



Analiza dinamicii pieței fuziunilor și achizițiilor din România.

**Evidențe empirice privind
primele plătite în tranzacții**

Asist. univ. dr. George-Marian AEVOAE,
Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași,
Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,
Academia Oamenilor de Știință, București, România,
e-mail: aevoae@gmail.com

Rezumat

Companiile obișnuiesc să achiziționeze integral sau părți în alte companii. Aceste participații pot sau nu să le confere achizitorilor control asupra companiilor țintă, dar cu siguranță le permit să utilizeze resursele acestora pentru a-și crește rentabilitatea, a avea acces la progresul tehnologic și inovație, a dezvolta produse sau a obține dividende, ca parte a tranzacțiilor lor strategice. Obiectivul principal al acestui articol este de a evalua cota achiziționată, pe baza informațiilor referitoare la mărimea companiilor țintă și prima achitată în tranzacție, pe baza unui eșantion de 2.565 de achiziții care au implicat cel puțin o companie românească, în perioada 2010-2018. Rezultatele arată că influența este negativă și semnificativă pentru întregul eșantion. Când sunt luate în calcul reglementările contabile aplicate de compania țintă, rezultatele arată că sunt cumpărate cote ridicate în companiile care aplică reglementările naționale, comparativ cu situația celor care aplică IFRS. A doua parte a studiului se concentrează pe fuziunile românești, care sunt reglementate separat de OMPF nr. 897/2015. În cazul acestor tranzacții, companiile țintă, în majoritatea cazurilor, raportează o valoare negativă a capitalului propriu.

Cuvinte cheie: fuziuni și achiziții; prime; cotă achiziționată; România; investiții;

Clasificare JEL: E22, G32, M42, M48, O16

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Aevoae, G.-M. (2024), Analyzing the Dynamics of the Romanian M&A Market. Empirical Evidence Regarding the Premiums Paid in Transactions, *Audit Financiar*, vol. XXII, no. 2(174)/2024, pp. 332-342, DOI: 10.20869/AUDITF/2024/174/011

Link permanent pentru acest document:

<http://dx.doi.org/10.20869/AUDITF/2024/174/011>
Data primirii articolului: 11.07.2023
Data revizuirii: 20.07.2023
Data acceptării: 26.03.2024

Introducere

Fluxurile globale de investiții directe străine (IDS) în 2021 au fost de 1,58 trilioane de dolari, în creștere cu 64% față de nivelul din 2020, care a fost un an excepțional de scăzut, dat fiind pandemia de Covid-19 și faptul că economia mondială a fost întreruptă pentru o perioadă. Redresarea economiilor a cerut investiții masive și a arătat un impuls semnificativ de revenire, care a inclus o creștere semnificativă a pieței de fuziuni și achiziții (UNCTAD, 2022). Din cauza crizei triple alimentare, energetice și financiare din multe țări ca rezultat al războiului din Ucraina, este puțin probabil ca impulsul de creștere din 2021 să poată fi menținut. În acest context, piața de fuziuni și achiziții trebuie stimulată, iar companiile implicate trebuie să ia în considerare una dintre cele trei motivații identificate în literatură: sinergia, agenția și orgoliul managerilor (Seth et al., 2002).

Efectele asupra averii acționarilor achizitorilor și ai companiilor-țintă în fuziuni și achiziții sunt de interes atât pentru cercetători, cât și pentru practicieni și sunt analizate din perspective manageriale, financiare, contabile sau culturale. Unul dintre cele mai importante aspecte tratate în numeroase lucrări este mecanica piețelor de preluare, care include distribuția averii generate de fuziuni și achiziții între companiile implicate (Mulherin și Simsir, 2014; Weber et al., 2011; Schoenberg, 2006). Ultimul subiect, referitor la valoarea creată de fuziuni și achiziții (F&A), este unul dintre paradoxurile cele mai discutate, dat fiind faptul că numărul și valoarea acestor concentrări de afaceri au crescut de-a lungul anilor, în ciuda performanței scăzute sau absente înregistrate de multe companii achizițoare. Specialiștii în fuziuni și achiziții analizează și evaluează efectele asupra averii, în special asupra acționarilor companiilor-țintă, pentru a evalua dacă aceștia primesc prime corecte sau exagerate în cadrul tranzacțiilor (Antonioni et al., 2008; Mulherin și Simsir, 2014; Laamanen, 2007).

În literatura privind F&A, efectele asupra averii sunt în mod obișnuit măsurate prin abaterile de rentabilitate a acțiunilor companiilor-țintă sau achiziționate și prin primele plătite în tranzacții. Semnificația economică a abaterilor de rentabilitate și durata de calcul poate diferi între economiile avansate și cele emergente datorită diferențelor în eficiența piețelor lor de capital, calitatea instituțiilor, dimensiunea resurselor umane și de capital și viteza cu care informațiile sunt diseminate către participanții de pe piață (Arik și Kutun, 2015). Primele plătite reflectă sinergiile așteptate rezultate din tranzacție

(Gomes și Marsat, 2018) și transmit informații cu privire la modul în care achizitorii evaluează riscul manipulării pieței de către persoanele din interiorul companiei-țintă (Cumming et al., 2016). Aktas et al. (2011) arată că tranzacțiile cu sinergii mai mari au loc cu companii-țintă care înregistrează o performanță mai bună în ceea ce privește responsabilitatea socială corporativă.

