

PARTICULARITĂȚILE DETERMINĂRII RATEI DE ACTUALIZARE LA EVALUAREA BUNURILOR IMOBILE COMERCIALE

Autori: st. gr. CDI-1302, Olga POGONII, dr., conf. univ. Tatiana SANDUȚA

Universitatea Tehnică a Moldovei

Abstract: *This article contains analyzes of the aspects of the main particularities in the process of determining the discount rate. There were studied the difficulties of the methodology of estimation the discount rate. There were determined the correlation between the discount rate and other components used in applying the Discount Cash-Flow Method. The conclusion is that the discount rate is a complex financial instrument, it's measure reflects the whole state and market situation, and the interior management of the commercial real estate.*

Cuvinte cheie: *rata de actualizare, metoda cumulativa, rata riscului, perioada de prognozare.*

Una din problemele de bază la evaluarea bunurilor imobile prin abordarea prin venit este determinarea ratei de actualizare la aplicarea metodei actualizării fluxurilor de venit. Mărimea ratei de actualizare influențează cel mai mult asupra valorii de piață. Corectitudinea estimării determină cât de obiectiv este reflectată valoarea de piață și ponderea ei la reconciliere.

Scopul principal al articolului este efectuarea unei analize a particularităților determinării ratei de actualizare la evaluarea bunurilor imobile comerciale. **Sarcinile** realizate în cadrul articolului au fost: identificarea dificultăților la estimarea ratei de actualizare, argumentarea posibilităților de aplicare a metodelor de estimare a ratei de actualizare, clasificarea riscurilor ce influențează asupra mărimii ratei de actualizare, determinarea corelației între rata de actualizare și rata de capitalizare.

Practica a demonstrat că evaluarea bunurilor imobile conform metodologiei statelor dezvoltate / capitaliste nu întotdeauna corespunde cu condițiile pieței actuale. Metoda actualizării fluxurilor de venit este un instrument mai clasic de capitalizare a veniturilor, ce permite determinarea fluxurilor de venit viitoare. Fluxurile de venit pot fi diferite în perioada de prognoză, ceea ce asigură un nivel înalt de risc.

Rata de actualizare exprimă norma medie de venit, pe care investitorii așteaptă să fie generat de obiectul investițional față de proiectele analogice de pe piața actuală. La estimarea ratei de actualizare este necesar de ținut cont de faptul că aceasta reprezintă pragul minim de rentabilitate a investițiilor în bunul imobil analizat, știind de existența altor proiecte alternative de pe piață.

Rata de discountare își schimbă mărimea în dependență de etapa de dezvoltare a pieței. Astfel, situația de pe piața actuală a imobilelor comerciale este următoarea:

- Micșorarea cererii față de bunurile imobile comerciale, legată de situația politică și economică din țară – ca rezultat prețurile pentru bunurile imobile sunt în continuă scădere, în special pentru bunurile imobile de talie medie și mare;
- Suprasaturarea ofertei spațiilor comerciale pentru toate tipurile de bunuri imobile generatoare de venit, adică cererea pentru locațiunea spațiilor se micșorează;
- În condițiile cererii scăzute și platilor de locațiune mici, locatorii sunt nevoiți să ofere spații comerciale doar pentru compensarea cheltuielilor de menținere și deservire curentă a imobilelor;
- Creșterea ponderii spațiilor libere. În rezultatul majorării volumului ofertei față de cerere, chiar și obiectele calitative, recent construite e dificil de dat în locațiune, în special nivelele amplasate mai sus decât la parter.
- Procurarea obiectelor comerciale nu justifică veniturile așteptate, iar premise de majorare a prețurilor pe piață în viitorul apropiat nu sunt. Astfel, investirea mijloacelor pentru procurarea imobilelor cu scopul generării veniturilor în condițiile actuale nu sunt. Rezultatul reflectă micșorarea în ritm rapid a cantității tranzacțiilor de vânzare-cumpărare.

Astăzi bunul imobil, se procură de investitor, primordial nu pentru a-și depozita resursele financiare, ci pentru a obține venit. Reieșind din scopul dat, un investitor nu va fi interesat de bunul imobil dacă venitul obținut nu va fi mai mare decât valoarea 1 m.p. suprafață comercială utilă raportat la 100. Acesta este unul din factorii de bază, important atât pentru investitor în luarea deciziei de dezvoltare a imobilului, cât și pentru evaluator în procesul de evaluare a spațiilor comerciale.

