

Liliana Manea

Valentina Minea

**ABORDĂRI SPECIFICE
INSTRUMENTELOR FINANCIARE
ÎN PIAȚA DE FUZIUNI
ȘI ACHIZIȚII DE ÎNTREPRINDERI**

**Editura
Academiei Oamenilor de Știință din România
2013**

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

MANEA, LILIANA

Abordări specifice instrumentelor financiare în piața de fuziuni și achiziții de întreprinderi / Liliana Manea, Valentina Minea. - București : Editura Academiei Oamenilor de Știință din România, 2013

Bibliogr.

Index

ISBN 978-606-8371-85-6

I. Minea, Valentina

336

PREFAȚĂ

*Cartea, **Abordări specifice instrumentelor financiare în piața de fuziuni și achiziții de întreprinderi**, nu s-a născut din întâmplare. Ea este rodul muncii unei echipe de cercetători entuziaști, care s-au aventurat pe tărâmurile misterioase ale pieței instrumentelor financiare și, în special pe zona lor sinuoasă de fuziuni și achiziții de întreprinderi. Privită ca unul din principalii vinovați pentru actuala criză financiară internațională, contabilitatea întreprinderii –ca instrument financiar specific, este liantul teoretic și practic al studiului științific dezvoltat de autori atât în această carte cât și în proiecte de cercetare mai mari.*

Dincolo de incapacitatea de a reflecta fidel fenomenele cauzatoare ale crizei financiare, contabilitatea proceselor de fuziuni și achiziții de întreprinderi rămâne un domeniu încă insuficient de cunoscut în problematica evaluării valorii reale a unei întreprinderi și în special a capitalului său intelectual. Evaluarea la valoarea justă ridicată la rangul cel mai înalt de utilitate de către organismele de reglementare contabilă internațională, încă suscită o serie de controverse la nivel european și național și, într-o accepțiune personală, considerăm că va fi abandonată în viitorul mai mult sau mai puțin îndepărtat, pentru o altă denumire și posibil pentru un nou cadru conceptual.

Această carte se adresează astfel deopotrivă studenților economiști, practicienilor contabili, consultanților financiar și fiscali ca și oamenilor de știință preocupați de domeniul vast al problematicii fuziunilor și achizițiilor de întreprinderi, sau de cel al evaluării întreprinderii ca instrument financiar special precum și de perspectivele conceptului de valoare justă în cadrul standardelor de raportare financiară internațională.

Autorii

CAPITOLUL I.

DELIMITĂRI CONCEPTUALE PRIVIND INSTRUMENTELE FINANCIARE

1.1. CONSIDERAȚII PRIVIND TERMENUL DE INSTRUMENT FINANCIAR

Termenul *instrument* provine din latinescul "*instrumentum*", acesta "*reprezintă în sens figurativ, o persoană, o forță, un lucru sau un fapt de care se servește cineva pentru atingerea unui scop*"¹.

Instrumentele financiare tranzacționate pe piața de capital sunt utilizate atât în teorie cât și în practică sub o diversitate de termeni cum ar fi: titluri de valoare, valori mobiliare, contracte. Dacă privim din punct de vedere *economic* un instrument este o modalitate de implementare a politicilor economice, iar din punct de vedere *financiar* reprezintă un termen care este utilizat pentru titlurile de valoare. Instrumentele financiare au primit de-a lungul timpului diferite definiții, le vom evidenția și vom stabili care este cea mai semnificativă.

În *Dicționarul internațional de finanțe englez-român* un *instrument financiar* reprezintă "*orice formă de investiții pe piața acțiunilor sau pe altă piață financiară, cum ar fi certificatele de depozit, cambiile, obligațiunile, bonurile de tezaur etc*"². O altă definiție este dată de *Dictionary of Banking and Finance* - instrument financiar reprezintă "*un document (real sau virtual) care are forță juridică și îmbracă sau exprimă o valoare monetară*"³. În lucrarea *Valorile mobiliare și instituțiile pieței de capital* autoarea susține că "*instrumentul financiar nu se abate de la semnificația general acceptată, ca reprezentând fie un mijloc, fie o modalitate de a acționa în vederea obținerii surselor financiare pentru dezvoltarea activității și respectiv de a investi*"⁴.

Autoarea Dobre Elena spune că, "*titlurile de valoare se pot defini ca fiind înscrisuri/documente în formă materializată sau dematerializată, care încorporează valori patrimoniale și care consacră drepturi și obligații deținătorilor și respectiv emitenților, rezultate din operațiuni comerciale sau financiare și care pot fi negociate pe piață*"⁵. În

¹ Academia Română, *Dicționarul explicativ al limbii române*, ediția a II-a, Editura Univers Enciclopedic, București, 1998, p. 496.

² Bannock Graham, Manser William, *Penguin International dictionary of finance*, Editura Penguin Books, New York, 1990.

³ Collin P. H., *Dictionary of Banking and Finance*, 2nd edition, P. Collin Publishing, UK, 2000, p. 121.

⁴ Caciuc Leonora, *Valorile mobiliare și instituțiile pieței de capital*, Editura Mirton, Timișoara, 2002, p. 85.

⁵ Dobre Elena, *Noi dimensiuni în contabilitatea și gestiunea titlurilor de valoare*, Editura InfoMega, București, 2006, p. 26.

lucrarea *Piețe de capital și burse de valori*, autorii definesc valorile mobiliare ca fiind: "acele instrumente negociabile care sunt emise în formă materială sau sub formă de înscrisuri în cont"⁶. Conform autoarei Anghelache Gabriela, "valorile mobiliare sunt instrumente negociabile emise în formă materializată, sau evidențiate prin înscrisuri în cont, care conferă deținătorilor lor drepturi patrimoniale asupra emitentului, conform legii și în condiții specifice privind emisiunea acestora"⁷.

În lucrarea *Gestiunea financiară a portofoliului*, autorii dau valorilor mobiliare următoarea definiție: "valorile mobiliare sunt titluri emise de persoane morale, fie publice (Stat, Departamente, Orașe), fie private, (societăți) reprezentând drepturi de creanță sau drepturi de asociere, achiziționate ca urmare a unor aporturi în numerar sau în natură"⁸.

Conform lui Ovidiu Stoica "valorile mobiliare sunt active financiare nebancale, negociabile, reprezentând drepturi de asociați sau creditori"⁹.

Autorii Carmen Corduneanu și Laura Raisa Miloș, dau valorilor mobiliare următoarea definiție: "valorile mobiliare sunt instrumente financiare negociabile emise în formă materială sau dematerializată (evidențiate prin înscrisuri în cont), care conferă deținătorului drepturi patrimoniale (de proprietate sau de creanță) asupra emitenților, conform condițiilor specifice de emisiune și legilor în vigoare. Termenul de valoare mobilă evidențiază faptul că acestea constituie hârtii de valoare care asigură mobilitatea generală a capitalului în economie, generând fluxuri de venituri viitoare, fie ca urmare a deținerii, fie în urma tranzacționării, dar și eventuale pierderi de venituri datorită riscurilor existente pe piață"¹⁰.

Dacă analizăm definițiile prezentate, putem afirma următoarele:

- un instrument financiar poate face obiectul unei negocieri;
- un instrument financiar conferă deținătorului drepturi asupra emitentului;
- un instrument financiar este un activ care se poate comercializa în numerar sau în orice alt fel.

Putem opina faptul că termenul de *instrument financiar* reprezintă forma cuprinzătoare, generică, care se utilizează cu scopul de a constitui active financiare, titluri de valoare sau valori mobiliare.

⁶ Victor Stoica, Mihaela Galiceanu, Eduard Ionescu, *Piețe de capital și burse de valori*, Editura Economică, București, 2001, p. 31.

⁷ Anghelache Gabriela, *Bursa și piața extrabursieră*, Editura Economică, București, 2000, p. 29.

⁸ Brezeanu Petre, Prăjișteanu Bogdan, *Gestiunea financiară a portofoliului*, Editura Economică, București, 2002, p. 17.

⁹ Ovidiu Stoica, *Mecanisme și instituții ale pieței de capital: piețe de capital emergente*, Editura Economică, București, 2002, p. 25.

¹⁰ Carmen Corduneanu, Laura Raisa Miloș, *Piețe de capital*, Editura Mirton, Timișoara, 2010, p. 14.

În general¹¹, bunurile și valorile de orice natură sunt negociabile și transmisibile între vânzător și cumpărător. Aceste bunuri, în funcție de mobilitatea lor, pot fi clasificate în *bunuri mobile și imobile*.

- *Bunurile mobile* nu sunt fixe în spațiu și pot fi deplasate dintr-un loc într-altul fără a-și pierde individualitatea sau valoarea economică. Ele pot fi negociate și transmise direct, sunt deci valori mobiliare și nu este necesar să fie emise titluri de proprietate sau de creanță asupra lor.
- *Bunurile imobiliare* sunt caracterizate printr-o amplasare fixă; ele nu pot fi deplasate fără a-și pierde în totalitate sau cel puțin parțial individualitatea și valoare economică.

Întreprinderile au, ca oricare bun, o piață unde au loc negocieri privind cumpărarea sau vânzarea *de părți ale întreprinderilor* (active fizice sau financiare) sau transferul proprietății asupra unor *întreprinderi în întregime, prin operațiuni de fuziuni sau de achiziții de întreprinderi*. Întreprinderea, ca actor al pieței de fuziuni și achiziții de întreprinderi, poate fi integrată în definiția generală dată unui instrument financiar?

Având în vedere că:

- poate face obiectul unei negocieri privind cumpărarea sau vânzarea *de părți ale întreprinderilor* (active fizice sau financiare) sau transferul proprietății asupra unor *întreprinderi în întregime*;
- conferă deținătorului de întreprindere în întregimea ei sau de părți ale întreprinderii, drepturi asupra emitentului, adică asupra întreprinderii în sine;
- întreprinderea este un activ care se poate comercializa în numerar sau în orice alt fel, în sensul că prețul de vânzare poate fi achitat sub orice formă de decontare agreeată de părți, inclusiv prin schimb sau cedare gratuită.

Putem concluziona că întreprinderea reprezintă o categorie specifică de instrument financiar atunci când este angrenată în procesele de fuziuni și achiziții de întreprinderi.

1.2. CONSIDERAȚII PRIVIND TERMENUL DE ÎNTRINDERE

Având în vedere că termenul de întreprindere este un termen ales în această lucrare, care își găsește echivalentul, cel puțin parțial, în conceptul juridic de societate comercială dezvoltată de Legea nr.31/1990 privind societățile comerciale cu modificările și completările

¹¹ Ovidiu Stoica, *Mecanisme și instituții ale pieței de capital: piețe de capital emergente*, Editura Economică, București, 2002, p. 23.

ulterioare în vigoare, prezentăm în continuare argumentația filosofică a utilizării acestui termen. Semnificația etimologică originară a termenului întreprindere provine din verbul latin *in prehendo-endi-ensum*, care semnifică a descoperi, a vede, a observa, a-și da seama, a obține, expresia latină *in prehensa* implicând deci ideea de acțiune cu semnificația de a lua sau a obține. Pe scurt, întreprindere este sinonim cu acțiune.

În Franța, de exemplu, accepțiunea termenului de *entrepreneur* se utiliza de mult timp, în Evul Mediu Târziu, pentru a desemna persoanele însărcinate să efectueze acțiuni importante, în general relaționate cu războiul, sau de a duce la bun sfârșit marile proiecte de construcție a catedralelor. În limba spaniolă, una dintre semnificațiile termenului întreprindere, în conformitate cu Dicționarul Academiei Regale Spaniole, este aceea de "*acțiune anevoioasă și dificilă inițiată cu mult curaj*". Termenul a început să fie utilizat în Evul Mediu pentru de denumi însemnele ordinelor cavaleaști ce indicau angajamentul, sub jurământ, de a realiza o anumită acțiune importantă.

