
Identificarea și controlul riscului financiar al companiilor aflate în proces de fuziune sau achiziție transnațională

Yuanyuan SUI,
Ocean University of China,
E-mail: suiyuanyuan1994@163.com
Adelina DUMITRESCU-PECULEA,
Școala Națională de Studii Politice și Administrative,
România,
E-mail: adelina.peculea@snsa.ro

Rezumat

Fuziunile și achizițiile reprezintă căi fundamentale de creștere a companiilor moderne. Odată cu accelerarea procesului de globalizare, companiile multinaționale recurg tot mai frecvent la fuziuni și achiziții, în vederea consolidării poziției pe piață și a creșterii competitivității. În decursul ultimilor ani, fuziunile și achizițiile au jucat un rol important în companiile din China. Riscul financiar este inerent proceselor de fuziune și achiziție în companiile transnaționale. În plus, mai mult de 50% din companiile de origine chineză nu și-au atins obiectivele din sfera fuziunilor și achizițiilor. Din aceste considerente, recunoașterea și controlul riscului financiar sunt esențiale. Prezenta lucrare analizează riscul financiar din diferite perspective, oferind sugestii bazate pe analiza unui caz tipic de fuziune și achiziție: fuziunea între companiile Bohai Leasing și Seaco. Între modalitățile de control și diminuare a riscului financiar se numără buna gestionare și prezența unor strategii clare de fuziune și achiziție, utilizarea unui pachet de instrumente financiare diferite și a unor metode de plată strategice, precum și integrarea financiară.

Cuvinte-cheie: Risc financiar, fuziuni și achiziții transnaționale, metoda Dupont, mecanisme de management financiar.

Clasificarea JEL: M14, M16, O16.

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Sui, Y. and Dumitrescu-Peculea A. (2016), Financial risk identification and control of cross-border merger and acquisition enterprises, *Audit Financiar*, vol. XIV, no. 12(144)/2016, pp. 1368-1377, DOI: 10.20869/AUDITF/2016/144/1368

Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2016/144/1368>

Introducere

Până în luna noiembrie 2015, companiile din China finalizaseră 581 de proiecte de fuziuni și achiziții transnaționale, ajungând la o rată de creștere anuală de 19,55% (PwC, 2016). Suma totală a tranzacțiilor se ridică la circa 93,7 miliarde de dolari, o creștere de 20,9% (PwC, 2016). Cu toate acestea, riscul financiar este prezent în întregul proces de fuziuni și achiziții derulat de companii transnaționale.

Fuziunile între companii de pe teritoriul Chinei și firme din străinătate au crescut cu 40% în 2015 (PwC, 2016). În consecință, modul de recunoaștere și control al riscurilor financiare asociate stabilirii prețului, finanțării, plății și integrării este esențial. O bună gestionare și prezența unei strategii clare privind fuziunea sau achiziția contribuie la diminuarea riscului asociat stabilirii prețului; combinarea unor tipuri diverse de instrumente financiare servește diminuării riscului asociat obținerii finanțării; utilizarea unei metode strategice de plată este utilă pentru acoperirea riscului de plată; integrarea financiară, împreună cu integrarea afacerii și a resurselor umane are ca efect un risc de integrare mai scăzut. Societatea cu răspundere limitată Bohai Leasing a devenit, la nivel mondial, cea mai mare companie care închiriaza containere, după derularea unor operațiuni de fuziune și achiziție. Fuziunea între companiile Bohai Leasing și Seaco este importantă în sine, fiind reprezentativă pentru piața internațională de leasing. Din acest motiv, am optat pentru fuziunea între Bohai Leasing și Seaco SRL pentru a ilustra studiul.

1. Literatura de specialitate

Înainte de izbucnirea crizei financiare în anul 2008, companiile căutau să inițieze proiecte de fuziuni și achiziții în scopuri diverse, legate de exemplu de poziția pe piață și eficiență (Andrade, Mitchell și Stafford, 2000). Cu toate acestea, studiile arată că principalele motivații care au condus la activități de fuziuni și achiziții s-au schimbat după 2009, orientându-se spre achiziția de tehnologii avansate și explorarea de noi zone de afaceri, în afara domeniului de activitate principal al firmei, ca răspuns la concurența globală și schimbările tehnologice (Lee și Lieberman, 2010; Stettner și Lavie, 2014). Spre deosebire de fuziunile și achizițiile la nivel național, activitățile transnaționale de fuziune și achiziție sunt caracterizate printr-un nivel sporit de incertitudine, de natură politică, economică și culturală, cu impact financiar semnificativ.

Riscul financiar este abordat în mod diferit, în funcție de diversele tradiții academice, neexistând o definiție unitară. Anumiți autori cercetează riscurile asociate fuziunilor și achizițiilor din perspectivă generală (Hongyanshi, 2003). Bruner (2005) propune un cadru de analiză a riscului și o metodă de analiză calitativă care pune în balanță nivelul de risc sub șase aspecte: complex, conectat, cazul anormal, subiectiv, alegerea managementului și probleme ale echipei (Calandro, 2008). Intensitatea relației dintre aceste aspecte influențează riscurile asociate cu fuziunile și achizițiile. În ceea ce privește studiul influenței riscului financiar aferent fuziunilor și achizițiilor, Alope and Prem (2000) consideră că activitățile de fuziune și achiziție transnațională au o influență negativă asupra capacității financiare și capacității de creditare a dobânditorului. În contextul evaluării și controlului riscului, Perry and Herd (2004) consideră că o expertiză eficientă, desfășurată anterior fuziunii sau achiziției, ar diminua riscul. Weaver și Weaton (2003) susțin că bursa este în măsură să soluționeze problema incertitudinii în fixarea prețului pentru firma-țintă. Metoda cantitativă și calitativă reprezintă principala metodă de evaluare a riscului financiar. Au fost deja introduse măsurători multidimensionale ale riscului de către Prékopa (2012), în cadrul cărora sunt investigate concepte ca valoarea la risc multidimensională (MVaR) și valoarea la risc condițională multidimensională. Noi metode de calcul numeric al acestor concepte au fost prezentate de Lee and Prékopa (2013).

