție de amplasare – cererea mică sau lipsa cererii în localitățile rurale creează necesitatea reglementărilor suplimentare care ar viza limita inferioară a prețului probabil pentru vânzarea imobilului proprietate publică.

* Formarea complexului de bunuri imobile actual se practică foarte rar, sau chiar deloc. Principalele cauze sunt: (1) lipsa mijloacelor bănești pentru achitarea serviciilor de formare a complexului de bunuri imobile; (2) vânzarea complexului de bunuri imobile este mai dificilă, deoarece prețul sporește considerabil; (3) privatizarea ulterioară a terenului aferent construcției privatizate este mai convenabil din punct de vedere financiar.

** În Regulamentul provizoriu – cheltuieli indirecte

* În Regulamentul provizoriu – beneficiul investitorului

Cele menționate sugerează două situații posibile: (1) De a bunului proprietate publică > De a bunului proprietate privată; (2) De a bunului proprietate publică < De a bunului proprietate privată. Prima situație apare în cazul unor modificări legislative care vizează doar proprietatea publică (spre exemplu, reglementarea procesului de privatizare a terenului aferent construcțiilor privatizate sau în proces de privatizare la preț normativ corectat – deprecierea economică a astfel de terenuri a sporit proporțional restricțiilor impuse), a doua – în cazul limitării prețului de comercializare a bunului (spre exemplu, prin prevederile Hotărârii Guvernului nr.1056 din 12.11.1997 la capitolul privind determinarea prețului de comercializare a patrimoniului statului).

2.2. Abordarea prin venituri. Metodologic, evaluarea poate fi divizată în două etape: aprecierea venitului operațional net și aprecierea nemijlocită a valorii.

Venitul brut potențial reprezintă venitul ce poate fi generat de bunul imobil în cazul folosirii tuturor spațiilor disponibile. El poate proveni din plata de arendă colectată în urma dării în arendă a bunului imobil, precum și din exploatarea comercială a bunului imobil.

Cu referire la bunurile publice, vom atrage atenția asupra următoarelor aspecte:

- ✓ Necesitatea evaluării apare ca parte componentă a gestiunii imobilului public (privatizare, locațiune, transmitere cu titlu gratuit etc.);
- ✓ De regulă, imobilul respectiv nu este utilizat eficient și nu are o exploatare comercială, respectiv nu generează venituri de acest gen;
- ✓ Imobilul supus evaluării poate fi sau nu în locațiune la data evaluării. În cazul în care contractul de locațiune există, plata de arendă formează venitul brut efectiv. În cazul neutilizării imobilului, venitul brut potențial se formează din plata de arendă posibil de colectat presupunând că imobilul este arendat;
- ✓ Cuantumul minim al arendeii bunurilor proprietate publică este strict reglementat prin Legea bugetului Republicii Moldova. Prin urmare, în condiții de criză, când cererea pentru bunuri imobile lipsește sau este micșorată, gestionarul imobilului proprietate publică nu poate micșora plata de arendă pentru a atrage potențialii arendași. Pe de altă parte, în cazul unei cereri sporite, este prevăzută posibilitatea de ajustare a cuantumului arendeii bunurilor proprietate publică la nivelul arendeii solicitat de piață;
- ✓ Privatizarea cotelor sociale în capitalul social al societăților comerciale, construcțiilor nefinalizate, complexelor de bunuri imobile și terenurilor pentru construcții, precum și încăperilor nelocuibile, cu excepția celor date în locațiune, se efectuează prin vânzare la licitație cu strigare sau vânzare prin concurs comercial ori investițional.

Ținând cont de cele menționate, considerăm justificate următoarele concluzii:

- Venitul brut potențial se va determina în baza prevederilor Legii bugetului privind determinarea cuantumului minim al chiriei / arendeii bunurilor proprietate publică;
- DSL și AV pot fi considerate nule, astfel $VBE = VBP$;
- valoarea obținută nu reprezintă o valoare de piață, ci valoare convențional de piață, care, în fond, reprezintă prețul inițial de expunere la licitație și, concomitent, reflectă limita minimă a prețului acceptat de vânzător.