În literatura legată de achiziții, prima manifestare a sinergiei așteptate este reprezentată de prima plătită, presupunând că managerii încheie tranzacțiile având în vedere faptul că valoarea adăugată de obținut depășește suma plătită în plus pentru acționarii companiei-țintă.

Cho și La (2014) compară prima plătită cu sinergia așteptată de obținut din operațiunile de achiziții, ținând cont, desigur, de influența factorului timp: primele plătite se realizează imediat, în timp ce sinergiile se așteaptă să apară după data tranzacției, cel puțin un an mai târziu. Majoritatea autorilor consideră că acestea apar chiar și după trei ani de la acea dată (Damodaran, 2005; Schosser și Wittmer, 2015; Rao et al., 2016). De fapt, valoarea primei plătite către acționarii companiei-țintă poate, în unele cazuri, depăși valoarea capitalizării bursiere a acesteia și nu este corelată cu sinergiile așteptate, din mai multe motive: înțelegere insuficientă a conceptului de sinergie, prezentarea sinergiei așteptate fără a fi identificate în mod specific sursele pentru obținerea acesteia, fără calcule specifice sau prezentarea etapelor care trebuie parcurse pentru a o atinge.

Pe de altă parte, de-a lungul timpului, au existat autori care au pus în discuție modurile adecvate de măsurare a primei plătite, argumentând cu privire la prețul acțiunilor țintă care ar trebui luat în considerare în calculul acesteia (Eaton et al., 2019; Masulis și Simsir, 2018; Schwert, 2000; Schwert, 1996). Ceea ce este interesant în aceste studii, analizate în evoluție, este faptul că, de-a lungul anilor, prețurile acțiunilor neafectate, care sunt comparate cu prețurile acțiunilor la data tranzacției, sunt luate în considerare pentru o perioadă mai lungă anterior anunțului acesteia (de la 20 la 105 de zile în prezent). Justificarea este simplă. În zilele noastre, informațiile sunt la îndemână, iar până la ziua de tranzacționare – 20, de exemplu – prețurile acțiunilor includ deja o cantitate semnificativă de știri legate de tranzacție.

Dintr-o perspectivă diferită, Ang și Ismail (2015) și Ismail (2011) susțin că o creștere de 10% în raport cu cel mai înalt nivel atins în ultimele 52 de săptămâni este asociată cu o creștere de 3% a primei oferite, deoarece atât acționarii companiei-țintă, cât și cei ai achizitorului trebuie

să estimeze valoarea țintei în momentul luării deciziei de acceptare/propunere a ofertei. Fără timp, informații și capacitatea de a calcula cu precizie valorile prezente ale fluxurilor de numerar viitoare etc., unii dintre aceștia vor consulta cel mai înalt nivel atins în ultimele 52 de săptămâni ca referință. În acest context, companiile-țintă caută și încearcă să justifice cel mai înalt preț posibil (Baker et al., 2012).

În cazul fuziunilor, pe de altă parte, prima plătită este rezultatul preluării companiei absorbite de către ofertant, obținut din comparația valorii titlurilor emise acționarilor companiei-țintă cu valoarea contribuției aduse de aceasta în cadrul concentrației. Aspectele prezentate vor fi exemplificate în continuare pe cazul tranzacțiilor din România.

Actul normativ care legiferează activitatea F&A din România este Ordinul ministrului finanțelor publice (OMFP) 897/2015 - *Norme contabile privind fuziunea, divizarea, dizolvarea și lichidarea societăților, retragerea sau excluderea unor asociații*, iar entităților economice, cele care aplică ordinul în eventualitatea unei operațiuni de reorganizare, le sunt incidente Reglementările contabile privind situațiile financiare anuale

individuale/consolidate, aprobate prin OMFP nr. 1.802/2014, cu modificările și completările ulterioare. În cazul entităților economice care aplică Reglementările contabile conforme cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IAS/IFRS), stabilite prin OMFP nr. 2.844/2016, procedează la evidențierea în contabilitate utilizând reglementările menționate, cu respectarea legislației care reglementează din punct de vedere juridic operațiunile respective (OMFP nr. 897/2015, art.2).

