

CZU: 334.758

EVALUAREA AFACERILOR ÎN SCOPUL FUNDAMENTĂRII DECIZIEI DE FUZIUNE SAU ACHIZIȚIE: ASPECTE METODOLOGICO-PRACTICE

Maria COJOCARU, Ecaterina ULIAN

Universitatea de Stat din Moldova

Evaluarea eficienței tranzacției de fuziuni și achiziții (M&A) este una dintre cele mai importante etape ale tranzacției. De selectarea metodei corespunzătoare depinde succesul sau insuccesul tranzacției. În contextul acestei afirmații a fost realizată această cercetare, în care sunt analizate diferite metode de evaluare a companiilor. Considerăm că metoda actualizării fluxurilor de lichidități (Discounted Cash Flow – DCF) oferă o estimare cât mai corectă, bazându-se pe conversia fluxurilor viitoare de lichidități în valoarea prezentă a activelor care vor genera fluxurile de numerar viitoare. Aplicabilitatea acestei metode este realizată în baza datelor a două companii, care au ca domeniu principal de activitate vinificația. Una este analizată ca potențială companie absorbantă (Purcari Wineries Public Company Limited, anterior – Bostavan Wineries Ltd.), alta – ca potențială companie țintă (Combinatul de Vinuri din Taraclia S.A.).

Cuvinte-cheie: fuziuni și achiziții, evaluare, flux net de numerar actualizat, costul mediu ponderat al capitalului.

EVALUATION OF M&A DEALS: METHODOLOGICAL APPROACHES

Evaluating the efficiency of the M&A deal is one of the most important stages of the transaction. The success or failure of the deal depends on the selection of the appropriate method. This research was conducted in the context of that statement, in which the authors analyze different methods of company evaluation. The authors believe that the Discounted Cash Flow (DCF) method provides a more accurate estimation, based on the conversion of future cash flows into the present assets value that will generate future cash flows. The applicability of this method is based on the data given by two companies, which operate in the winemaking field. One is considered as a potential absorbing company (Purcari Wineries Public Company Limited (previously – as a Bostavan Wineries Ltd.), another – as a potential target company (Taraclia S.A.).

Keywords: Mergers and Acquisitions, Evaluation, Discounted Cash Flow, Weighted Average Cost of Capital.

Introducere

Strategiile de creștere prin fuziuni și achiziții sunt preferate de companii în condițiile globalizării afacerilor, asigurându-le o creștere externă a valorii, dar și o competitivitate mai înaltă. În același timp, s-a constatat că, spre deosebire de creșterea organică, creșterea prin fuziune sau achiziție de companii are un grad sporit de risc și o rată mare de insucces. Cu toate acestea, analiza efectuată arată că volumul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții (mergers and acquisitions – M&A) are o evoluție ascendentă, ceea ce indică la o tendință de amplificare a procesului de globalizare a afacerilor și de creștere a gradului de monopolizare în anumite domenii de activitate.

Dezvoltarea fenomenului de restructurare a întreprinderilor la nivelul țărilor dezvoltate, în care aceste strategii beneficiază de un interes major din partea acționarilor și a investitorilor de mai multe decenii, s-a propagat în ultima perioadă și asupra țărilor în cursul de dezvoltare care au împrumutat practicile economiilor dezvoltate. Este și cazul Republicii Moldova, unde, din anii 1993, a început timid să fie implementate strategii de restructurare a întreprinderilor, o parte semnificativă a acestora fiind reprezentate de privatizări, mai puțin de fuziuni și achiziții. În Republica Moldova, fuziunile și achizițiile sunt relativ recente. Astfel că, în prezent, nu putem vorbi despre o piață a fuziunilor și achizițiilor în Republica Moldova, operațiuni care pot genera efecte importante asupra dezvoltării țării noastre, deoarece, conform datelor CNPF, în perioada 2008-2017 au avut loc doar 31 tranzacții de fuziuni.

În contextul actualității temei a fost formulat obiectivul cercetării, care constă în stabilirea interdependenței dintre metoda de finanțare a tranzacției, rata de actualizare și selectarea metodei adecvate scopului de evaluare a companiei la etapa de achiziție.

