

## ASPECTE PRIVIND OPERAȚIUNILE DE FUZIUNE REALIZATE LA NIVELUL REPUBLICII MOLDOVA ȘI IMPACTUL ACESTORA ASUPRA COMPANIILOR PARTICIPANTE

*Maria COJOCARU, Anca-Simona HROMEI\**

*Universitatea de Stat din Moldova*

*\*Universitatea „Al.I. Cuza” din Iași*

Operațiunile de fuziune sunt o modalitate de reorganizare deosebit de populară și răspândită la nivel internațional. Beneficiile oferite de acestea reprezintă însă o problemă controversată, fiind dificilă formularea unor concluzii. La nivelul Republicii Moldova, operațiunile de fuziune sunt reduse ca număr, iar impactul acestora asupra companiilor este dificil de estimat. Se poate însă observa o evoluție favorabilă, în termeni de rentabilitate, în cazul societății care își continuă activitatea ulterior fuziunii.

*Cuvinte-cheie: fuziuni, beneficii, performanțe, asigurări.*

### ASPECTS REGARDING THE MERGERS COMPLETED IN THE REPUBLIC OF MOLDOVA AND THEIR IMPACT ON THE MERGING COMPANIES

Mergers are a way of reorganizing, being particularly popular and widespread internationally. The benefits of these transactions are, however, a controversial issue, being difficult to draw conclusions. In the Republic of Moldova, the merger operations are reduced in number and their impact on companies is difficult to estimate. It can, however, be observed a positive development in terms of profitability of the company that continues its activity after the merger.

*Keywords: mergers, benefits, performance, insurances.*

#### Introducere

La etapa actuală operațiunilor de fuziune a companiilor le revine un rol important în economia mondială. Piața tranzacțiilor de fuziune are ca obiect de vânzare-cumpărare drepturile asupra unei firme, este în dezvoltare ascendentă în multe țări și capătă un caracter internațional tot mai accentuat.

Apariția fuziunilor se atestă mai întâi în Statele Unite ale Americii, apoi în Marea Britanie, urmând ca aceste procedee să se dezvolte și să devină din ce în ce mai populare, înregistrând în ultimele decenii creșteri semnificative la nivel internațional atât ca număr al operațiunilor, cât și ca valori tranzacționate. Fuziunile reprezintă modalități de restructurare la care societățile pot apela în vederea realizării strategiilor de creștere, ce pot contribui la îndeplinirea obiectivelor stabilite de acestea pe termen mediu și lung.

Există numeroase studii la nivel internațional cu privire la beneficiile acestor operațiuni, însă rezultatele sunt contradictorii, neputându-se formula un principiu general cu privire la impactul acestora asupra activității companiilor implicate, în special în ceea ce privește performanța acestor operațiuni.

Tema performanței operațiunilor de fuziune este adesea abordată în literatura de specialitate, însă cele mai recente studii au ajuns la concluzii contradictorii. În plus, trebuie precizat și faptul că există numeroase modalități în care poate fi abordată performanța înregistrată de o companie care a participat la o operațiune de fuziune; prin urmare, este dificil să se formuleze o concluzie generală sau un principiu în acest sens.

Atunci când ne referim la performanța operațiunilor de fuziune, putem avea în vedere atât performanța financiară, cât și cea nefinanciară. Performanța financiară se referă la evoluția rezultatelor pe o perioadă considerată destul de îndelungată pentru luarea deciziilor, reflectând o stare de competitivitate a unei companii, care îi asigură acesteia existența stabilă și durabilă pe piață. În mediul de afaceri performanța este interpretată ca un succes, o reușită, putând fi cuantificată cu ajutorul unui ansamblu de indicatori, printre care pot fi menționați: profit, rentabilitate, cifră de afaceri, cash-flow etc. [2, p.41].

În alte abordări, performanța financiară a unei operațiuni de fuziune poate fi apreciată atât prin intermediul indicatorilor furnizați de contabilitate (evoluția costurilor, a rezultatelor și a indicatorilor economico-financiarilor ce pot fi calculați pe baza acestora), pe baza celor utilizați în marketing (cotă de piață, evoluția vânzărilor etc.), cât și pe baza evoluției titlurilor companiei respective pe piața de capital [3, p.72-84].