În cazul operațiilor de achiziții, prima apare ca o anticipare a efectului de sinergie ce se așteaptă a fi înregistrat, în cel puțin trei ani de la data finalizării tranzacției (Damodaran, 2005). În cazul operațiunilor de tip fuziuni, prima apare ca „diferența între valoarea aportului rezultat din fuziune și valoarea cu care a crescut capitalul social al societății absorbante”, potrivit OMFP 897/2015. Cu alte cuvinte, determinarea primei din operațiuni de fuziune presupune un calcul matematic. În acest sens în Ec.1 este prezentat calculul *valorii matematice a unei acțiuni* (V.M.), raportul de paritate (R) în Ec.2, numărul de acțiuni care se emit de entitatea care absoarbe pentru aportul entității absorbite în Ec.3 și în Ec.4 este prezentat modul de calcul al primei de fuziuni (P.F.).

$$V.M. = \frac{ANC_{aportat}}{Nr. \text{ acțiuni emise}} \quad 1$$

$$R = \frac{V.M. \text{ a unei acțiuni la entitatea absorbită}}{V.M. \text{ a unei acțiuni la entitatea care absoarbe}} \quad 2$$

$$Nr.a = Nr. \text{ acțiuni ale entității absorbite} * R \quad 3$$

$$PF = Nr.a * (V.M. \text{ acțiuni entitatea care absoarbe} - V.n. \text{ acțiuni entitatea care absoarbe}) \quad 4$$

sau

$$P.F. = ANC_{aportat \text{ de entitatea absorbită}} - (Nr.a * V.n.)$$

unde:

V.n. - reprezintă valoarea nominală a unei acțiuni

O companie achizitoare are toate motivele să se asigure că suma plătită pentru o companie țintă sau pentru o parte din aceasta, într-o tranzacție de F&A, reflectă în mod real valoarea netă a acesteia, astfel încât prima achitată să corespundă câștigurilor așteptate în viitor (Jory et al., 2016). Obiectivele lucrării sunt duble. Pe de o parte, dorim să analizăm dacă prima plătită în achizițiile din România

este un factor determinant pentru pachetul achiziționat, alături de dimensiunea companiei-țintă și practicile contabile. De asemenea, utilizând o regresie logistică multinomială, analizăm probabilitatea ca un achizitor să aleagă între control, asociere sau achiziții minoritare într-o companie-țintă, bazându-ne pe aceiași factori de influență. Rezultatele vor arăta că cele trei variabile sunt

semnificative în luarea deciziei, dar și în estimarea pachetului achiziționat. Pe baza acestor premise, în cazul fuziunilor și achizițiilor din România, propunem următoarele ipoteze să fie testate și validate:

- **H₁: În achizițiile din România, probabilitatea achiziționării unui pachet specific în compania-țintă este influențată semnificativ de prima plătită, dimensiunea și practicile contabile ale companiei-țintă.**
- **H₂: În achizițiile din România, prima plătită, dimensiunea și practicile contabile ale companiei-țintă au o influență semnificativă asupra pachetului achiziționat în tranzacție;**
- **H₃: În achizițiile din România există o diferență semnificativă între primele plătite, luând în considerare reglementările contabile aplicate de compania-țintă;**
- **H₄: În fuziunile din România companiile-țintă raportează o valoare negativă a capitalului propriu.**

2. Metodologia cercetării

2.1. Populația țintă și eşantionul analizat

Având în vedere cele de mai sus, prezentăm un studiu care analizează 2.565 de achiziții ce implică cel puțin o companie românească, în perioada 2010-2018, cu scopul de a descrie caracteristicile generale ale primei plătite în tranzacțiile încheiate în România. Trebuie reținut faptul că au fost luate în considerare atât achizițiile interne, cât și cele transfrontaliere, care implică o singură companie-țintă și una sau mai multe companii achizitoare.

Perioada aleasă este semnificativă pentru România. Anul 2010 este anul în care PIB-ul și PIB-ul pe cap de locuitor au început să crească, după criza financiară din 2008-2009 (Banca Mondială, 2021). Anul 2018 a marcat un moment istoric pentru Uniunea Europeană (UE), deoarece la data de 14 noiembrie a fost publicat Acordul de retragere a Marii Britanii din UE, iar pe 25 noiembrie a fost susținut de cele 27 de state membre ale UE. Acest act, care acoperă aspecte precum finanțele, drepturile cetățenilor, aranjamentele de frontieră și soluțiile de rezolvare a disputelor, a avut un impact major asupra economiei UE, inclusiv a României.

Începând cu anul 2019, a existat o reorganizare a Uniunii Europene, din punct de vedere financiar cel puțin, prin mutarea centrului financiar de la Londra spre alte locații din Uniune sau din afara ei (Hall și Wójcik, 2021; Kalaitzake, 2021). Aceste mișcări au condus la modificări în structura finanțării și a serviciilor financiare (Donnelly, 2023; Lavery et al., 2019) și, implicit, a FDI la nivelul țărilor membre (Kalaitzake, 2021; Baier et al., 2019). Anul 2020 a fost un an atipic, din cauza influențelor pandemiei de Covid-19, iar anul 2021 a fost an de reluare a activității la nivelul planetei, în condiții excepționale (Fu et al., 2021). Prin urmare, considerăm că ultimii ani fac subiectul unui studiu distinct deoarece nu există comparabilitate față de anii propuși în cadrul acestui studiu.

