

Răspuns la obiecțiuni

Preambul

Prin adresa ANEVAR 1211/10.11.2015, înregistrată la ASF sub nr. 97329/11.11.2015, a fost comunicată «Fișa de evaluare» privind verificarea raportului de evaluare întocmit de Turcaș Florin pentru societatea evaluată SEF Petroforest SA în insolvență, în aplicarea Legii 151/2014. În material se prezintă o serie de obiecțiuni, la care evaluatorul este chemat să răspundă prin adresa ASF nr. DETA 30399/23.11.2015, înregistrată de emitent sub nr. 2137/24.11.2015.

În răspunsul ANEVAR se menționează că s-a realizat o analiză a lucrării și o fișă de verificare. În opinia mea, documentul nu îndeplinește cerințele impuse de standardul **SEV 400 Verificarea evaluării [1]**, în vigoare la data redactării materialului.

Calificativele acordate le apreciez ca fiind subiective, nefiind respectate prevederile **SEV 400**: „14. Raportul de verificare trebuie să fie în concordanță cu termenii de referință ai verificării și trebuie să conțină sau să se refere cel puțin la următoarele aspecte: ... j. prezentarea informațiilor în asemenea manieră încât raportul de verificare să nu inducă în eroare clientul și utilizatorii desemnați în ceea ce privește opiniile și concluziile verificării.”

Lista obiecțiunilor:

Necomplarea într-un scopul evaluării, tipul și caracteristicile subiectului și abordările utilizate

- Metoda aleasă de evaluator pentru aplicarea abordării prin piață este metoda comparației cu tranzacții relevante cu acțiuni ale aceleiași întreprinderi (așa cum e definită în paragraful C.15 din SEV 200 și întărită în paragraful 25 din GME 600). De aici rezultă necesitatea caracterului relevant al tranzacțiilor cu acțiuni ale aceleiași întreprinderi pentru a putea considera aplicarea abordării coerentă cu scopul estimării valorii acțiunii emitentului.

Scopul evaluării definit de legea aplicabilă, respectiv **Legea 151/2014**, care precizează că în speță este aplicabilă prevederea **Legii 31/1990**: „Art. 134. (4) Prețul plătit de societate pentru acțiunile celui ce exercită dreptul de retragere va fi stabilit de un expert autorizat independent, ca valoare medie ce rezultă din aplicarea a cel puțin două metode de evaluare recunoscute de legislația în vigoare la data evaluării.”

Astfel, așa cum s-a menționat și în titlul raportului de evaluare, obiectivul evaluării este stabilirea «*Valorii de piață a participațiilor minoritare*», aceasta întrucât nu acționarii majoritari sunt cei care se retrag din societate.

Adecvarea propriilor tranzacții pentru comparația de piață

Considerăm că această cerință nu este îndeplinită de aplicarea abordării din raportul de evaluare, enumerând în continuare două din motive:

- Free-float-ul redus al emitentului SEPE conduce la concluzia că aplicarea acestei tehnici este neadecvată. Așa cum se arată în raportul de evaluare la pagina 15 (al doilea paragraf), „din punct de vedere bursier, free-float-ul redus, pierderile acumulate an de an și nedistribuirea de dividende sunt motive pentru care emitentul SEPE nu are atractivitate maximă pentru investitorii și speculatorii interni”.
- Tehnica aplicată (maximul ultimilor 6 luni) se bazează pe o tranzacție provenită dintr-o ofertă publică de cumpărare, care deși s-a adresat întregului pachet de acțiuni emis de SEPE, a reușit să colecteze la prețul de 0.1 lei /acțiune doar aproximativ 1.15% din totalul acțiunilor cărora li s-a adresat.

Un *free-float* redus (este situația majorității emitenților din secțiunea Nasdaq) nu exclude aplicabilitatea comparației cu propriile tranzacții. Influența numărului redus de tranzacții a fost luată în calcul prin raportarea la un preț comparativ relevant de tranzacționare din ultima perioadă, pentru a elimina orice suspiciune privind o eventuală manipulare a prețului.