Din perspectiva nefinanciară, performanța operațiunilor de fuziune se poate determina pe baza informațiilor referitoare la gradul de inovare, adaptarea la cerințele tot mai exigente ale pieței, reputația companiei etc. [1, p.87-95].

### Evoluția numărului de fuziuni realizate la nivelul Republicii Moldova

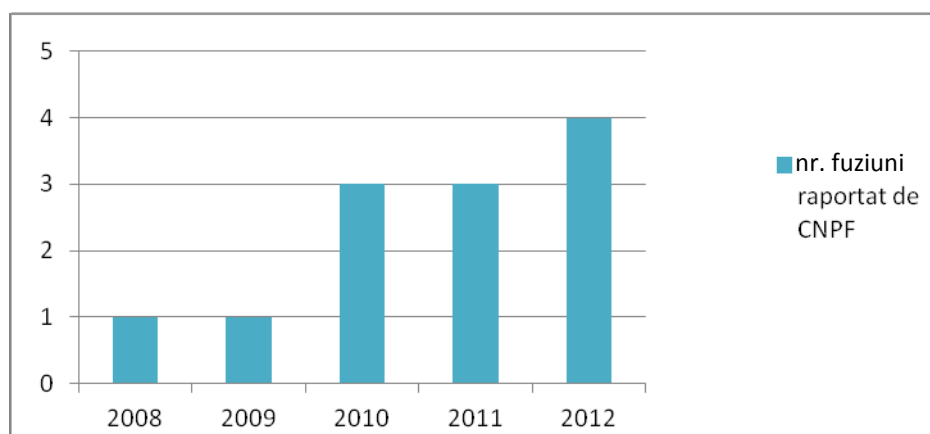
Articolul urmărește analiza operațiunilor de fuziune realizate la nivelul Republicii Moldova în perioada 2008-2012, precum și a influenței, pe termen mediu și lung, a acestor operațiuni asupra activității companiilor absorbite sau rezultate în urma contopirii.

Operațiunile de fuziune nu sunt foarte răspândite la nivelul Republicii Moldova, numărul acestora fiind destul de redus, una din cauze fiind și criza economică care a determinat o lipsă de încredere în mediul de afaceri și o diminuare a avântului investițional.

O analiză cu privire la operațiunile de fuziune realizate într-o perioadă de cinci ani, respectiv între anii 2008 și 2012, pe baza datelor publicate de Comisia Națională a Pieței Financiare (CNPF) a evidențiat un număr destul de redus de operațiuni de acest tip. Mai exact, pentru anii 2008 și 2009 au fost raportate doar câte o operațiune de acest tip, urmând ca în anii 2010 și 2011 numărul acestora să sporească la trei, iar în anul 2012 fiind raportate un număr de 4 operațiuni de fuziune.

Întrucât CNPF raportează doar tranzacțiile realizate de societățile pe acțiuni, este posibil ca numărul fuziunilor să fie mai mare, însă accesul deosebit de dificil la informații a îngreunat activitatea de cercetare.

În Figura 1 este sintetizată evoluția fuziunilor înregistrate de CNPF și realizate la nivelul Republicii Moldova în perioada 2008-2012.



**Fig.1.** Evoluția numărului de fuziuni la nivelul Republicii Moldova.

Sursa: prelucrare proprie pe baza datelor publicate pe pagina [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md)

Așa cum am precizat anterior, sursa datelor o reprezintă rapoartele furnizate de Comisia Națională a Pieței Financiare, care se referă, însă, doar la fuziuni realizate între acele companii, dintre care cel puțin una este societate pe acțiuni. Este posibil ca numărul total al acestor operațiuni de reorganizare să difere semnificativ pentru perioada analizată, dacă se au în vedere și societățile cu răspundere limitată.