2.2. Modele propuse spre analiză și sursa datelor

Variabilele propuse pentru studiu sunt prezentate în **Tabelul nr. 1**.

Tabelul nr. 1. Variabile utilizate în analiză		
Simbol	Reprezentare	Explicație
P	Numerică	Prima plătită în achiziții
StakeInt	1- Acțiuni la entități controlate în comun; 2- Acțiuni deținute la entități asociate; 3- Control.	Considerăm următoarele intervale: 0-20% (1); 20-50% (2); >50% (3).
StakeVal	Numerică	Cota achiziționată (%)
DC	Ln (Active totale)	Mărimea companiei țintă
AccP	1 – IFRS 2 – Local GAAP	Reglementările contabile aplicate de compania țintă
Year	Anul achiziției	2010-2018

Sursa: Prelucrare proprie

Pentru prima ipoteză, propunem următorul model:

$$\ln \left[\frac{P(\text{StakeInt}_j)}{1 - P(\text{Stakeint}_j)} \right] = \alpha + \beta_1 \cdot DC + \beta_2 \cdot P + \beta_3 \cdot AccP \quad 5$$

Pentru reprezentarea legăturii dintre cota achiziționată și variabilele propuse, considerăm funcția următoare:

$$\text{StakeVal}_t = f(DC_t; P_t; AccP_t) + \varepsilon \quad 6$$

Utilizând regresia liniară, propunem următorul model:

$$\text{StakeVal}_t = \delta_0 + \delta_1 \cdot DC_t + \delta_2 \cdot P_t + \delta_3 \cdot AccP_t + \varepsilon_t \quad 7$$

Ipotezele vor fi testate și validate utilizând SPSS 25.0.

3. Rezultatele cercetării

3.1. Statistica descriptivă a eșantionului

Statistica descriptivă aferentă eșantionului supus analizei este prezentată în **Tabelele 2 și 3**. Astfel, conform datelor din **Tabelul nr. 2**, în 2007 tranzații a fost achiziționată o cotă de capital de

până la 20%, în 177 tranzații au fost achiziționate titluri care au permis entității achizitoare să dețină o influență notabilă în compania țintă, iar în 381 de achiziții a fost cumpărată o cotă de capital care permite controlul companiei achiziționate. Aceste tranzații sunt împărțite, în același tabel, în operațiuni din industrie și din servicii.

Tabelul nr. 2. Analiza încrucișată a reglementărilor contabile cu obiectul de activitate și intervalul cotei de participație

Interval			Industrie și servicii		Total
			Industrie	Servicii	
0-20	AccP	IFRS	522	1120	1642
		Local GAAP	251	114	365
	Total	773	1234	2007	
20-50	AccP	IFRS	22	10	32
		Local GAAP	107	38	145
	Total	129	48	177	
50+1	AccP	IFRS	17	9	26
		Local GAAP	227	128	355
	Total	244	137	381	
Total	AccP	IFRS	561	1139	1700
		Local GAAP	585	280	865
	Total	1146	1419	2565	

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0

Având în vedere că prima a fost calculată prin raportare la valoarea capitalurilor proprii ale companiei țintă, ponderate cu cota de capital achiziționată, ca diferență între valoarea plății făcute și valoarea capitalurilor, valoarea acesteia poate fi

pozitivă sau negativă. Dată fiind media din **Tabelul nr. 3**, tragem concluzia că, în achizițiile din România, în medie nu s-a achitat primă, plata fiind sub nivelul valorii activului net contabil aferent cotei de capital achiziționate.

Tabelul nr. 3. Statistica descriptivă a variabilelor incluse în model

	Minim	Maxim	Media	Deviația Std.	No.
Premium	-1.539.691,11	599.412,557	-982,649	50.564,759	2565
DC	-0,88	16,693	12,747	3,581	
StakeVal	0,010	100,00	16,715	31,338	

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0

Tabelul nr. 4. Corelația Pearson

Indicatori	P	DC	StakeVal
P	1.000	-.042**	-.020***
DC		1.000	-.600***
StakeVal			1.000