Astfel, pentru comparabilitatea datelor, următoarele aspecte au fost luate în calcul:

- *Numărul de acțiuni tranzacționate.* Comparabilitatea impune ca volumul tranzacțiilor luate în calcul pentru determinarea comparației de preț să fie similar (sau măcar să aibe același ordin de mărime) ca și volumul retragerilor (pentru care este realizată evaluarea). Astfel, se evită aplicarea unor corecții pentru mărimea pachetelor de acțiuni tranzacționate. Volumul cererilor de retragere a fost de 643.865 acțiuni, iar volumul tranzacțiilor considerate comparabile a fost de 958.975 acțiuni.
- *Intervalul de timp considerat să nu fie prea mare.* Astfel, nu vor fi necesare corecții pentru eventualele evoluții semnificative ale pieței. În perioada de 6 luni luată în calcul în raport, piața bursieră (cât și cea locală și macroeconomică, în general) nu a suferit fluctuații majore. De altfel, prețul maxim de 0,10 lei/acțiune se menține chiar dacă considerăm toate tranzacțiile efectuate din 2010 până la data raportului (cu un număr de 4.483.474 acțiuni).
- *Valoarea considerată.* Selectarea comparabilei se putea face dintre media ponderată a prețului cu volumul tranzacționat (prețul mediu) și valoarea maximă a prețului, similar ofertelor publice de preluare. Am decis selectarea valorii maxime pentru că ea provine dintr-o ofertă publică, respectiv, dintr-o documentație avizată pentru conformitate de ASF și disponibilă tuturor investitorilor din ringul BVB.
- Îmi asum obiecțiunea cu privire la faptul că alegerea comparabilei a ținut cont de o singură tranzacție. Astfel, calculul a fost refăcut prin reconsiderarea valorii la nivelul mediei ponderate a tranzacțiilor din ultimele 6 luni, valoarea rezultată fiind de 0,0755 lei/acțiune.

De asemenea, utilizarea în cadrul raportului a unei abordări a cărei adecvare și relevanță nu este fundamentată, constituie o încălcare a prevederilor alineatului 6 și 7 din SEV 102 Implementare.

Prevederile menționate sunt: „6. Trebuie acordată o importanță deosebită selectării abordărilor în evaluare care trebuie să fie relevante și adecvate. Principalele abordări în evaluare sunt descrise în SEV 100 Cadrul general, iar metodele utilizate frecvent pentru aplicarea acestor abordări în evaluarea diferitelor tipuri de active sunt prezentate în comentariile din Standardele referitoare la active.

7. Alegerea celei mai adecvate abordări sau metode depinde de luarea în considerare a următoarelor: tipul valorii adoptat, determinat de scopul evaluării; disponibilitatea datelor de intrare și a informațiilor pentru evaluare; abordările sau metodele utilizate de participanții de pe piața relevantă.”

Consider că tranzacțiile de pe piața pe care este listat emitentul sunt relevante și adecvate, piața bursieră reflectând cursul acțiunilor minoritare. Mai mult, volumul retragerilor este similar celui luat în calculul prețului evaluat, perioada este apropiată în timp, astfel încât nu pot exista suspiciuni că prețul de piață nu ar reflecta percepția investitorilor asupra valorii curente a acțiunilor deținute.

Baza legală pentru stabilirea valorii de piață a acțiunilor

Cu privire la acest aspect, prezint în continuare principalele prevederi normative/legislative care precizează modul de calcul al valorii acțiunilor cotate. În cazul acțiunilor listate și tranzacționate se prevede, fără excepție, considerarea valorii de piață ca valoare de referință pentru evaluarea pachetelor minoritare, așa cum este cazul și în evaluarea de față.

Regulamentul CNVM nr. 9/2014 [2]:

„Art. 235. - (2) Evaluarea instrumentelor financiare admise pe piața RASDAQ și aflate în portofoliul O.P.C.V.M. vor fi evaluate conform prețului de referință calculat în ziua "T" stabilit de Bursa de Valori București (BVB), respectiv:

- a) prețul de închidere din ziua "T" pentru segmentul de piață "RGSB";
- b) prețul mediu din ziua "T" pentru segmentul de piață "XMBS", respectiv segmentul "UNLS" (din cadrul pieței BVB).”

De altfel, toate fondurile de investiții evaluează acțiunile cotate și tranzacționate în ultimele 30 zile la valoarea de piață, cotația BVB.

Standardul Internațional de Raportare Financiară 13. Evaluarea la valoarea justă [3]:

„69...În toate cazurile, dacă există un preț cotate pe o piață activă (adică date de intrare de nivel 1) pentru un activ sau o datorie, o entitate trebuie să utilizeze acel preț fără a-l ajusta atunci când evaluează valoarea justă, cu excepția prevederilor de la punctul 79.

77. Un preț cotation pe o piață activă oferă cea mai sigură dovadă a valorii juste și, ori de câte ori este disponibil, trebuie utilizat fără ajustări pentru evaluarea valorii juste, cu excepția cazului de la punctul 79."