#### Analiza impactului fuziunii asupra companiilor absorbante

##### a) Metodologia cercetării

În cazul oricărei operațiuni de fuziune, prin unirea a două sau mai multe companii va rezulta una singură, de regulă mai puternică și cu o poziție mai stabilă pe piață.

Pentru a putea analiza modalitatea în care operațiunea de fuziune a influențat evoluția companiilor rezultate, este necesară analiza, pe termen mediu și lung, a companiei absorbante sau a celei rezultate în urma contopirii. Rezultatele înregistrate anterior fuziunii trebuie comparate cu cele obținute în exercițiile financiare următoare, după finalizarea tranzacției.

Pentru culegerea și prelucrarea datelor s-a apelat la tehnici de culegere mediată a datelor, chestionare directă la sediul Comisiei Naționale a Pieței Financiare, la sistematizare, comparație, metoda indicilor statistici, iar pentru prezentarea rezultatelor au fost aplicate metoda grafică și tabele.

Astfel, din totalul numărului de fuziuni identificate pentru perioada 2008-2012 au fost selectate 3 cazuri de fuziune, pentru care societățile absorbante publică datele financiare și care au putut fi analizate pe o perioadă de minimum doi ani ulterioari fuziunii.

Primele două cazuri de fuziune se referă la companii din domeniul asigurărilor; prin urmare, am considerat potrivită prezentarea acestora în paralel. Pentru acestea am calculat și am prezentat indicatori, dintre care unii – specifici domeniului asigurărilor.

Al treilea caz luat în cercetare vizează fuziunea dintre companii ce activează în sectorului comerțului, de aceea va fi analizat și prezentat individual, din perspectiva rezultatelor obținute de companie, dar și sub aspectul rentabilității înregistrate în anii ulteriori fuziunii.

**b) Rezultatele cercetării**

• Prima fuziune luată de către noi în cercetare a avut loc la sfârșitul anului 2008 între compania „Grawe Asigurare de viață” S.A. și „Carat” S.A., cea din urmă fiind absorbită, societatea rezultată în urma fuziunii având denumirea „Grawe Carat Asigurări” S.A.

Având în vedere domeniul de activitate, am considerat potrivită analiza evoluției următorilor indicatori: Active totale, Capitaluri proprii, Prima de asigurare, Rezerva de asigurare, precum și Profitul net, un indicator al performanței care interesează în special pe proprietarii companiei. Evoluția acestor indicatori, exprimată prin prisma ritmului de creștere (anual și mediu), este sintetizată în tabelul ce urmează:

**Tabelul 1**

**Evoluția principalilor indicatori ai companiei „Grawe Carat Asigurări” S.A.  
în perioada 2007-2012**

Nr. crt.	Indicatori	Valori pentru anii						Ritmul mediu de creștere, %
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	
1	<b>Active totale (mii lei)</b>	42,630	85,235	170,854	210,207	259,750	327,048	-
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	199.94	200.45	123.03	123.57	125.91	150.31
2	<b>Capitaluri proprii (mii lei)</b>	14,404	32,830	61,847	61,368	60,827	87,774	-
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	227.93	188.38	99.23	99.12	144.30	143.54
3	<b>Capital social (mii lei)</b>	3,233	22,500	42,278	42,278	42,278	57,378	-
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	695.95	187.90	100.00	100.00	135.72	177.76
4	<b>Prime de asigurare subscrise (mii lei)</b>	32,603	46,301	87,249	104,739	115,632	118,676	-
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	142.01	188.44	120.05	110.40	102.63	129.49
5	<b>Rezerva de asigurare (mii lei)</b>	18,195	43,558	90,663	123,723	173,257	210,299	-
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	239.39	208.14	136.46	140.04	121.38	163.15
6	<b>Profit net (mii lei)</b>	6,944	3,411	1,207	367	57,138	12,558	-
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	49.12	35.38	30.39	15.58	21,977.96	112.58

Sursa: prelucrare proprie pe baza datelor publicate pe site-ul [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md)

Așa cum se poate observa din Tabelul 1, toți indicatorii, cu excepția Profitului net, înregistrează creșteri semnificative ca urmare a realizării operațiunii de fuziune. Însă, în ceea ce privește Profitul net, până la nivelul anului 2011 se observă o scădere accelerată, semnificativă, iar în 2012 activitatea dă semne considerabile de redresare, înregistrând o creștere de circa 220 ori față de anul precedent. Prin urmare, este posibil ca, pe termen lung, fuziunea să fi influențat pozitiv activitatea companiei.