Suportul informational pentru studiul realizat l-au constituit situațiile financiare ale companiilor: Combinatul de Vinuri din Taraclia, Republica Moldova, și Grupul de Companii Purcari Wineries Public Company Limited din Cipru. În aspect metodologic, sunt utilizate în mare parte abordările metodologice propuse de

savanții D.Endovitskii și V.Soboleva în lucrarea „Metodologia analizei eficienței tranzacțiilor M&A la etapa preintegrare” [1, p.2]. Datele de referință ale companiilor menționate au fost utilizate pentru estimarea valorii companiilor și a eficienței afacerilor în tranzacțiile M&A.

Rezultate și discuții

În procesul de selectare a metodei de evaluare a afacerii, unii autori recomandă să se ia în considerare scopul evaluării și particularitățile specifice activității companiei [2, p.254]. Selectarea metodei de evaluare a afacerii este unul dintre aspectele cele mai importante în procesul de pregătire a tranzacției M&A, deoarece diferite metode pot oferi estimări diferite. În teoria și practica evaluării companiilor se aplică pe larg metodele care se încadrează în trei abordări metodologice:

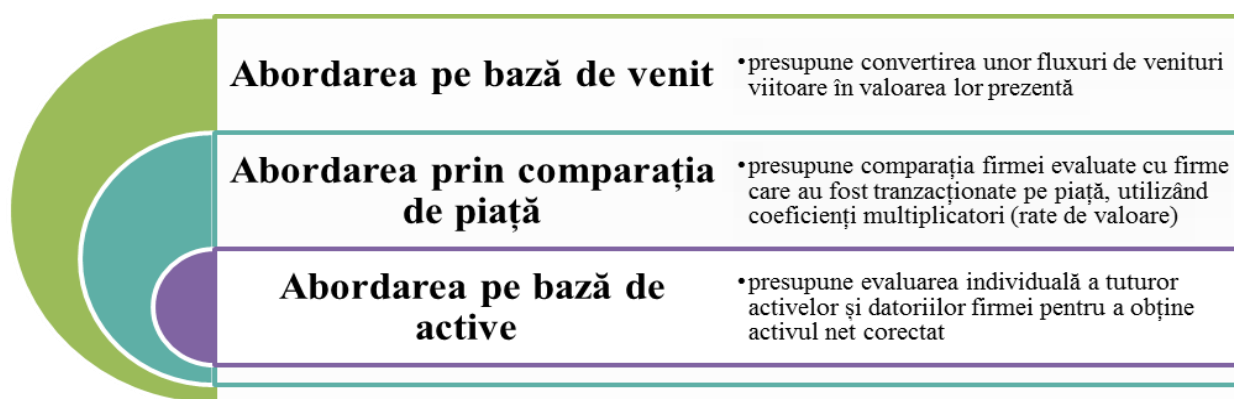


Fig.1. Abordări metodologice ale evaluării companiilor.

Sursă: prelucrare proprie a autorilor în baza sursei [3]

La rândul său, fiecare abordare metodologică include 2-3 metode de evaluare, care sunt prezentate în Tabelul 1:

Tabelul 1

Metode de evaluare a afacerii

Metode înscrise în abordarea pe bază de venit / performanțe financiare	Metode înscrise în abordarea prin comparație	Metode înscrise în abordarea pe bază de active
Metoda fluxurilor de numerar actualizate (Discounted Cash Flow – DCF) Metoda capitalizării veniturilor (a profitului) – valoarea de rentabilitate Metoda valorii de randament se bazează pe dividendele așteptate și cursul bursier	Metoda comparației cu societăți similare cotate sau cu tranzacții de pachete minoritare (acțiuni la firme cotate) Metoda comparației cu vânzări de firme similare necotate (piața de achiziții și fuziuni) Metoda comparației cu tranzacții anterioare sau cu oferte de tranzacții cu participații la capitalul întreprinderii evaluate	Metoda activului net corectat Metoda activului net de lichidare Metode bazate pe Goodwil Metoda expert /practicienilor Metoda PER (Coeficientul capitalizării bursiere – Price Earning Ratio)

Sursă: prelucrare proprie a autorilor în baza sursei [1, p.3]