Standardul menționează că: „9. Prezentul IFRS definește valoarea justă drept prețul încasat pentru vânzarea unui activ sau plătit pentru transferul unei datorii într-o tranzacție normală între participanți pe piață, la data de evaluare.” Această definiție se încadrează în obiectivele evaluării acțiunilor pentru delistare.

De asemenea, se definește piața activă astfel: „o piață pe care tranzacțiile cu activul sau datoria în cauză au loc la un volum și cu o frecvență suficiente pentru a oferi informații de preț în mod constant.”

Reiterăm faptul că evaluatorul a verificat acest aspect, volumul de tranzacții din ultimele 6 luni, considerat drept comparabilă, fiind mai mare decât volumul solicitărilor de retragere (volumul acțiunilor evaluate).

Standardele de Evaluare ANEVAR, 2014. GME 600:

„Abordarea prin piață. 25. Conform C15, SEV 200, abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu alte întreprinderi similare, cu participării la întreprinderi similare tranzacționate pe piață, precum și cu orice tranzacții relevante cu participării ale întreprinderii subiect.

30. Când în evaluare sunt utilizate informații despre tranzacțiile anterioare ale întreprinderii, pot fi necesare ajustări ale acestora pentru a lua în considerare modificările survenite în economie, în domeniul de activitate și în întreprinderea respectivă. Tranzacțiile anterioare pot fi considerate ca fiind comparabile, numai dacă ajustările pot fi argumentate, și în urma ajustărilor rezultă valori care pot fi considerate a fi realizabile în contextul economic general și specific, valabil la data evaluării.”

Fiind comparabile ca volum, derulate recent și fără a implica părți afiliate, tranzacțiile din ultimele 6 luni reprezintă o bază credibilă pentru stabilirea prețului de piață al acțiunilor. Contextul economic fiind nemodificat în ultimele 6 luni, corecțiile nu au fost necesare și nici nu pot fi justificate credibil.

GME 600 Evaluarea întreprinderii:

„15. Culegerea datelor trebuie să se bazeze pe surse și baze de date credibile și relevante la data evaluării. De asemenea, în raportul de evaluare este necesară prezentarea cu acuratețe a surselor din care au provenit datele utilizate de evaluator în calculul și raționamentul său. În cadrul procesului de culegere a datelor se recomandă ca evaluatorul de întreprinderi să ia în considerare următorii factori:...

j) tranzacțiile anterioare în care au fost implicate participării ale întreprinderii subiect al evaluării;”

Directiva 2004/25/CE a Parlamentului European și a Consiliului [4]:

„Articolul 5. Protecția acționarilor minoritari, oferta obligatorie și prețul echitabil. 4) Se consideră preț echitabil prețul cel mai ridicat plătit pentru aceleași valori mobiliare de către ofertant sau de către persoane care acționează în mod concertat cu acesta, pe parcursul unei

perioade, determinate de statele membre, de minim șase luni și maxim doisprezece luni care preced oferta prevăzută la alineatul (1)...

Sub rezerva respectării principiilor generale enunțate la articolul 3 alineatul (1), statele membre pot să-și autorizeze autoritățile de control să modifice prețul prevăzut la primul paragraf în circumstanțe și în conformitate cu criterii clar determinate. În acest sens, pot elabora o listă de circumstanțe în care prețul cel mai ridicat se poate modifica în sus sau în jos, de exemplu dacă prețul cel mai ridicat a fost stabilit prin acord între cumpărător și un vânzător, dacă prețurile de piață ale valorilor mobiliare în cauză au fost manipulate, dacă prețul de piață în general sau anumite prețuri de piață în special au fost afectate de evenimente excepționale sau pentru a permite salvarea unei societăți aflate în dificultate. Statele membre pot, de asemenea, să definească criteriile care trebuie utilizate în aceste cazuri, de exemplu valoarea medie de piață pe parcursul unei anumite perioade, valoarea de lichidare a societății sau alte criterii obiective de evaluare utilizate în general în analiza financiară."

IOSCO, International Organization Of Securities Commissions, indică clar [5] faptul că activele cotate trebuie evaluate prin marcarea la piață: „*The value of such (complex and hard-to-value assets, nota mea) assets cannot be determined by using quoted prices (so-called mark-to-market), but instead CIS may rely on internal techniques which imply management's judgment (so-called mark-to-model).*”

Referințe bibliografice

Numeroase lucrări evidențiază marcarea la piață ca fiind similară cu valoarea de piață a acțiunilor listate.