Pragul de semnificație este de 0.01**

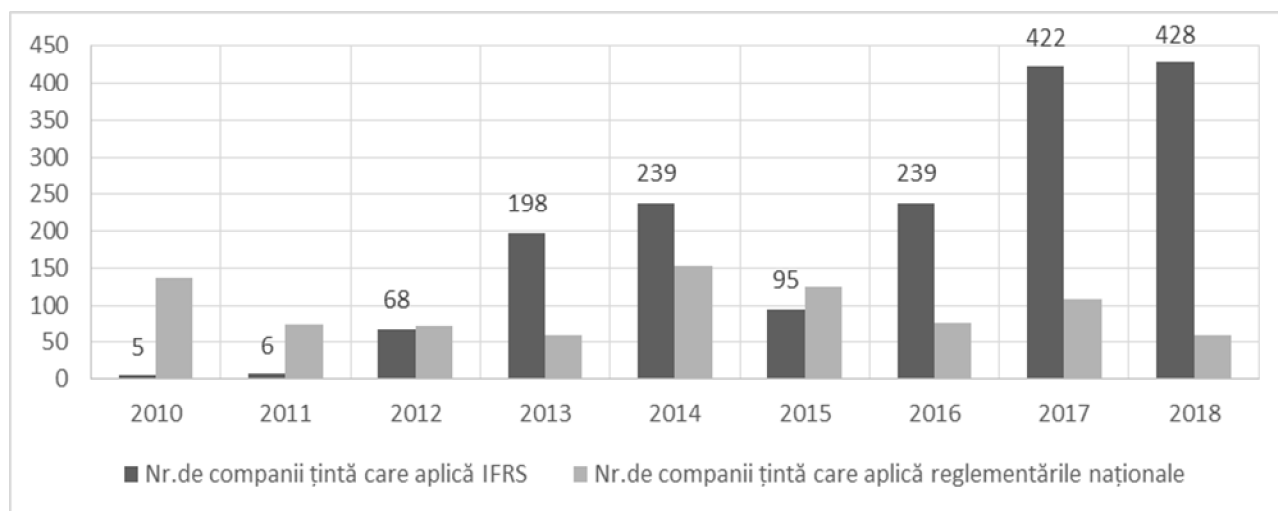
Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0

Există o corelație negativă între mărimea companiei și prima plătită în achiziție: cu cât compania este mai mică, cu atât prima plătită este mai mare. Aceeași corelație se poate observa și între dimensiunea companiei și cota achiziționată în compania țintă, ceea ce semnifică faptul că sunt cumpărate cote mici în societăți mari și invers. Corelația se menține și între primă și cota achiziționată, de

unde deducem că sunt plătite prime mari pentru societăți mici și prime reduse în cazul achizițiilor în companiile mari (Tabelul nr. 4).

În *Figura nr. 1* este reprezentarea grafică a companiilor țintă în funcție de reglementările contabile aplicabile în anul în care achiziția a avut loc.

Figura nr. 1. Tipul de reglementare contabilă aplicat de entitățile țintă



Sursa: Prelucrare proprie

Cele 2.565 de companii țintă, aferente unui număr echivalent de tranzacții, aplică IFRS în proporție de

66,28%, restul de 33,72% aplicând reglementările contabile naționale (Tabelul nr. 5).

Tabelul nr. 5. Statistica descriptivă a variabilelor nominale

Practicile contabile	Nr.	Media	Deviația Std.
IFRS	1,700	-2,550.295	53,779.148
Reglementările contabile naționale	865	2,098.273	43,426.599

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0

3.2. Rezultate și discuții

Eficacitatea generală a primului model a fost evaluată utilizând Chi-pătrat (χ^2).

Conform informațiilor prezentate în **Tabelul nr. 6**, modelul

de regresie propus este semnificativ ($p < 0,01$), indicând o relație semnificativă între intervalele cotelor achiziționate și variabilele independente selectate (dimensiunea companiei, prima achitată și reglementările contabile aplicabile).

Tabelul nr. 6. Eficacitatea modelului

Outcomes	Model			
	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	585.738			
Final	554.971	30.767	6	.000

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0.

Toate variabilele propuse pentru analiză au o contribuție semnificativă la modelul propus (pentru dimensiunea companiei, sig. = 0.000, pentru primă, sig. = 0.014 și pentru reglementările contabile sig. = 0.000). Având în vedere că în cazul acestui model de regresie analiza este construită în jurul companiei achizitoare și a factorilor care

îi pot influența decizia de a cumpăra în anumite intervale, stabilite prin reglementările contabile și prezentate în **Tabelul nr. 1**, aceste cote determină o anumită influență asupra companiei țintă. Considerăm că alegerea noastră pentru variabile este adecvată și semnificativă, având în vedere pseudo $R^2 = 35,5\% - 48,5\%$.

Tabelul nr. 7. Estimarea parametrilor

StakeInt ^a	B	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
				Lower Bound	Upper Bound
0-20 (1)	Intercept	-1.587	.000		
	DC	.186	.000	1.204	1.129 1.284
	P	.0002	.001	1.002	0.996 1.005
	[AccP=IFRS]	3.042	.000	20.957	11.949 36.754
	[AccP=Local]	0 ^b	.	.	.
20-50 (2)	Intercept	.697	.042		
	DC	-.205	.000	.815	.749 .886
	P	.0003	.577	1.006	0.980 1.020
	[AccP=IFRS]	2.375	.000	10.746	5.053 22.857
	[AccP=Local]	0 ^b	.	.	.