Cheltuielile operaționale sunt cheltuieli legate de exploatarea și asigurarea funcționării normale a bunului imobil. Ele pot fi divizate în cheltuieli operaționale fixe și variabile, cheltuieli pentru reparații și menținere, precum și pentru înlocuire. Cheltuielile operaționale fixe cuprind cheltuielile ce nu depind de nivelul de ocupare a spațiilor (impozitul imobiliar, prima pentru asigurarea bunului imobil, salariul personalului de deservire (dacă este fixată independent de ocuparea spațiilor) a bunului imobil cu impozitele și plățile aferente). Cheltuielile variabile depind de intensitatea exploatării bunului imobil (cheltuieli pentru administrare, plata serviciilor comunale, salubritate, asigurarea securității și altele). Cheltuielile pentru reparație și menținere includ cheltuielile pentru reparația curentă a bunului imobil și cheltuielile pentru întreținerea bunului imobil. Cheltuielile incluse în această categorie poartă atât caracter fix, cât și variabil (reparația ascensorului, zugrăvirea pereților și altele). Cheltuielile pentru înlocuire cuprind totalitatea cheltuielilor pentru înlocuirea elementelor uzate ale bunului imobil (acoperișul, instalațiile tehnico-sanitare și altele).

Cu privire la bunurile imobile proprietate publică, vom evidenția următoarele:

Cheltuielile fixe cuprind doar impozitul pe bunurile imobiliare în caz că bunul imobil se află în posesie, folosință sau administrare operativă a întreprinderii de stat sau municipale. Cheltuielile fixe sunt egale cu cheltuieli de remunerare a administratorului blocului, în caz că bunul imobil este al autorităților publice sau

al instituțiilor finanțate de la bugetele de toate nivelurile (conform legislației, plătitor al impozitului este arendașul sau locatarul).

Cheltuielile variabile, de regulă, sunt transmise în totalitate arendașului.

Cheltuielile pentru reparație și menținere curentă de ordin variabil sunt transferate arendașului (zucrăvirea pereților etc.), cele de ordin fix sunt suportate de deținătorul drepturilor patrimoniale (reparația ascensorului, a instalațiilor tehnico-sanitare etc.).

Cheltuielile pentru înlocuire sunt suportate de proprietar.

Un element nou inclus în schema aprecierii valorii de piață este *multiplicatorul goodwill* (MGW), sau plusvaloarea aferentă imobilului respectiv. Incluzerea mărimii date în procesul de estimare a valorii bunului imobil este propusă de către savantul rus A.N. Asaul, însă autorul nu dă o explicație a modalității de aplicare. Atragem atenția asupra elementului respectiv, deoarece el este caracteristic bunurilor proprietate publică, însă cu semnul minus. Avem în vedere că imobilul aflat în gestiunea instituțiilor bugetare, întreprinderilor de stat etc., de regulă, posedă un bedwill (BW), o valoare mai mică vis-à-vis de bunuri imobile analogice aflate în proprietate privată.

Totodată, în cazul comercializării, potențialul cumpărător va putea căpăta ulterior un profit superior celui generat actual de bunul imobil. Sporul respectiv reprezintă un goodwill potențial pentru cumpărător, care trebuie inclus în valoare (și în prețul ofertei).

Incluzerea GW în calcul va permite excluderea decalajului ce apare la nivel metodologic între valoarea de piață și valoarea convențional de piață.