În timp, sensul de întreprindere ca acțiune a fost astfel legat de o atitudine întreprinzătoare, ce constă tocmai în a încerca neîntrerupt, a căuta, a descoperi, a crea sau a-ți da seama de noi obiective și mijloace (toate în consonanță cu semnificația etimologică deja dezvăluită de *in prehendo*). Pe de altă parte, funcția antreprenorială, în sens strict, constă, înainte de orice, în a descoperi și aprecia (*prehendo*) oportunitățile de a atinge un țel sau de a obține un câștig sau beneficiu, din cele prezente în jurul nostru și în consențință, acțiunea pentru a exploata elemente ale exteriorului nostru ca ființe umane.

Kirzner susține că exercițiul antreprenorial implică o perspicacitate specială (*alertness*), mai precis, o continuă stare de alertă care face posibil ca ființa umană să descopere și să-și dea seama de ceea ce se întâmplă în jurul său. Este posibil ca I. Kirzner să utilizeze cuvântul englezesc *alertness* deoarece termenul antreprenoriat (*entrepreneurship*) are origini franceze și nu induce imediat în limbile anglosaxone ideea de *prehendo* prezentă în limbile romanice continentale. În orice caz, în spaniolă calificativul perspicace este foarte potrivit pentru funcția antreprenorială, deoarece se aplică, conform Dicționarului Academiei Regale Spaniole, "*unei priviri foarte ascuțite ce cuprinde multe*".

În același mod, termenul *speculator*, specific pieței instrumentelor financiare provine etimologic din cuvântul latin *specula*, utilizat pentru a desemna niște turnuri din care gărzile puteau vedea de la distanță pe cei ce se apropiau. De aceea, aceste idei se potrivesc perfect cu activitatea prestată de antreprenor atunci când își decide acțiunile, când estimează efectul lor în viitor și când le întreprinde. A fi în alertă, deși pare acceptabilă ca trăsătură a antreprenoriatului pentru a induce ideea de atenție și vigilență, pare, în orice caz, că este o

expresie mai puțin adecvată decât cea sugerată de calificativul "perspicace", poate din cauză că implică clar o abordare mult mai statică.

Situat în contextul pieței de fuziuni și achiziții de întreprinderi, actorul principal este omul-ființă umană sub denumirea specifică de antreprenor, iar obiectul acțiunii sale este întreprinderea, adică acțiunea omului se rasfrânge speculator asupra unor elemente ale exteriorului, asupra unor ficțiuni juridice. Dar, întreprinderea ca ficțiune juridică a făcut obiectul a numeroase controverse privind acceptarea.

"Eu nu am dejunat niciodată cu o persoană juridică" (*"Je n'ai jamais dejeune avec une personne morale"*) a afirmat un ilustru jurist francez, susținător al școlii doctrinale în viziunea căreia numai ființele umane sunt apte să devină subiecte de drept, iar recunoașterea personalității juridice unui grup de persoane sau unei mase de bunuri, nu au efect decât printr-un act de voință a Statului, în absența căruia, personalitatea morală este o pură ficțiune.

"Nici eu, dar eu am văzut-o deseori plătind chitanța" (*"Moi non plus, mais je l'ai souvent vue payer l'addition"*) a răspuns un alt eminent jurist francez, susținător al tezei contrare, conform căreia voința unui grup de persoane este altceva decât suma voințelor individuale ale membrilor grupului, astfel că, independent de voința statutului, un grup uman poate atinge un anumit nivel de organizare care să-i permită exprimarea unei voințe proprii și să acționeze în consecință, posedând, prin el însuși, personalitate juridică.

Dincolo de acest discurs metaforic, realitatea efectivă demonstrează că ficțiunea juridică care a creat persoană juridică pune în evidență consecințele acestei creații.

Iar o primă consecință este constituirea unui titular de drepturi și obligații. Numeroase sisteme juridice recunosc existența persoanelor juridice, însă regulile care guvernează aceste entități sunt extrem de variate. De regulă, persoana juridică este constituită de un grup de persoane fizice și/sau juridice care își propun să îndeplinească o activitate în comun, dar este posibil să se constituie și prin voința unei singure persoane. Spre deosebire de persoanele fizice, există nenumărate categorii de persoane juridice a căror formă și capacitate sunt extrem de variate.

Cea mai recentă categorie de persoană juridică, recunoscută în peisajul juridic comunitar, o constituie societatea europeană (SE). Dificultatea apare însă în practica legată de controversa privind opțiunea naționalității de care se poate bucura o persoană juridică în spațiul Uniunii Europene (UE). Dacă în ceea ce privește persoanele fizice opțiunea în favoarea cetățeniei apare ca una naturală, în ceea ce privește persoanele juridice s-ar putea discuta dacă acestea se pot bucura efectiv de o naționalitate, care să poată fi luată în considerare pentru stabilirea legii aplicabile.

Natura persoanelor juridice - entități ce au la bază contracte de drept privat sau manifestări unilaterale de voință - s-ar opune conferirii unei naționalități acestora. Totuși, având în vedere că persoanele juridice nu sunt simple creații intelectuale (sau simple contracte), ci veritabile subiecte de drept, dispunând, la fel ca și persoanele fizice, de personalitate juridică, ele trebuie să se bucure de toate prerogativele aferente acesteia, și deci și de naționalitate. Naționalitatea ca legătura dintre o persoană juridică și un stat apare ca indispensabilă atunci când este vorba de a stabili statutul juridic al unei persoane juridice, dar problema complexă intervine în legătură cu modalitatea în care ar putea fi recunoscută o societate în orice stat membru ca o societate europeană.

Una din modalitățile de constituire a SE este fuziunea transfrontalieră. O asemenea fuziune trebuie să urmeze procedura privind fuziunile prin absorbție sau contopire în concordanță cu Directiva a III-a a Consiliului și « *În măsura în care Regulamentul nu dispune – pentru părțile neacoperite de Regulament – fiecare societate nou formată se va supune dreptului său național aplicabil fuziunii societăților pe acțiuni* ».

Pe cale de consecință, legea unui stat membru poate să intervină în procesul de formare a SE ca urmare a fuziunii entităților sale naționale. De asemenea, autoritățile competente ale unui stat membru - precum o instanță, un notar sau o altă autoritate, pot dispune împiedicarea unei societăți reglementate de acest stat să ia parte la formarea SE prin fuziune. Într-o accepțiune personală, considerăm că, dincolo de întrebarea fundamentală: cum poate funcționa o ficțiune juridică europeană atâta timp cât nu funcționează încă o constituție europeană, problema achizițiilor și fuziunilor transfrontaliere devine, poate, un instrument de realizare subversivă a acestui deziderat.

1.3. EVOLUȚIA INSTRUMENTELOR FINANCIARE ÎN ROMÂNIA ȘI RELAȚIONAREA CU PIAȚA INTERNAȚIONALĂ DE FUZIUNI ȘI ACHIZIȚII DE ÎNTREPRINDERI

Instrumentele financiare au apărut prima dată în România, în anul 1997, la Bursa Monetar Financiară și de mărfuri de la Sibiu, prin contractele futures. În anul 1998 au apărut opțiunile pe contractele futures, operatorii având la dispoziție o serie completă de instrumente financiare derivate utile pentru operațiunile de hedging și speculație. În luna august a fost emisă Legea nr. 129/2000 privind bursele de mărfuri în România pentru aprobarea Ordonanței Guvernului nr. 69/1997, act normativ ce reglementează piețele de mărfuri, serviciile și instrumentele derivate. Bursa de la Sibiu lansează spre tranzacționare, în

premieră mondială, pe data de 4 decembrie 2000, primele derivate pe acțiuni, respectiv contractele futures având ca suport acțiunile societăților SIF1 Banat-Crișana, SIF3 Transilvania, SIF2 Moldova și SNP Petrom listate la Bursa de Valori București.

În 29 iunie 2004 este publicată Legea nr. 297 a Pieței de Capital care reglementează înființarea și funcționarea piețelor de instrumente financiare, cu instituțiile și operațiunile specifice acestora, precum și a organismelor de plasament colectiv, în scopul mobilizării disponibilităților financiare prin intermediul investițiilor în instrumente financiare. Astfel, așezând în linie dreaptă cadrul legislativ autohton în conformitate cu cerințele directivelor Uniunii Europene în domeniu.

Conform legii nr. 297/2004 privind piața de capital și instrumentele financiare, valorile mobiliare se clasifică în:

- a) acțiuni emise de societăți comerciale și alte valori mobiliare echivalente ale acestora, negociate pe piața de capital;
- b) obligațiuni și alte titluri de creanță, inclusiv titlurile de stat cu scadență mai mare de 12 luni, negociabile pe piața de capital;
- c) orice alte titluri negociate în mod obișnuit, care dau dreptul de a achiziționa respectivele valori mobiliare prin subscriere sau schimb, dând loc la o decontare în bani, cu excepția instrumentelor de plată;
- d) orice alte instrumente financiare calificate de CNVM 6 ca valori mobiliare.

Din punct de vedere al caracteristicilor, valorile mobiliare se împart în 3 categorii, acestea fiind:

1. *valori mobiliare primare* (acțiuni și obligațiuni, acestea oferind deținătorului ori dreptul de coproprietate, ori dreptul de creanță oferindu-i acestuia câștiguri viitoare);
2. *valori mobiliare derivate* (contractele forward, futures, options, acestea derivă din valorile mobiliare primare de sine stătătoare pe piața financiară care au proprietăți de protecție împotriva riscurilor și ajută la gestionarea eficientă a portofoliului);
3. *valori mobiliare sintetice* (contracte pe indici bursieri - scopul acestora este de a împrăștia riscurile pe un număr cât mai mare de valori mobiliare).

Odată cu dezvoltarea piețelor financiare au apărut pe lângă instrumentele financiare clasice: acțiuni, obligațiuni și instrumente hibride care conțin datorii financiare și instrumente de capital. Instrumentele financiare sunt utilizate atât de către investitorii instituționali, cum ar fi fondurile de hedging sau băncile de investiții, cât și de investitori individuali sau companii pentru care prezența și tranzacționarea produselor financiare pe una sau mai multe piețe financiare, a devenit o procedură standard în realizarea obiectivelor investiționale.

Drept urmare este necesar ca toți participanții pe piețele financiare, chiar dacă sunt manageri ai fondurilor de investiții, ai băncilor comerciale sau investitori individuali trebuie să aibă o pregătire de bază în domeniul instrumentelor financiare. Inițial, conceptul de instrument financiar se regăsea sub forma unui titlu de valoare, care a fost definit numai din punct de vedere juridic și comercial. Ulterior, prin dezbaterile problemelor, financiare și contabile, ale instrumentelor financiare, teoria și practica acestora cunoaște noi modificări conceptuale. Titlurile financiare sau instrumentele financiare sunt concepte noi care s-au dezvoltat pe plan financiar și contabil după ce au fost utilizate noțiunile de efecte de comerț și titluri reprezentative de mărfuri care însemnau înregistrări ce înglobează valori patrimoniale .

Cauzele acestor evoluții, au fost dezvoltarea piețelor financiare în cadrul cărora se utilizează instrumente financiare cât și necesitatea înregistrării în contabilitate, cât mai eficient, a tranzacțiilor și a rezultatului financiar al acestora. Astfel, a urmat o reorganizare a utilizării titlurilor pe piețele financiare, după cum urmează:

- pe piața financiară monetară (pe termen scurt) și pe piața neorganizată pot fi găsite doar instrumentele sub forma efectelor de comerț și titlurilor reprezentative de mărfuri;
- pe piața de capital (piață financiară pe termen mediu și lung) pot fi găsite, într-un număr foarte mare, instrumentele financiare primare (acțiunile, obligațiunile), cât și instrumentele financiare derivate.

Pe piața de capital, abordarea financiară și contabilă a instrumentelor financiare, împart structura acestora, în funcție de nivelul de conexiune a conținutului lor cu piața, în instrumente financiare primare și instrumente financiare derivate.