Începând cu anii optzeci, și cercetătorii din China au înregistrat progrese în studiul riscului asociat activităților de fuziune și achiziție. Fixarea unui preț țintă pentru firme, finanțarea, lichiditatea și achitarea datoriilor, ca parte a efectului de levier, reprezintă riscurile fundamentale în fuziuni și achiziții (Zhiqun Ai, 2001). În ceea ce privește identificarea, Chen și Ai (2002) propun selectarea unui model adecvat de fixare a prețului pentru firma-țintă, pentru a diminua riscul asociat stabilirii prețului. Hongyan Shi (2003) consideră că o tendință crescătoare a fluxurilor de numerar viitoare va conduce la diminuarea riscului de plată a datoriilor. Shue Yang (2012) acordă atenție sporită integrării ulterior fuziunii sau achiziției. În ceea ce privește metoda de evaluare a riscului financiar, Haoshuang ș.a. (2009) apelează la studii ale unor operațiuni de fuziuni și achiziții din Statele Unite ale Americii, pentru a analiza riscul financiar din punct de vedere practic. Alți autori analizează riscul financiar utilizând în principal metoda studiului de caz și metoda Dupont (Gao, 2012; Chen Chuanxing, 2014).

Din cele de mai sus se observă că cercetarea existentă pune accentul pe studiul teoretic al riscului financiar, din perspectiva fixării prețului, finanțării, plății și integrării. Analiza empirică specifică a riscului financiar al fuziunilor și achizițiilor transnaționale, fundamentată printr-o combinație între metoda cantitativă și cea calitativă, este relativ rar întâlnită. În plus, măsurile de precauție orientate spre controlul riscului financiar sunt prezentate sub forma unor sugestii generale, în timp ce măsurile integrate și operaționale încă nu sunt clare. Din aceste considerente, prezenta lucrare analizează riscul financiar al fuziunilor și achizițiilor transnaționale pe baza unui studiu de caz. Mai exact, lucrarea analizează fuziunea între societățile Bohai Limited și Seaco SRL la data de 27 septembrie 2013, oferă sugestii de control al riscurilor financiare și reprezintă o bază de învățare pentru dobânditorii transnaționali.

2. Metodologia de cercetare

Metodologia de cercetare selectată pentru prezentul studiu se bazează pe teoria întemeiată empiric (grounded theory). În mod obișnuit, studiile apelează atât la instrumente cantitative, cât și la instrumente calitative pentru a cerceta probleme științifice, științele sociale utilizând deseori studii de caz (Ye, 2008). Cu toate acestea, unii autori pun sub semnul întrebării această metodă, preferând o abordare cantitativă, bazată pe statistică și cifre. Cu ajutorul teoriei întemeiate empiric, Glaser and Strauss (1967) au încercat să soluționeze astfel de aspecte prin observarea unui fenomen și compararea acestuia cu o serie de date de bază, cu scopul de a-i înțelege esența; în final, rezultatele sunt obținute prin crearea de legături între conceptele supuse studiului, analiza datelor fiind semnificativă pentru cazul cercetat.

Miles și Huberman (1994) au demonstrat că procesul de analiză a datelor originale constă în trei etape:

- extragerea datelor,
- explicarea datelor și
- extrapolarea datelor

Cei doi subliniază faptul că analiza realizată trebuie fundamentată, astfel încât testul să poată fi repetat și de alții.

Prezenta lucrare combină teoria întemeiată empiric cu metode de analiză a datelor, pentru a descrie cazul fuziunii și achiziției Bohai Leasing. În plus, analiza

cantitativă și calitativă a situațiilor financiare facilitează înțelegerea acestui caz tipic de fuziune.

3. Riscul financiar al fuziunilor și achizițiilor transnaționale

Riscul financiar al fuziunilor și achizițiilor transnaționale este generat de activități de finanțare inadecvate, care conduc la o deteriorare a situației financiare și chiar la pierderi. Acesta este asociat proceselor de stabilire a prețului, atragere de fonduri, achitare a datoriilor și integrare.

3.1. Riscuri de stabilire a prețului

După selectarea firmei-țintă de către dobânditor, este esențial ca acesta să evalueze dacă valoarea firmei are un impact semnificativ asupra costurilor de fuziune sau achiziție. Valoarea firmei-țintă depinde de valoarea viitoare previzionată. Cu toate acestea, elementele de incertitudine asociate funcționării viitoare conduc la riscul de stabilire a prețului. Asimetria informației reprezintă doar un tip de risc. Dobânditorii obțin informații din situațiile financiare; cu toate acestea, firma-țintă ar putea camufla anumite informații negative pentru a crește prețul, cum ar fi litigii în curs, garanții și calamități naturale. La rândul său, prețul acțiunilor reprezintă un factor important pe parcursul stabilirii prețului. În plus, incertitudinea asociată pieței de capital poate conduce la fluctuații în prețul acțiunilor, reprezentând un obstacol în procesul de stabilire a prețului (Sun și Ying, 2010). Un alt factor generator al riscului de stabilire a prețului constă în inadecvarea modelului și metodei de evaluare a prețului. În unele țări există doar un număr restrâns de firme care furnizează servicii pentru activități de fuziune și achiziție transnațională. În mare parte, companiile derulează fuziuni și achiziții în mod independent, fără a deține experiență în acest domeniu.