În practică se aplică trei metode pentru estimarea valorii goodwill-ului:

a) Goodwill-ul poate fi calculat prin actualizarea supraprofitului. Prin supraprofit vom înțelege diferența dintre quantumul minim al arendei bunurilor proprietate publică și mărimea medie a arendei oferită de piață pentru bunuri analogice.

$$GW = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta P_i}{(1+a)^i} \quad \Delta P = \overline{P}_m - P_{ai}$$

în care: GW – goodwill; P_m – plata de arendă medie pe piață; P_{ai} – quantumul arendei pentru bunul evaluat; ΔP – supraprofitul; a – rata de actualizare; n – durata rămasă de funcționare utilă a bunului imobil.

b) Goodwill-ul poate fi evaluat sub forma unei diferențe dintre valoarea apreciată prin abordarea veniturilor (V) și cea determinată prin abordarea patrimonială (A).

$$GW = V - A$$

c) Goodwill-ul (numit și fond comercial) poate fi determinat direct prin evaluarea elementelor ce-l compun. Metoda se aplică relativ puțin, deoarece evaluatorului îi este extrem de dificil să estimeze componentele din structura goodwill-ului.

Noi propunem două modalități de includere a goodwill-ului în calculul valorii bunului imobil: în valoare absolută și în valoare relativă.

Mărimea absolută a goodwill-ului poate fi determinată prin prima metodă (a) menționată anterior. Ulterior, mărimea căpătată trebuie adăugată la valoarea de piață apreciată prin metoda capitalizării sau actualizării.

Astfel, în cazul aplicării metodei capitalizării, valoarea bunului imobil va fi determinată prin relația:

$$VP = \frac{VON}{r} + \sum_{i=1}^n \frac{\Delta P_i}{(1+a)^i}$$

În cazul aplicării metodei de actualizare a fluxurilor de numerar: mărimea GW poate fi inclusă în fluxul de numerar nemijlocit:

$$VP = \sum_{i=1}^n \frac{VON_i}{(1+a)^i} + \sum_{i=1}^n \frac{\Delta P_i}{(1+a)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{VON_i + \Delta P_i}{(1+a)^i}$$

Prin urmare, mărimea GW poate fi inclusă și în exprimare relativă: $MGW = \frac{\overline{P}_v - P_{ai}}{P_{ai}}$. Relația de calcul a fluxului de numerar convențional, numit VON total, este:

$$VON_{total} = (VBE - CO) \times MGW$$

2.3. Rata de capitalizare permite transformarea venitului anual generat de bunul imobil în valoarea lui la data evaluării. Regulamentul provizoriu privind evaluarea bunurilor imobile indică aprecierea ratei de capitalizare prin următoarele metode: analiza vânzărilor comparabile, metoda multiplicatorului venitului brut efectiv, tehnica grupului investițional sau metoda coeficientului de acoperire a datoriei.

Privind aprecierea ratei de capitalizare pentru bunuri proprietate publică, vom atenționa:

- ✓ metoda analizei vânzărilor comparabile presupune extragerea ratei de capitalizare din vânzările obiectelor analogice. Referindu-ne la obiectele proprietate publică, menționăm că informația privind prețurile (atât al ofertei, cât și al tranzacției) nu este accesibilă;
- ✓ metoda multiplicatorului venitului brut efectiv nu poate fi aplicată datorită reglementării veniturilor generate de obiectele proprietate publică;
- ✓ tehnica grupului investițional nu poate fi aplicată, deoarece: 1) se estimează valoarea doar a clădirilor și construcțiilor (fără teren); 2) evaluatorul nu cunoaște sursele de finanțare a tranzacției potențiale;
- ✓ metoda coeficientului de acoperire a datoriei de asemenea nu a putut fi aplicată, deoarece evaluatorul nu cunoaște sursele de finanțare a tranzacției potențiale.

Prin urmare, nici una dintre metodele indicate nu poate fi aplicată în cazul evaluării imobilului proprietate publică. Însă, teoria evaluării ne oferă și alte metode (Tab.3), cum ar fi metoda cumulativă, metoda de calcul a ratei generale de capitalizare corectată (cu variațiile acestora: metodele Ring, Hoskold și Inwood), precum și modelul Gordon (interlegătura dintre rata de rapitalizare și rata de actualizare). Anume aceste metode le considerăm indicate pentru aplicare în scopul determinării ratei de capitalizare în procesul evaluării imobilului proprietate publică.