Relația dintre abordarea contabilă și abordarea financiară a instrumentelor financiare, a influențat evoluția conceptuală a acestora, prin utilizarea de către societăți a instrumentelor financiare în preocupările lor elementare (adică investiții, finanțare și exploatare). Apariția anumitor concepții de normalizare, (concepția continental europeană, concepția anglo-saxonă, concepția americană), se datorează actualelor teorii și practici contabile referitoare la instrumentele financiare. De unde reiese clar faptul că practicile referitoare la aplicarea principiilor contabile asemănătoare, diferă în cele mai multe dintre țări.

În normele contabile americane găsim trei categorii de instrumente gestionate de societăți, cum sunt:

- *held to maturity securities* adică instrumente deținute până la scadență;
- *trading securities* adică instrumente deținute pentru tranzacționare;

– *available for sale* adică instrumente disponibile pentru vânzare.

Reglementările contabile¹² din anul 2001, grupau imobilizările corporale în funcție de încadrarea în capitalul social al întreprinderilor emitente de titluri, după cum urmează: titluri de participare; titluri de participare strategice; interese minoritare; investiții semnificative.

În prezent, conform OMFP nr. 3055/2009 pentru aprobarea Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene¹³, grupează în bilanț instrumentele financiare, în: imobilizări financiare, investiții pe termen scurt, împrumuturi din emisiunea de obligațiuni, cu prezentarea separată a împrumuturilor din emisiunea de obligațiuni convertibile.

1.4. INCURSIUNE ÎN CADRUL NORMATIV EUROPEAN ȘI INTERNAȚIONAL PRIVIND INSTRUMENTELE FINANCIARE

Sfera de cuprindere a instrumentelor financiare, potrivit directivelor Uniunii Europene în vigoare, este largă, cuprinzând atât instrumentele tranzacționabile pe piața de capital, cât și instrumentele specifice pieței monetare. În Directiva 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 sunt clasificate¹⁴ instrumentele financiare în funcție de tratamentul juridic și locul tranzacționării după cum urmează:

- bonurile de tezaur, certificatele de depozit și efectele de comerț, acestea fiind instrumentele pieței monetare și valori mobiliare;
- contractele forward, futures, swap și options pe rata dobânzii și pe mărfuri precum și alte instrumente financiare derivate care sunt reprezentate prin livrarea fizică sau prin numerar și instrumente derivate care ajută la transferul riscului de credit
- titluri de participare care întrebuițează organismelor de plasament colectiv;
- contracte financiare pe diferențe precum și alte instrumente derivate privind drepturile, obligațiile, activele și indicii care sunt tranzacționate pe piețe reglementate precum și cele care sunt reglementate pe un alt sistem alternativ de tranzacționare.

¹² OMFP nr. 94 din 29 ianuarie 2001 pentru aprobarea Reglementărilor contabile armonizate cu Directiva a IV-a a Comunităților Economice Europene și cu Standardele Internaționale de Contabilitate, Publicat în Monitorul Oficial 85 din 20 februarie 2001 (M. Of. 85/2001)

¹³ OMFP nr. 1752/2005, din 17 noiembrie 2005 al ministrului finanțelor publice pentru aprobarea reglementărilor contabile conforme cu directivele europene, 2010-01-01 – Abrogat de OMFP nr. 3055/2009 din 29 octombrie 2009 pentru aprobarea Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene (OMFP 3055/2009)

¹⁴ DIRECTIVA 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind piețele financiare, de modificare a Directivelor 85/611/CEE și 93/6/CEE ale Consiliului și a Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului și de abrogare a Directivei 93/22/CEE a Consiliului, p. 68-69.

În MiFID¹⁵ regăsim două categorii de instrumente financiare, cum ar fi:

- instrumente financiare complexe (contractele derivate futures, swap, options, contracte financiare pe diferențe, warante și obligațiunile convertibile);
- instrumente financiare non-complexe (titluri de participare la diferite fonduri de investiție, acțiuni tranzacționate pe o piață reglementată, mai multe tipuri de obligațiuni și instrumente ale pieței monetare).

Conform Standardelor Internaționale de Contabilitate titlurile de valoare sunt identificate cu instrumentele financiare. Conceptul de titluri de valoare este însă mai restrâns decât acela de instrumente financiare.

Titluri de valoare	Instrumente financiare
Sunt tranzacționate adesea pe piețe organizate	Sunt tranzacționate și în afara piețelor organizate
Sunt volatile	Nu sunt volatile
Au o piață lichidă	Nu au piață lichidă

Instrumentele financiare care generează titluri de valoare, conform normelor europene și standardelor internaționale, apar în formatul de bilanț sub forma¹⁶:

- activelor financiare în cadrul activelor imobilizate, ca imobilizări financiare (titluri de participare deținute la societățile din cadrul grupului, titluri sub formă de interese de participare, titluri deținute ca imobilizări, acțiuni proprii etc.) și în cadrul activelor circulante, ca investiții financiare pe termen scurt (titluri de participare deținute la societățile din cadrul grupului, acțiuni proprii, alte investiții pe termen scurt);
- datoriilor financiare în cadrul datoriilor cu termen sub un an (împrumuturi din emisiuni de obligațiuni, efecte de comerț de plătit) și în cadrul datoriilor cu termen peste un an (împrumuturi din emisiuni de obligațiuni, efecte de comerț de plătit);
- instrumentelor de capital propriu (capital social subscris și vărsat, prime de capital).

¹⁵ Comitetul European al Reglementărilor de Valori Mobiliare (CESR) - *Ghidul MiFID al Investitorului. Investiția în produse financiare*, martie 2008, p.9.

¹⁶ Dobre Elena, *Noi dimensiuni în contabilitatea și gestiunea titlurilor de valoare*, Editura InfoMega, București, 2006, p. 59.

CAPITOLUL II.

ÎNTRERINDERA – ACTOR COMPLEX

PE PIAȚA INSTRUMENTELOR FINANCIARE

2.1. ÎNTRERINDERA - ACTIV ECONOMIC

Întreprinderea este o unitate economica, autonomă patrimonial, în care mijloacele umane, materiale și financiare sunt organizate și coordonate pentru realizarea de bunuri materiale, executarea de lucrări și prestarea de servicii, în scopul vânzării și obținerii de profit.

În funcție de obiectul principal de activitate, întreprinderile se grupează pe cele trei mari sectoare ale economiei naționale, respectiv:

- **întreprinderi din sectorul primar** - cuprind activitățile din agricultura, silvicultura și industria extractivă;
- **întreprinderi din sectorul secundar** - încorporează activitățile specifice industriilor prelucrătoare și ale construcțiilor;
- **întreprinderi din sectorul terțier** - cuprind activitățile din: comerț; turism; transporturi; poștă și telecomunicații; financiar-bancare și de asigurări; ocrotirea sănătății; activități recreative, cultural – sportive și alte servicii.

În funcție de forma de proprietate asupra capitalului investit sunt:

- **întreprinderi private** - în care capitalul a fost investit de una sau mai multe persoane particulare;
- **întreprinderi publice sau cu capital de stat** - sunt acele întreprinderi care gestionează exclusiv bunuri din proprietatea statului, iar finanțarea activității este asigurată din fonduri publice;
- **întreprinderi mixte** - în care capitalul a fost investit atât de către persoane particulare cât și de către stat.

În funcție de forma juridică de organizare, întreprinderile se delimitează în două forme:

- **regii autonome** - sunt întreprinderi de stat, organizate în ramurile strategice ale economiei naționale sau pentru satisfacerea interesului public la nivel local;
- **societățile comerciale** - sunt întreprinderi constituite pe baza liberii inițiative, prin asocierea de persoane, de capitaluri sau mixte (persoane și capitaluri).

În funcție de structura asocierii dintre persoane și capitaluri, legislația națională în materie reglementează trei categorii de societăți, astfel:

a. **Societățile de persoane** - se înființează prin asocierea, bazată pe încredere, a două sau mai multe persoane fizice, care au scopuri economice comune. La societățile de persoane, capitalul social este divizat în titluri de valoare nenegociabile numite părți sociale, care circulă liber doar între asociați (netransmisibile altor persoane). În funcție de angajarea asociaților în administrare și de modul de asumare a responsabilității acestora, sunt două tipuri de societăți de persoane:

☒ societăți în nume colectiv (S.N.C) - caracterizate prin răspundere solidară (în egală măsură) și nelimitată (cu întreg patrimoniul) a asociaților pentru operațiunile desfășurate în numele societății.

☒ societăți în comandită simplă (S.C.S) - caracterizate prin existența a doua tipuri de asociați:

- asociați comandați, care au dreptul de administrare a societății și în consecință răspund solidar și nelimitat în fața creditorilor, pentru operațiunile efectuate în numele societății;

- asociați comanditari, care nu se implică în gestionarea societății (administrare) și astfel răspunderea lor se limitează la capitalul subscris și vărsat la constituirea societății.

b. **Societățile de capitaluri** - se constituie prin subscrierea integrală și simultană a capitalului social de către semnatarii actului constitutiv sau prin subscripție publică. Capitalul social este divizat în titluri negociabile numite acțiuni, care pot fi tranzacționate pe piața titlurilor de valoare (bursa), schimbându-și astfel proprietarul, fără consimțământul celorlalți acționari. De regulă, acționarii dintr-o societate de capitaluri nu se implică în administrarea acesteia. În funcție de limita răspunderilor acționarilor, pentru operațiunile desfășurate în numele societății de capitaluri, sunt două tipuri de astfel de societăți:

☒ **societăți pe acțiuni** (S.A.) - în care răspunderea se limitează la aportul fiecărui acționar la capitalul social;

☒ **societăți în comandită pe acțiuni** - sunt similare societăților în comandită simplă, cu diferența divizării capitalului social în acțiuni.

c. **Societățile mixte** - îmbracă forma juridică a societăților cu răspundere limitată. La acest tip de societate se regăsesc trăsături specifice atât societăților de persoane, unde capitalul social este divizat în părți sociale, netransmisibile altor persoane din afara

societății, cât și societăților de capitaluri, unde răspunderea pentru obligațiile sociale se limitează la nivelul aportului la capitalul social.

În conformitate cu prevederile Legii contabilității nr.82/1991 cu modificările și completările ulterioare, au obligație să organizeze și să conducă contabilitatea proprie: societățile comerciale, societățile/companiile naționale, regiile autonome, institutele naționale de cercetare-dezvoltare, societățile cooperatiste, alte persoane juridice cu scop lucrativ, instituțiile publice, asociațiile și celelalte persoane juridice cu și fără scop lucrativ, persoanele fizice autorizate să desfășoare activități independente.

În concluzie toate formele de organizare a întreprinderilor, cunoscute în România, intră sub incidența obligativității ținerii contabilității ceea ce asigură o abordare normativă a informației contabile.

Într-o conjunctură economică favorabilă activitățile întreprinderilor au o tendință de creștere, la fel ca și profiturile și, implicit, cotațiile la bursă, care evoluează direct proporțional cu acestea. În cadrul analizei activității întreprinderilor orice persoană interesată se poate ghida după diverse surse de informații. Informațiile puse la dispoziție de întreprindere, în special prin situațiile financiare sau pe web-site dar și luând în considerare informațiile generale care se referă la conjunctura economică, respectiv la situația generală a economiei la un moment dat, rezultatele economice ale agenților economici fiind influențate în mod direct de recesiunile sau expansiunile economice.

Există instituții care oferă informații generale despre economie în ansamblu și despre fiecare sector de activitate (ex. Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României). Foarte importante sunt și calificativele date de societățile internaționale de rating (Standard and Poor's Moody's) care sunt absolut necesare mai ales analizelor financiare comandate de investitori.

Aceste informații devin foarte necesare mai ales în momente în care economia își schimbă cursul, de la recesiune spre expansiune și invers. Sunt foarte importante în analiza și informațiile despre sectorul de activitate, importanța unui studiu supra sectorului de activitate decurgând din faptul că evoluția generală a unei întreprinderi este dată, în cea mai mare parte, de evoluția sectorului din care aceasta face parte. Informațiile necesare pentru aprecierea evoluției sectorului de activitate vizează în principal natura produselor; procesele tehnologice utilizate dar și structura producției care are o incidență semnificativă asupra rezultatelor și rentabilităților, asupra duratei de rotație a stocurilor sau asupra mijloacelor de finanțare.

