

CURS 9

RESTRUCTURAREA COMPANIILOR. FUZIUNI ȘI ACHIZIȚII

Cash-ul se referă la banii lichizi (monedă), depozitele bancare, filele cec neîncasate și titlurile de valoare pe termen scurt. Titlurile de valoare pe termen scurt sunt în mod frecvent cunoscute ca echivalente cash și cuprind certificatele de trezorerie, certificatele de depozit și acordurile de răscumpărare (obligațiuni). Capitalul de lucru cuprinde atât cash-ul cât și echivalente cash.

Dacă o firmă are temporar un surplus de cash, ea îl va investi în titluri de valoare pe termen scurt. Piața pentru activele financiare pe termen scurt se numește *piață monetară*. Maturitatea activelor financiare ce sunt tranzacționate pe piața monetară este de un an sau mai puțin. Câteva companii mari și multe firme mici folosesc piața monetară pentru a se finanța.

X.1 Tipuri de achiziții

Achizițiile se pot realiza în trei moduri: (1) fuziune sau consolidare, (2) achiziția de acțiuni și (3) achiziția de active. În figura 1 sunt prezentate principalele tipuri de operațiuni de reorganizare corporatistă.

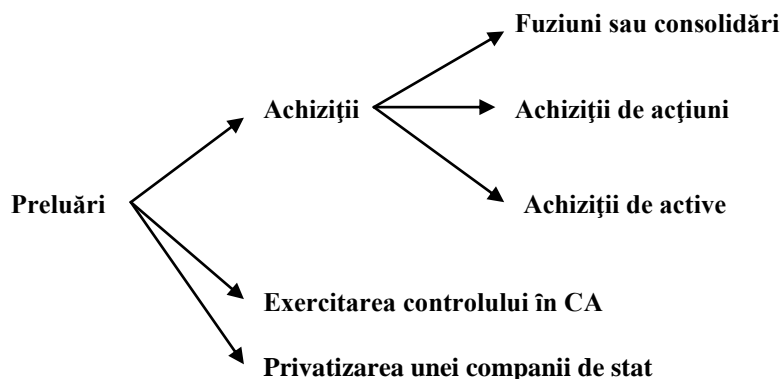


Fig.1 Principalele tipuri de achiziții

Fuziune sau consolidare. O *fuziune* se referă la absorbția unei firme de către alta. Firma care realizează achiziția își păstrează numele și identitatea și preia (achiziționează) toate activele și pasivele firmei achiziționate. După o fuziune, firma achiziționată încetează să mai existe ca o entitate de afaceri separată.

O *consolidare* este similară fuziunii cu excepția că o nouă firmă este creată. Într-o consolidare atât firma achiziționată cât și cea care face achiziția își încheie existența lor legală și devin părți ale unei firme noi.

Pentru exemplificare să presupunem că firma A achiziționează firma B printr-o fuziune. Mai departe, presupunem că acționarii firmei B primesc o acțiune a firmei A pentru două acțiuni ale firmei B. Din punct de vedere legal, acționarii firmei A nu sunt în mod direct afectați de fuziune. Totuși, acțiunile firmei B încetează să mai existe. În cazul unei consolidări, atât acțiunile firmei A cât și cei ai firmei B schimbă acțiunile lor pentru acțiunile firmei nou creată (C).

Datorită similarităților dintre fuziuni și consolidări aceste tipuri de reorganizări corporative vor fi considerate simplu fuziuni. O fuziune evită necesitatea transferării titlului de proprietate pentru fiecare activ în mod individual de la firma achiziționată la cea care achiziționează. În plus, acționarii ambelor companii trebuie să aprobe o fuziune (2/3 din voturi sunt necesare pentru aprobarea fuziunii).

Achiziționarea de acțiuni. O altă modalitate de achiziționare a unei firme constă în cumpărarea de acțiuni. Acest proces poate să înceapă cu achiziționarea de pachete mai mici de acțiuni și se poate încheia printr-o *ofertă publică de cumpărare* a acțiunilor firmei țintă. Oferta publică este făcută în mod direct de fimaă către acționarii firmei țintă.

Există mai mulți factori care pot influența decizia de a achiziționa acțiuni sau realizarea unei fuziuni.

- În cazul achiziției de acțiuni, adunarea acționarilor (AGA) nu este necesară și nici voturile acestora nu contează. Dacă acționarii firmei țintă nu le convine oferta, ei nu sunt întrebați dacă acceptă și nici nu trebuie să vândă acțiunile pe care le dețin.
- Într-o achiziție de acțiuni, firma care cumpără poate trata direct cu acționarii firmei țintă printr-o ofertă publică fără să țină cont de opțiunea managementului sau a consiliului de administrație al firmei vizate.
- În anumite cazuri managerii firmei țintă manifestă o anumită rezistență, iar acest comportament va determina o creștere a costului de achiziție a acțiunilor astfel încât acesta este mai mare decât costul unei fuziuni.
- În mod frecvent o minoritate de acționari vor deține un pachet important de acțiuni și astfel firma țintă nu poate fi complet absorbită. Absorbția completă a unei firme de către alta se realizează printr-o fuziune.