- Se atestă o situație asemănătoare și în al doilea caz de fuziune din domeniul asigurărilor, în care compania „Galas” S.A. a absorbit S.R.L., „Cosmicdat”, la data de 15.07.2010.

Pentru societatea absorbantă, „Galas” S.A., s-a optat pentru calculul și analiza aceluiași indicatori, pentru o abordare comparativă a acestor tranzacții de fuziune.

Evoluția indicatorilor menționați anterior este sintetizată în următorul tabel.

Tabelul 2

## Evoluția principalilor indicatori ai companiei „Galas” S.A. în perioada 2007-2012

Nr. crt.	Indicatori	Valori pentru anii				Ritmul mediu de creștere, %
		2009	2010	2011	2012	
1	<b>Active totale (mii lei)</b>	12,665	20,380	19,501	16,483	
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	160.92	95.69	84.52	109.18
2	<b>Capitaluri proprii (mii lei)</b>	7,431	12,472	13,612	9,113	
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	167.83	109.14	66.95	107.04
3	<b>Capital social (mii lei)</b>	6,006	9,486	12,000	15,000	
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	157.95	126.50	125.00	135.68
4	<b>Prime de asigurare subscrise (mii lei)</b>	9,017	11,397	9,730	938	
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	126.38	85.37	96.45	101.34
5	<b>Rezerva de asigurare (mii lei)</b>	3,098	4,183	4,565	6,107	
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	135.01	109.14	133.77	125.38
6	<b>Profit net (mii lei)</b>	1,003	1,330	1,039	-3,709	
	Ritmul anual creștere/descrștere (%)	-	132.62	78.12	-356.88	-

Sursa: prelucrare proprie pe baza datelor publicate pe site-ul [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md)

În cazul S.A. „Galas” indicatorii analizați nu înregistrează o creștere semnificativă față de perioada anterioară fuziunii, unii dintre aceștia înregistrând chiar diminuări considerabile în perioada ulterioară fuziunii (activele totale, capitalurile proprii). Diminuarea capitalurilor proprii concomitent cu diminuarea activelor poate fi semnul contractării unor împrumuturi semnificative, sporind astfel și gradul de îndatorare al companiei. Mai mult, evoluția rezultatului net indică o scădere a performanței companiei, la nivelul anului 2012 aceasta înregistrând chiar o pierdere netă.

Prin urmare, în cazul acestei companii nu poate fi formulată o concluzie cu privire la beneficiile aduse la nivel de performanță, prin prisma operațiunii de fuziune.

• Un alt caz de fuziune selectat pentru studiu este din sectorul comerțului și se referă la fuziunea prin absorbție care a avut loc la data de 12.08.2010 între „Moldpresa” S.A. și „Cartea Chișinău” S.A., fiind constituită compania S.A. „Moldpresa”.

În acest caz, indicatorii analizați au fost: Activele totale, Capitalurile proprii, Veniturile din vânzări, precum și Profiturile. Rezultatele analizei sunt prezentate sintetizat în tabelul ce urmează.