În general, în analiza rezultatelor unei întreprinderi se utilizează toate sursele de informații care pot clarifica anumite aspecte pentru a putea stabili un diagnostic financiar sau global, în funcție de obiectivele urmărite.

Grație caracterului său sistematic, omogen și diversității informațiilor pe care le oferă, contabilitatea apare ca principal furnizor de informații necesare analizei rezultatelor unei întreprinderi și în special analizei financiare. Însă, cadrul prevăzut de reglementări și de normalizare a înregistrărilor și tratamentelor evenimentelor economice induc un formalism care creează dificultăți în stabilirea unui diagnostic financiar.

Astfel, există o serie de limite ale informațiilor contabile:

- informația dată de contabilitate este exprimată la costul istoric și nu este ajustată cu indicele de inflație, astfel încât pentru a putea asigura comparabilitatea datelor este necesară o retratare a acestora.
- utilizarea diferitelor metode de evaluare a stocurilor (FIFO, LIFO, CMP) creează dificultăți în reasigurarea comparabilității datelor între întreprinderi.
- tratamentul evenimentelor extraordinare – mai ales prin prisma faptului că prin armonizarea contabilității cu directivele europene, multe din elementele extraordinare sunt considerate ca fiind aferente exploatării.

Pe lângă informațiile prezentate mai sus, analizei financiare îi sunt necesare și informații calitative, referitoare în primul rând la elemente de goodwill:

- **Potențialul tehnic** exprimat prin calitatea echipamentelor, asimilarea tehnologiilor noi, calificarea personalului, nivelul productivității constituie factori importanți, care determină competitivitatea prezentă și viitoare a unei întreprinderi și implicit performanțele financiare;
- **Potențialul comercial** – la stabilirea căruia sunt necesare nu numai informații generale, cum ar fi cifra de afaceri, care se regăsesc în situațiile financiare, ci informații detaliate privind structura acesteia pe sortimente, clienți, caracterul de sezonabilitate, cota de piață etc.;
- **Calitatea organizației**, capacitatea echipei manageriale, gradul de adecvare a sistemului de gestiune, calitatea relațiilor de muncă etc.

Importanța și diversitatea informațiilor folosite determină complexitatea analizei financiare pentru stabilirea unui diagnostic financiar. Utilizarea informației de către analiștii financiari se referă la patru aspecte cheie:

- perspectivele de creștere ale economiei se bazează pe așteptările viitoare, în ceea ce privește economia, ca întreg, industria în general și societatea analizată, în particular acordându-se atenție deosebită factorilor care au cea mai mare influență asupra performanțelor viitoare așteptate (profitul, dividendul și prețul acțiunii);
- factorii semnificativi ai pieței financiare, accentul punându-se pe identificarea factorilor care influențează poziția întreprinderii pe piață;
- parametri de investiții, fiind luate în considerare dividendele și prețul pieței în conjuncție cu riscul acceptat;
- strategii de investiții, unde recomandările de a investi pe termen scurt, mediu sau lung au la bază două aspecte: așteptările în comportamentul prețului acțiunilor și sincronizarea în ceea ce privește performanțele întreprinderii.

În analiza eficienței globale a unei întreprinderi este deosebit de importantă cantitatea și calitatea informațiilor de natură financiar-contabilă existentă la un moment dat în sistemul întreprinderii economice, de preferință la nivele din ce mai analitice. În prezent, există o varietate de informații privind întreprinderea în general, informații care servesc procesului decizional, constituind o resursă pentru întreprindere; unele dintre aceste informații sunt publicate în cadrul obligațiilor legale (situațiile financiare anuale), altele din dorința întreprinderii de a se face cunoscută, de a-și construi o anumită imagine în rândul clienților și al potențialilor investitori.

Analiza economico – financiară a întreprinderii folosește toate sursele de informare menite să-i asigure realizarea unui diagnostic cât mai complet. În acest scop, se vor solicita informații calitative sau date cifrate, indicații monetare sau mărimi fizice, informații structurate sub formă de zvonuri, cu condiția ca ele să contribuie la aducerea de indicii de care analiza are nevoie pentru a formula concluzii pertinente.

Totuși, informațiile furnizate de contabilitate, și în special de contabilitatea generală, rămân materialul esențial utilizat în demersurile de analiză diagnostic. Producerea de informații contabile răspunde unor prescripții juridice stricte, care obligă entitățile economice să-și informeze partenerii interni și externi chiar dacă, depășind aceste cerințe impuse de drept, entitățile au tendința de a asimila producția lor de informații contabile unei veritabile strategii de comunicare financiară.

2.2. ÎNTREPRINDEREA-ACTIV FINANCIAR COMPLEX

Piața întreprinderilor este alcătuită din mai multe segmente, cu particularități specifice, precum:

- *segmentul de piață pentru activele fizice;*
- *segmentul de piață pentru activele financiare, care la rândul lui poate fi pentru achiziții;*
- *plasamente ale activelor financiare și segmentul de piață pentru fuziuni de întreprinderi.*

Titlurile de valoare ca element de activ financiar ale unei întreprinderi au cauzat profit dar și pierderi colosale pe piața bursieră atât națională dar mai ales internațională, acestea fiind utilizate pe scară largă la nivel global și implicit dezvoltându-se și în România. Aceeași afirmație o putem avea însă și în legătură cu tranzacționarea pe piață nereglementată a întreprinderilor, așa zisele procese de fuziuni și achiziții de întreprinderi. Actorii principali care intervin în astfel de tranzacțiile cu acțiunile, în tot sau în parte, ale unei întreprinderi sunt vânzătorii (persoane fizice care dețin, total sau parțial, în proprietate o întreprindere, moștenitori ai unor proprietari, manageri, salariați etc.) și cumpărătorii (în general, persoane care nu au încă o întreprindere și doresc să-și achiziționeze una sau proprietari ai unor întreprinderi mici care doresc să-și sporească dimensiunile afacerilor lor).

În cazul tranzacțiilor importante sau nu numai, se apelează și la alți actori auxiliari, precum: cabinete de audit, bănci, experți independenți, cabinete de avocați, etc. Primii trei dintre actorii auxiliari menționați intervin, de obicei, înaintea încheierii tranzacției, având rolul, fie, de a consilia vânzătorul sau cumpărătorul, fie, de a-și exprima părerea cu privire la valoarea tranzacției propusă de evaluator. La cabinetele de avocați se apelează în avalul tranzacției sau chiar în timpul evaluării propriu-zise, deoarece aceasta nu se poate efectua fără a se ține seama de aspectele juridice și fiscale ale tranzacției, așa cum rezultă în mod sugestiv și din figura nr. 1, de mai jos.

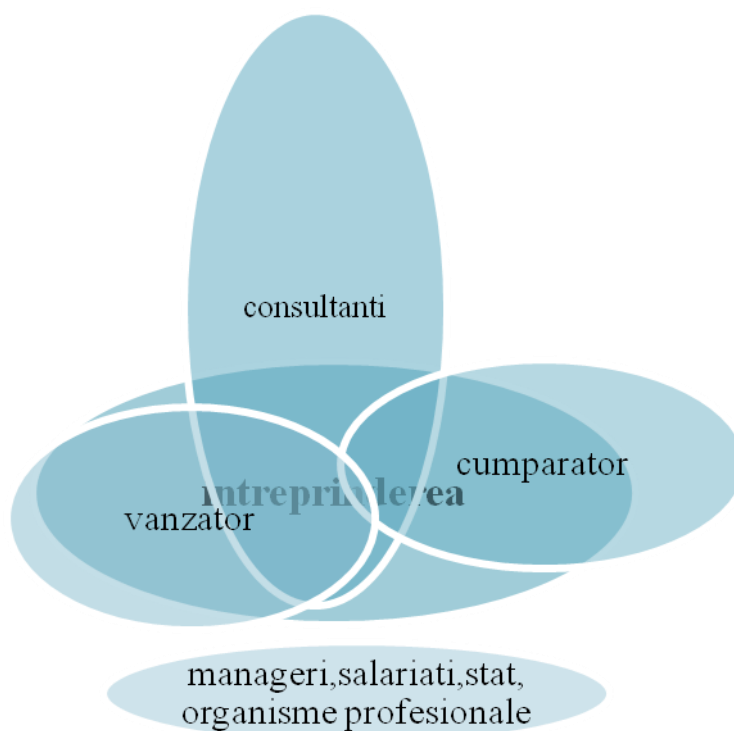


Fig. nr. 1. Principalii actori ai pieței de M&A¹⁷

Valoarea unei informații generate de întreprindere sau de consultanți este dată însă de utilizatorul acesteia. Spre exemplu, utilizatorii informațiilor contabile pot fi clasificați în:

1. utilizatorii interni, care sunt reprezentați, de regulă de manageri, pentru exercitarea atribuțiilor de planificare, organizare și control a activității întreprinderii, dar nu trebuie neglijat nici interesul acordat de salariați sau colaboratorii permanenți ai întreprinderii;
2. utilizatorii externi, care sunt reprezentați, în principal de:
 - a. Investitorii actuali și potențiali - sunt acele persoane juridice sau fizice care au investit sau urmează să investească în capitalul social al unei întreprinderi.
 - b. Creditorii financiari și comerciali - sunt acele persoane juridice care pun la dispoziția întreprinderii resursele necesare desfășurării activităților sale. Creditorii financiari, denumiți generic finanțatori, sunt: băncile, care acordă împrumuturi (credite) pentru echilibrarea financiară a întreprinderilor, Ministerul Finanțelor Publice, în calitate de reprezentant al statului, pentru investițiile din regiile autonome și societățile comerciale de interes național, alți finanțatori, dintre care exemplificăm societățile de leasing. Creditorii

¹⁷ M&A este denumirea generică utilizată în text pentru procesele de fuziuni și achiziții de întreprinderi-piața financiară având ca instrument financiar de tranzacționare întreprinderea ca subiect de drept

comerciali, sunt furnizorii, ale căror bunuri, lucrări și servicii nu au fost achitate concomitent cu livrarea, executarea și respectiv prestarea și astfel, au acordat întreprinderii un credit comercial.

c. Clienții - sunt interesați de stabilitatea relațiilor comerciale. În acest sens, clienții au în vedere acele informații din care rezultă capacitatea de existență (supraviețuire) a întreprinderii și astfel, să le asigure continuitate în furnizarea de bunuri, lucrări sau servicii.

d. Sindicatele de salariați - sunt interesați de nivelul salariilor și securitatea locurilor de muncă.

e. Instituțiile guvernamentale - utilizează informațiile contabile pentru realizarea sintezelor macroeconomice, elaborarea prognozelor și aplicarea politicilor statului în domeniul economic.

f. Alți utilizatori - în afară de utilizatorii externi menționați, publicul este interesat de evoluția întreprinderilor prin diverse colectivități de oameni, așa cum ar fi: comunitățile locale (comune, orașe), prin administrațiile lor sunt interesate de impactul activității întreprinderilor asupra dezvoltării economice locale, organizațiile pentru protecția consumatorilor, urmăresc ca prețurile să reflecte calitatea produselor și serviciilor vândute sau organizațiile ecologiste, care urmăresc efectele activităților desfășurate de întreprinderi asupra mediului înconjurător și a sănătății oamenilor.

Difuzarea de informații contabile de către entitățile economice, precum și a altor informații industriale, comerciale sau juridice, se realizează grație unor canale complexe. Intervenția unor furnizori puternici și structurați de servicii, precum și utilizarea noilor tehnologii de centralizare, de procesare și de difuzare de informații conduc la formarea, mai ales în țările dezvoltate, a unei veritabile piețe și a unei veritabile industrii a informației contabile și financiare. De altfel, informația contabilă are, în ciuda evoluției recente a normalizării și a reglementării, în special, legătură cu trecutul. Este de la sine înțeles că dacă analiza trecutului recent al entității economice poate clarifica viitorul apropiat, aceasta nu este suficientă pentru a formula o apreciere a evoluției viitoare a situației și a performanțelor sale. De fiecare dată când acest lucru este posibil, analistul completează informația contabilă cu informații cu caracter previzional. Cu toate acestea, deși entitățile produc acest tip de informație, ele sunt prudente în difuzarea lui, deoarece pot dezvălui proiectele lor și aceasta prezintă un caracter strategic ce nu trebuie în mod necesar dezvăluit.