Cu toate că Standardele Internaționale de Evaluare acordă prioritate abordării prin comparația de piață față de celelalte abordări [4], în opinia noastră, Metoda actualizării fluxurilor de numerar (DCF) trebuie să fie aplicată în cazul M&A, deoarece ia în considerare costul, riscurile și structura surselor de finanțare a tranzacției. Pe lângă cele menționate, metoda DCF prezintă și alte avantaje. În primul rând, este considerată una dintre cele mai complexe metode de evaluare, fiind concomitent și cea mai corectă din punct de vedere

teoretic. Această metodă presupune actualizarea tuturor beneficiilor economice previzionate (fluxuri de numerar, alte variabile asimilate) ale întreprinderii cu rata de actualizare ce reprezintă costul capitalului. Pe lângă acest argument în susținerea metodei în cauză, D.Nancu afirmă că metoda DCF este „utilizată pe scară largă pe piețele financiare pentru a estima prețul unei acțiuni și, pe aceasta bază, pentru a orienta deciziile de investire/dezinvestire; este acceptată într-o mai mare măsură de organele de reglementare și în scopuri fiscale; are la bază principiile metodologice ale estimării eficienței proiectelor de investiții” [3, p.78].

În cele ce urmează ne vom referi la metoda evaluării afacerii în vederea fundamentării deciziei de fuziune și achiziție bazată pe fluxurile de numerar actualizate (DCF). Metoda în cauză se bazează pe unul dintre principiile fundamentale ale finanțelor corporative: valoarea prezentă a activelor este valoarea prezentă a fluxurilor de numerar, care vor fi generate de activele antrenate în circuitul economic în timpul vieții lor economice, actualizate după o anumită rată, care corespunde riscurilor asociate companiilor și costului capitalului. Această abordare utilizează următoarea formulă [1, p.3]:

$$PV_C = PV \cdot \sum_{i=1}^n CFi_{-} + TV, \quad (1)$$

unde: PV_C – valoarea prezentă a afacerii;

$PV \cdot \sum_{i=1}^n CFi_{-}$ – valoarea prezentă a fluxurilor nete de numerar în perioada n ;

n – perioada (intervalul) de previziune;

TV – valoarea terminală/reziduală (valoarea prezentă a fluxurilor nete de numerar generate de companie în perioada postpreviziune).

Formula (1) are două modificări. Diferența dintre acestea constă în fluxul net de numerar considerat:

- 1) fluxul net de numerar la dispoziția acționarilor;
- 2) fluxul net de numerar la dispoziția furnizorilor de capital (inclusiv creditorii).

Principalele diferențieri dintre aceste două abordări sunt expuse în Tabelul 2.

Tabelul 2

Abordările DCF în funcție de fluxul de numerar considerat

Specificație	Fluxul net de numerar la dispoziția:	
	acționarilor	furnizorilor de capital
Fluxul de disponibil avut în vedere	La dispoziția proprietarilor	La dispoziția furnizorilor de capital
Valoarea estimată prin aplicarea formulei de calcul	Valoarea capitalului propriu	Valoarea capitalului propriu plus valoarea creditelor
Rambursarea creditelor în estimarea fluxului de numerar	Da	Nu
Cheltuiala cu dobânda în estimarea fluxului de numerar	Da	Nu
Rata de actualizare	Costul capitalului propriu	Costul mediu ponderat al capitalului

Sursă: [3, p.89]

În practica evaluării afacerilor în vederea fundamentării deciziilor privind tranzacțiile de fuziune și achiziție cu aplicarea metodei DCF pot fi utilizate încă două alternative cu referire la rata de actualizare pentru evaluarea fluxurilor companiei-țintă: WACC (costul mediu ponderat al capitalului) al societății achiziționate și WACC al societății absorbante (rata limită).

D.Endovițchii și V.Soboleva afirmă că ambele abordări în alegerea ratei de actualizare au avantajele și dezavantajele lor (Tab.3).

Tabelul 3

Caracteristica comparativă a abordărilor alternative de selectare a ratei de actualizare la determinarea valorii prezente a companiei-țintă

Rata de actualizare	Avantaje ale metodei	Dezavantaje ale metodei
WACC al societății-țintă	Reflectă cât mai exact riscul mediu al achiziției. Pe baza acestuia, valoarea actuală a acțiunilor este estimată pe piața de capital.	În opinia investitorilor, ar trebui să se utilizeze doar WACC al societății absorbante, deoarece o valoare suplimentară pentru acționari se poate crea doar în cazul în care capitalul lor este investit cu un randament nu mai mic decât randamentul capitalurilor lor.
WACC al societății absorbante	Reprezintă valoarea limită a profitabilității din punctul de vedere al investitorului.	O încercare de a investi în active subevaluate. Cu toate acestea, în cazul în care WACC al companiei absorbante este mai mare decât WACC al societății vizate, riscul de fluxuri de numerar crește. PV al companiei-țintă poate fi subestimat, precum și efectul sinergic al acesteia. Dacă WACC al companiei absorbante este mai mic decât WACC al companiei absorbate, atunci situația este inversă. Indicele sinergiei este supraestimat, deoarece profitabilitatea companiei-țintă este supraevaluată.