Achiziționarea de active. O firmă poate achiziționa o altă firmă prin cumpărarea tuturor activelor sale. Un vot formal al acționarilor de la firma țintă este necesar într-o achiziție de active. Un avantaj al acestei operațiuni este acela că deși firma care achiziționează acțiuni rămâne să se confrunte cu o minoritate de acționari (într-o achiziție de acțiuni), acest lucru nu se întâmplă în cazul achiziției de active. Totuși, achiziționarea de active implică transferul de proprietate asupra fiecărui activ, iar această practică face ca tranzacția să fie mai scumpă.

Analizii financiare au clasificat achizițiile în trei categorii:

1. *Achiziții orizontale.* Atât firma care achiziționează cât și cea care este achiziționată fac parte din același sector industrial. De exemplu, achiziția Dacia de către Renault sau Exxon de Mobil în 1998.
2. *Achiziții verticale.* O achiziție verticală implică firme care operează în diferite etape sau verigi ale proceselor de producție. Achiziționarea de către o companie de transport aerian a unei agenții de voiaj reprezintă o achiziție verticală.
3. *Achiziție conglomerat.* Firma care achiziționează și cea achiziționată fac parte din sectoare industriale diferite. Achiziționarea unei firme de industrializarea fructelor și legumelor de o companie din industria calculatoarelor este considerată o achiziție tip conglomerat.

Preluarea. Un concept mai general, dar, în același timp mai puțin precis este *preluarea* (takeover). Această operațiune se referă la transferul controlului unei firme de la un grup de acționari la alții. Preluările se pot produce prin achiziții, exercitarea controlului în Consiliul de Administrație (CA) și prin privatizarea unei companii publice.

Dacă o preluare este realizată printr-o achiziție, ea va fi sub formă de fuziune, ofertă publică pentru acțiuni sau achiziționarea de active.

Exercitarea controlului în CA poate conduce la o preluare. Practic, un grup de acționari încearcă să obțină locuri în CA pentru a exercita controlul în companie. În acest caz, un acționar obține autorizarea scrisă de a vota în numele altui acționar. Un grup rebel de acționari solicită drepturi de vot de la ceilalți pentru a putea să-și exercite controlul în companie.

Privatizarea unei companii de stat. Un grup mic de investitori pot achiziționa toate acțiunile comune ale unei companii publice. Grupul în mod normal cuprinde câțiva manageri ai firmei publice plus câțiva investitori din afară. Acțiunile firmei sunt delistate de la bursă și nu mai pot fi achiziționate de pe piața de capital.

X.2 Sinergia operațiunilor de reorganizare a companiilor

În această secțiune se vor analiza motivele pentru care firmele sunt achiziționate. Există cel puțin patru explicații care susțin acest demers.

- *Existența unei sinergii.* Adică, valoarea firmei A plus valoarea firmei B luate separat au o valoare mai mică decât valoarea combinată (după fuziune) AB: $sinergia = V_{AB} - (V_A + V_B)$. Mai simplu, valoarea firmelor (A și B) înainte de fuziune este mai mică decât valoarea firmei după fuziune AB. Valoarea unei firme se poate determina folosind capitalizarea bursieră ca variantă de calcul.
- *Creșterea fluxurilor de numerar generează valoare.* Variația fluxurilor de numerar ΔCF_t se poate defini ca diferența dintre fluxurile de numerar la momentul t după fuziune și fluxurile de numerar ale celor două firme când sunt separate. Practic, variația fluxurilor de numerar la momentul t se determină astfel: $\Delta CF_t = \Delta V_t - \Delta C_t - \Delta Impoz_t - \Delta CAP_t$, unde ΔV_t este venitul incremental generat de achiziție, ΔC_t costurile incrementale ale firmei după achiziție, $\Delta Impoz_t$ este variația incrementală a impozitelor și ΔCAP_t reprezintă investiția incrementală după fuziune realizată în capitalul de lucru și activele fixe. În felul acesta prin $\Delta V_t > 0$, $\Delta C_t < 0$, $\Delta Impoz_t < 0$ și $\Delta CAP_t < 0$ se poate obține o creștere a valorii obținută prin fuziune. Dacă cel puțin un element al ΔCF_t se modifică în sensul dorit se crează o anumită sinergie.
- *Distribuția câștigurilor generate de sinergie între firma care achiziționează și firma țintă.* În general, firma care realizează achiziția (ofertantul) plătește o primă firmei țintă. De exemplu, dacă acțiunile firmei țintă sunt cotate la 20 RON, ofertantul ar putea să fie nevoit să plătească 28 RON/acțiune, aceasta înseamnă o primă de 8 RON. Câștigul firmei țintă în acest caz este de 8 RON/acțiune. Să presupunem că sinergia generată de fuziune este de 20 RON/acțiune. Prin urmare, câștigul firmei ofertante va fi de 12 RON (20 - 8 = 12 RON). În cazul în care sinergia va genera o valoare de 5 RON/acțiune, ofertantul (firma care achiziționează) va înregistra o pierdere.
- *Managementul firmei ofertante poate obține avantaje în urma fuziunii (achiziții).* Sinergia este o sursă de beneficii pentru acționari. Totuși, managerii pot percepe o fuziune potențială într-un mod diferit. Chiar dacă sinergia generată de fuziune este mai mică decât prima pe care trebuie să o plătească firma ofertantă pentru acțiunile firmei țintă, managerii firmei ofertante pot să obțină încă avantaje semnificative. De exemplu, veniturile managerilor generate după fuziune sunt mai mari decât cele existente înainte de fuziune. În plus, managerii într-o firmă care a fost realizată printr-o fuziune beneficiază de prestigiu sporit și dețin o putere legitimă mai mare decât înainte de fuziune. În schimb,