Ca elemente componente ale valorii întreprinderii, activele imobilizate corporale dețin ponderea cea mai mare în totalul imobilizărilor și influențează semnificativ rentabilitatea activității desfășurate. Acestea reprezintă o importantă sursă de informare, pentru investitori

în primul rând, pentru creditorii, partenerii comerciali, stat, chiar și pentru concurență și, în general, pentru utilizatorii de informație contabilă, dar mai ales pentru propria conducere, în vederea fundamentării unor decizii de politică economică și de investiții. Potențialul tehnic și tehnologic, calitatea echipamentelor, know-how-ul, calificarea salariaților, nivelul productivității etc. reprezintă factori care determină competitivitatea prezentă și viitoare a întreprinderii și deci, a performanțelor sale financiare.

În vederea valorificării acestor elemente componente ale întreprinderii în potențial venit, piața acțiunilor unei întreprinderi este principala formă organizată a acestui segment și în cele care urmează încercăm o abordare conceptuală a acțiunilor unei întreprinderi, ca instrumente financiare primare.

2.3. ACȚIUNILE ÎNTEPRINDERII - INSTRUMENTE FINANCIARE PRIMARE

Vom apela la literatura de specialitate, pentru a putea evidenția câteva definiții, ale acțiunilor, pe care le considerăm importante:

Acțiunile sunt instrumente financiare (titluri financiare sau instrumente de capital propriu), valori cu venit variabil, care reprezintă o fracțiune din capitalul unei societăți de capital și care dau dreptul deținătorului de a-și exprima votul în adunările ordinare și extraordinare ale acționarilor precum și de a primi o parte din profitul distribuit și o parte din drepturile asupra activului net stabilite cu ocazia lichidării societății.*

Conform autoarei Gabriela Anghelache, "acțiunile¹⁸ reprezintă fracțiuni ale capitalului social și desemnează raportul juridic dintre deținătorul de acțiuni și societatea emitentă". O altă definiție esențială este dată de Leonardo Badea și Florin Mocanu "acțiunile sunt titluri financiare¹⁹ cu venit variabil care conferă deținătorului un drept de proprietate asupra patrimoniului unei societăți comerciale, dreptul la dividend și de obicei un drept de

* Carmen Corduneanu, Laura Raisa Miloș, *Piețe de capital*, Editura Mirton, Timișoara, 2010, p. 97.

¹⁸ Gabriela Anghelache, *Piața de capital în context european*, Editura Economică, București, 2009, p. 203.

¹⁹ Leonardo Badea, Florin Mocanu, *Piețe de capital - Analiza și gestiunea plasamentelor financiare*, Editura Economică, București, 2007, p. 25.

vot proporțional cu numărul de acțiuni deținute". Conform autorilor Victor Stoica și Adriana Irina Gruia, "acțiunea²⁰ este o hârtie de valoare, ce reprezintă o parte din capitalul social al societății pe acțiuni emitente".

Drept urmare acțiunile sunt instrumente financiare care dau deținătorului drepturi patrimoniale asupra emitentului proporțional cu numărul acțiunilor deținute din totalul acțiunilor emise. O acțiune reprezintă titluri de proprietate ale unei societăți, acestea generează deținătorilor săi o serie de drepturi, inclusiv dreptul de a primi o parte din profiturile viitoare și dreptul de vot în decizia strategică a companiei.

Acțiunile sau valorile cu venit variabil, în opoziție cu valorile cu venit fix, sunt remunerate prin beneficiile societăților sub formă de dividende care pot varia urmând fluctuațiile beneficiilor acestora. Acțiunile sunt active financiare care generează fluxuri de numerar viitoare numite dividende. Dividendele reprezintă o parte din profit sau tot profitul și se plătesc periodic.

Din punct de vedere al reglementărilor legale din România *acțiunile* au următoarele caracteristici:

-sunt *instrumente negociabile* adică acestea se pot transferate, fără consimțământul emitentului, de la un proprietar la altul cum ar fi: biletul la ordine, cecul, certificatul de depozit etc.,

-sunt *indivizibile* adică produse care nu pot fi împărțite fără ca acestora să le fie schimbată destinația economică anterioară,

-sunt *fracțiuni ale capitalului social cu o valoare nominală* dar și *fracțiuni egale ale capitalului social*.

În opinia noastră cunoașterea caracteristicilor prezentate este necesară dar nu și suficientă, astfel vom încerca să acoperim acest deficit prin prezentarea unor criterii în funcție de care sunt clasificate acțiunile. Le vom ierarhiza în figura nr. 3 în funcție de importanța acestora.

²⁰ Victor Stoica, Adriana Irina Gruia, *Piețe de capital și produse bursiere*, Editura Universitară, București, 2006, p. 91.

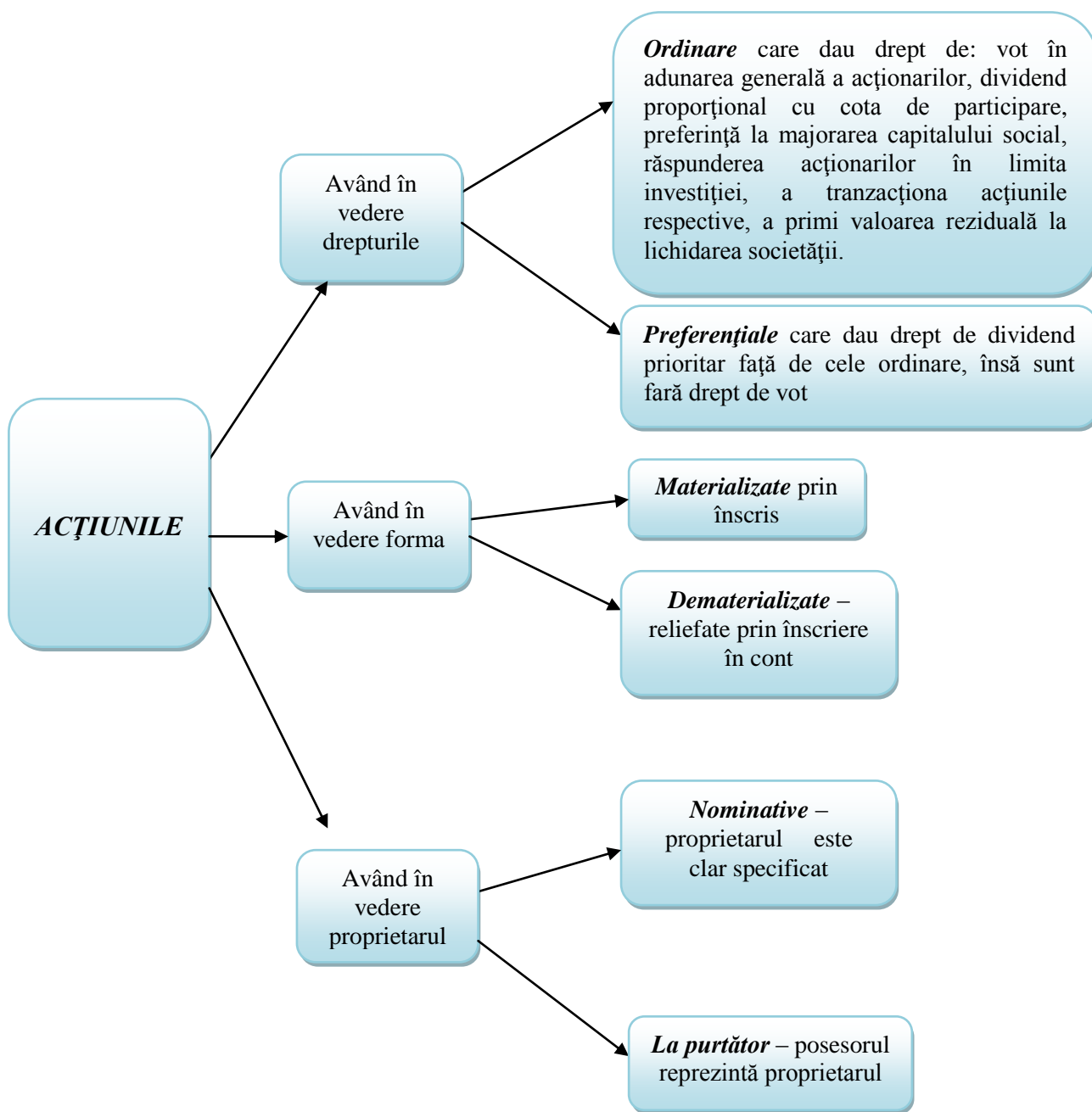


Fig. nr. 3. Clasificarea acțiunilor

Analiza făcută ne permite să opinăm că înainte de a utiliza acțiunile trebuie să existe o temeinică cunoaștere a acestora pentru a putea evita surprizele neplăcute. Dacă dorim să investim în aceste instrumente financiare primare, trebuie să se cunoască foarte bine următoarele informații: sunt instrumente negociabile care nu pot fi împărțite, dețin sau nu dreptul de vot, sunt rentabile (rentabilitate reprezentată, de exemplu, prin rata fixă a dividendelor care se calculează ca procent din valoarea nominală), întreprinderea emitentă are

perspective de creștere pe piață și nu în ultimul rând cum este percepută valoarea întreprinderii în cauză de către diverșii investitori.

În aceste condiții, întreprinderea, ca element de bază al tranzacției, reprezintă totodată și maximul ariei de interes al actorului de pe piața specifică, fie el cumpărător, fie el vânzător. În luarea deciziei de investire intervin însă, pe lângă factorii personali, emoționali intrinseci și o așteptare a investitorului de cuantificare a valorii întreprinderii ca subiect și obiect al tranzacției.

CAPITOLUL III.

ABORDĂRI SPECIFICE DECIZIEI DE INVESTIRE PRIN FUZIUNI ȘI ACHIZIȚII DE ÎNTREPRINDERI

3.1. DELIMITĂRI CONCEPTUALE PRIVIND FUZIUNILE ȘI ACHIZIȚIILE DE ÎNTREPRINDERI

Mediul concurențial cu o evoluție din ce în ce mai puternică, a impus fiecărei întreprinderi necesitatea imperioasă a formulării și ameliorării continue a planului său de dezvoltare strategică. Studiarea fuziunilor și achizițiilor de întreprinderi precum dezvoltarea teoriilor privind managementul strategic care includ și strategia de fuziuni și achiziții de întreprinderi, a început să capete interes mai ales în ultimul deceniu. În anii '80 și '90, astfel de studii erau doar la un nivel de bază, și nu existau organisme abilitate care să monitorizeze și să cuantifice acest fenomen.

Abia în ultimul deceniu, când s-a conștientizat faptul că fuziunile și achizițiile sunt o componentă esențială a globalizării s-a trecut la observarea și analiza lor mult mai atentă. Un caz aparte îl constituie fuziunile și achizițiile transfrontaliere, adesea analizate de către economiști ca fiind unul și același concept, deoarece vizează unificarea a două sau mai multe companii, deși din punct de vedere legal acestea sunt distincte. În cazul operațiunilor transfrontaliere de întreprinderi, în cazul achiziției țara de origine a companiei achizitoare poartă denumirea de țară – mamă, iar la compania achiziționată ea se numește țară – gazdă. În cazul fuziunilor însă, naționalitatea noii entități economice poate fi dublă sau poate prelua una din naționalitățile celor două companii.