^acategoria de referință este 3 (control)

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0

Conform datelor din **Tabelul nr. 7**, achizitorii au mai multe șanse să achiziționeze acțiuni reprezentând 0-20% din țintă decât procentajul de control; de fapt, atunci când dimensiunea companiei crește cu o unitate, șansele ca achizitorul să achiziționeze acțiuni minoritare crește cu 18,60% în modelul propus, comparativ cu categoria de referință 3 (control), în condițiile în care alte efecte rămân constante. De asemenea, prima achitată este semnificativă ($B = 0,0002$ și rata probabilității = 1,002), ceea ce înseamnă că achizitorii au cu 0,02% mai multe șanse de a cumpăra acțiuni reprezentând mai puțin de 20% din compania țintă, comparativ cu referința (categoria 3).

Atunci când se compară achizițiile de titluri în entități asociate (acțiuni reprezentând 20-50% din compania țintă) cu categoria de referință, putem observa că dimensiunea companiei țintă rămâne un factor cu influență semnificativă și pozitivă. Astfel, scad șansele cu 79,5% ca

o companie achizitoare să cumpere titluri în entități asociate, comparativ cu categoria de referință, iar prima nu mai este un factor de influență în această decizie.

Observăm că variabila categorică „Practica contabilă” este semnificativă, iar faptul că societatea țintă aplică IFRS în comparație cu GAAP locale, sporește șansele de a achiziționa interese minoritare și titluri la companii controlate în comun, raportat la categoria de referință. Concluzia care rezidă din analiză este că entitățile achizitoare cumpără participații reduse în companiile care aplică IFRS și participații care conduc la control în entitățile care aplică reglementările contabile naționale.

Tabelul nr. 6 prezintă estimările parametrilor pentru modelul de regresie propus pentru testare și validare, luând în considerare toate tranzacțiile (2.565 achiziții). Variabilele independente alese explică doar 41,7% din variația variabilei dependente ($R^2 = 0.417$).

Tabelul nr. 8. Coeficienții modelului de regresie

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.349	5.605		.241	.810
	DC	-1.919	.253	-.219	-7.570	.000
	AccP	29.758	1.920	.449	15.500	.000
	P	-3.028E-5	.000	-.049	-3.236	.001

a. Dependent Variable: StakeVal

Sursa: Prelucrare proprie utilizând SPSS 25.0

Cu un sig. 0.000 și $F = 611.552$, testul ANOVA semnifică faptul că modelul este semnificativ, pentru toate cele 2.565 tranzacții. Din valorile înregistrate în **Tabelul nr. 8** observăm că atât dimensiunea companiei, cât și prima plătită în achiziție sunt semnificative pentru cota achiziționată în compania țintă și au ambele o influență negativă asupra variabilei dependente. Aceste rezultate arată faptul că achizitorii vor cumpăra cote mici în

companii mari și invers, fapt care este verificat în economia românească. Companiile mari din eșantionul de lucru sunt cele cotate la Bursa de Valori București, iar cotele achiziționate în acestea se înscriu, de regulă în intervalul 1 (0-20%). Aceeași influență este observabilă și în cazul primelor, care au valori mici pentru achiziții de cote ridicate și sunt în valoare superioară în cazul cotelor minoritare.

Tabelul nr. 9. Repartizarea entităților care raportează/nu raportează prime în proiectele de fuziune, în perioada 2014-2017

Anul		Primă de fuziune		Total
		Da, înregistrează	Nu, nu înregistrează	
Anul proiectului de fuziune	2014	86	152	238
	2015	90	144	234
	2016	83	163	246
	2017	70	121	191
Total		329	580	909

Sursa: Proiecție proprie

În **Tabelul nr. 9** este prezentat numărul de entități care raportează și care nu raportează prime în proiectele de fuziune, considerând perioada 2014-2017.

În perioada 2014-2017, din totalul de 909 de fuziuni care au implicat companii din România, 329 au înregistrat primă de fuziune și 580 nu au înregistrat. Din cele care au înregistrat primă, 28 au înregistrat primă negativă, care se va înregistra în evidența societății absorbante ca o

pierdere din anularea titlurilor proprii în urma fuziunii. În cazurile în care nu s-a înregistrat primă, activul net contabil al companiei țintă a fost negativ, ceea ce nu a permis entității absorbante să emită titluri în favoarea acționarilor/asociaților entității absorbite.

Tabelul nr. 10 prezintă numărul de proiecte care raportează/nu raportează prime, grupate pe tipuri de fuziuni.

Tabelul nr. 10. Repartizarea entităților care raportează/nu raportează prime în proiectele de fuziune, pe tipuri de fuziuni

Tip de fuziune	Proiecte cu primă		Proiecte fără primă		Total	
	Nr.	Procent	Nr.	Procent	Nr.	Procent
Orizontală	117	35,6%	215	72,7%	332	100,0%
Verticală	135	41,0%	213	77,7%	348	100,0%
Conglomerat	77	23,4%	152	49,6%	229	100,0%

Sursa: Proiecție proprie

Astfel, în cazul fuziunilor orizontale, într-un număr de 117 de tranzacții s-a înregistrat primă în proiectul de fuziune, comparativ cu 215 de cazuri în care acest element nu a putut fi înregistrat. În cazul fuziunilor pe verticală, raportul

este de 135 cazuri cu primă raportat la 213 de cazuri fără primă, iar în situația fuziunilor de tip conglomerate, raportul este de 77 proiecte cu primă la 152 proiecte fără primă.