3.2. Riscul de atragere a fondurilor

Activitățile de fuziune și achiziție necesită un volum ridicat de lichidități, pentru a susține schimbul de capital. Dobânditorii atrag fonduri în măsură mai mare sau mai mică de pe piață, pentru a asigura realizarea tranzacției. În funcție de sursa de finanțare, riscul de atragere a fondurilor include riscul asociat finanțării interne, prin datorii și prin capital propriu. Finanțarea

internă depinde de profitabilitate. Dacă, de exemplu, dobânditorul se bazează prea mult pe surse de finanțare internă, acesta ar putea să nu mai fie în măsură să răspundă în mod adecvat și să se adapteze schimbărilor din mediul extern. În plus, riscul de lichiditate este influențat și de operațiunile obișnuite (Sun și Ying, 2010). Din aceste considerente, metoda uzuală de finanțare în țările vestice este cea bazată pe datorii. Spre deosebire de finanțarea internă, finanțarea pe seama datoriilor implică obligația de rambursare a principalului și dobânzilor, la intervale regulate. În plus, dobânditorul are obligația de a rambursa datoriile firmei-țintă. Dacă, în structura capitalului, datoriile sunt semnificative, dobânditorul poate fi prins în capcană. Finanțarea pe bază de capital propriu este, la rândul său, un instrument uzual de finanțare a fuziunilor și achizițiilor. Dacă dobânditorul emite acțiuni în scopul obținerii de fonduri, se va confrunta cu riscul de diluție a acțiunilor, care conduce la pierderi pentru acționari. Finanțarea prin instrumente de capital presupune costuri mai ridicate decât finanțarea din surse împrumutate. Utilizarea instrumentelor de capital în măsură prea mare va conduce la creșterea costurilor de fuziune sau achiziție, precum și la creșterea costurilor medii de finanțare pentru firma dobânditoare.

3.3. Riscul de plată

Riscul de plată este asociat procesului de plată. Succesul fuziunii sau achiziției se află în strânsă legătură cu gradul de adecvare a metodei de plată (Sun și Ying, 2010). Metodele de plată afectează mai multe elemente ale situațiilor financiare. În primul rând, diferitele metode de plată au influență diferită asupra evitării taxelor. În al doilea rând, va fi afectată contabilitatea. De exemplu, contabilii utilizează metoda achiziției atunci când plătesc în numerar; în situațiile financiare ulterioare fuziunii se vor regăsi fondul comercial și o profitabilitate mai scăzută. Dacă plata are la bază instrumente de capital, contabilii vor utiliza metoda punerii în echivalență la întocmirea situațiilor financiare, nemaexistând nevoia de depreciere a fondului comercial. Metoda levierului se bazează pe fluxurile de numerar viitoare ale firmei-țintă, dar incertitudinea asociată evenimentelor negative va conduce la creșterea inerentă a riscului de plată. În al treilea rând, fluctuația ratei dobânzii și cea a cursului de schimb valutar vor contribui la rândul lor la creșterea riscului de plată.

3.4. Riscul de integrare

Pentru a fi în măsură să controleze procesul de fuziune și achiziție, precum și să finanțeze un management unitar, dobânditorul trebuie să integreze mecanismele de management financiar, resursele umane și toate celelalte mecanisme ale firmei-țintă. Cu toate acestea, eventualele sisteme de finanțare incompatibile ale firmei-țintă vor conduce la creșterea riscului de integrare. Eșecul integrării financiare se reflectă în situațiile financiare și poate cauza diminuarea raportului între datorii și capital propriu (solvabilitatea pe termen lung) și a ratei de lichiditate (solvabilitatea pe termen scurt).

4. Fuziune și achiziție. Studiu de caz privind fuziunea între companiile Bohai Leasing și Seaco

4.1. Premisele fuziunii

Pentru elaborarea prezentei lucrări a fost selectat spre cercetare cazul fuziunii între companiile Bohai Financial Investment (Bohai) și Seaco. Bohai Financial Investment limited (Bohai Leasing) este o companie de origine chineză fiind, la nivel mondial, cel mai important operator care închiriază containere. Principalul domeniu de activitate al companiei Bohai include leasingul financiar, finanțarea în avans a aeronavelor (pagina web oficială), finanțarea garantată prin ipotecă, precum și alte șase activități înrudite. După cum rezultă din cercetare, acționarul majoritar este HNA Capital limited company, o filială a HNA Airlines Group. HNA Group Co Ltd., cu sediul în Republica Populară Chineză (RPC), este un conglomerat cu filiale din sectorul transportului aerian, logisticii, transportului naval, investițiilor hoteliere, serviciilor financiare, turismului și altor domenii înrudite. HNA are peste 100.000 de angajați, reprezentând una din cele mai importante companii private din RPC. De fapt, HNA Group este acționarul care controlează Bohai Leasing. După cotarea sa la Shenzhen Stock Exchange în 2011, volumul de activitate al Bohai Leasing s-a lărgit treptat, activele, veniturile și profiturile au crescut drastic, compania devenind cea mai importantă entitate din sectorul containerelor.