Dat fiind faptul că rata de actualizare este una din componentele în procesul aplicării metodei actualizării fluxurilor de numerar, este necesar de menționat cazurile când se aplică anume metoda dată, și nu metoda capitalizării directe, după cum urmează:

- Se presupune ca fluxurile viitoare de venit vor fi diferite fata de cele prezente;
- Sunt date ce permit argumentarea marimii fluxurilor viitoare de venit generate de bunul imobil;
- Fluxurile de venit și cheltuielile au periodicitate sezoniera;
- Bunul imobil evaluat este un obiect comercial multifuncțional major;
- Obiectul imobiliar este în proces de construcție sau e recent construit și este în proces de inițiere în activitatea sa.

Știind că rezultatul obținut prin metoda actualizării fluxurilor de venit mai depinde de durata perioadei de prognozare și marimile fluxurilor de venit prognozate, inclusiv a reversiei au fost studiați factorii de influență asupra termenului de prognozare:

- Nivelul și ritmul inflației;
- Tipul obiectului;
- Condițiile climaterice, în care funcționează bunul imobil,
- Situația politică din țară și din statele vecine,
- Activitatea intermediarilor de pe piața imobiliară (în special băncile comerciale) și segmentele adiacente, etc.

În condițiile internaționale, unde piața este mai stabilă și mai transparentă termenul mediu de activare (prognozare) a unui proiect de dezvoltare imobiliară este de 7-10 ani. În condițiile locale, acest termen este influențat de un nivel înalt de instabilitate, riscuri politice, economice, etc., astfel, perioada de prognozare nu poate fi mai mare de 3-5 ani. [6]

Cele mai des întâlnite metode de estimare a ratei de actualizare din practica internațională este metoda cumulativă, modelul costului mediu ponderat al capitalului (modelul WACC - Weight Average Cost Of Capital) și metoda estimării investițiilor capitale de pe piața de acțiuni (modelul unifactorial de evaluare a instrumentelor financiare primare – CAPM (Capital Asset Pricing Model)). Cea de pe urmă metodă este bazată pe analiza pieței de acțiuni. Calculele se fac în baza următoarelor componente:

- Rata nominală fără risc;
- Venitul comun pe piață în întregime (portofoliul mediu de pe piața hârțiilor de valoare);
- Coeficientul beta.

Metoda cumulativă se aseamănă în careva momente cu modelul CAPM, datorită faptului că în ambele cazuri în cliate de bază pentru calcule se ia rata de bază pentru veniturile generate de hârțiile de evaluare fără risc, la care se adaugă prima pentru riscul investițional în acțiunile simple (riscul sistematic al pieței de acțiuni) și prima pentru alte riscuri – riscuri nesistematice. Astfel încât piața de acțiuni din Republica Moldova este slab dezvoltată, modelul CAPM nu poate fi aplicat cu succes.

După cum s-a menționat mai sus metoda cumulativă este o metodă ce presupune însumarea componentelor: rata reală a rentabilității, rata inflației anticipate și rata riscului. Sensul economic al ratei reale a rentabilității sau ratei de bază este rata cu care investitorii sunt gata să crediteze, dacă nu ar fi riscul să nu se restituie fluxul de numerar, sau rata cu care ei ar putea lua bani în datorie, dacă obiectul gajului ar fi într-atit de bun, încât creditorii ar neglija posibilitatea nerambursării.[4]

Activele ce pot fi considerate fără risc trebuie să corespundă următoarelor cerințe:

- Posibilitatea pierderii mijloacelor investite în bun este minimă;
- Rentabilitatea activelor date este determinată și cunoscută anticipat;
- Perioada de convertire a instrumentului financiar este echivalentă sau aproape egală cu durata de viață a obiectului evaluat.

În practica evaluatorilor R. Moldova, în calitate de rată reală a rentabilității se ia rata de bază stabilită de BNM prin metoda ”coridorului” ca media între rata minimă (rata la depozitele ”overnight”, la moment 0,5%) și rata maximă (rata la credite ”overnight”, la moment 6,5%).

În practica internațională, în calitate de rată fără risc se ia rata rentabilității obligațiunilor de stat pe termen lung, astfel încât se consideră că statul este cel mai sigur garant al obligațiunilor sale – posibilitatea falimentului este practic imposibilă. Astfel, rata fără risc poate fi echivalentă cu:

1. Rata depozitelor de la băncile comerciale de încredere;
2. Obligațiunile de stat ale statelor dezvoltate;
3. Rata refinanțării – rata folosită de Banca Națională la acordarea creditelor băncilor comerciale;
4. Obligațiunile de stat.