managerii firmei țintă și-ar putea pierde locurile de muncă. Ei s-ar putea opune preluării chiar dacă acționarii lor vor beneficia de prima de achiziție.

X.3 Surse generatoare de valoare (sinergie)

Există patru surse importante care pot contribui la crearea unei sinergii și la generarea de valoare în operațiunile de reorganizare sau preluare: creșterea veniturilor, reducerea costurilor, obținerea de câștiguri din taxe și reducerea capitalului necesar.

Creșterea veniturilor. După preluare firma care rezultă poate genera venituri mai mari decât în cazul în care firmele erau separate. Creșterea veniturilor poate să apară din mai multe surse:

- *Creșterea veniturilor operaționale* realizate prin îmbunătățirea eforturilor de promovare, consolidarea rețelei de distribuție sau printr-o acoperire mai bună a pieței.
- *Obținerea de beneficii strategice.* Anumite achiziții pot genera beneficii strategice. De exemplu, o firmă care produce echipamente de laborator achiziționează o firmă de calculatoare. În urma acestei achiziții este posibil ca firma obținută să se poziționeze mai bine pe piață în viitor.
- *Reducerea concurenței.* O firmă poate achiziționa o altă firmă pentru a reduce concurența. Astfel, prețurile pot fi crescute generând profituri de monopol. Totuși, fuziunile care reduc concurența în piață nu sunt benefice pentru societate.

Reducerea costurilor. O firmă după fuziune cu alta poate deveni mai eficientă decât atunci când cele două erau separate. O fuziune poate crește eficiența operațională în mai multe moduri:

- *Economii de scară* înseamnă că se înregistrează o reducere a costului mediu de producție odată ce volumul producției crește. Dacă examinăm costul mediu unitar se poate constata că el scade pe măsură ce mărimea firmei crește până la un nivel optim după care orice creștere a firmei va conduce la pierderea avantajelor generate de economia de scară și se înregistrează o creștere a costului mediu unitar. În figura 2 este ilustrat acest proces.