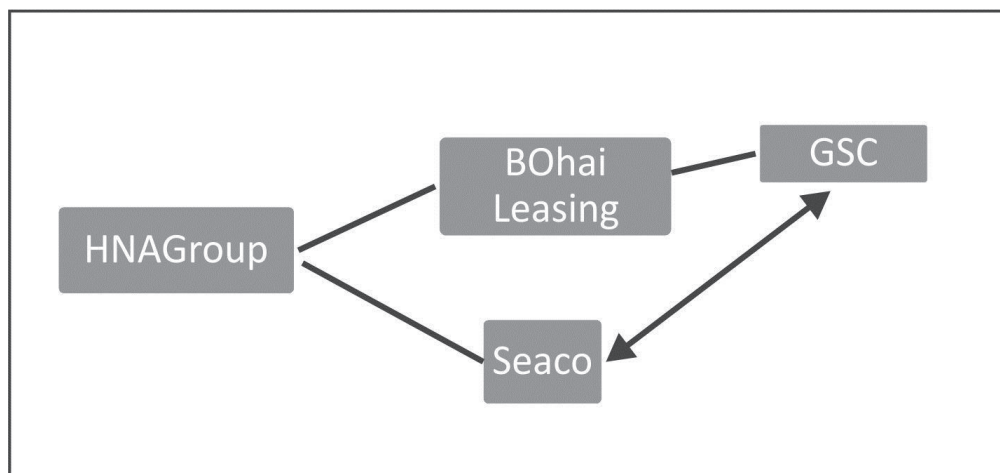
Seaco a fost înființată în anul 1998, ca o asocierie în participație (joint venture), între General Electric

Capital Corporation (50%) și Sea Containers Ltd. (50%). Seaco este o filială deținută în procent de 100% de Global Sea Containers Ltd. (GSCL), o companie cu sediul în Bermude. Seaco ocupă locul șase ca mărime la nivel mondial, în domeniul leasingului de containere, deținând și administrând peste 1,1 milioane containere standard TEU. Seaco furnizează, pentru leasing sau vânzare, o gamă largă de echipamente container intermodale, standard și specializate, localizate strategic, pentru livrare imediată, în depozite amplasate în întreaga lume.

La data de 30 septembrie 2013, Bohai Leasing (000415.SZ) și-a făcut cunoscută intenția de a fuziona cu Seaco SRL. A doua Adunare Generală Extraordinară a decis atragerea de fonduri pentru achiziția de active, pe bază de emisiune de acțiuni și numerar. Planul de restructurare este următorul: GSCII achiziționează în proporție de 100% acțiunile

Bohai Leasing. GSCII este o filială a GSC. GSC este deținută în proporție de 100% de Bohai Leasing. GSC, entitate cu scop special deținută integral de Bohai Leasing, achiziționează Seaco SRL în proporție de 100% prin GSCII, care este o filială din străinătate a GSC (Bohai Leasing, 2014). Conform raportului de evaluare calificată (Bohai Leasing Report, 2014), emis de o instituție de evaluare, părțile implicate în tranzacție au stabilit prețul preluării integrale a Seaco SRL la 1,215 mld. dolari¹ echivalentul a 8,1 mld. RMB (Renminbi chinezești), plătit în lichidități, iar GSCII preia datoriile Seaco SRL, unde nivelul lichidităților este de 1,79 mld. dolari (7,2 mld. RMB), iar datoriile se ridică la 0,13 mld. dolari (0,9 mld. RMB). Bohai Leasing a finalizat fuziunea până la sfârșitul anului 2013. Relația între HNA Group, Bohai Leasing, Seaco, GSC și GSCII este ilustrată în Figura 1.

Figura 1. Relația între părțile implicate în tranzacție



Sursa: prelucrările autorilor pe baza relațiilor între acționarii Bohai Leasing.

4.2. Rezultatul tranzacției

Pentru a măsura rezultatul procesului de fuziune, am apelat la metoda Dupont, cu scopul de a analiza schimbările financiare de la nivelul companiei Bohai Leasing. Pe baza raportărilor anuale din perioada 2011-2015, am selectat indicatori ca marja comercială, viteza de rotație a activelor totale, multiplicatorul capitalului, ROE și alții, pentru anii anteriori și ulteriorii producerii fuziunii, după cum se

detaliază în Tabelul 1. Am observat că ROE înregistrează o tendință descrescătoare. Profitabilitatea comercială (raportul între profitul net și cifra de afaceri) fluctuează; la început înregistrează o scădere, iar apoi se înscrie din nou pe o traiectorie ascendentă.