Metoda cumulativă presupune că rata de capitalizare cuprinde, pe lângă profitabilitatea fără risc, nivelul riscului sumar și rata de recuperare a capitalului, relația fiind: $r = \text{profitabilitatea fără risc (Rf)} + [\text{rata riscului investițional (Rr)} + \text{rata riscului pentru lichiditatea joasă (Rl)}] + \text{rata de recuperare a capitalului (Rrec)}$.

Rata profitabilității fără risc, de regulă, se determină prin două metode: metoda directă și metoda indirectă. *Metoda directă* presupune utilizarea în calitate de rată a profitabilității fără risc al dobânzii bancare celei mai stabile bănci din țară sau a mărimii medii ponderate conform nivelului de risc al dobânzilor celor mai cunoscute instituții financiare din țară. *Metoda indirectă* este axată pe analiza comparativă a ratelor profitabilității fără risc în țara rezident (ex., Republica Moldova) și o țară de referință (ex. Marea Britanie). În acest caz, în calitate de bază se consideră profitabilitatea fără risc din țara de referință la care se va adăuga prima pentru riscul investițional în țara rezident. Ratingul țărilor lumii conform nivelului riscului investițional se face public de către companii specializate, cum sunt Standard and Poor's sau firma specializată BERI (Germania), Asociația băncilor elvețiene sau compania internațională de audit Ernst & Yang și altele.

În cazul evaluării bunurilor imobile proprietate publică, propunem următoarea modalitate de apreciere a valorilor:

Rf – rata de bază a Băncii Naționale a Moldovei, reprezintă rata de referință pentru principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt. BNM promovează politica ratelor la instrumentele de reglementare monetară, ținându-se cont de conjunctura piețelor monetară și valutară, având la bază analiza situației în economia națională, dinamica proceselor inflaționiste și așteptările prognozate ale indicatorilor macroeconomici;

Rl – va fi determinat în baza Rf având în vedere perioada de expunere a bunurilor imobile pe piață (Ep) exprimată în luni: $Rl = Rf / 12 \times Ep$;

Rrec. – rata de recuperare a capitalului depinde de durata de viață fizică rămasă (n) $Rrec. = 1/n \times 100\%$.

Rata riscului investițional pentru bunurile imobile proprietate publică va fi apreciată în baza achitărilor pentru asigurarea bunului imobil.

Metoda de calcul a ratei generale de capitalizare corectată presupune aprecierea ratei de capitalizare în baza corectării ratei de actualizare. Metoda poate fi întâlnită în literatura de specialitate sub denumirea de „tehnica Ellwood” pentru investiții fără atragerea mijloacelor împrumutate. Relația de calcul este:

$$r = a - \Delta V,$$

în care: a – rata de actualizare, ΔV – rata de recuperare a capitalului.

În funcție de modalitatea de recuperare a capitalului investit, pot fi aplicate trei modalități de calcul a ratei de capitalizare:

metoda Ring – se aplică atunci când se așteaptă că fluxul veniturilor sistematic se va micșora, iar recuperarea sumei inițiale se efectuează în părți egale;

metoda Inwood – se folosește atunci când se așteaptă, pe parcursul întregii perioade de prognoză, venituri constante egale;

metoda Hoscold – se aplică dacă profitabilitatea inițială a investițiilor este atât de mare, încât reinvestirea cu același procent este imposibilă. De aceea, pentru mijloacele reinvestite se presupune obținerea veniturilor după cota fără risc.

Referindu-ne la proprietatea publică, considerăm ca cea mai adecvată aplicarea metodei Ring, deoarece: 1) investițiile statului poartă caracter preponderent social; 2) statul nu practică reinvestirea veniturilor obținute, ci doar întreținerea patrimoniului existent în stare funcțională, susținerea unor activități prin subvenționare etc. Prin urmare, din punctul de vedere al statului, mijloacele investite trebuie recuperate, însă nu se așteaptă și obținerea unor venituri suplimentare recuperării capitalului investit. Formula de calcul a ratei de capitalizare va căpăta forma:

$$r_0 = a_0 + \frac{1}{n},$$

în care n – durata rămasă de funcționare utilă a imobilului evaluat.