Shapiro (2013) consideră că valoarea tranzacțiilor anterioare este o bază solidă pentru aprecierea prețului de piață al acțiunilor [6]: „*Although the aim of the valuer is to provide an estimate of market value, it should not be assumed that each valuer's opinion will be the same. Different valuers could arrive at different opinions of value because they are making estimates and there is normally room, within limits, for differences of opinion. Under stable market conditions, because market prices result from estimates of value made by buyers and sellers on the basis of prices previously paid for other similar interests, the differences should be relatively small.*” (sublinierea mea).

Choudhry (2010) arată că [7]: „*In a free market economy, which apart from a handful of exceptions is now the norm for all countries around the world, the capital market exhibits the laws of supply and demand. This means that the market price of finance is brought into equilibrium by the price mechanism.*”

În materialul **Mark-to-Market and Mark-to-Model. Challenges for the Money Market Funds Industry** [8], emis de PricewaterhouseCoopers în 2014, se menționează că: „*Both US GAAP and IFRS recognise that price quotations in an active market are the best evidence of fair value and must be used, in priority to other valuation techniques such as mark-to-model methods, when they exist. This hierarchy is also encouraged within IOSCO's policy recommendations for MMFs.*”

Obiecțiunea privind primele de control

- Aplicarea metodei comparației cu tranzacții relevante cu acțiuni ale aceluiași întreprinderi, așa cum este realizată în raportul de evaluare, pornește de la cotația acțiunilor din tranzacții cu pachete minoritare. Neaplicarea în acest caz a unei prime de control duce la o deviație a aplicării metodei în corespondență cu scopul și utilizarea evaluării, precum și la o necorelare a rezultatului obținut cu rezultatele aplicării celorlalte abordări în evaluare din raport.

Considerăm aplicarea incompletă a tehnicilor necesare aplicării integrale a metodei de evaluare alese o neconformitate majoră, prin nerespectarea prevederilor alineatului 31 din GME 600.

Actul normativ invocat, **GME 600 Evaluarea întreprinderii** [9], prevede următoarele: „31. În abordarea prin piață, evaluatorul poate considera ca fiind adecvată aplicarea unor prime sau discounturi pentru a reflecta diferitele niveluri de control, lichiditate/vandabilitate etc. Utilizarea, cât și nivelul oricăror astfel de prime sau discounturi, vor trebui argumentate în raportul de evaluare.”

Normativul invocat nu este însă aplicabil în cazul de față, pentru că evaluarea pentru delistare reprezintă un caz particular, pentru care același standard **GME 600** prevede explicit: „Particularități. 60. În cazul evaluărilor realizate pentru retragerea de la tranzacționare a acțiunilor emise de o întreprindere listată pe o piață reglementată din România, **nu se aplică discounturi pentru lipsa de control, respectiv pentru lipsa de lichiditate/vandabilitate.**”

Prin urmare, evaluatorul nu a putut aplica corecții asupra valorii patrimoniale (rezultate din abordarea prin cost), deși acestea sunt impuse în toate lucrările bibliografice [10, 11, 12] analizate. Astfel, evaluarea prin ANC nu a fost corectată pentru deținerile minoritare care reprezintă obiectivul evaluării.

Aplicarea metodei activului net corectat

B. Neconformități în Aplicarea Activului Net Corectat :

- În aplicarea Activului Net Corectat, la evaluarea construcțiilor, în raportul de evaluare se prezintă, la pagina 22, că „au fost recent reevaluate (31.12.2014), de un evaluator autorizat, valoarea justă fiind înregistrată în contabilitate”.

Precizăm că în raport, la pagina 21 se precizează că „grădinița nu este loc de activitate productivă în domeniul preșcolară tematică, o parte din spațiu fiind închisă, ceea ce conduce la concluzia că valoarea estimată a bunurilor imobile deținute, pentru scopul declarat al raportului, ar fi trebuit să fie ca tip de valoare, valoarea de piață și nu valoarea justă.”

- De asemenea, în raportul de evaluare (pagina 22) se precizează că:
 - o „În raport cu valoarea contabilă (12.184.438,07 lei), valoarea de piață a terenurilor are o influență pozitivă de 24.524.043 lei asupra activului net”
 - o Celelalte valori contabile înregistrate la 31.12.2014 sunt la valoare justă, astfel nu sunt necesare corecții”
- În urma evaluării terenurilor, realizată în raportul de evaluare, valoarea acestora a fost corectată de la 12.184.438,07 lei la 36.718.431 lei (pe trei ori), dar asupra restului de imobilizări corporale, în valoare contabilă de 2.445.983 lei, nu s-a realizat

sau prezentat în raport nici un fel de testare care să conducă la concluzia că valorile înregistrate pentru cămin sunt valoare de piață.