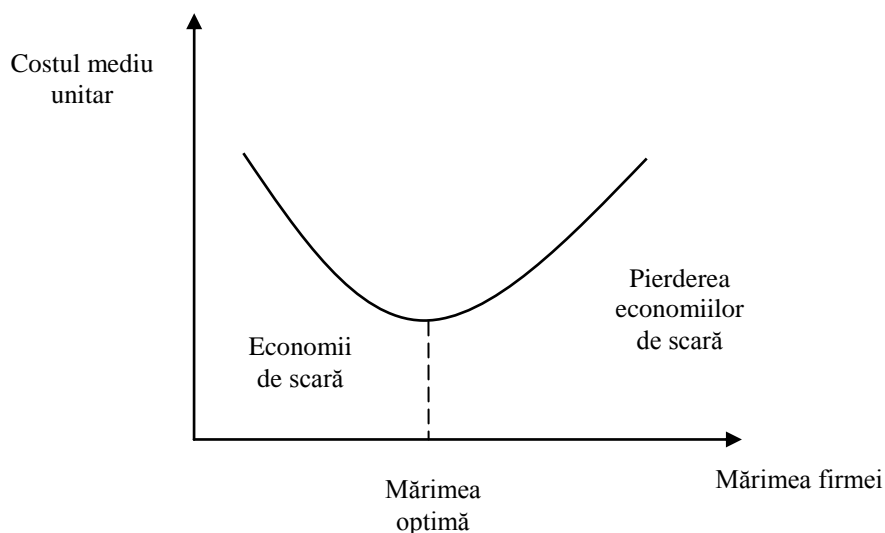


Fig.2 Economii de scară și mărimea optimă a unei firme

- *Economii din integrarea pe verticală.* Economii operaționale pot fi obținute din combinația de firme pe verticală precum și pe orizontală. Principalul scop al achizițiilor verticale este de a face coordonarea cât mai strânsă și mai bună între diferite activități de producție. Economii din integrarea pe verticală explică, într-o anumită măsură de ce majoritatea companiile de transport aerian dețin avioane sau au achiziționat hoteluri sau firme de închiriat mașini.
- *Transferul tehnologic* este o altă cauză ce poate conduce la fuziune. De exemplu, o companie din industria auto poate achiziționa o firmă care produce mașini electrice pentru a putea obține expertiza necesară în vederea producției de vehicule cu propulsie hibridă.
- *Resurse complementare.* Anumite firme achiziționează alte companii pentru a îmbunătăți utilizarea resurselor existente. De exemplu, un magazin care vinde articole specifice sporturilor de iarnă achiziționează o firmă specializată în comercializarea articolelor de vară. Prin această achiziție spațiul de expunere este mai bine folosit, iar cererea se uniformizează și crește eficiența companiei rezultate.
- *Eliminarea managementului ineficient.* O schimbare a managementului firmei adesea conduce la creșterea valorii firmei. Managerii care devin prea siguri pe forțele lor pot să nu înțeleagă schimbările produse în mediul de afaceri sau în tehnologiile pe care ei le folosesc. În felul acesta, acești manageri nu sunt dispuși să abandoneze vechile practici, iar înlocuirea lor în mod independent este dificilă. Prin urmare, o fuziune poate fi oportună pentru a face schimbările necesare.

Câștiguri din taxe. Reducerea taxelor poate fi un stimulent puternic pentru anumite achiziții. Această reducere se poate reflecta prin utilizarea pierderilor operaționale nete generate de capacitatea de îndatorare disponibilă sau de surplusul de fonduri.

Pierderi operaționale nete. O firmă care are o divizie profitabilă și una neprofitabilă va avea un impozit mai mic de plătit la buget decât în cazul în care ambele divizii ar fi fost profitabile. Totuși, dacă cele două divizii ar fi de fapt companii separate, firma profitabilă nu ar putea utiliza pierderile celeilalte pentru a reduce nivelul impozitului. Astfel, în anumite circumstanțe, o fuziune poate reduce taxele sau impozitul de plătit la bugetul de stat. Aceste pierderi sunt considerate pierderi operaționale nete generate de procesele de fuziune sau achiziții.

Pentru exemplificare să considerăm datele din tabelul 1 care prezintă venitul înainte de impozitare, impozitul și profitul net pentru două firme A și B. Firma A câștigă să zicem 1.000 RON în starea 1 dar pierde bani în starea 2. Firma plătește taxe în starea 1, dar nu mai are astfel de obligații în starea 2. Invers, firma B are o pierdere în prima stare și este profitabilă în a doua. Tabelul arată că impozitul firmelor aflate separat este de 160 RON, indiferent de starea în care se află. Totuși, după fuziune impozitul se va reduce la 80 RON, deoarece pierderea generată de o diviziune este compensată de câștigul celeilalte.

Tabelul 1. Efectul de taxare al fuziunii dintre firmele A și B

	<i>Înainte de fuziune</i>				<i>După fuziune</i>	
	Firma A		Firma B		Firma AB	
	Starea 1	Starea 2	Starea 1	Starea 2	Starea 1	Starea 2
Venitul impozabil	1000	-500	-500	1000	500	500
Impozit (16%)	160	0	0	160	80	80
Venitul (profit) net	840	-500	-500	132	420	420

Capacitatea de îndatorare. Există cel puțin două cazuri în care fuziunile permit creșterea îndatorării. În cazul în care firma țintă are o îndatorare prea mică, iar firma care o achiziționează o poate utiliza pentru a obține fonduri printr-o îndatorare suplimentară, atunci preluarea are mari șanse să se producă. Al doilea caz se referă la situația în care ambele firme au un nivel de îndatorare optim. O fuziune conduce la reducerea riscului, generează o capacitate mai mare de îndatorare și o economie fiscală aferentă. Să examinăm fiecare caz în parte.