Modelul Gordon exprimă interdependența dintre rata de actualizare și rata de capitalizare în caz că se așteaptă în viitor pentru un interval nelimitat de timp sporirea veniturilor cu ritmuri egale. Astfel, sporul veniturilor (g) se va exclude din rata de actualizare:

$$r = a - g$$

Este evidentă analogia cu metoda Ring. În cadrul metodei Gordon se are în vedere o creștere a venitului în viitor; prin urmare, valoarea bunului trebuie să fie mai mare. În cazul metodei Ring se are în vedere micșorarea venitului în viitor (recuperarea investițiilor inițiale); prin urmare, valoarea bunului trebuie să fie mai mică.

2.4. Rata de actualizare (a) reflectă rata profitabilității așteptate de către investitor, deci ea depinde de gradul de risc aferent investiției respective. Toate metodele de apreciere a ratei de actualizare nu reprezintă altceva decât concretizări ale următoarei relații:

$$\text{Rata de actualizare} = \text{profitabilitatea solicitată de investitor} + \text{riscul asociat investiției}$$

Profitabilitatea solicitată de investitor, de regulă, este divizată în profitabilitatea fără risc (R_f) plus nivelul mediu al riscului (metoda adăunerii [$R_f + R$], metoda investițiilor de alternativă [$R_f + (R_m - R_f)$], metoda CAMP [$R_f + \beta (R_m - R_f)$] etc.).

Dimensionarea nivelului de risc asociat investiției se propune în diverse modalități, de la dezmembrarea în elemente separate (metoda adăunerii – riscul inflației neașteptate, riscul nivelului jos de lichiditate, riscul pieței), până la aprecierea sumară a acestuia (metoda CAMP – coeficientul β).

Metoda adăunerii presupune aprecierea ratei de actualizare prin însumarea profitabilității fără risc, ratei inflației prognozate și ratei riscului compus din riscul inflației neașteptate, riscul lichidității joase și riscul pieței imobiliare: $a = R_f + R_i + R_{in} + R_l + R_p$.

Metoda investițiilor de alternativă presupune aprecierea ratei de actualizare prin însumarea profitabilității investițiilor de alternativă și a nivelului de risc suplimentar specific obiectului evaluat: $a = R_f + (R_a - R_f) + R_r$ sau $a = R_a + R_r$.

Având în vedere faptul că profitabilitatea investiției de alternativă cuprinde elementele de bază ale ratei de actualizare, adică $R_f + R_i + R_{in}$, ajungem la concluzia că rata riscului suplimentar este compusă din riscul lichidității joase și riscul pieței imobiliare: $R = R_l + R_p$. Prin urmare, pentru a reduce gradul de subiectivitate (R_{in} și R_p se determină prin metoda expert), considerăm oportună aplicarea metodei investițiilor de alternativă în următoarea versiune:

$$a = R_a + R_l + R_p,$$

în care R_a – dobânda bancară la depozite pe termen lung pentru persoane juridice, $R_I = R_f/12 \cdot E_p$, R_p – riscul specific pieței imobiliare, poate fi apreciat prin metoda expert sau în baza studiilor analitice publicate.