Rata inflației reflecta pierderile proprietarului bunului imobil cauzate de inflația, presupusă în perioada activității antreprenoriale și se stabilește de Banca Națională a Moldovei.

Un accent deosebit trebuie acordat primei riscului compus din:

1. riscuri sistemice:

a. **Schimbarile situației economice generale** – riscul dat e legat de posibilitatea majorării inflației, ce nu corespunde cu posibilitatea majorării plății de locațiune, presupuse în perioada de prognoză.

b. **Schimbarile în cadrul actelor legislative și normative** – risc legat apariția dificultăților la determinarea contractului de arendă a terenului pe care a amplasat obiectul. Schimbarile legislative constau în majorarea plăților de arendă și plăților fiscal.

c. **Majorarea cantității obiectelor concurențiale.**

2. Riscuri nesistemice:

a. Situațiile naturale sau provocate de factorul antropoc de forta majora -

b. **Pierderile cauzate de neachitarea plăților de locațiune** – apar în cazul apariției dificultăților financiare ale locatarului sau atitudinii nerespctuoase față de clauzele contractului de locațiune;

c. Influența factorului criminogen

d. Managementul neefectiv al obiectului evaluat

e. Influența controalelor financiare

f. Perfectarea incorectă a actelor de drept civil legate de obiectul evaluării

În legătura cu criza a avut loc majorarea riscurilor privind investirea în construcții datorită faptului nedeterminării tendinței de schimbare a prețurilor pentru bunurile imobile pe viitor. După cum se știe, investitorul alocă mijloace financiare în proiecte cu riscuri înalte, cere o anumită compensare. Astfel, un investitor este gata să majoreze riscul său doar în cazul majorării veniturilor sale. Drept rezultat al raționamentului dat, evaluatorii consideră că în condițiile crizei de pe piață, în legătură cu riscurile majore, rata de actualizare trebuie să fie mai înaltă decât în perioada de pînă la criză, caracterizată cu riscuri mai puține. Însuși faptul majorării riscurilor nu certifică majorarea veniturilor generate de bunul imobil. Coraportul adecvat între veniturile generate și riscurile stabilite este just doar în cazul unei piețe stabile, atunci cînd investitorul poate alege dintre mai multe proiecte de alternativă, fiecare cu riscurile sale respective. Rentabilitatea investițiilor se micșorează în baza micșorării volumului de venit generat atît de bunul imobil, cît și de proiectele alternative. Astfel, în cazul investirii în bunurile imobile comerciale cu scopul obținerii unui venit, investitorul este nevoit să accepte obținerea veniturilor mai mici cu un risc mai înalt. Astfel, micșorarea ratei de actualizare este un proces firesc ca rezultat al micșorării volumului veniturilor obținute în toate ramurile economiei.[2]

În orice perioadă de dezvoltare a pieței imobiliare rata de actualizare trebuie să fie mai înaltă decât rata fără risc. Reieșind din situația descrisă anterior, rata fără risc reprezintă pragul minim la care ar putea fi coborîtă valoarea ratei de actualizare. În ceea ce privește primele pentru riscul investițiilor, metoda cumulativă este larg discutată, datorită determinării primelor doar în baza opiniei subiective a evaluatorului prin metoda expert. Dat fiind faptul că necorespunderea mărimii riscului cu venitul obținut la etapa actuală a pieței imobilelor, metoda cumulativă nu se recomandă de aplicat.[2]

Ținînd cont de faptul că rata de actualizare reprezintă o anumită rentabilitate a capitalului investit, care poate fi de 2 tipuri: rentabilitate curentă (obținută în cazul venitului de la plățile de locațiune) și rentabilitate finală (obținută în cazul reversiei). În diferite condiții ale pieței ponderea valorilor date se schimbă în dependență de dinamica evoluției prețurilor pentru spațiile comerciale pe piață. Ca rezultat randamentul final poate fi mai mare decât cel curent în cazul în care valoarea activului se majorează, și viceversa. De menționat că influența uzurii fizice asupra bunului imobil are consecințe nesemnificative față de schimbarea prețurilor pe piață. [1]

La momentul actual piața comercială din mun. Chișinău este suprasaturată de spații nelocative. Drept răspuns, în condițiile concurențiale scade atît valoarea de piață a bunului la vînzarea lui, cît și plata de locațiune. Astfel, ponderea profitabilității curente a capitalului investit în condițiile actuale poate fi echivalentă cu ponderea profitabilității finale la estimarea valorii de piață prin metoda actualizării fluxurilor de venit.