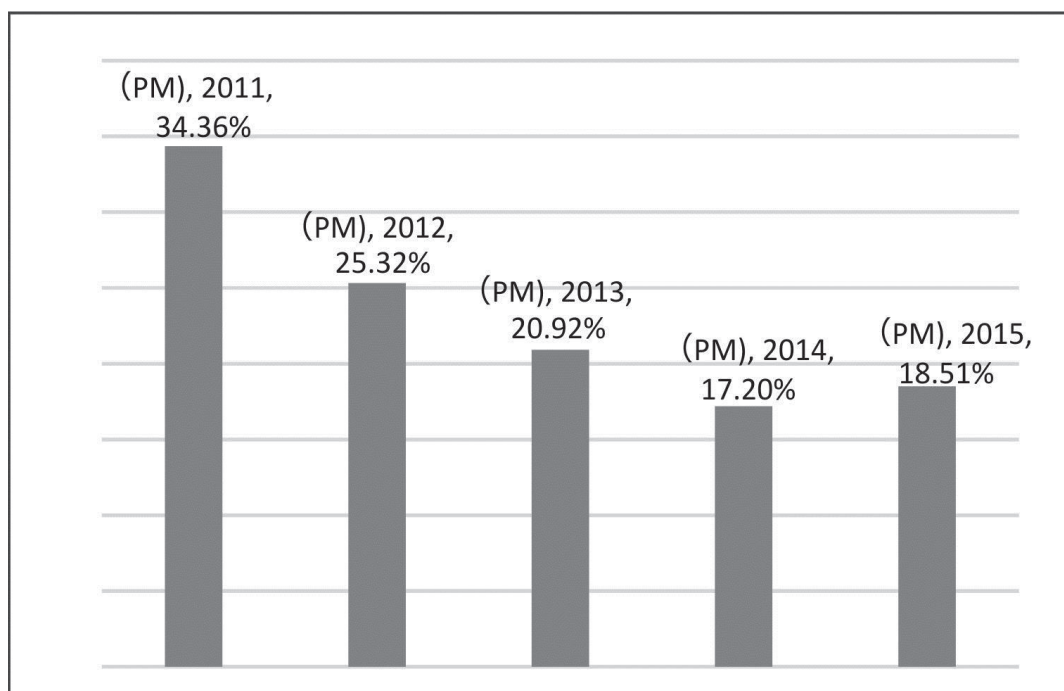
¹ La cursul de schimb din data de 27 septembrie 2016. 1 dolar = 6.6689RMB

Tabelul 1. Indicatori: valori înainte și după fuziunea cu Seaco

Anul	Profitabilitatea comercială (PM)	Viteza de rotație a activului total (AU)	Multiplicatorul capitalului (EM)	Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)
2011	34,36%	10,74%	2,18	5,32
2012	25,32%	10,25%	3,13	5,69%
2013	20,92%	14,64%	6,81	7,96%
2014	17,20%	10,98%	5,38	10,65%
2015	18,51%	9,68%	4,05	12,28%

Sursa: prelucrările autorilor pe baza rapoartelor anuale ale Bohai Leasing, în perioada 2011-2015.

Figura 2. Rata profitabilității comerciale

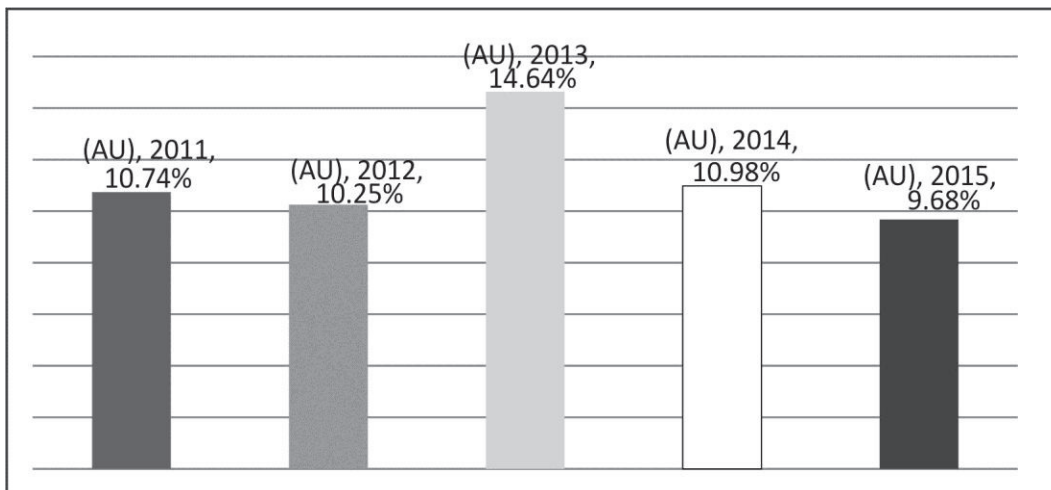


Sursa: prelucrările autorilor pe baza rapoartelor anuale ale Bohai Leasing din perioada 2011-2015.

După cum se poate observa în **Figura 2**, marja profitului net (PM) prezintă un trend descrescător, indicatorul atingând valoarea minimă de 17,20% în anul 2014. Anterior anului 2013, rata a scăzut treptat. După fuziunea cu Seaco de la sfârșitul anului 2013, indicatorul pare să se stabilizeze în 2014 și începe din nou să crească în 2015. Profitabilitatea comercială se

calculează ca raport între profitul net și veniturile din vânzări. O valoare mai ridicată a acestui raport indică un rezultat din exploatare mai bun și o profitabilitate crescută. La nivelul companiei Bohai Leasing, indicatorul arată un nivel adecvat al rezultatului din exploatare și al profitabilității.