Sursă: [1, p.24-26].

Cu toate acestea, poziția savanților economiști constă în aceea că este mai rezonabil actualizarea fluxurilor de numerar al companiei cu aplicarea ratei proprii acesteia, adică WACC al companiei absorbante – pentru banii societății absorbante; WACC al companiei țintă – pentru fluxurile sale de numerar [1, p.4]. Se consideră că această abordare permite determinarea riscurilor fiecărui dintre participanții la M&A, evitarea micșorării/creșterii prețului societății achiziționate și, prin urmare, un efect sinergic mai mic. În același timp, investitorii optează pentru WACC numai al companiei absorbante.

Metodologia descrisă mai sus o vom prezenta în aspect aplicat într-un studiu de caz. Ca potențiale companii pentru a derula tranzacția de achiziție au fost selectate două companii vinicole: Combinatul de Vinuri din Taraclia S.A. din Republica Moldova, care are ca activitate de bază fabricarea, păstrarea și comercializarea angro a producției alcoolice – a vinului. Forma de proprietate este colectivă și este amplasată la sudul Republicii Moldova. A fost înregistrată la 29.11.1994, deține capital social în mărime de 16,23 milioane lei, care este divizat în 1623377 acțiuni ordinare cu valoarea nominală de 1 leu.

Această companie a fost inclusă în studiu ca potențială companie-țintă pentru Grupul de companii internaționale – Purcari Wineries Public Company Limited (anterior – Bostavan Wineries Ltd.). Această companie este înființată în Cipru la 12 iunie 2007 ca societate cu răspundere limitată în conformitate cu prevederile Legii societății comerciale Cipru, cap. 113. Activitatea de bază a acestui Grup este producerea și vânzarea vinurilor și brandy. Structura Grupului la 30 septembrie 2017 era următoarea [5]:

- *Purcari Wineries Ltd.* – un holding cu sediul înregistrat în Cipru;
- *Vinorum Holdings Ltd.* – un holding cu sediul înregistrat în Gibraltar;
- *West Circle Ltd.* – un holding cu sediul înregistrat în Insulele Virgine Britanice;
- *Crama Ceptura S.R.L.* – are sediul înregistrat în România. Activitatea sa principală este producerea, îmbutelierea și vânzarea de vinuri;
- *Vinăria Bostavan S.R.L. și Vinăria Purcari S.R.L.* – au sediul înregistrat în Republica Moldova. Activitatea lor principală este producerea, îmbutelierea și vânzarea de vinuri;
- *Vinaria Bardar S.A.* – are sediul înregistrat în Republica Moldova. Activitatea sa principală este producerea, îmbutelierea și vânzarea de brandy și divinuri. Participația nominală deținută de Grup în Vinăria Bardar S.A. este de 52,52%. Cu toate acestea, din cauza că 3,83% din acțiunile Vinăria Bardar S.A. sunt acțiuni de trezorerie, participația efectivă a Grupului constituie 54,61%.

La data de 11.01.2018 Compania Purcari Wineries Public Company Limited (PWPCL) a fost transformată într-o companie publică, iar acțiunile acesteia au început să fie tranzacționate la Bursa de Valori București, la data de 15.02.2018. În Figura 2 este reflectată evoluția prețului acțiunilor S.A. Purcari Wineries Public Company Limited în ultimul an. În legătură cu Acordul de Investiții din 29 aprilie 2010, Lorimer Ventures Limited a achiziționat 1.605.275 de acțiuni nou-emise în Purcari Wineries Ltd., cu o valoare nominală de 0,00171 Euro pe acțiune, la un pret de 12.300.000 USD [6].



Fig.2. Evoluția prețului acțiunilor S.A. Purcari Wineries Public Company Limited în anul 2018.