Reieșind din cele de mai sus și din ideea procurării imobilului comercial în scopul obținerii unui venit prin creșterea valorii bunului imobil și generarea venitului de la locațiune, rata de actualizare în condițiile unei piețe în perioada de stagnare nu poate fi una înaltă (pînă la 15 %).[1] Prin urmare cumpărarea imobilelor generatoare de venit nu poate fi considerată o investiție reușită la momentul actual. Neclaritățile dezvoltării pieței imobiliare și riscurile investiționale în cazul dat nu pot fi compensate așa ca în condițiile veniturilor în

perioada pînă la criză.[1] Acest fapt este în contradicere cu mărirea ratei de actualizare obținută prin metoda cumulativă – metoda clasică, unde o pondere înaltă o ocupă rata riscurilor estimate. Însă nu întotdeauna o investiție cu risc înalt justifică obținerea unui venit înalt. Corelația „venit înalt – risc înalt” lucrează doar în cazul unei piețe stabile, cînd investitorul are posibilitatea de a alege dintre investițiile de alternativă, fiecare cu un gradul său de risc.[1] Astfel, aplicarea

În concluzie se poate de spus că la estimarea ratei de actualizare evaluatorul trebuie să țină cont că:

1. Rata de actualizare reflecta valoarea banilor pe piața. Cu cit e mai mare rata de actualizare, cu atit mai mult se depreciaza banii. Si invers, rentabilitatea obiectului evaluat influenteaza asupra rentabilitatii pe piața proportional ponderii valorii imobilului in valoarea totala a imobilelor existente pe piața.

2. Determinarea ratei de actualizare prin metoda cumulativa in conditiile pietei actuale poate reflecta rezultate gresite la estimarea valorii de piața a bunului imobil, datorita unui nivel inalt al riscului estimat ceea ce nu reflecta volumul veniturilor obtinute in realitate.

3. Rata de actualizare este egala cu rata de capitalizare, daca se prognozeaza stabilitate absoluta pe piața, adica preturile si veniturile pe piața in perioadele prognozabile ramin neschimbate.[5]

4. In dependenta de tendintele de dezvoltare a veniturilor pot fi 3 modele de raspuns pe piața:

- Daca ritmurile anuale prognozabile privind schimbarea veniturilor sunt mai mari decit tempourile anuale de schimbare a preturilor, ($u > v$) atunci rentabilitatea pietei creste.

- Daca ritmul schimbarii veniturilor e mai mic decit ritmul schimbarii preturilor, , ($u < v$) atunci rentabilitatea pietei scade (rata de actualizare se miscoreaza).

- In cazul echilibrului intre ritmul schimbarii veniturilor si a preturilor pe piața, ($u = v$) atunci rentabilitatea pietei este stabila (rata de actualizare este constanta).

Bibliografie

1. Leifer, L. A. *Ставка дисконтирования для оценивания недвижимости в условиях кризиса*, 2009. Disponibil: <www.labrate.ru/leifer/lev_leifer_article-stavka-diskonta-vo-vremya-krizisa.html> [Accesat 10 septembrie 2014].
2. Doțenco, A. V. *Расчет ставок дисконтирования и капитализации при оценке недвижимости в условиях кризиса*, Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки, 2-2, 2009, p. 216-224.
3. *Особенности выбора и использования безрисковой ставки доходности в российской оценочной практике*, 2006. Disponibil: <www.ocenchik.ru/docs/8.html> [Accesat 15 septembrie 2014].
4. *Безрисковая ставка. Особенности выбора и использования безрисковой ставки в оценочной практике*, 2002. Disponibil: <www.ocenchik.ru/docs/14.html> [Accesat 15 septembrie 2014].
5. Zaițev, Iu. S. *Расчет ставки дисконтирования методом рыночной экстракции при оценке недвижимости с использованием вероятностных сценариев доходобразующих параметров*, 2001. Disponibil: <www.ocenchik.ru/docs/550.html> [Accesat 01 octombrie 2014].
6. Iațenco, A., Lukașnik, P. *Оценка недвижимости: доходный подход*, Финансовая газета, 14, 2001, p. 15-17.