Cazul 1. Capacitate de îndatorare neutilizată. Se știe că orice firmă are o anumită capacitate de îndatorare. Această capacitate este benefică, deoarece o îndatorare mai mare conduce la o economie fiscală mai consistentă. Practic, orice firmă poate împrumuta o anumită sumă până la nivelul la care costurile marginale generate de dificultățile financiare cu care se confruntă sunt egale cu economia fiscală marginală generată de împrumuturile angajate pentru rezolvarea problemelor financiare ale firmei. Această capacitate de îndatorare este o funcție care depinde de mai mulți factori, printre care cel mai important este riscul firmei. În general, firmele cu risc mare nu se pot împrumuta tot atât de mult ca cele cu riscuri reduse. De exemplu, o companie de electricitate are un risc redus și poate avea o rată de îndatorare mai mare în comparație cu o firmă din industria calculatoarelor.

Anumite firme, indiferent de motiv, au un nivel de îndatorare mai redus decât cel optim. Pentru astfel de cazuri există mai multe explicații poate managerii nu doresc să își asume riscuri, sau ei nu știu cum să evalueze capacitatea de îndatorare. Dacă o firmă are un nivel de îndatorare prea mic, aceasta nu are o poziție avantajoasă în piață, deoarece nivelul optim de îndatorare se realizează atunci când costul marginal al dificultăților financiare egalează economia fiscală marginală. O îndatorare prea redusă înseamnă o valoare mică a firmei. În plus, pentru furnizori o firmă cu un grad de îndatorare redus este o țintă excelentă, deoarece o altă firmă ar putea crește nivelul de îndatorare al țintei după fuziune pentru a înregistra o economie fiscală mai mare.

Cazul 2. Creșterea capacității de îndatorare. Să considerăm cazul a două acțiuni emise de două firme din industrii diferite care au același risc. Un portofoliu format din aceste două acțiuni are un risc mai mic decât în cazul în care acestea sunt evaluate separat. Cu alte cuvinte portofoliul format din cele două acțiuni este oarecum diversificat, pe când fiecare acțiune luată separat ar fi complet nediversificată. Acum să considerăm cazul firmelor care au emis cele două tipuri de acțiuni. Dacă cele două firme fuzionează riscul firmei care rezultă este mai mic decât riscul firmelor existent înainte de fuziune. Băncile ar trebui să fie dispuse să împrumute mai mulți bani firmei rezultată din fuziune decât dacă ar împrumuta cele două firme înainte de fuziune. Astfel, reducerea riscului printr-o fuziune poate conduce la o capacitate de îndatorare mai mare.

De exemplu, dacă fiecare firmă poate împrumuta 2.000 RON pe cont propriu înainte de fuzionare. După fuziune este posibil ca firma nouă să poată împrumuta 5.000 RON. Capacitatea de îndatorare a crescut cu 1.000 RON ($5.000 - 2 \times 2.000$).

Îndatorarea generează economii fiscale, dacă îndatorarea crește după fuziune, impozitul va scădea. Adică, plățile de dobânzii mai mari după fuziune înseamnă că impozitul după fuziune este mai mic decât suma impozitelor plătite de firme înainte de fuzionare.

Surplusul de fonduri. Să considerăm o firmă care are numerar disponibil. Adică, firma dispune de fonduri după plata impozitelor și toate celelalte cheltuieli. În această situație, pe lângă achiziționarea de valori mobiliare, firma poate fie să plătească dividende acționarilor sau să răscumpere acțiuni proprii.

Politica de a plăti dividende suplimentare va crește impozitul pe venit plătit de investitori. În schimb, firma ar putea face achiziții folosind fondurile sale excedentare. Astfel, acționarii

firmei care intenționează să facă o achiziție pot evita impozitele pe care în cazul dividendelor le-ar suporta obinând, în schimbul dividendelor, acțiuni suplimentare.

Reducerea capitalului necesar. Datorită economiilor de scară, fuziunile pot reduce costurile de operare. Se cunoaște faptul că se poate diviza capitalul în două componente: capital fix și capital de lucru. Când două firme fuzionează, managerii se vor confrunta cu existența unor facilități dublate. De exemplu, dacă ambele firme au câte un sediu administrativ, toți managerii din firma rezultată după fuziune pot fi mutați într-un singur sediu, iar celălalt poate fi vândut. Anumite echipamente, utilaje, clădiri ar putea fi redundante, prin urmare o parte dintre acestea pot fi valorificate.

În final, trebuie reținut faptul că diversificarea în sine nu produce o creștere a valorii firmei. Este adevărat că diversificarea aduce avantaje unei firme care achiziționează o altă firmă. Dar trebuie să luăm în calcul faptul că variabilitatea veniturilor unei afaceri poate fi separată în două componente: (1) *variabilitatea nesistematică* ce este specific afacerii și (2) *variabilitatea sistematică* ce se manifestă la nivelul tuturor afacerilor, adică, aceasta este sistemică.

Variabilitatea sistematică nu poate fi eliminată prin diversificare, astfel prin fuziune nu se va putea elimina acest risc. În schimb, riscul nesistematic poate fi diversificat prin fuziuni. Totuși, nu trebuie ca o companie să fie diversificată prin achiziționare sau fuziune pentru a elimina riscul nesistematic, deoarece acționarii pot diversifica mult mai ușor portofoliul lor prin achiziționarea de acțiuni la diferite alte companii.