Tabelul 3

## Evoluția principalilor indicatori ai companiei „Moldpresa” S.A. în perioada 2007-2012

Nr. crt.	Indicatori	Valori pentru anii				Ritmul mediu de creștere, %
		2009	2010	2011	2012	
1	<b>Active totale (mii lei)</b>	118,423	128,850	150,541	154,557	
	Ritmul anual creștere/descreștere (%)	-	108.81	116.83	102.67	109.28
2	<b>Capitaluri proprii (mii lei)</b>	64,076	77,847	82,303	98,319	
	Ritmul anual creștere/descreștere (%)	-	121.49	105.72	119.46	115.34
3	<b>Venituri din vânzări (mii lei)</b>	263,497	268,931	303,327	252,358	
	Ritmul anual creștere/descreștere (%)	-	102.06	112.79	83.20	98.57
4	<b>Profit brut (mii lei)</b>	50,607	52,680	67,935	61,190	
	Ritmul anual creștere/descreștere (%)	-	104.10	128.96	90.07	106.53
5	<b>Profitul până la impozitare (mii lei)</b>	5,736	28,245	36,576	25,670	
	Ritmul anual creștere/descreștere (%)	-	492.44	129.49	70.18	164.80
6	<b>Profit net (mii lei)</b>	5,736	28,245	36,576	22,527	
	Ritmul anual creștere/descreștere (%)	-	492.44	129.49	61.59	157.78

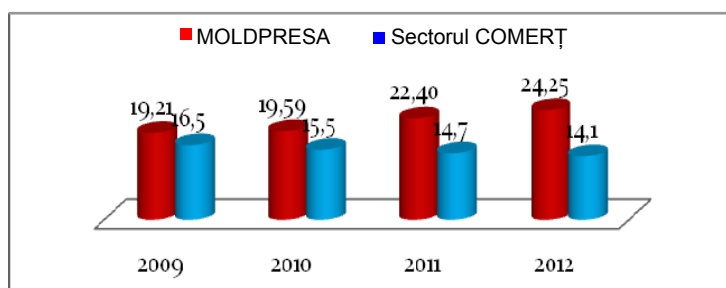
Sursa: prelucrare proprie pe baza datelor publicate pe site-ul [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md)

Analizând evoluția activelor totale și a capitalurilor proprii, observăm că acestea înregistrează o sporire în toți anii ulteriori fuziunii, semn că poziția financiară și stabilitatea companiei s-a îmbunătățit ca urmare a fuziunii.

Din analiza evoluției profiturilor rezultă că fuziunea a influențat pozitiv, pe termen mediu, performanța companiei absorbante, atât profitul brut, profitul până la impozitare, cât și profitul net (poate cel mai important indicator pentru proprietari), înregistrând în medie un trend ascendent.

Pentru a aprofunda investigația, am decis să determinăm ratele de rentabilitate obținute de compania absorbantă și să analizăm evoluția acestora, întrucât se consideră că în ansamblul indicatorilor de analiză economico-financiară rata rentabilității se numără printre cei mai sintetici indicatori de eficiență a activității întreprinderii. Prin intermediul profitului și al ratei rentabilității pot fi evidențiate rezultatele activității întreprinderii din toate stadiile circuitului economic [1, p.5]. Aceste rate de rentabilitate exprimă capacitatea întreprinderii de a asigura cea mai bună remunerare a capitalurilor investite, pe baza resurselor de care dispune. Mai mult, ratele de rentabilitate au putere informațională destul de sporită, de evoluția acestora depinzând modul de fundamentare a strategiei întreprinderii, precum și comportamentul investitorilor existenți și potențiali [2, p.115].

Astfel, am considerat că prezintă interes compararea ratelor de rentabilitate comercială și economică cu media sectorului din care face parte compania Moldpresa. În figura ce urmează poate fi evidențiată evoluția ratei rentabilității vânzărilor de la nivelul companiei Moldpresa S.A., în paralel cu evoluția rentabilității vânzărilor la nivelul sectorului comercial, comunicate de Biroul Național de Statistică.