Tabelul nr. 11. Statistică descriptivă a valorii primelor de fuziune înregistrate pe tipuri de fuziuni

Tipuri de fuziune	Orizontală	Verticală	Conglomerat
Media	3.926.420,900	9.250.452,123	13.460.512,600
Mediana	455.600	996.656	866.570
Minim	-234.588.921	-9.146.450	-1.021.998
Maxim	289.450.000	236.230.163	359.851.240

Sursa: Proiecție proprie

Conform informațiilor din **Tabelul 11**, în medie, în România, în perioada 2014-2017, pentru 259 proiecte de fuziune, s-a înregistrat o primă medie de 3.926.421 lei în cazul fuziunilor pe orizontală, 9.250.452 lei în cazul fuziunilor pe verticală și 13.460.513 lei în cazul fuziunilor de tip conglomerat.

Având în vedere modul de calcul al primei de fuziune în România, considerăm că analiza descriptivă este cel mai oportun mijloc de prezentare analitică a situației acestora.

Concluzii

Economiile emergente pot fi caracterizate de numeroase și rapide schimbări în mediul de afaceri, iar România a devenit parte a acestui grup de economii datorită unor

indicatori cheie cu evoluție favorabilă (PIB, IDU etc.). Aceste schimbări sunt generate de necesitatea acestor economii de a se dezvolta până la un nivel de maturitate și de a fi compatibile cu cele dezvoltate. Fuziunile și achizițiile fac parte din această evoluție datorită potențialului lor de a spori investițiile într-o economie, ca operațiuni de creștere externă.

În mod obișnuit, achizitorii urmăresc să încheie fuziuni și achiziții pentru a reduce costurile și pentru a crea oportunități de creștere a averii, scopul final fiind de a întări sau de a extinde prezența lor pe piețele cu creștere susținută. Astfel, într-o lume definită de globalizare, companiile achizitoare sunt mereu în căutare de achiziții cu perspective de creștere sau de fuziuni care să permită atingerea unor sinergii așteptate. Un alt motiv ar putea fi

accesul la producție și tehnologie nouă. Această strategie împinge planurile de expansiune prin extinderea bazei de clienți și creșterea cotei de piață. Toate aceste motivații vin la pachet cu un preț pe care achizitorii doresc să îl plătească și pe care acționarii companiilor-țintă doresc să îl accepte, iar primele plătite în fuziuni și achiziții sunt o parte importantă în această decizie.

În cazul fuziunilor și achizițiilor din România, achizițiile de acțiuni minoritare (0-20), dar și cele în entități asociate (20-50) au vizat entitățile care aplică Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS), în timp ce în cazul achiziționării unui interes de control (50+1) s-au preferat entitățile care aplică reglementările naționale în materie de contabilitate (local GAAP). De asemenea, alegerea de a achiziționa participații minoritare și de a achiziționa cote în entități asociate este influențată pozitiv de dimensiunea companiilor țintă, calculată raportat la activele totale. În ceea ce privește primele plătite în tranzacții, acestea influențează alegerea de a achiziționa participații minoritare, dar nu au influență asupra alegerii de a investi în entități asociate. Toate aceste concluzii sunt raportate la alegerea de a investi cu scopul principal de a controla companiile țintă. Prima ipoteză este parțial validată.

Având în vedere influențele analizate în cazul achizițiilor din România, dimensiunea companiei și prima au o influență negativă asupra cotei achiziționate în tranzacție,

ceea ce înseamnă că achizitorii plătesc prime ridicate pentru cote mici achiziționate în entități de mici dimensiuni.

Astfel, în achizițiile românești, prima plătită are o influență negativă semnificativă asupra cotei achiziționate în tranzacție. Cu cât cota de capital achiziționată este mai mică, cu atât prima plătită acționarilor companiei-țintă este mai mare. De asemenea, dimensiunea companiei-țintă influențează negativ cota achiziționată în tranzacții. Achizitorii cumpără participații care conduc la control în companii locale mici. A doua ipoteză este validată.

În cazul fuziunilor din România, companiile-țintă, în majoritatea cazurilor, raportează o valoare negativă a capitalului propriu. Ca urmare a aplicării reglementărilor în materie de fuziuni, în aceste cazuri nu se calculează primă, rezultând, în medie, 63% dintre cazuri. A treia ipoteză este validată.

Strategiile de creștere fac parte din spectrul fundamental al dezvoltării strategice a afacerilor. În cazul companiilor românești există specificități determinate de starea instituțiilor, de schimbarea rapidă a legislației în industriile cheie și la nivelul economiei, dar și de calitatea mediului politic. Limitele studiului rezultă din lipsa datelor financiare, din numărul redus de companii listate la Bursa de Valori București, care a condus la imposibilitatea colectării de date suplimentare.