Acest mod de abordare în estimarea valorii activelor imobilizate are un posibil impact direct asupra rezultatului, fiind considerat neconformitate majoră, prin încălcarea prevederilor paragrafului 48 din GME 600 – Evaluarea întreprinderii

Exprimarea «valoarea justă fiind înregistrată în contabilitate» îmi aparține nefiind corespunzătoare. Valoarea propusă de evaluator este valoarea de piață, așa cum rezultă din scrisoarea de transmitere anexată.

Conform SEV 100 Cadrul general, „5. În cazul evaluărilor complexe sau a unui număr mare de active, se acceptă ca evaluatorul să solicite asistență din partea specialiștilor în anumite aspecte ale angajamentului său integral, cu condiția ca acest lucru să fie prezentat în termenii de referință ai evaluării (a se vedea SEV 101 Termenii de referință ai evaluării).”

CĂTRE,
CONSILIUL DE ADMINISTRAȚIE
al
S.C. SEF PETROFOREST S.A. Piatra Neamț

Prin prezenta, avem onoarea, să vă înmâșăm, conform contractului încheiat înregistrat sub nr. 62 din data de 15 decembrie 2014, raportul de evaluare a bunurilor imobile aparținând S.C. SEF PETROFOREST S.A. Piatra Neamț - județul Neamț, proprietate privată a beneficiarului prezentei lucrări.

Proprietățile imobiliare la care se referă prezentul raport de evaluare se compun din construcții în suprafață totală de 15.963,60 mp.

Accesul la proprietatea în cauză a fost liber și nelimitativ, ceea ce a dus la investigațiile și analizele necesare în vederea stabilirii valorii de piață a bunului imobil.

Metoda de evaluare aplicată în prezentul raport a avut la baza determinarea celei mai bune utilizări a proprietății evaluate, pentru construcții fiind, metoda costurilor.

Ca urmare a studiului de piață efectuat pentru determinarea valorii de piață a proprietăților imobiliare aparținând S.C. SEF PETROFOREST SA, cu sediul în Municipiul Piatra Neamț, județul Neamț a rezultat la o estimare a valorii de piață, cifra colectivului de experți Evaluatori în acordă cea mai mare încredere la data de 31.12.2014 în sumă de 2.661.646 lei.



Evaluator,
Jim Sava



31.12.2014

În opinia mea, rezultatele unei evaluări realizate recent (cca. 3 luni) de un membru autorizat ANEVAR, în vederea stabilirii valorii de piață a clădirilor, nu ar mai trebui să facă obiectul testării «care să conducă la concluzia că valorile înregistrate pentru clădiri sunt valori de piață»

Cât privește obiecțiunea de neconformitate, normativul **GME 600** precizează: „48. În aplicarea abordării prin active, bilanțul contabil întocmit conform politicilor contabile adoptate de întreprindere este ajustat astfel încât să reflecte toate activele corporale, necorporale și financiare, precum și toate datorile, la valoarea lor de piață sau la o altă valoare adecvată. Poate fi necesară luarea în considerare a impactului ajustărilor asupra impozitelor. În anumite cazuri specifice (de exemplu, evaluarea în ipoteza încetării activității) poate fi necesară luarea în considerare a costurilor generate de vânzare și a altor cheltuieli.”

La data evaluării, conducerea emitentului a pus la dispoziția evaluatorului o balanță provizorie pe luna ianuarie. Acesta este în prezent definitivată, diferențele fiind minore. Pentru refacerea calculului, evaluatorul a considerat balanța definitivă, asupra căreia face următoarele observații și corecții economice:

- Terenurile au fost reevaluate în lucrare. Observația că valoarea propusă este de 3 ori mai mare decât cea contabilă este irelevantă, deoarece expertul nu se pronunță asupra valorii de cost (istoric) a terenurilor, ci doar asupra valorii lor estimate actuale, de piață. Astfel, valoarea de piață a terenurilor este de 36.718.481 lei, determinând o corecție de +24.534.043 lei.
- Construcțiile au fost reevaluate la valoarea de piață din 31.12.2014. Valoarea construcțiilor reevaluate este de 2.661.646 lei, la acestea fiind adăugat un activ în valoare de 69.683 lei, nereevaluat. Prin urmare, valoarea construcțiilor înregistrată în contabilitate este valoarea lor de piață, nefiind necesare alte corecții.
- Evaluatorul consideră că înregistrarea valorii juste a construcțiilor în contabilitate ar fi trebuit efectuată în conformitate cu prevederile reglementărilor contabile din OMF 1802/2014 [13], prin înregistrarea valorii de piață ca valoare de intrare și eliminarea amortizării. „103. - La reevaluarea unei imobilizări corporale, amortizarea cumulată la data reevaluării este tratată în unul din următoarele moduri:
 - a) recalculată proporțional cu schimbarea valorii contabile brute a activului, astfel încât valoarea contabilă a activului, după reevaluare, să fie egală cu valoarea sa reevaluată. Această metodă este folosită, deseori, în cazul în care activul este reevaluat prin aplicarea unui indice; sau
 - b) eliminată din valoarea contabilă brută a activului și valoarea netă, determinată în urma corectării cu ajustările de valoare, este recalculată la valoarea reevaluată a activului. Această metodă este folosită, deseori, pentru clădirile care sunt reevaluate la valoarea lor de piață.”
- Emitentul se înscrie în cazul b, astfel încât evaluatorul a decis că amortizarea aferentă clădirilor reevaluate, în valoare de 829.368 lei, trebuie anulată.
- Utilajele și mijloacele de transport nu au valori de piață, majoritatea fiind amortizate integral. Pentru că nu au fost utilizate în ultima perioadă (emitentul nu mai desfășoară activitate productivă), mijloacele fixe au fost descompletate, ele regăsindu-se în magazine fără a fi conservate în mod corespunzător. Conducerea emitentului intenționează să le valorifice ca piese de schimb, respectiv să le caseze ca fier vechi și materiale recuperabile. Pentru că nu au valoare de piață, evaluatorul a decis să nu corecteze valoarea lor contabilă. Valoarea rămasă a mijloacelor fixe, mai puțin construcțiile, este de numai 113.054 lei, nefiind necesare corecții.
- Lucrările de modernizare în curs la Cabana Schit (Ferma), în valoare de 453.319 lei, au fost recunoscute la cost (la valoare contabilă), întrucât sunt nefinalizate și nerecepționate.

În consecință, reevaluarea conturilor de imobilizări corporale aduce următoarele corecții bilanțului contabil:

Activ	Valoare de intrare [lei]	Amortizare [lei]	Valoare rămasă [lei]	Corecții [lei]	Valori evaluate [lei]
Terenuri	12.184.438		12.184.438	24.534.043	36.718.481
Construcții	2.731.329	851.719	1.879.610	829.368	2.708.978
Mașini, instalații și utilaje	3.201.648	3.088.594	113.054		113.054
Imobilizări în curs	453.319		453.319		453.319
TOTAL	18.570.734	3.940.313	14.630.421	25.363.411	39.993.832

- Stocurile aveau valori mici (155.131 lei) și erau constituite majoritar din materii prime, materiale, obiecte de inventar de mică valoare și produse finite nevandabile, valorificarea lor fiind dificilă, pentru că nu mai aveau piață. În absența unei valori de piață credibile, acestea au fost menținute la valoarea din contabilitate.
- Suma de 112.700,31 reprezintă debitori pentru care șansele de încasare sunt minime, fiind în desfășurare procese de durată. Debitorii fiind în insolvență sau faliment nu sunt speranțe ca sumele restante să fie recuperate. Prin urmare, asupra creanțelor se aplică o corecție de -112.700 lei.
- Datoriile sunt evidențiate la valoarea justă în contabilitate, nefiind necesare corecții.
- Vânzarea terenului a generat un profit net, care este mai mare decât pierderile fiscale înregistrate în anii anteriori. Impozitul nu a fost calculat la data efectuării evaluării, el fiind exigibil abia la raportarea fiscală aferentă lunii martie 2015. În prezent, se știe că valoarea impozitului aferent lunii ianuarie 2015 ar fi fost de 943.883 lei și că el ar fi trebuit înregistrat în contabilitate. Conform GEV 600, „19. Pentru estimarea valorii de piață a întreprinderii pot fi necesare ajustări ale înregistrărilor financiare în scopul de a reflecta cât mai corect realitatea economică. Aceste ajustări ale elementelor situațiilor financiare pot necesita și ajustări corespunzătoare ale impozitelor.” Prin urmare, evaluatorul consideră corecția datorii pe termen scurt cu valoarea exigibilă (chiar plătită ulterior) a impozitelor, în sumă de -943.883 lei.
- Veniturile în avans reprezintă sume realizate, dar distribuite pe întregul exercițiu. Acestea au fost corectate, cu valoarea de -7.679 lei.