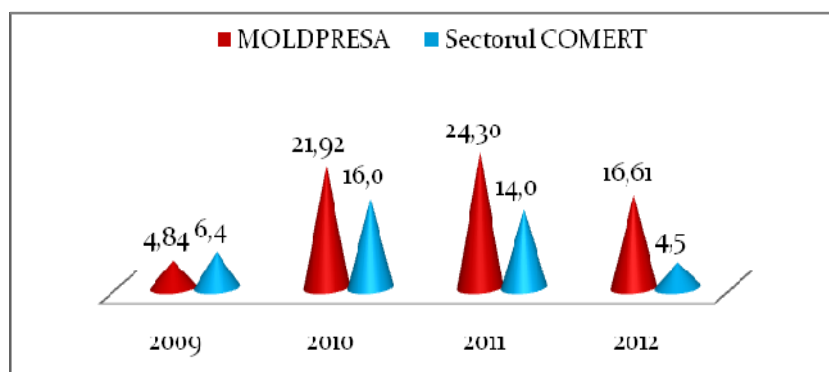


**Fig.2.** Comparație privind rentabilitatea vânzărilor la Moldpresa S.A. cu media sectorului de activitate.

*Sursa:* prelucrare proprie pe baza datelor publicate pe pagina [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md) și [www.statistica.md](http://www.statistica.md)

Astfel se observă că în toate exercițiile financiare supuse analizei activitatea comercială a societății a înregistrat o îmbunătățire semnificativă, rentabilitatea vânzărilor înregistrând, în toți anii analizați, valori superioare mediei sectorului.

În ceea ce privește evoluția la nivelul rentabilității economice, evoluția acestei rate a fost de asemenea analizată, atât individual, cât și în mod comparativ față de rentabilitatea medie a sectorului din care societatea Moldpresa face parte.



**Fig.3.** Comparație privind rentabilitatea activelor la Moldpresa S.A. față de media sectorului.

*Sursa:* prelucrare proprie pe baza datelor publicate pe pagina [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md) și [www.statistica.md](http://www.statistica.md)

Se constată că și la nivelul rentabilității economice compania analizată înregistrează evoluții favorabile în perioada ulterioară fuziunii. Mai mult, în toți anii supuși analizei nivelul ratei de rentabilitate a activelor determinată pentru societatea pe acțiuni „Moldpresa” depășește nivelul mediu al sectorului de activitate.

### Concluzii

Având în vedere numărul redus al fuziunilor comunicate de Comisia Națională a Pieței Financiare pentru perioada 2008-2012, putem afirma că aceste operațiuni nu sunt foarte populare sau agreate de mediul economic din Republica Moldova. Totuși, se constată, pentru ultimii ani, un trend ascendent al numărului acestora; prin urmare, este posibil ca, în timp, astfel de operațiuni să se dezvolte și să fie mai frecvente.

În ceea ce privește impactul fuziunii asupra activității companiilor analizate, putem constata că în cazul companiilor analizate din domeniul asigurărilor nu s-au înregistrat evoluții semnificative în ceea ce privește indicatorii analizați, mai ales performanța financiară analizată prin prisma indicatorului profit net.

Însă, în cazul societății Moldpresa S.A. este evidentă evoluția favorabilă a indicatorilor analizați, inclusiv a celor de performanță. Respectiv, la nivelul rentabilității, compania rezultată în urma fuziunii înregistrează îmbunătățiri de la un exercițiu financiar la altul, situându-se chiar peste nivelul mediu al sectorului.

Prin urmare, este dificil a formula o concluzie generală cu privire la influența reală a operațiunii de fuziune asupra companiilor absorbante, fiind necesară o analiză a unui număr mai mare de fuziuni, precum și o observare a rezultatelor și indicatorilor pentru o perioadă mai îndelungată.

**Bibliografie:**

1. MEGLIO, O., RISBERG, A. Mergers and Acquisitions-Time for a methodological rejuvenation of the field? În: *Scandinavian Journal of Management*, 2010, no.26, p.87-95.
2. MIRONIUC, M. *Analiză economico-financiară. Performanță - Poziție financiară – Risc*. Iași: Editura Universității „Alexandru Ioan Cuza”, 2009. ISBN 978-973-703-416-8
3. MOGLA, M., FULBAG, S. Market Performance of Acquiring Companies. In: *Paradigm Institute of Management Technology*, 2010, vol.14, no.1, p.72-84.
4. *Rapoartele și publicațiile statistice ale CNPF*. Disponibil: <http://www.cnpf.md/md/infost/>
5. *Datele publicate de Biroul Național de Statistică din Republica Moldova cu privire la rentabilitatea sectoarelor de activitate*. Disponibil: <http://www.cnpf.md/md/infost/>

Prezentat la 13.05.2014