Diversificarea poate produce câștiguri pentru firma care achiziționează o altă firmă numai dacă sunt îndeplinite următoarele condiții:

- Diversificarea reduce variabilitatea nesistematică la costuri mai mici decât cele pe care investitorii trebuie să le suporte pentru a-și diversifica portofoliul (puțin probabil).
- Diversificarea reduce riscul și prin urmare crește capacitatea de îndatorare.

X.4 Analiza unei fuziuni folosind criteriul VAN

Firmele în mod obișnuit folosesc analiza VAN atunci când intenționează să facă achiziții. Analiza se realizează luând în considerare cash-ul și acțiunile comune.

Prin **Cash**. Să presupunem că firma A și firma B au în mod separat valorile 3.000 RON respectiv 2.000 RON. Dacă firma A achiziționează firma B, firma obținută prin fuziunea celor două, notată AB, va avea o valoare combinată de 6.000 RON, datorită sinergiei de 1.000 RON. Consiliul de administrație al firmei B a indicat că este dispus să vândă firma B dacă oferta firmei A este de 2.500 RON. În acest caz, firma A va achiziționa firma B?

Tabelul 2. Analiza fuziunii dintre două firme (cash și acțiuni comune)

	Înainte de achiziționare			După achiziție (firma A)	
	(1) Firma A	(2) Firma B	(3) Cash	(4) Acțiuni comune	(5) Acțiuni comune
Valoarea de piață (V_A, V_B)	3000	2000	3500	6000	6000
Numărul acțiunilor comune	60	30	60	78	103
Prețul pe acțiune	50		58,3	76,9	58,3
*) Valoarea firmei A după achiziție: $cash / V_A = V_{AB} - Cash$					
**) valoarea firmei după achiziționare: $acțiuni\ comune / V_A = V_{AB}$					

Să presupunem că firma A achiziționează firma B, valoarea sa după achiziție este următoarea: 6000 RON – 2500 RON = 3500 RON. Deoarece firma A avea o valoare de 3000

RON înainte de fuziune, atunci VAN pentru acționarii firmei A se determină astfel: $3500 \text{ RON} - 3000 \text{ RON} = 500 \text{ RON}$. Să presupunem că firma A are în piață 60 de acțiuni, fiecare acțiune a firmei valora înainte de fuziune 50 RON ($3000/60$) și după fuziune de 58,3 RON ($3500/60$). Aceste date sunt prezentate în tabelul 2, în a doua și a treia coloană. Deoarece prețul acțiunii A crește înseamnă că fuziunea este o soluție fezabilă.

VAN pentru firma A după fuziune se mai poate determina folosind relația: $VAN = \text{sinergie} - \text{prima de cumpărare a acțiunilor firmei B}$. Prin înlocuire se obține: $VAN = 1000 - 500 = 500 \text{ RON}$. Prima de cumpărare se determină ca diferența dintre oferta făcută de firma A (2500 RON) și valoarea de piață a firmei B (2000 RON).

Prin **acțiuni comune**. Firma A ar putea achiziționa firma B folosind acțiuni comune în schimbul cash-ului. Pentru a putea analiza acest scenariu trebuie să cunoaștem numărul de acțiuni comune pe care firma B le are în piață. Să presupunem că există 30 de acțiuni menționate în coloana a doua din tabelul 2.

Admitem că firma A aplică o rată de schimb de 6 acțiuni A pentru 10 acțiuni ale firmei B. Numărul de acțiuni în piață ale firmei A este $60 + 18 = 78$, după fuzionare. Acționarii firmei B dețin $18/78 = 0,23$, adică 23% din acțiunile firmei care a rezultat în urma fuziunii. Valoarea acțiunilor firmei A după fuziune este de 76,9 RON/acțiune ($6000/78$). Cum firma A are 60 de acțiuni după fuziune, fiecare acțiune A are o valoare $3500/60 = 58,3 \text{ RON}$.

X.5 Faliment și reorganizare

Multe firme se pot confrunta cu dificultăți financiare. Eșecul unei afaceri nu implică în mod necesar colapsul și dizolvarea firmei asociată cu o pierdere pentru creditorii. Practic, eșecul economic înseamnă că veniturile firmei nu acoperă costurile totale, inclusiv costul capitalului. În figura 3 sunt prezentate principalele variante de acțiune pentru o firmă aflată în dificultate financiară.