În concluzie, corecția totală asupra bilanțului contabil este de +24.336.858 lei, generând un activ net reevaluat de 57.812.890 lei:

Bilanț la 31.01.2015		[lei]		
	Contabil	Diferențe	Evaluat	Obs.
IMOBILIZĂRI NECORPORALE				
IMOBILIZĂRI CORPORALE				
IMOBILIZĂRI FINANCIARE	14.630.421	25.363.411 *	39.993.832	terenuri, amortizări
ACTIVE IMOBILIZATE - TOTAL	14.630.421	25.363.411 *	39.993.832	
STOCURI	155.131		155.131	
CREANȚE	24.293.448	-112.700	24.280.748	clienți litigiu
INVESTIȚII PE TERMEN SCURT				
CASA ȘI CONȚURI LA BĂNCI	3.810.884		3.810.884	
ACTIVE CIRCULANTE - TOTAL	28.359.464	-112.700 *	28.246.763	
CHELTUIELI ÎN AVANS				
DA TORII TERMEN SCURT				
DA TORII TERMEN LUNG	9.506.173	943.883	10.450.056	impozit pe profit
TOTAL DATORII	9.506.173	943.883 *	10.450.056	
PROVIZIOANE				
VENITURI ÎN AVANS				
CAPITAL SOCIAL	7.679	-7.679		corecție
PRIME DE CAPITAL	27.234.639		27.234.639	
REZERVE DIN REEVALUARE				
REZERVE	3.499.048	25.258.390	28.757.438	
Acțiuni proprii	2.059.048		2.059.048	
Câștiguri/Pierderi legate de instrumentele de capitaluri proprii				
REZULTAT REPORTAT	-10.360.086		-9.360.086	
REZULTATUL EXERCITIULUI FINANCIAR	31.043.383	-943.883	30.099.500	impozit pe profit
Repartizarea profitului				
CAPITALURI PROPRII - TOTAL	33.476.032	24.314.507	57.790.539	

Alte obiecții aduse lucrării

Posibilitatea aplicării altor abordări

C. Neconformități legate de analiza și descrierea afacerii evaluate

- În modul de prezentare a analizei și descrierii afacerii evaluate, informațiile prezentate sunt lacunare și nu oferă posibilitatea înțelegerii situației exacte a patrimoniului societății, a situației operaționale, iar concluziile acestei analize nu fundamentează în mod satisfăcător alegerea abordărilor aplicate în raport.

Acest mod de abordare are un posibil impact direct asupra rezultatului, prin selecția abordărilor aplicate în evaluare, o analiză mai amănunțită putând posibil să conducă și la concluzii privind posibilitatea aplicării și a altor abordări. Considerăm aceasta o neconformitate majoră, prin încălcarea prevederilor paragrafului 15, 51, 52 din GME 600 – Evaluarea întreprinderii și a art. 3 din SEV 100 – Cadru General

Obiecția vizează aplicarea altor abordări.

S-a menționat în raport că abordarea prin venit nu poate fi aplicată atâta vreme cât societatea era în insolvență, nu avea activitate productivă și nici un plan de afaceri viabil pe termen lung.

Abordarea prin comparația cu indicatorii pieței a fost și ea explorată, dar a fost considerată inaplicabilă, pentru că valorile indicatorilor nu prezintă credibilitate.

SEV 200: „C20. Analizii pieței utilizează în mod frecvent „uzanțele” de evaluare (bazate pe formule simple de evaluare rezultate din practică n. t.), ca fiind o procedură prescurtată a abordării prin piață. Totuși, ar trebui să nu se atribuie o importanță semnificativă indicațiilor asupra valorii rezultate din utilizarea unor astfel de uzanțe, cu excepția cazului în care se poate dovedi că vânzătorii și cumpărătorii le acordă o mare credibilitate. Acolo unde este cazul, ar trebui să se facă o verificare încrucișată, utilizând cel puțin încă o altă metodă.”

Descrierea societății

Societatea este descrisă cadrul lucrării, însă aspectele de perspectivă ale afacerii nu au putut fi prezentate datorită situației particulare a emitentului: se află în proces de restructurare, neavând activitate productivă. Singurele venituri proveneau din închirierea spațiilor. Vânzarea de active a fost o opțiune luată în calcul, fără o strategie concretă de materializare, iar personalul era în continuă scădere.