Figura 3. Viteza de rotație a activului total

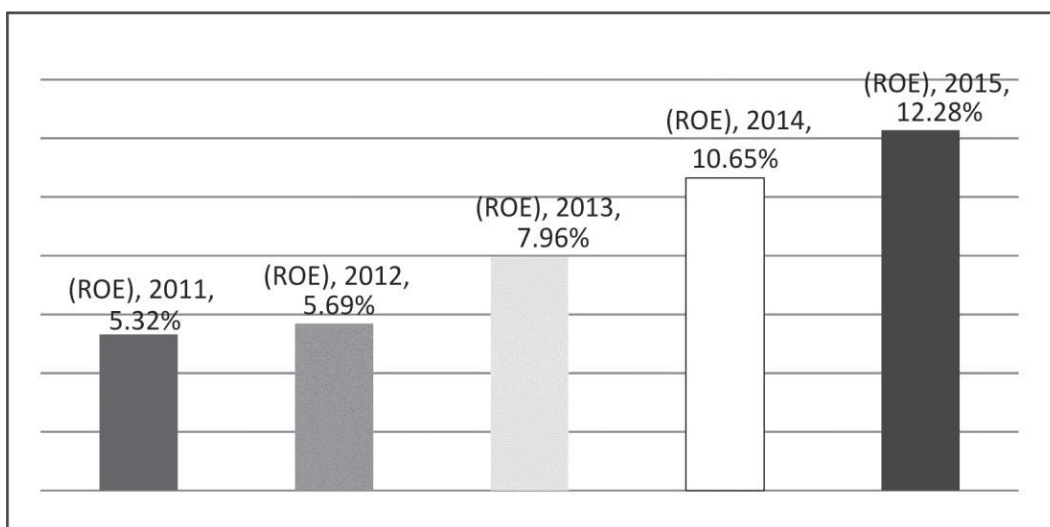


Sursa: prelucrările autorilor pe baza rapoartelor anuale ale Bohai Leasing din perioada 2011-2015.

După cum se observă în **Figura 3**, viteza de rotație a activului total al companiei Bohai Leasing prezintă o tendință crescătoare în perioada 2011-2013, iar apoi se reduce treptat în fiecare an. Dat fiind faptul că viteza de rotație a activului total reflectă capacitatea companiei de a-și exploata activele în vederea creșterii vânzărilor, cu cât valoarea acestui indicator este mai mare, cu atât mai

ridicată este capacitatea operațională. Ulterior fuziunii, viteza de rotație a activului total nu a crescut. Această evoluție se datorează parțial faptului că Bohai Leasing a realizat fuziunea utilizând propriile active, ceea ce arată că integrarea afacerii a afectat creșterea veniturilor din vânzări.

Figura 4. Rata de rentabilitate a capitalului propriu (ROE)



Sursa: prelucrările autorilor pe baza rapoartelor anuale ale Bohai Leasing din perioada 2011-2015.

Raportul dintre marja de profit și activele nete reprezintă procentul de profit care revine nivelului mediu al capitalului propriu. Indicatorul reflectă nivelul profitului raportat la capitalul propriu și este utilizat pentru a măsura eficiența cu care o companie își utilizează capitalul propriu. Cu cât valoarea indicatorului este mai mare, cu atât mai ridicată este valoarea venitului generat de investiție. Rata înregistrată de Bohai Leasing prezintă un trend crescător începând cu anul 2011, semnalând sporirea capacității de utilizare a activelor proprii.

După finalizarea achiziției companiei Seaco, Bohai Leasing și-a eficientizat activitatea, rata curentă de închiriere a containerelor aflându-se în continuă creștere. Până la momentul actual, Bohai Leasing a înființat filiale în toată lumea, în peste 80 de țări de pe cele 6 continente. În 2015, Bohai Leasing a emis obligațiuni în valoare de 1,5 mld. RMB. Atât obligațiunile, cât și datoriile dețin ratingul AA+. Filiala Seaco SRL, deținută integral, a emis în august 2014 titluri pe o perioadă de 10 ani, în valoare de 500 mil. dolari, garantate în active, cu rating A, acordat de companiile de rating Standard&Poor's și DBRS. În 2015, veniturile din exploatare înregistrate au fost de 9,659 mld. yuan, cu o creștere de 40,97%; profitul din exploatare a atins 1,841 mld. yuan, cu o creștere de 49,21%. În 2014, veniturile s-au ridicat la 6.851.955.000,00 yuan, cu o creștere de 7,46 procente față de 2013. Datorită creșterii înregistrate de Seaco și trendului crescător al veniturilor acesteia, Bohai Leasing și-a modificat pierderea din depreciere a creanțelor din leasing financiar de la 1,5% la 0,5%. Toate acestea arată faptul că fuziunea între Bohai și Seaco a fost un succes.

4.3. Managementul și controlul riscului financiar la Bohai Leasing

4.3.1. Strategia de dezvoltare

Înainte de fuziunea între Bohai Leasing și Seaco, principalii clienți ai companiei Bohai Leasing proveneau din China. Odată cu intensificarea concurenței pe piața internă a închirierilor, Bohai Leasing a fost nevoită să își consolideze poziția pe piață, în vederea creșterii competitivității. Cu toate acestea, costurile extinderii pe piețe din străinătate sunt extrem de ridicate. Grupul de experți ai companiei a adoptat o strategie de explorare a pieței din străinătate, selectând o serie de companii, vizate ca firme-țintă și desfășurând o serie de cercetări cu privire la acestea. Seaco ocupă locul șase ca mărime în topul mondial al companiilor de leasing și deține experiență în operațiuni de leasing, precum și în