3.2. CONCEPTUL ȘI TAXONOMIA FUZIUNII DE ÎNTREPRINDERI

După cum este definită chiar de Dicționarul Limbii Române fuziunea înseamnă *"reunirea într-o singură unitate omogenă a mai multor organizații, partide" sau "fuziunea se face prin absorbirea unei societăți de către o altă societate sau prin contopirea a două sau mai multe societăți pentru a alcătui o societate nouă"*.

Termenul de fuziune este definit conform dicționarului de contabilitate ca formă de comasare a persoanelor juridice constând în contopirea a două sau mai multe subiecte colective de drept. Din punct de vedere tehnic, fuziunea constă în combinarea a două sau mai

multe companii cu scopul de a crea o entitate economică prin unificarea patrimoniilor. Pentru a înțelege fenomenul fuziunii în întreaga sa complexitate, rezultă că acesta trebuie abordat sub mai multe aspecte: economic, juridic, fiscal și financiar-contabil. Sub **aspect economic**, fuziunea reprezintă operația de transmitere a patrimoniului uneia sau mai multor societăți fie către o societate existentă, fie unei societăți noi pe care o constituie.

Sub **aspect juridic** fuziunea este o operație de restructurare a societăților comerciale având ca efecte:

- încetarea personalității juridice a unei societăți ca urmare a dizolvării anticipate, fără lichidare;
- transmiterea universală a patrimoniului său către societatea absorbantă sau nou constituită;
- atribuirea de acțiuni sau părți sociale ale societății absorbante sau nou create către asociații societății care dispăre;
- majorarea capitalului social al societății absorbante, respectiv formarea capitalului social al societății care ia ființă.

Sub **aspect fiscal** fuziunea este reglementată în legislația mondială în ceea ce privește: impozitul pe profit, T.V.A. și taxe asupra salariilor. Impozitul pe profit este supus unor reglementări fiscale speciale care îmbracă forma unor facilități fiscale dacă societățile participante la operație îndeplinesc anumite condiții. În caz contrar, fuziunea antrenează aceleași consecințe fiscale ca și dizolvarea.

Aspectele financiar-contabile angajate de fuziune sunt tratate în practica mondială în documentul numit proiect de fuziune. Elaborarea acestuia constituie cea mai importantă etapă a formalităților de realizare a fuziunii. Pe lângă unele precizări cu caracter juridic și fiscal care sunt specifice societăților participante la fuziune, proiectul de fuziune include și precizări de natură financiară și contabilă cum sunt: data la care s-au înscris conturile societăților participante care vor fi utilizate pentru a se stabili condițiile operației; data de la care sunt considerate realizate din punct de vedere contabil operațiile societăților participante; prezentarea și evaluarea activelor și pasivelor care vor fi transmise; stabilirea raportului de schimb ale drepturilor sociale; mărimea prevăzută pentru prima de fuziune. În funcție de modalitatea juridică de realizare, operațiunile de fuziune pot fi împărțite în 3 categorii distincte:

1. **Fuziunea pură sau fuziunea prin contopire sau fuziunea-creare**, întâlnită în literatura de specialitate și sub denumirea de fuziunea de consolidare, care este acțiunea prin care două sau mai multe societăți își încetează existența juridică fără lichidare, și își pun în comun patrimoniul pentru a forma o nouă societate :

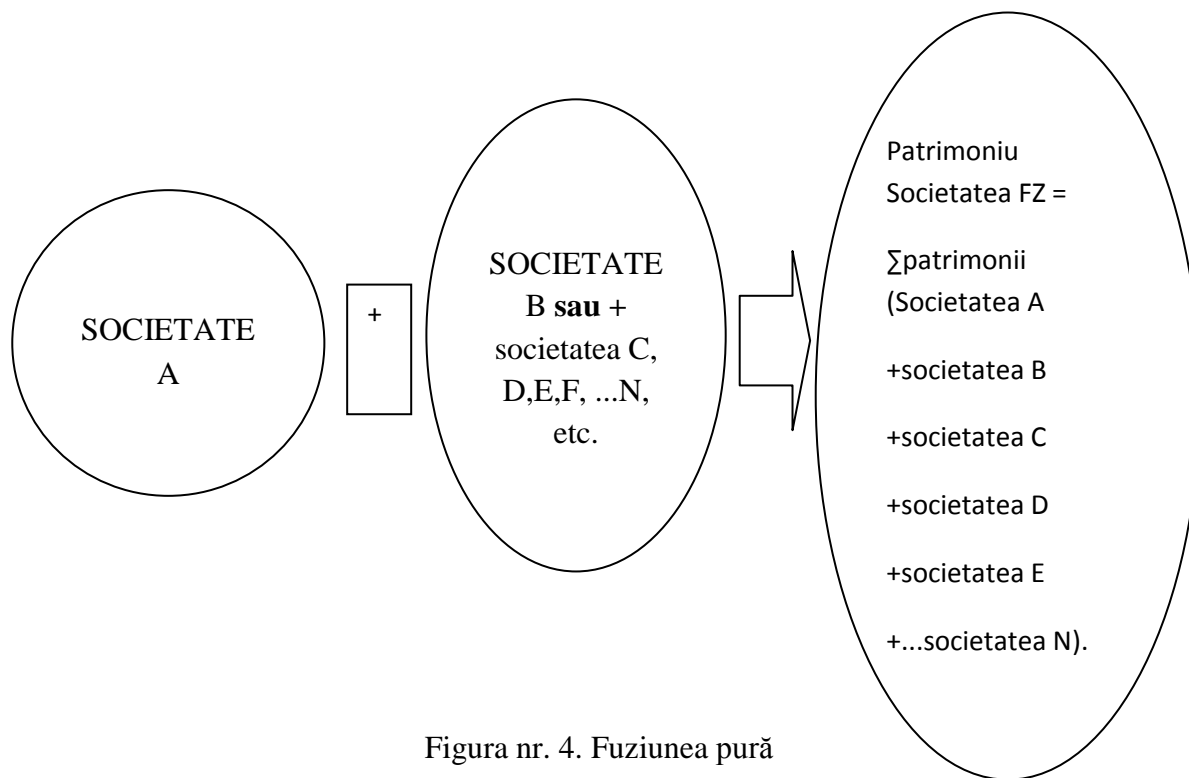


Figura nr. 4. Fuziunea pură

În cadrul acestui tip de fuziune societățile „A” și „B” (sau și C,D,E,F,..N) se vor dizolva, dar fără lichidare, iar participanții la capitalul social vor primi titluri de participare proporționale cu aportul lor în natură în cadrul patrimoniului societății „FZ”.

2. **Fuziunea prin absorbție**, care se realizează prin cumpărarea integrală de către o societate a unei alte societăți. Societatea cumpărată dispăre iar acționarii acesteia primesc în schimb acțiunilor deținute, titluri ale societății cumpărătoare, potrivit unui anumit raport de schimb. Important de reținut este faptul că pe lângă toate drepturile societății absorbite, societatea absorbantă preia și toate obligațiile acesteia :

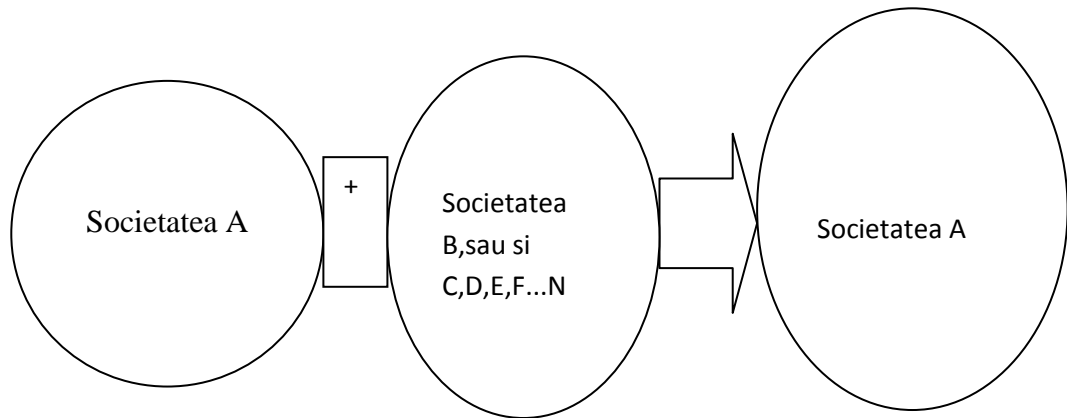


Figura nr.5. Fuziunea prin absorbție

Societatea „B” (sau C,D,E,F,...N) se dizolvă fără lichidare iar societatea „A” dobândește drepturile și preia obligațiile societății „B” (sau C,D,E,F,...N).

Din punct de vedere al efectelor, fuziunea se clasifică în:

1. Fuziunea pe orizontală: are loc atunci când o întreprindere se combină cu altă întreprindere, din aceeași ramură de activitate, adică între întreprinderi concurente în același sector economic. Prin consolidarea patrimoniilor celor două întreprinderi concurente în același sector economic, de regulă, se urmărește obținerea unui efect sinergic la nivelul cotei de piață. Riscul de anihilare a concurenței determină, adeseori, ca fuziunile orizontale să facă obiectul unei legislații antitrust, necesitând obținerea unor aprobări prealabile date de organisme ce supraveghează realizarea monopolului de piață.

2. Fuziunea pe verticală: are loc atunci când o întreprindere își contopește patrimoniul cu cel al unui furnizor de materii prime, materiale sau accesorii pentru produsele sale sau cu cel al unui cumpărător al produselor sale.

Astfel, fuziunea pe verticală poate fi:

- fuziune în amonte („backward integration” sau „upstream vertical mergers”), în cazul fuziunii cu un furnizor al său, și
- fuziune în aval („forward integration” sau „down vertical mergers”), în cazul fuziunii cu un cumpărător al produselor sale.

Este cazul, de exemplu, al unui producător de uși care achiziționează o fabrică de cherestea sau o fabrică de feronerie sau al unui producător de petrol care achiziționează o companie petrochimică. Această formă de fuziune vizează reducerea riscului în aprovizionare sau desfacere, dar și a costurilor de vânzare – cumpărare.

Intermediar între cele două forme de fuziuni, pe orizontală și pe verticală, se mai cunoaște și forma de fuziune concentrică. Aceasta implică întreprinderi înrudite, dar care nu sunt producători ai aceluiași produs, ca în cazul fuziunilor orizontale, și nici nu au o relație furnizor – cumpărător, ca în cazul fuziunilor verticale, acestea fiind numai înrudite prin natură sau activități.

3. Fuziunea conglomerată: are loc în momentul unirii patrimoniilor unor întreprinderi neînrudite din punctul de vedere al obiectului de activitate.

Scopul principal constă în diversificarea internațională a riscului și creșterea beneficiilor din economiile de scopuri.

Interesul cel mai accentuat în dezvoltarea unui business îl regăsim în cazul fuziunilor verticale și orizontale, dar acestea sunt supuse și unei legislații antitrust, necesitând obținerea unor aprobări prealabile date de organisme ce supraveghează realizarea monopolului de piață pentru asigurarea respectării regulilor de concurență loială, cu impact semnificativ atât asupra consumatorilor cât și asupra societății, în ansamblul său.

3.3. CONCEPTUL ȘI TAXONOMIA ACHIZIȚIEI DE ÎNTREPRINDERI

Din punct de vedere tehnic, achiziția constă în preluarea unei întreprinderi sau a unei unități independente din cadrul acesteia de către o altă întreprindere cu scopul de a lărgi patrimoniul acesteia din urmă. Achiziția internațională constă în preluarea/transferarea activelor și a operațiunilor unei întreprinderi naționale sau filiale implantate în țara-gazdă de către spre întreprindere străină, prima devenind o filială sau sucursală a celei din urmă.

Din perspectiva controlului exercitat asupra întreprinderii achiziționate, achizițiile internaționale pot lua trei forme:

a.1. **achiziții minoritare** – controlul întreprinderii străine vizează până la 49% din numărul voturilor întreprinderii achiziționate; achizițiile ce implică mai puțin de 5% din activele financiare ale companiei gazdă constituie, de fapt, investiții de portofoliu;

a.2. **achiziții majoritare** – controlul întreprinderii străine vizează peste 50 și până la 99% din numărul voturilor întreprinderii achiziționate și implică o relație pe termen lung;

a.3. **achiziții complete** sau integrale – control de 100% și ele reprezintă în fapt fuziuni de întreprinderi.