Chiriile practicate sunt modice, pe o piață slab aspectată, cu oportunități modeste de creștere. La data evaluării, tarifele practicate pentru spațiile închiriate erau modice, așa cum rezultă din tabelul următor.

Activ	Suprafața [mp]	Chirie [€/mp/lună]	Activ	Suprafața [mp]	Chirie [€/mp/lună]	Activ	Suprafața [mp]	Chirie [€/mp/lună]
Birouri STIL	79	2,90	Ferma Schit	49.309	0,002		946	0,12
STIL Piatra Neamț	60	1,00	Răstuf parc rece	500	0,22	Sabusa	402	0,28
Bistriței	650	0,58	fostul RAR	570	1,93		300	0,30
	385	0,42		50	0,44	sediu SEF Petroforest	20	2,22
	284	0,32			11,11 €/lună	SEF Ceahlău		24,44 €/lună
Borca	804	0,07	Morcu	197	1,50	SIL 1 Mai	80	3,10
	2.900	0,05		152	2,40		170	1,00
	700	0,22	P. Movili	106	6,20	SIL Bistrița	100	0,44
Caban Fokon	8.987	1,30		30	2,00		488	0,10
Cabana Dreptu	77	0,18		24	3,10	Cantina SIL Bistrița		24,44 €/lună
Cabana Unguru	225	1,00	Poiana Teichii	1.880	0,13	Magazie SIL Bistrița	300	2,50
Cămin nefamilisti	1 cameră	23,00 €/lună	Republicii	23	17,00	SIL Foresta	20	0,11
centrală termică	30	0,13		75	2,00			

Stabilirea valorii finale a acțiunilor emitentului

În urma revizuirilor aduse raportului de evaluare, valorile finale rezultate sunt următoarele:

		Număr acțiuni		
		28.668.041		
Valori evaluate		Total	Unitar	Obs.
		[lei]	[lei/acțiune]	
Val. Nominală		27.234.639	0,9500	
Val. Contabilă		33.476.032	1,1677	31.01.15
Abordarea prin multiplicatorul P/BV	0,90 †	30.128.429	1,0509	31.01.15
Activ net corectat (ANC)		57.790.539	2,0159	31.01.15
Capitalizare bursieră (valoare de piață curentă)	Rasdaq	2.580.124	0,0900	
Best BID	Rasdaq	286.680	0,0100	20.03.15
Max ASK	Rasdaq	22.647.752	0,7900	
Medie tranzacționare ultimele 6 luni (6M)	Rasdaq	2.164.214	0,0755	23.09.14
Valoarea finală propusă		29.977.377	1,05	Medie (ANC; medie 6M)

Data multiplicatorului †

21.01.2015

† <http://www2.bvb.ro/IndicesAndIndicators/Indicators.aspx?i=&t=0&m=&d=1/21/2015&tab=1>

Turcaș Florin,

15.12.2015

1 Standardele de evaluare ANEVAR. București, 2015

2 <http://asfromania.ro/legislatie/legislatie-sectoriala/legislatie-capital/legislatie-secundara-cnvm/regulamente-cnvm/357-2014-regulamente-capital-legislatie/3146-rregulament-nr-9-2014-privind-autorizarea-si-functionarea-s-a-i-a-p-c-v-m-si-depozitarilor-a-p-c-v-m>

3 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/HTML/?uri=CELEX:32008R1126&rid=1>

4 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?qid=1449128934679&uri=CELEX:32004L0025>

5 Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes. Final Report. IOSCO, May 2013

6 Modern methods of valuation / Eric Shapiro, David Mackmin and Gary Sams. – 11th ed. Routledge, 2013

7 Capital Market Instruments Analysis and Valuation. 3rd Edition. / Moorad Choudhry, Didier Joannas, Gina Landuyt, Richard Pereira, Rod Pienaar. / Palgrave Macmillan, 2010

8 http://download.pwc.com/ie/pubs/2014_challenges_for_the_mmf_industry.pdf

9 Standardele de evaluare ANEVAR. București, 2014

10 Private Companies. Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment / Dr. Kerstin Dadel, CFA, John Wiley & Sons, Ltd. 2014

11 Business valuation discounts and premiums / Shannon P. Pratt. John Wiley & Sons, Inc., 2009

12 Financial valuation : applications and models / James R. Hitchner. – 3rd ed. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 2011

13 https://static.anaf.ro/static/10/Anaf/legislatie/DMFP_1802_2014.pdf