Sursă: <https://www.tradeville.eu/actiuni/actiuni-WINE> [6]

Fiecare entitate a Grupului își stabilește propria monedă funcțională, iar elementele incluse în situațiile sale financiare sunt evaluate utilizând moneda funcțională. Monedele mediului economic primar în care operează membrii Grupului sunt: Purcari Wineries Ltd., Vinorum Holdings Ltd, West Circle Ltd. – Dolar SUA (USD); Crama Ceptura S.R.L. – Leu românesc (RON); Vinăria Bardar S.A., Vinăria Bostavan S.R.L și Vinăria Purcari S.R.L. – Leu moldovenesc (MDL).

Combinatul de Vinuri din Taraclia (CVT S.A.) este o țintă perfectă pentru achiziție de către Grupul Purcari Wineries Public Company Limited (PWPCL), deoarece vânzările acestuia sunt în descreștere cu 25,55%. Concomitent se constată o creștere esențială a cheltuielilor cu amortizarea și deprecierea activelor imobilizate, ceea ce indică la faptul că în următorii ani compania va avea costuri și mai mari. Rezultatele financiare ale companiei Combinatului de Vinuri din Taraclia S.A. în anul 2017 au fost negative și au constituit 956,13 mii lei până la impozitare și 799,01 mii lei după impozitare. Spre deosebire de aceasta, Grupul de Companii Purcari Wineries Public Company Limited (anterior – Bostavan Wineries Ltd.) a înregistrat creștere pe toți indicatorii (Tab.4).

Tabelul 4

Rate de creștere a principalilor indicatori ai activității întreprinderilor, %

Indicatori	PWPCL	CVT S.A.
Indicele de creștere a activelor	141,34	100,61
Indicele de creștere a capitalului propriu	146,53	99,63
Indicele de creștere a vânzărilor	137,70	77,33
Indicele de creștere a profitului brut	120,84	57,04
Indicele de creștere a profitului exercițiului financiar	137,18	2,99 ori
Indicele de creștere a profitului atribuibil acționarilor	144,82	0
Indicele de creștere a rezultatului global	154,84	-3,08 ori
Indicele de creștere a rezultatului pe acțiune	145,06	0

Sursă: calculele autorilor în baza situațiilor financiare ale companiilor.

Datele Tabelului 4 reflectă starea precară a activității S.A. Combinatul de Vinuri din Taraclia; în plus, acționarii acestei companii, care deja de câțiva ani la rând nu sunt remunerați pentru capitalul investit în societate, vor fi tentați să accepte oferta Grupului PWPCL.

Pentru evaluarea afacerii în vederea încheierii tranzacției M&A, vom aplica metoda DCF cu rata de actualizare egală cu costul mediu ponderat al capitalului investit (WACC):

$$WACC = \frac{CP}{TC} * r_{cp} + \frac{TD}{TC} * (1-T) * r_d, \quad (2)$$

unde: CP – capital propriu;

TC – total capital;

TD – total capital împrumutat;

r_{cp} – rentabilitatea capitalului propriu;

r_d – rentabilitatea capitalului împrumutat;

T – rata de impozitare.

r_{cp} se calculează după modelul CAPM

$$r_{cp} = r_f + \beta_{CP} * (r_m - r_f) \quad (3)$$

în care r_f – rata dobânzii fără risc;

$(r_m - r_f)$ – prima de risc;

β_{CP} – coeficientul riscului sistematic al capitalului propriu

$$\beta_{CP} = \frac{\beta}{1 + \frac{TD}{CP} * (1+T)} \quad (4)$$

β – coeficientul riscului sistematic.

În baza datelor companiilor au fost efectuate calcule după metodologia dată (Tab.5)

Tabelul 5

Date inițiale și date calculate ale WACC

Indicatori	Simbol	PWPCL	CVT S.A.
Capital propriu, mii unități monetare	CP	112512,08	40097,94
Capital împrumutat, mii unități monetare	TD	123468,98	17781,72
Capital total, mii unități monetare ¹	TC	235981,06	57879,66
Rata de impozitare, coef.	T	0	0,12
Coeficientul riscului sistematic	β	2,0	2,54
Coeficientul riscului sistematic al capitalului propriu	β_{CP}	0,953	2,0
Rata dobânzii fără risc	r_f	0,05	0,10
Prima de risc	$r_m - r_f$	0,075	0,075
Costul capitalului propriu	r_{CP}	0,125	0,175
Costul capitalului împrumutat	r_d	0,07	0,100
Costul mediu ponderat al capitalului, %	WACC	9,1	14,83

Sursă: calculele autorilor în baza situațiilor financiare ale companiilor.