management, prezentând perspective favorabile în ceea ce privește obținerea de profit. Din punctul de vedere al ratei de ocupare a containerelor și ratei de rentabilitate, compania este lider în domeniu. La sfârșitul anului 2012, Seaco SRL deținea active totale de peste 2,5 mld. dolari, înregistrând venituri totale de aproape 500 mil. dolari și un profit total de aproape 9 mil. dolari. Conform raportului de audit, profitul net previzionat pentru perioada 2013-2015 se situează între 95.995, 92.473 și 101.838 mil. dolari (Bohai Leasing, 2015). Valoarea previzionată a companiei Seaco a fost de 12,24 mld. dolari (81,63 mld. RMB). Concluzia generală a fost că, prin fuziunea cu Seaco, puteau fi atinse obiective complementare. Cercetarea riguroasă și formularea de strategii de dezvoltare corecte au contribuit la controlul efectiv al riscului asociat procesului de luare a deciziilor pe parcursul fuziunii transnaționale. În același timp, datorită managerului financiar specializat și grupului de experți, s-a promovat calitatea auditului, evitându-se riscul apariției inegalității în informare la un moment dat.

4.3.2. Diferite canale de atragere a fondurilor

În activitățile de fuziune și achiziție transnațională, dobânditorul are nevoie de un volum extrem de ridicat de fonduri. O structură rezonabilă a surselor de finanțare poate reprezenta un sprijin important. Bohai Leasing a apelat la instrumente de datorii pentru a atrage fonduri de pe piața de capital internă și externă, piața obligațiunilor și piața interbancară, combinând metode de finanțare directă și indirectă, urmând activ trendul finanțărilor pe piață și stabilind treptat o piață stabilă pe termen lung, asigurându-și astfel mecanismele de finanțare. Bohai Leasing a emis acțiuni și a utilizat propriile active pentru a achita prețul fuziunii. La data de 27 decembrie 2013, Bohai Leasing a emis un număr de 216.450.216 acțiuni pentru HNA Group, pentru a achita prețul de achiziție al Seaco. În același timp, compania a emis 81.745.000 acțiuni, 134.770.000 acțiuni și 72.085.288 acțiuni către Hua An Fund Management Co., Ltd., Manulife TEDA Fund Management Co., Ltd și respectiv Tianhong Fund Management Co., Ltd, pentru a achiziționa activele Seaco (Bohai Leasing, 2014). Valoarea de emisiune a unei acțiuni a fost de 6,93 yuan, iar valoarea totală a atins 3,5 mld. RMB. Bohai Leasing a realizat indirect plata către Seaco, prin intermediul filialei sale GSCII. În anul 2014, Bohai Leasing și-a reînnoit disponibilitățile bănești prin finanțare pe bază de datorii la HNA Group, asigurându-și lichiditatea (Bohai Leasing, 2014). Pentru o firmă o valoare prea ridicată

a raportului între datorii și capital generează presiune din partea serviciului datoriei, conducând la diminuări semnificative ale levierului financiar. O rată a capitalului propriu prea ridicată diluează valoarea care revine acționarilor, afectând interesele acestora. Bohai Leasing a combinat finanțarea internă, finanțarea bazată pe datorii și finanțarea bazată pe capital în fuziunea cu Seaco.

4.3.3. Alegerea unei strategii de plată rezonabile

Fluctuația ratei dobânzii (?) și a cursului de schimb valutar vor conduce la schimbări ale costului fuziunii. Până la momentul actual, băncile au reprezentat principalul canal de finanțare pentru Bohai Leasing (Bohai Leasing, 2015). Fluctuațiile ratei dobânzii au un impact mai ridicat asupra costurilor companiei. Compania își extinde canalele de finanțare, în special prin finanțare din străinătate. De exemplu, Seaco a emis titluri pe o perioadă de 10 ani, garantate cu active, în valoare de 500 mil. dolari (Bohai Leasing, 2014). Pe de altă parte, Bohai Leasing a înființat un departament financiar care să gestioneze activele financiare, cum ar fi investițiile în produse financiare, pentru a acoperi riscul. Până în prezent, activele Seaco sunt evaluate în dolari; fluctuațiile cursului de schimb ale dolarului vor afecta direct valoarea în RMB a companiei, cu impact ulterior asupra performanței generale a acesteia. Ca răspuns la riscul valutar, Bohai Leasing a organizat o ședință în data de 5 decembrie 2014, anunțând garantarea titlurilor cu active. În ceea ce privește plățile din activitatea de fuziuni și achiziții, compania a proiectat o strategie comercială destinată blocării riscului valutar. Părțile implicate în tranzacție au semnat un contract privind data plății. Anterior acestei date, plățile se vor realiza la un anumit curs de schimb, în caz contrar prețul plătit fiind mai ridicat.

4.3.4. Strategia de integrare

Dobânditorul a fost nevoit să elaboreze soluții rezonabile de integrare cost-beneficiu și să aleagă cel

mai scăzut cost, dar cel mai ridicat venit. Între timp, integrarea financiară trebuie finalizată cât de curând posibil, în cazul apariției de influențe negative. Integrarea financiară trebuie coroborată și cu alte aspecte, cum ar fi integrarea resurselor umane. Bohai Leasing a creat un sistem de control intern al raportării financiare. Din fericire, numărul de reguli contabile care trebuie schimbate în integrarea situațiilor financiare după fuziunea cu Seaco nu este atât de ridicat. De îndată ce Bohai Leasing a preluat controlul asupra companiei Seaco, s-a procedat la consolidarea situațiilor financiare. În același timp, după finalizarea fuziunii, Bohai Leasing a absorbit experiența operațională și know-how-ul companiei Seaco. Ca urmare a fuziunii, Seaco a inițiat canale comerciale în domeniul leasingului de containere la nivel național, extinzându-și în continuare piața și influența în China, în scopul creșterii rapide a volumului activelor.