Din punct de vedere al efectelor, în raport de întreprinderile combinate, sunt reproductibile și în cazul achizițiilor, caracteristicile similare fuziunilor, astfel încât există:

b.1. **achiziții orizontale** – cele mai des întâlnite, deoarece au ca principal efect majorarea beneficiilor, consolidarea potențialului de negociere cu furnizorii și clienții, ameliorarea promovării serviciilor sau produselor, și nu în ultimul rând posibilitatea diminuării sau chiar eliminării concurenței, sub condiții respectării legislației specifice antitrust;

b.2. **achiziții verticale** – întreprinderile achizitoare au drept scop principal obținerea unui control cât mai mare asupra întregului lanț de producție și distribuție, adică în amonte cu privire la asigurarea calității și livrării materiilor prime, a materialelor sau accesoriilor și în aval cu privire la asigurarea calității serviciilor, a produselor, a politicilor de preț și a unui lanț de distribuție complet;

b.3. **achiziții concentrice** – achiziția unor întreprinderi înrudite care vizează uniformizarea unor factori de producție precum pregătirea forței de muncă, natura și nivelul tehnologic al capitalului fizic, resurse de capital circulant asemănătoare sau zone comune de piață;

b.4. **achiziții conglomerat** – acestea se desfășoară între întreprinderi cu activitate și structură total diferite.

Din punctul de vedere al dezacordului sau acordului la nivelul managementului întreprinderilor combinate, achizițiile pot lua trei forme:

c.1. **achiziții prietenoase** – când managementul întreprinderii țintă aprobă în termeni de negociere propunerea de achiziție înaintată de întreprinderea achizitoare;

c.2. **achiziții ostile** – când managementul întreprinderii - țintă se opune din diferite motive, propunerii de achiziție înaintată de firma achizitoare, iar aceasta din urmă înaintează propunerea sa direct acționarilor/asociaților acesteia;

c.3. **achiziții neutre** – managerii întreprinderii - țintă nu refuză, dar nici nu acceptă o ofertă din partea întreprinderii achizitoare, decizia fiind lăsată în seama acționarilor/asociaților acesteia.

În funcție de nivelul de integrare, se disting, patru tipuri de achiziții:

d.1. **achiziție tip absorbție**: efectele principale ale acestei forme de achiziție constau în consolidarea operațiunilor și a culturii organizaționale ale celor două întreprinderi;

d.2. **achiziție tip preservare**: în cazul în care întreprinderile participante vizează obținerea unui grad de autonomie ridicat dar cu interdependență strategică redusă;

d.3. **achiziție tip simbioză**: în cazul în care întreprinderile participante vizează obținerea atât a unui grad ridicat de autonomie, cât și a unui grad ridicat de interdependență strategică;

d.4. **achiziție tip holding:** în cazul în care întreprinderile participante vizează obținerea unui grad scăzut de autonomie dar și de interdependență strategică.

Din punctul de vedere al orizontului de timp vizat de către întreprinderile achizitoare, achizițiile se clasifică în:

e.1. **achiziția cu orientare strategică** – promovată de către întreprinderile cu orientare strategică, de obținerea unor beneficii pe întregul lanț al afacerii, de la aprovizionare până la desfacere;

e.2. **achiziția cu orientare tactică** – promovată de către întreprinderile cu orientare de investiții financiare, mai ales în cazul în care prețul de cumpărare pentru întreprinderea țintă este subevaluat în raport cu valoarea sa reală de piață.

3.4. MODALITĂȚI ȘI TEHNICI DE REALIZARE A FUZIUNILOR ȘI ACHIZIȚIILOR DE ÎNTREPRINDERI

3.4.1. MODALITĂȚI ȘI TEHNICI DE REALIZARE A FUZIUNILOR DE ÎNTREPRINDERI

Procedeul "**fuziune-absorbție**", prezentată mai sus, este cea mai utilizată **modalitate de realizare în practică** a fuziunilor, în comparație cu cel al fuziunii pure, prin crearea unei întreprinderi noi. Această modalitate, mai poartă numele și de fuziune statutară, deoarece se realizează în conformitate cu statutul întreprinderii care realizează fuziunea, adică în fapt, absorbția. Una din cauze este aceea că întreprinderile care fuzionează sunt adesea de importanță inegală, iar cea mai puternică o absoarbe pe cealaltă ori pe celelalte. De asemenea, o altă cauză o reprezintă inconvenientele de ordin juridic rezultând din absența personalității juridice a întreprinderii noi înainte de înmatriculare la Oficiul Registrului Comerțului.

În fapt, prin absorbție :

- întreprinderea cumpărată se dizolvă, iar participanții la capitalul social al acesteia primesc, în locul vechilor acțiuni/părți sociale, în baza unui raport de schimb antecalculat, titluri de participare la întreprinderea cumpărătoare.

- întreprinderea achizitoare dobândește în același timp toate drepturile patrimoniale și toate obligațiile întreprinderii absorbite.

În cazul **fuziunii pure**, prin crearea unei întreprinderi noi, distincția între întreprinderea cumpărătoare și cea cumpărată devine irelevantă, întrucât cele două întreprinderi își încetează existența juridică și patrimoniile lor se contopesc într-o întreprindere nouă. Acționarii/asociații celor două întreprinderi fuzionate primesc, în

schimbul vechilor acțiuni/părți sociale, acțiuni/părți sociale la întreprinderea nou înființată. De asemenea, ei pot opta pentru plata în numerar, în contul drepturilor lor de acționari/asociați, sau să dobândească alte titluri de valoare emise de noua companie.

Ca **tehnicile de realizare a fuziunilor** enumerăm:

1) **Achiziționarea activelor**: atât activele fixe cât și cele circulante sunt cumpărate cu numerar sau acțiuni/părți sociale. În acest caz întreprinderea achiziționată rămâne cu numerar, ca fiind singurul activ, pe care îl poate utiliza fie pentru continuarea activității fie pentru distribuirea sub formă de dividend în cazul lichidării întreprinderii.

2) **Achiziționarea acțiunilor**: modalitatea de plată poate fi în numerar, în acțiuni sau o combinație a acestora;

3) **Amalgamarea** – are loc atunci când două sau mai multe întreprinderi formează o nouă întreprindere ținând cont de termenii stabiliții de acționarii/asociații tuturor întreprinderilor implicate.

3.4.2. TEHNICI DE RELIZARE A ACHIZIȚIILOR DE ÎNTRINDERI

Ponderea cea mai mare în tehnicile de realizare a achizițiilor de întreprinderi este deținută de achizițiile amiabile.

Principalii pași pentru realizarea acestora sunt:

- ✓ Negocierile privind realizarea unui acord privind încheierea tranzacției;
- ✓ Supunerea aprobării de către managementul întreprinderilor participante a acordului privind încheierea tranzacției
- ✓ organizarea adunării generale a acționarilor/asociaților pentru obținerea acceptului din partea acționarilor/asociaților;
- ✓ semnarea contractului de achiziție;
- ✓ realizarea operațiunilor privind schimbul/plata vechilor acțiuni/părți sociale cu acțiunile/părțile sociale/numerar de către întreprinderea achizitoare.

Pe cale de consecință, aceste achiziții se realizează printr-o suită de tehnici de plată și anume:

- ✓ **achiziții prin oferte publice pure** („cash offers”) care se realizează prin cumpărarea titlurilor întreprinderii – țintă la un preț plătit în numerar;
- ✓ **achiziții prin oferte publice de schimb** (share – for – share exchange”) prin schimbul de titluri de participare între întreprinderea achizitoare și întreprinderea – țintă, care pot fi titluri emise înaintea operațiunii sau emise special pentru finanțarea achiziției;

✓ **achiziții** prin oferte publice mixte, care este cea mai uzitată formă de plată și constă în combinarea celor două tehnici prezentate anterior: sume cash plus acțiuni/părți sociale în schimbul acțiunilor/părților sociale ale întreprinderii – țintă.

3.4.3. DEOSEBIRI STRUCTURALE ȘI PROCEDURALE PRIVIND FUZIUNILE ȘI ACHIZIȚIILE DE ÎNTRINDERI

Achizițiile diferă sub aspect structural și procedural de fuziuni.

În primul rând achizițiile sunt inițiate de o întreprindere achizitoare, având sau nu acordul expres al responsabililor întreprinderii țintă. În ceea ce privește perioada postoperațiune, în situația achizițiilor, toți termenii și condițiile se stabilesc de către întreprinderea achizitoare, pe când în cazul fuziunilor există clauze contractuale ce reglementează eventuale acțiuni desfășurate ulterior inițiativei părților implicate.

O altă deosebire importantă în raport cu fuziunile rezidă din faptul că între firmele implicate se manifestă deosebiri radicale în materie de dimensiuni și putere economică.

În cazul fuziunilor, indiferent de tipul acestora, se produce o așa-numită “amalgamare” a capitalurilor tuturor participanților într-o entitate economică cu valențe noi.

În situația achizițiilor, motivația principală a inițiativei este determinată de intenția de exercitare a unui control parțial sau total asupra întreprinderii-țintă, fiind întâlnită mai ales la nivelul multinaționalelor pentru achiziționarea altor întreprinderi private, pentru preluarea unor societăți supuse privatizării sau pentru preluarea unor întreprinderi de preluate abuziv de stat și re-oferite spre vânzare de către autorități (de exemplu Fondul Proprietatea).

Cele mai recente tendințe în domeniul achizițiilor și fuziunilor arată că acestea s-au concentrat îndeosebi în ramurile economice care se confruntă cu problema reconfigurării avantajului competitiv (cum ar fi industria automobilului), care dețin capacități de producție în exces sau care înregistrează o diminuare a cererii de produse specifice pe piață (cum ar fi Romarm);

Literatura de specialitate scoate în evidență că principalele motivații pentru recurgerea la fuziuni și achiziții:

- 1) adaptarea întreprinderii la globalizarea economică, în vederea facilitării expansiunii acesteia peste hotare;
- 2) achiziționarea activelor unor firme concurente, sau din domenii complementare, pentru un acces sporit la resurse și la capacități deja existente;

- 3) facilitarea accesului la resurse financiare și manageriale;
- 4) obținerea economiilor de scară
- 5) asigurarea controlului direct, nemijlocit, asupra unor active aflate în aval, respectiv, amonte, în cadrul unui sector economic – metodă, adeseori, mai eficientă decât recurgerea la subcontractare sau alte forme de cooperare;
- 6) necesitatea realizării unor cheltuieli mari cu cercetarea-dezvoltarea,
- 7) posibilitatea de a beneficia de infrastructură și logistica auxiliară a întreprinderii-tintă;
- 8) obținerea unor poziții dominante pe anumite piețe, sau în anumite țări gazdă
- 9) participarea la programele de privatizare conduse de unele țări în curs de dezvoltare.

Achizițiile sunt cele care domină scena internațională a tranzacțiilor cu întreprinderi, fuziunile reprezentând până la 3% din numărul total al tranzacțiilor de acest fel. De fapt, chiar și atunci când fuziunile par a se realiza între două companii relativ egale, majoritatea reprezintă achiziții, căci o companie domină/dictează operațiunea de combinare. Numărul fuziunilor "reale" fiind atât de mic, din considerente practice, "fuziunile și achizițiile" vizează în fapt "achizițiile".