Datele prezentate în Tabelul 5 indică la un cost mediu al capitalului mai înalt la CVT – companie-țintă, respectiv actualizarea fluxurilor de numerar ale companiei PWPCL la această rată de actualizare va conduce la diminuarea valorii ei.

¹ Unitatea monetară în cazul CVT – MDL; Grupul PWPCL – RON

Actualizarea fluxurilor de numerar la rata WACC s-a efectuat după relația de calcul [1]:

$$DCF_n = \frac{CF_n}{(1+WACC)^n} = CF_n * PVIF_{WACCn}, \quad (5)$$

unde: $PVIF_{WACCn}$ – factorul de actualizare a fluxului de numerar, generat în perioada prognozată;

CF_n – fluxul net de numerar operațional, generat în perioada n .

Pentru determinarea fluxurilor nete de numerar se utilizează următoarea formulă de calcul:

$$CF = N - S - Tax + D = P^N + D \quad (6)$$

unde: N – încasări din vânzări;

S – costul vânzărilor;

Tax – plăți fiscale;

D – suma anuală a amortizării, alte articole de costuri nebănești;

P^N – profitul net.

Aceasta este, de fapt, metoda indirectă de determinare a fluxului net de numerar al activității operaționale. Conform datelor anului 2017, fluxurile nete de numerar operaționale ale companiilor PWPCL Ltd. și CVT S.A. au fost calculate și reflectate în Tabelul 6.

Tabelul 6

Calculul fluxului de numerar operațional, anul 2017, mii unități monetare

Indicatori		PWPCL	CVT S.A.
Încasări din vânzări	N	111963,5	9560,41
Costul vânzărilor	S	82616,0	10690,52
Plăți fiscale	Tax	5785,45	212,72
Amortizare	D	8143,85	50412,74
Profitul net	PN	31705,85	(799,02)
Fluxul net de numerar operațional	CF	23562,05	(49613,7)

Sursă: calculele autorilor în baza situațiilor financiare ale companiilor.

Datele prezentate în Tabelul 6 vor fi utilizate pentru previziunea fluxurilor nete de numerar viitoare în baza următoarelor ipoteze:

✓ Rata de creștere a PWPCL Ltd. pentru următorii 5 ani – 5%, iar în perioada ulterioară – 3%;

✓ Rata de creștere a companiei CVT SA se preconizează de 7,5% în următorii 5 ani și de 5% în perioada ulterioară. La baza acestei creșteri s-a luat în considerare strategia de optimizare a costurilor, printre care reduceri mari de costuri aferente către angajați, care în anul 2017 practic s-au egalat cu plățile pentru achiziția stocurilor și a serviciilor. Mai mult, în structura personalului din numărul mediu scriptic al personalului de 236 persoane, personalul administrativ constituie 112 persoane, adică 47,46%. Raportul muncitori : personal administrativ este de circa 1:1, deci costurile administrative se vor diminua esențial.

Valorile ajustate ale fluxurilor de numerar sunt prezentate în Tabelul 7 cu ritmurile de creștere estimate.

Tabelul 7

Fluxurile de numerar nete ajustate ale companiilor analizate pentru perioada prognozată (2018-2022)

Compania	2018	2019	2020	2021	2022
PWPCL, mii RON	24740,15	25977,16	27276,02	28639,82	30071,81
CVT S.A., mii MDL	21084,72	22666,08	24366,04	26193,49	28158,00

Sursă: calculele autorilor.

Valorile previzionate ale fluxurilor nete de numerar pentru cele două companii vor fi utilizate pentru determinarea valorii de piață a fiecărei companii după relația (7):

$$PV_{PWPCl} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1+WACC)^n} + TV, \quad (7)$$

unde: $\sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1+WACC)^n}$ – valoarea prezentă a fluxurilor de numerar;

TV – valoarea terminală/reziduală a companiei estimată după formula:

$$TV = \frac{CF_{1n}(1+g)}{(WACC-g)}, \text{ în care:} \quad (8)$$

g – rata de creștere estimată a valorii companiei în perioada post-previzionată.

CF_{1n} – fluxul de numerar din ultima perioadă previzionată, care, conform estimărilor experților, pentru compania PWPCl constituie 3%, iar pentru CVT – 5%.