BIBLIOGRAFIE

1. Aktas, N., De Bodt, E., Cousin, J. G. (2011): Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers and acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp. 1753-1761.
2. Ang, J. S., Ismail, A. K. (2015): What premiums do target shareholders expect? Explaining negative returns upon offer announcements, *Journal of Corporate Finance*, 30, pp. 245-256.
3. Antoniou, A., Arbour, P., Zhao, H. (2008): How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High?, *European Financial Management*, 14(2), pp. 268-287.
4. Arik, E., Kutan, A. M. (2015): Do mergers and acquisitions create wealth effects? Evidence from twenty emerging markets, *Eastern European Economics*, 53(6), pp. 529-550.
5. Baier, F. J., Welfens, P. J. (2019): The UK's banking FDI flows and Total British FDI: a dynamic BREXIT analysis, *International Economics and Economic Policy*, 16, pp. 193-213.
6. Baker, M., Pan, X., Wurgler, J. (2012): The effect of reference point prices on mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 106(1), pp. 49-71.
7. Cho, Y.S., La, K.A. (2014): The impact of organizational citizenship behavior on synergy creation in mergers and acquisitions, according to levels of OCB and types of M&A, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 18(2), pp. 93-106.
8. Cumming, D.J., Ji, S., Johan, S., Tarsalewska, M. (2016): *Market manipulation and M&As*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2757907>

9. Damodaran, A. (2005): *The value of synergy*, Stern School of Business. Available at http://60.4iranian.com/uploads/The%20Value%20of%20Synergy_886.pdf, last accessed 2023/01/31.
10. Danbolt, J., Siganos, A., Vagenas-Nanos, E. (2015): Investor sentiment and bidder announcement abnormal returns, *Journal of Corporate Finance*, 33, pp. 164–179.
11. Donnelly, S. (2023): Post-Brexit financial services in the EU, *Journal of European Public Policy*, 30(5), pp. 787-806.
12. Eaton, G. W., Liu, T., & Officer, M. S. (2021): Rethinking measures of mergers & acquisitions deal premiums, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(3), pp. 1097-1126.
13. Fu, Y., Alleyne, A., Mu, Y. (2021): Does lockdown bring shutdown? Impact of the COVID-19 pandemic on foreign direct investment, *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(10), pp. 2792-2811.
14. Gomes, M., & Marsat, S. (2018): Does CSR impact premiums in M&A transactions?, *Finance Research Letters*, 26, pp. 71-80.
15. Hall, S., Wójcik, D. (2021): 'Ground zero' of Brexit: London as an international financial centre, *Geoforum*, 125, pp. 195-196.
16. Ismail, A. (2011): Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives?, *Financial Management*, 40(4), pp. 879-910.
17. Jaba, E., Robu, I.B., Balan, C.B., Robu, A.M. (2012): Folosirea metodei ANOVA pentru obținerea probelor de audit cu privire la efectul domeniului de activitate asupra variației indicatorilor poziției și performanței financiare, *Revista Audit Financiar*, Vol. 10, nr. 8 (92), pp.3-12.
18. Jory, S. R., Ngo, T. N., Wang, D. (2016): Credit ratings and the premiums paid in mergers and acquisitions, *Journal of Empirical Finance*, 39, pp. 93-104.
19. Kalaitzake, M. (2021): Resilience in the City of London: The fate of UK financial services after Brexit, *New Political Economy*, pp. 1-19.
20. Laamanen, T. (2007): On the role of acquisition premium in acquisition research, *Strategic Management Journal*, 28(13), pp. 1359-1369.
21. Mulherin, H., Simsir Aziz, S. (2014): Measuring Deal Premiums in Takeovers, *Financial Management*, 44(1), pp. 1–14.
22. Rao, V. R., Yu, Y., Umashankar, N. (2016): Anticipated vs. Actual Synergy in Merger Partner Selection and Post-Merger Innovation, *Marketing Science*, 35(6), pp. 934–952.
23. Schoenberg, R. (2006): Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics, *British Journal of Management*, 17(4), pp. 361-370
24. Schosser, M., Wttmer, A. (2015): Cost and revenue synergies in airline mergers – Examining geographical differences, *Journal of Air transport Management*, 47, pp. 142-153.
25. Schwert, G. W. (1996): Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial economics*, 41(2), pp. 153-192.
26. Schwert, G. W. (2000): Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?, *The journal of finance*, 55(6), pp. 2599-2640.
27. Seth, A., Song, K., Pettit, R. (2002): Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of US firms, *Strategic Management Journal*, 23, pp. 921-940
28. UNCTAD (2022), *World Investment Report. International Tax Reports and Sustainable Investment*, available at https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022_en.pdf
29. Weber, Y., Tarba, S., Reichel, A. (2011): A Model of the Influence of Culture on Integration Approaches and International Mergers and Acquisitions Performance, *International Studies of management and Organization*, 41(3), pp. 9-24.