Cu privire la evaluarea bunurilor proprietate publică în Republica Moldova, vom atenționa asupra următoarelor:

- în condițiile economice ale Republicii Moldova aplicarea metodelor alternative de determinare a ratei de actualizare (DDM – dividend discount model, teoria prețurilor de arbitraj, modelul trifactorial Fume – French etc.) este dificilă sau chiar imposibilă;
- aplicarea metodei CAMP este justificată doar pentru investitorii străini, deoarece ia în considerație riscul sistemic – coeficientul β . În cazul evaluării întreprinderilor, complexelor patrimoniale, este necesară aplicarea metodei CAMP *adaptat*, deoarece astfel va fi considerat nivelul riscului suplimentar aferent obiectului evaluării;
- referindu-ne la evaluarea bunurilor imobile, este posibilă aplicarea doar a două metode: metoda adiționării și metoda investițiilor de alternativă. Pentru a micșora implicațiile subiective, propunem aplicarea metodei investițiilor de alternativă în procesul aprecierii ratei de actualizare.

Concluzii

1. Evaluarea bunurilor proprietate publică cuprinde un specific pronunțat atât cu privire la scopul evaluării, cât și la modalitatea evaluării.
2. Valoarea estimată pentru bunuri proprietate publică reprezintă o valoare de piață convențională.
3. În cadrul abordării prin costuri, propunem următoarele concretizări metodice:

<i>Abordarea</i>	<i>Imobil privat (pr)</i>	<i>Imobil public (pl)</i>	<i>Notă explicativă</i>
prin costuri	$VP = V_t + (V_c - D)$	$VP = V_c - D$	VP nu cuprinde valoarea terenului
	$V_c = C_c + C_a + P$	$C_a(pl) < C_a(pr)$	cheltuielile aferente construcției imobilului privat sunt mai mari decât pentru imobilul public
		$P(pl) \leq P \text{ i.alt.}$	profitabilitatea solicitată de către stat nu va depăși profitabilitatea solicitată în cazul investițiilor alternative
	$D = U_f + D_f + D_e$	De bun proprietate publică > De bun proprietate privată	în funcție de modificări legislative
		De bun proprietate publică < De bun proprietate privată	în funcție de impunerea unor restricții normative

4. În cadrul abordării prin venituri, propunem următoarele:

<i>Abordarea</i>	<i>Imobil privat (pr)</i>	<i>Imobil public (pl)</i>	<i>Notă explicativă</i>
prin venituri	$VBE = VBP - DSL + AV$	$DSL = 0$ $AV = 0$ $VBE = VBP$	VBP fiind determinat în baza prevederilor Legii bugetului

CO = Cf + Cv + Cr.m. + Cî	CO = Cf + Cr.m. fix + Cî	
	Cf = impozitul pe bunuri imobile	pentru întreprinderi de stat / municipale
	Cf = cheltuieli salariale pentru administrarea blocului	pentru instituții bugetare
	Cv = 0	sunt transferate arendașului
	Cr.m. variabile = 0	sunt transferate arendașului
VON = VBE - CO	VON = VBE - CO + ΔP	considerăm plusvaloarea potențială a bunului imobil
	sau VON = (VBE - CO) x MGW	aplicăm multiplicatorul goodwill
<i>rata de capitalizare</i> <ul style="list-style-type: none"> • metoda analizei vânzărilor comparabile • metoda multiplicatorului venitului brut efectiv • tehnica grupului investițional • metoda coeficientului de acoperire a datoriei • metoda Ring • metoda Inwood • metoda Hoscold • metoda Gordon 	<i>rata de capitalizare</i> $r = Rf + Rr + RI + Rrec.$ Rf = rata de bază BNM RI = Rf / 12 x Ep Rrec. = 1/n x 100% Rr = cota pentru asigurarea imobilului	metoda cumulativă
	$r = a + 1/n$	metoda Ring
<i>rata de actualizare</i> <ul style="list-style-type: none"> – metoda adiționării – metoda extracției – metoda investițiilor de alternativă – metoda CAMP – metoda CAMP adaptat – metoda DDM – teoria prețurilor de arbitraj – modelul Fume-French 	<i>rata de actualizare</i> $a = r + \delta VP$ $\delta VP = \Delta Da + \Delta Kp$ Kp – coeficientul integral al conjuncturii pieței Da – deprecierea acumulată	metoda extracției