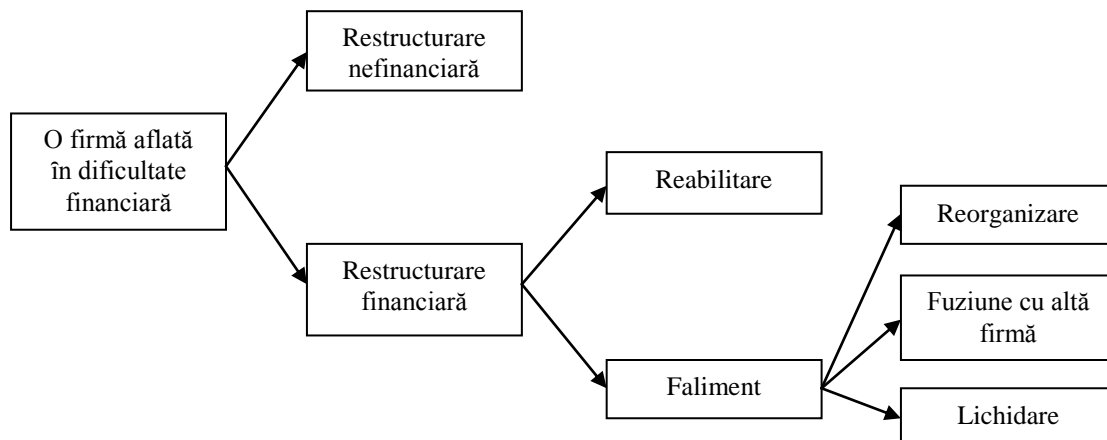


Fig. 3 Principalele variante de abordare ale unei firme aflată în dificultate financiară

O firmă este considerată ca fiind **insolvabilă** dacă nu mai poate îndeplini obligațiile sale curente pe măsură ce devin scadente. Această **insolvabilitate tehnică** denotă o lipsă de lichiditate și poate fi o situație temporară. Totuși, insolvabilitatea tehnică transmite creditorilor un semnal

privind o problemă potențială cu care firma se confruntă. Dacă totalul datoriilor depășește valoarea reală a activelor, atunci firma se confruntă cu o **insolvabilitate în faliment** ce poate conduce la lichidarea sa.

Falimentul este o procedură juridică aplicată pentru lichidarea sau reorganizarea unei firme, atunci când lichidarea sau reorganizarea se realizează sub control judiciar. Falimentul poate fi *voluntar*, când firma falită înaintează o cerere instanței judecătorești, sau *involuntar*, când creditorii firmei înaintează o cerere către instanța judecătorească și dovedesc că debitorul nu își plătește datoriile la scadență. Practic, **lichidarea** reprezintă dizolvarea unei firme prin vânzarea activelor.

Regimul de supraveghere se instituie atunci când firma nu mai poate să-și îndeplinească obligațiile financiare (sindic), acest regim este aplicat de o echipă numită de instanța judecătorească sau de un creditor garant printr-o clauză a unui contract de credit. *Sindicul* va lichida firma sau va continua activitatea acesteia. Deși, în marea majoritate a cazurilor, regimul de supraveghere conduce la lichidarea activelor firmei, în anumite cazuri acesta poate conduce la vânzarea activelor ca o firmă aflată în funcțiune și apoi se trece la reorganizare. În cazul unei reorganizări, firma își continuă existența, dar, datoriile sunt restructurate prin oferirea creditorilor de titluri financiare a căror valoare de piață reflectă riscul prezent al firmei. Titlurile deținute de acționari pot fi lipsite de valoare.

Semnalul dat de companie creditorilor că are probleme are loc atunci când nu își mai îndeplinește obligațiile contractuale. În acest moment, creditorii pot lichida compania sau o vor menține în viață printr-o **reorganizare**. Această decizie depinde de valoarea firmei în cazul **reabilitării** în comparație cu valoarea activelor sale dacă sunt vândute separat. Se va opta pentru varianta care va genera venituri mai mari pentru creditorii și proprietarii.

Creditorii au trei opțiuni disponibile: (1) să negocieze cu firma pentru a prelungea perioadele de timp scadente în cazul plății dobânzilor și/sau a principalului sau reduc rata dobânzii la datoriile scadente, (2) instituirea regimului de supraveghere și (3) aplicarea legii falimentului prin care firma este declarată falită și, în final, lichidată.

Prima opțiune se alege atunci când problemele financiare ale firmei vizate sunt tranzitorii, firma având o situație economică bună. Practic, această opțiune este utilizată pentru firmele cu structuri simple ale capitalului sau cu un număr mic de creditorii de calibrul mai mic. Această opțiune poate avea ca rezultat o reorganizare voluntară a plăților datoriilor.