Avantajele ce decurg din acest tip de tranzacții cu firme sunt extrem de tentante, fiind o posibilitate de realizare concreta a diminuării dependenței de furnizorii externi sau pentru crearea propriilor unități de producție sau de distribuție. Acestea pot reprezenta :

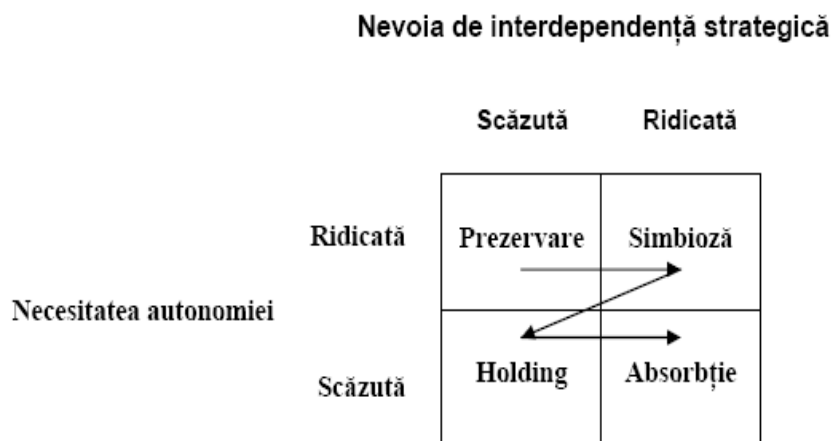
- acțiuni de extindere de produs – care au loc atunci când există legături funcționale între întreprinderea achizitoare și întreprinderea – țintă, în domeniul producției sau al distribuției și atunci când produsele comercializate nu se concurează direct, deși sunt vândute pe aceeași piață;
- acțiuni de extindere a pieței – care au loc atunci când cele două întreprinderi comercializează propriile produse în arii geografice distincte, facilitând fie penetrarea pieței întreprinderii – țintă, fie o combinație a celor două.

Deși întâlnim exemple renumite de achiziții verticale, în prezent acestea sunt destul de rare, atât din considerentele legislației antitrust, cât și datorită faptului că pentru exercitarea controlului asupra firmei – țintă nu este obligatorie achiziționarea ei.

În ceea ce privește achizițiile concentrice, elementul comun poate fi reprezentat de utilizarea unor factori de producție similari, precum: pregătirea forței de muncă, capitalul fix și cel circulant, resurse de capital financiar sau piețe de desfacere comune. Urmare recesiunii economice, oportunitățile diversificărilor de întreprinderi prin achiziții sau fuziuni

conglomerate s-au diminuat, întreprinderile exercitând un interes tot mai mare în activitatea de „core business”, adică în activitatea de bază.

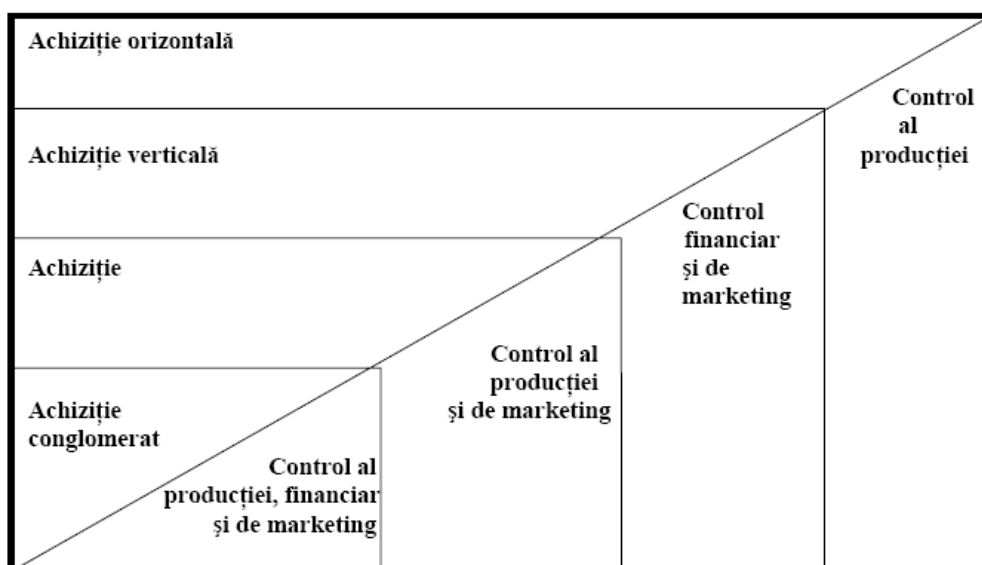
În funcție de nivelul de integrare dorit de compania achizitoare avem următoarele forme de achiziții prezentate în figura nr.4, de mai jos:



Sursa: Hurduzeu, Gh., *Achizițiile de firme pe piața de capital*, Editura Economică, 2002, pg. 41

Figura nr.6. Diagrama integrării

Relațiile între tipurile de achiziție și gradul de complexitate al integrării este prezentată sugestiv în figura nr.6 de mai sus și este întregită structural în figura nr.7 de mai jos:



Sursa: Hurduzeu, G., *Achizițiile de firme pe piața de capital*, Editura Economică, 2002

Figura nr.7. Analiza integrării postachizitiei

3.5. CONCEPTUL DE COMBINĂRI DE ÎNTREPRINDERI ȘI POLITICILE DE CONTABILIZARE A ACESTUIA

Fuziunea între două întreprinderi poate fi privită și ca o combinare de întreprinderi care presupune gruparea unor întreprinderi separate într-o singură entitate economică prin fuzionarea sau prin obținerea controlului asupra activelor nete și a exploatărilor altei întreprinderi.

Combinarea de întreprinderi se poate realiza în mai multe moduri:

- prin achiziție, care este o combinare de întreprinderi în care una dintre întreprinderi, dobânditorul, obține controlul asupra activelor nete și exploatărilor unei alte întreprinderi, întreprinderea achiziționată, în schimbul transferului de active, al asumării datoriilor sau al emisiunii de acțiuni și alte titluri de valoare ale acesteia din urmă.

- prin uniune de interese care este o combinare de întreprinderi în care acționarii/asociații celor două întreprinderi își reunesc controlul asupra ansamblului activelor nete și activității, cu scopul de a partaja riscurile și beneficiile generate de entitatea rezultată astfel încât nici una din părți nu poate fi identificată drept dobânditor.

Potrivit Standardelor internaționale de raportare financiară (IFRS), respectiv IFRS 3, o grupare de întreprinderi reprezintă reunirea mai multor entități separate într-o singură entitate. Următoarele tranzacții îndeplinesc definiția unei grupări de întreprinderi:

- achiziția tuturor activelor și datoriilor unei entități;
- achiziția unor active, datorii și drepturi la activitățile unei entități ce îndeplinesc definiția unei afaceri;
- constituirea unei noi entități juridice care va prelua activele, datoriile și afacerile entităților grupate.

O grupare de întreprinderi poate fi însă structurată diferit fie din rațiuni juridice fie din rațiuni fiscale sau alte rațiuni cunoscute sau necunoscute ale participanților la operațiune. Tranzacția poate avea loc între acționarii/asociații întreprinderii rezultate sau între o întreprindere și acționarii/asociații celeilalte întreprinderii. Contrapartida poate fi reprezentată de acțiuni/părți sociale ale cumpărătorului, bani sau alte active sau chiar asumarea unor datorii.

Putem concluziona, astfel, că intră în sfera de acțiune a IFRS 3 fuziunea prin absorbție, fuziunea prin contopire precum și aportul parțial de active în anumite condiții.

Contabilizarea grupărilor de întreprinderi, vizate de aplicarea standardului IFRS 3, se realizează pe baza metodei achiziției și utilizării, în mod dominant, a valorii juste. Metoda

achiziției se aplică, în mod evident, și în cazul adevăratelor fuziuni sau fuziuni între egali (true mergers or mergers of equals).

Metoda punerii în comun de interese (pooling interests) este interzisă de standardul IFRS 3, atât în cazul grupărilor care intră în câmpul său de aplicare, cât și al celorlalte tipuri de combinări (între entități mutuale și al acelora bazate pe contract unic, fără luare de participare financiară). Această interdicție este generată de însăși abrogarea standardului anterior, IAS 22, care avea aceeași denumire și care, prin eliminare a impus renunțarea la politica de punere în comun de interese.

Contabilizarea luării în control prin aporturi parțiale de active sau fuziuni este și ea fundamentată pe metoda achiziției, deoarece operațiunea influențează una sau mai multe activități, precum cele definite de standardul IFRS 3, iar metoda nu este în mod specific exclusă din câmpul de aplicare al acesteia. De altfel metoda achiziției se aplică și în situația luării în control a unei entități, atunci când aceasta intervine la o dată care nu corespunde datei transferului intereselor financiare. Transferul de active realizat, în special, prin aport parțial de active sau fuziune, atunci când activele transferate nu constituie o activitate conform IFRS 3, se contabilizează prin repartizarea costului de achiziție al acestui grup de operațiuni și de active între activele și datoriile identificabile transferate, la prorata valorii lor juste la data de achiziție și fără înregistrarea unui fond comercial.

Modalitățile de punere în aplicare a metodei achiziției

Aplicarea metodei achiziției presupune o abordare care implică parcurgerea următoarelor etape:

1. identificarea întreprinderii achizitoare;
2. determinarea costului grupării de întreprinderi;
3. alocarea costului grupării de întreprinderi între activele și datoriile achiziționate (inclusiv datoriile contingente) la data grupării.

1. Identificare întreprinderii achizitoare într-o grupare de întreprinderi

Identificarea cumpărătorului este esențială în măsura în care evaluarea activelor și datoriilor la valoarea justă se aplică numai în conturile cumpărătorului și numai la activele și datoriile întreprinderii achiziționate. Metoda achiziției este pusă în aplicare luând în considerare punctul de vedere al cumpărătorului. Acesta cumpără active nete și contabilizează activele achiziționate, datoriile și datoriile eventuale asumate, inclusiv cele ce nu erau înregistrate înainte de către întreprinderea achiziționată. Evaluarea activelor și datoriilor cumpărătorului nu este afectată de operațiune.

Noțiunea de control utilizată în standardul IFRS 3, pentru a identifica întreprinderea cumpărătoare, este definită de aceeași manieră ca în standardul IAS 27 Situațiile financiare consolidate și individuale, adică puterea de a conduce politicile financiare și de exploatare ale unei entități, pentru a obține avantaje din activitățile sale. Atunci când apar dificultăți pentru identificarea cumpărătorului, realizarea totuși a identificării presupune luarea în considerare a următoarelor situații:

(i) valoarea justă a uneia dintre entități este mai mare decât a celeilalte: entitatea care are valoarea justă mai mare este probabil cumpărătorul;

(ii) gruparea este remunerată în disponibilități, în alte active sau prin schimb de instrumente de capitaluri proprii: entitatea care remite aceste elemente de remunerare este probabil cumpărătorul;

(iii) una dintre entitățile care este parte la gruparea de întreprinderi are puterea de a numi echipa conducătoare a entității rezultate din grupare: această entitate este probabil cumpărătorul;

(iv) dacă gruparea este remunerată prin emisiune de instrumente de capitaluri proprii, entitatea care emite instrumentele este probabil cumpărătorul, cu excepția cazului de achiziție inversă.

Identificarea cumpărătorului în cazul unei achiziții inverse se face ținând cont că acesta este întreprinderea juridic controlată, din moment ce el are puterea de a conduce politicile financiare și de exploatare ale societății sale mamă, pe plan juridic, pentru a obține avantaje din activitățile sale. O achiziție inversă este realizată, în mod frecvent, pentru a obține de o manieră indirectă o cotare pe o piață sau un alt avantaj ca, de exemplu, utilizarea unei licențe. Achiziția inversă implică adesea entități de mărimi diferite, emitentul acțiunilor putând fi o entitate mai mică, dar deja cotate pe o piață sau deținătoare a unei licențe. Atunci când o entitate nouă este creată pentru a primi, în contrapartida unei emisiuni de acțiuni, titlurile sau activitățile a două entități grupate, cumpărătorul este în acest caz, în mod obligatoriu, una dintre entitățile care se grupează și care există în prealabil și nu noua entitate creată pentru a opera combinarea.

Data achiziției, care este și data intrării în perimetrul de consolidare, este data la care controlul unei atari entități este transferat cumpărătorului.