	$a = R_f + R_i + R_{in} + R_l + R_p$ $a = R_f + (R_a - R_f) + R$	$a = R_a + R_l + R_p$ R_a – dobânda bancară la depozite pe termen lung pentru persoane juridice; $R_l = R_f / 12 \cdot E_p$ R_p – riscul specific pieței imobiliare	metoda concretizată a investițiilor de alternativă
--	---	--	--

5. Abordarea prin comparație pentru evaluarea patrimoniului public la etapa actuală nu poate fi aplicată.
6. Situațiile nestandarde cu care se confruntă actualmente evaluatorii, particularitățile specifice evaluării diferitelor bunuri în condițiile Republicii Moldova, toate indică la necesitatea elaborării Standardelor Naționale de Evaluare*.
7. În Standardele Naționale de Evaluare este oportună includerea, în paralel cu valoarea de piață, în calitate de bază de evaluare a conceptului cel mai probabil preț de vânzare. Propunerea respectivă este urmare a dualității scopurilor evaluării, în special a proprietății publice. Dualitatea respectivă se exprimă prin faptul că, pe de o parte, statul are nevoie de valoarea echilibrată a patrimoniului pentru a calcula impozite și taxe (valoare de piață), iar, pe altă parte, este necesară valoarea pentru a vinde bunurile – cel mai probabil preț de vânzare, care nu întotdeauna coincide cu valoarea de piață.

Bibliografie:

1. Legea Republicii Moldova cu privire la activitatea de evaluare, nr.989-XV din 18.04.2002 // Monitorul Oficial al Republicii Moldova. - 2002. - Nr.102.
2. Legea Republicii Moldova privind prețul normativ și ordinea vânzării-cumpărării pământului, nr.1403-XIV din 7.12.2000 // Экономическое обозрение. - 2001. - №1.
3. Legea Republicii Moldova privind administrarea și deținerea proprietății publice, nr.121-XVI din 04.05.2007 // Monitorul Oficial al Republicii Moldova. - 2000. - Nr.90-93/401.
4. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova cu privire la privatizarea terenurilor proprietate publică a statului, nr.932 din 14.08.2007 // Monitorul Oficial al Republicii Moldova. - 2007. - Nr.127-130.
5. Regulament provizoriu privind evaluarea bunurilor imobile, Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.958 din 04.08.2003 // Monitorul Oficial al Republicii Moldova. - 2003. - Nr.177-181.
6. Indicații metodice privind determinarea valorii estimative a complexului patrimonial al întreprinderii și stabilirea prețului de vânzare a patrimoniului: Anexa 6 la Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr.1056 din 12 noiembrie 1997.
7. Standard Moldovean 249:2004 Sistem unic de evaluare a patrimoniului: termeni și definiții. - Chișinău. Departamentul „Moldova - Standard”, 2004.
8. TEGOVA: Standarde Profesionale Europene Aprobate pentru Evaluarea Proprietăților Imobiliare, Ediția română, 1998. Asociația Națională a Evaluatorilor din România ANEVAR, Institutul Român de Cercetări în Evaluare IROVAL.
9. Standarde internaționale de evaluare: ediția a 6-a, 2003: www.anevar.com/standarde_internationale.php
10. Standarde internaționale de evaluare: ediția a 7-a, 2005: www.anevar.com/standarde_internationale.php
11. Standarde internaționale de evaluare: ediția a 8-a, 2007: www.anevar.com/standarde_internationale.php
12. Ogier T., Rigman J., Spicer L. The real cost of capital: a business field guide to better financial decisions. - Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007.

* În viziunea noastră, Standardele Naționale de Evaluare trebuie să reprezinte Standardele Internaționale de Evaluare adaptate la condițiile Republicii Moldova.

13. Асаул А.Н. Экономика недвижимости. 2-е изд. - СПб.: Питер, 2008.
14. Грибовский С.В. Оценка стоимости недвижимости. - Москва: Маросейка, 2009.

Prezentat la 08.09.2009