A doua opțiune este selectată când firma se confruntă cu probleme financiare majore și persistente. Tehnic, această variantă este mai scumpă decât prima opțiune. *Sindicul* trebuie să evalueze dacă valoarea firmei care continuă să funcționeze „în viață” este mai mare sau mai mică decât valoarea la lichidare. Practic, firma este lichidată dacă valoarea ei după reabilitare este mai mică decât a activelor sau, în caz contrar, compania este supusă efectiv unui proces de restructurare. În cazul menținerii în funcțiune a firmei se produce înlocuirea managementului, lichidarea anumitor active și emiterea către creditorii de noi valori mobiliare.

A treia opțiune este selectată după ce propunerea de reorganizare nu justifică efortul. Adică, firma are o valoare mai mare decât este lichidată. Această opțiune este folosită în mod frecvent în cazul firmelor mici.

Restructurarea companiei în afara legii falimentului se aplică atunci când firma are dificultăți financiare temporare, iar creditorii preferă să lucreze direct cu compania și să o ajute să se redreseze. Această procedură se aplică în afara prevederilor legii falimentului pentru a menține flexibilitatea și a minimiza costurile. Această restructurare voluntară implică fie o *prelungire* (se amână termenele scadente pentru plata obligațiilor), fie un *aranjament* prin care creditorii își

reduc voluntar drepturile sau pretențiile asupra debitorului. Creditorii preferă o prelungire, deoarece această procedură asigură plata în totalitate a datoriilor.

Reorganizările sunt realizate pentru a menține compania în stare funcțională prin schimbarea structurii capitalului și, eventual, prin modificarea structurii activelor, aceasta va reduce cheltuielile cu dobânda și plățile datoriilor. Reorganizarea trebuie să respecte două condiții esențiale: (1) reducerea trebuie să fie corectă pentru toate părțile și (2) este necesară o probabilitate rezonabilă de reușită a rentabilității și a unei activități viitoare profitabile.

Proceduri de lichidare. Dacă o firmă are o situație financiară foarte gravă și nu mai poate fi reabilitată, atunci aceasta va fi lichidată. Lichidarea se va realiza atunci când firma este mai valoroasă când activele sale sunt vândute individual decât în cazul în care firma ar fi menționată în viață.

Lichidarea se poate realiza apelând la două proceduri: (1) mandat și (2) lichidarea voluntară. *Mandatul* este o procedură informală pentru lichidarea datoriilor și asigură, de obicei, creditorilor o sumă mai mare decât ar primi într-un faliment formal. Prin mandat, titlul asupra activelor debitorului trebuie transferat unei terțe persoane, numit mandatar sau împuternicit. Mandatarul este instruit să lichideze activele prin vânzare privată sau licitație publică și să distribuie apoi încasările creditelor în mod proporțional.

Lichidarea voluntară. Când o firmă se apropie de faliment este posibil ca aceasta să se angajeze într-o lichidare voluntară, evitând astfel implicarea în procesul de faliment însoțit de costurile sale și de o lichidare involuntară. Prin această procedură managerii caută să vândă firma unei alte firme. La o analiză a lichidării voluntare, trebuie ca dividendul de lichidare să fie mai mare decât valoarea de piață a acțiunilor firmei care și-ar continua activitatea. Dacă lichidarea oferă rezultate mai bune pentru acționarii comuni, atunci prețul acțiunii trebuie să crească la anunțul lichidării.

X.6 Tactici defensive împotriva preluării unei companii

Managerii firmelor țintă în mod frecvent caută soluții pentru a se opune preluării. De acțiunile împotriva preluării pot beneficia acționarii firmei țintă dacă firma ofertantă face o ofertă tentantă. Astfel, managerii firmei țintă se vor lupta pentru păstrarea locurilor de muncă. Uneori managementul rezistă dacă îmbunătățește politicile economice ale companiei. Acționarii pot beneficia, în acest caz, chiar dacă preluarea a eșuat.

Există mai multe moduri în care managerii firmei țintă rezistă preluărilor. O posibilitate constă în modificarea statutului firmei astfel încât condițiile de aprobare a unei preluări să fie cât mai greu de îndeplinit, un număr mare de voturi, de exemplu.

În cazul preluărilor ostile există mai multe variante de apărare.

- *Parașuta de aur* constă în stabilirea unor pachete de avantaje foarte generoase pentru managementul firmei țintă în cazul unei preluări. Avantajul constă în faptul că parașutele de aur vor determina ca preluarea să fie mult mai costisitoare și implicit, mai puțin atractivă. Cu toate acestea costurile antrenate de existența parașutelor de aur reprezintă o mică parte din costul de achiziție al firmei.
- *Pilula otrăvită* este o tactică defensivă sofisticată. Când o firmă intenționează să facă o achiziție cumpărând acțiuni ce reprezintă aproximativ 20% din cele ale firmei țintă, atunci firma vizată va face o emisiune de acțiuni care vor fi distribuite acționarilor la jumătate de preț, mai puțin firmei care are intenția de preluare reducând astfel posibilitatea ca aceasta să își atingă obiectivul.