Concluzii

Activitățile de fuziune și achiziție transnațională prezintă risc financiar pe parcursul întregului proces. Anterior fuziunii sau achiziției, este necesară dezvoltarea unei strategii rezonabile de achiziție, precum și manifestarea unei atenții sporite în procesul de gestionare, în vederea diminuării riscului de asimetrie în informare și, mai departe, a riscului asociat stabilirii prețului. Dat fiind faptul că activitățile de fuziune sau achiziție transnațională necesită un volum ridicat de lichidități, apelarea la un singur canal de finanțare conduce la creșterea riscului financiar. Pe parcursul etapei de implementare, evaluarea riguroasă a capacității proprii de finanțare, selectarea unor canale de finanțare flexibile, precum și proiectarea unei structuri rezonabile a capitalului vor diminua riscul financiar. În plus, utilizarea de instrumente financiare diverse cu privire la capitalul internațional ar putea acoperi riscul fluctuației de curs valutar, conducând astfel la diminuarea riscului de plată. În vederea reducerii riscului de integrare financiară, în etapa de integrare se va acorda atenție integrării strategiei de afaceri și a sistemului financiar.

BIBLIOGRAFIE

1. Ai, Z. (2002), Finance risk management of M&A, *Accountant of Sichuan province*, nr. 3, pp. 69-71.
2. Aloke, G. și Prem, C.J. (2000), Financial leverage changes associated with corporate mergers, *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, nr. 4, pp. 377-402, DOI: 10.1016/S0929-1199(00)00007-9.
3. Andrade, G., Mitchell, M. și Stafford, E. (2000), New evidence and perspectives on mergers,

- Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nr. 2, pp. 103-120, DOI: 10.1257/jep.15.2.103.
4. Bohai Leasing (2014), *Annual Report 2014-2015*, [online] Disponibil la: <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2015-04-29/1200935960.PDF>, [Accesat pe 13 noiembrie 2016].
 5. Bruner, R. (2005), *Deals from hell – M&A lessons that rise above the ashes*, New York: Wiley.
 6. Calandro, J.Jr. (2008), Assessing the risk of M&A: Bruner's disaster framework, *Strategy & Leadership*, vol. 36, nr. 6, pp. 20-27, DOI: 10.1108/10878570810918322.
 7. Chen Chuanxing, X. (2014), Finance risk management of cross-border M&A corporate, *Business Practice*, nr. 11, pp. 70-72.
 8. Chen, G.R. și Ai, Z.Q. (2002), Discussion on the Financial Risk of M & A, *Enterprise Vitality*, nr. 2, pp. 69-71.
 9. Gao, T.T. (2012), Study on China M&A failure cases based on finance risk, *Regional economics and industry development*, nr. 1, pp. 13-16.
 10. Glaser, B. și Strauss, A. (1967), *The discovery of grounded theory: Strategies of qualitative research*, London: Wiedenfeld and Nicholson.
 11. Hong Yan Shi (2003), The literature review of payment method of mergers and acquisition, *The research of finance and economic problems*, nr. 4, pp. 39-41.
 12. Lee, G.K. și Lieberman, M.B. (2010), Acquisition vs. internal development as modes of market entry, *Strategic Management Journal*, vol. 31, nr. 2, pp. 140-158, DOI: 10.1002/smj.804.
 13. Lee, J. și Prékopa, A. (2013), Properties and calculations of multivariate risk measures: MVaR and MCVaR, *Annals of Operations Research*, vol. 211, nr. 1, pp. 225-254, DOI: 10.1007/s10479-013-1482-5.
 14. Miles, M.B. și Huberman, A.M. (1994), *Qualitative Data Analysis: An Expanded Sourcebook*, Beverly Hills: Sage Publications.
 15. Perry, J.S. și Herd, T.J. (2004), Reducing M&A risk through improved due diligence, *Strategy & Leadership*, vol. 32, nr. 2, pp. 12-19, DOI: 10.1108/10878570410525089.
 16. Prékopa, A. (2012), Multivariate value at risk and related topics, *Annals of Operations Research*, vol. 193, nr. 1, pp. 49-69, DOI: 10.1007/s10479-010-0790-2.
 17. PwC (2016), *PwC M&A 2015 review and 2016 outlook*, [pdf] Disponibil la: http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635893311472912475_ma_press_briefing_jan2016.pdf, [Accesat pe 13 noiembrie 2016].
 18. Stettner, U. și Lavie, D. (2014), Ambidexterity under scrutiny: Exploration and exploitation via internal organization, alliances, and acquisitions, *Strategic Management Journal*, vol. 35, nr. 13, pp. 1903-1929, DOI: 10.1002/smj.2195.
 19. Sun R. și Ying, Y. (2010), The analysis and defense of financial risks in enterprise merge and acquisition, *The technology and innovation management*, nr. 1, pp. 74-76.
 20. Yang Shue, (2012), Risk management of finance integration after M&A, *Accountant and economics study*, pp. 69-72.
 21. Ye, M.Z., (2008), Research on normalization evaluation of case research method-literature review of China's enterprises management case study, *Management world*, nr. 4, pp. 115-117.