Prin utilizarea acestor relații de calcul au fost estimate valorile actuale ale companiei PWPCl utilizând două rate de actualizare – $WACC_{PWPCl}$ și $WACC_{CVT}$, precum și valoarea companiei CVT S.A. în baza $WACC_{CVT}$. Datele generalizate sunt prezentate în Tabelul 8.

Tabelul 8

Rezultatele generalizate ale estimării valorii de piață a companiilor

Indicatorul	PWPCl		Abaterea (+,-)	CVT S.A.
	$WACC_{PWPCl}$	$WACC_{CVT}$		
Rata de actualizare a fluxurilor de numerar PVCF, coef.	0,091	0,1483	+0,0573	0,1483
Valoarea actualizată netă, mii u.m.*	105176,29	88087,72	-17088,47	80812,14
Valoarea reziduală a companiei, mii u.m.	507769,83	321214,64	-186555,2	300772,12
Valoarea prezentă a companiei, mii u.m.	612946,12	409302,36	-203643,76	381584,26

*u.m. PWPCl(ROn); CVT(MDL)

Sursă: calculele autorilor în baza situațiilor financiare ale companiilor.

Diferitele abordări ale metodei DCF bazate pe ipoteze specifice conduc la estimări diferite ale valorii afacerii în vederea încheierii tranzacției M&A. Vom menționa că orice valoare estimată pentru una dintre metodele abordate în prezenta lucrare va fi ajustată prin aplicarea unei prime de control sau prin aplicarea unui discount pentru: lipsa de control, lipsa de lichiditate, pentru persoanele-cheie, discount de blocaj, pentru lipsa de acces la informații credibile, pentru acțiuni fără drept de vot [3, p.134]. În cazul aplicării metodei actualizării fluxurilor de numerar (DCF), de regulă, se aplică discount pentru pachet minoritar.

Concluzii

1. Studiul realizat arată că estimarea valorii afacerilor prin transformarea fluxurilor nete de numerar în valoarea actuală a acesteia necesită cercetarea problematicii privind costul capitalului și selectarea abordării metodologice corespunzătoare în funcție de scopul urmărit în strategia de creștere prin fuziune sau achiziție.

2. Aplicarea metodei descrise mai sus a permis să constatăm că avantajele acesteia sunt următoarele: se pot face estimări cu privire la obținerea de beneficii din tranzacțiile M&A și se pot face previziuni referitoare la eficacitatea tranzacției pentru compania abosrbantă. Dezavantajele acestei metode sunt condiționate de factori de natură diferită, precum: natura probabilistică a estimărilor, gradul înalt de sensibilitate a indicatorilor individuali utilizați la schimbările mediului intern și extern al afacerii evaluate.

Referințe:

1. YENDOVITSKIY, D., SOBOLEVA, V. Metodika analiza effektivnosti sdelok sliyanii/ pogloshcheniy na predintegratsionnom etape. In: *Ekonomicheskiy analiz: teoriya i praktika*, 2007, №12/93.
2. DEPAMFILIS, D. *Sliyaniya, pogloshcheniya i drugie sposoby restrukturizatsii kompanii*. Moscow: Olimp-Biznes Publ., 2007. 960 p.
3. NANCU, D. *Evaluarea economică și financiară a întreprinderii*. Universitatea Ovidius, 2012. Disponibil on-line pe <http://nancu.ro/wp-uploads/2012/08/evaluarea-economica-si-financiara-aintreprinderii.pdf> [Accesat: 25.05.2018]
4. UNITED Nations Evaluation Group (2016). *Norms and Standards for Evaluation*. New York: UNEG, 2016. Available at: <http://www.unevaluation.org/2016-Norms-and-Standards>. [Accesat: 22.05.2018]
5. Purcari Wineries Public Company Limited (Wine). Raport Financiar Anual 2017 – Situații Financiare Consolidate & Situații Financiare Individuale – 22 mai 2018. <https://www.tradeville.eu/actiuni/actiuni-WINE/stiri-bvb-rasdaq-767438> [Accesat: 20.05.2018]
6. <https://www.tradeville.eu/actiuni/actiuni-WINE>

Date despre autori:

Maria COJOCARU, doctor, conferențiar universitar, Facultatea de Științe Economice a USM.

E-mail: cojocaruum@gmail.com

Ecaterina ULIAN, masterandă, Facultatea de Științe Economice a USM.

Prezentat la 25.06.2018