



**UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI CLUJ-NAPOCA**



**FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR**

**DEPARTAMENTUL DE FINANȚE**

**Teză de doctorat  
- Rezumat -**

**PRIVATE EQUITY  
INVESTIȚII PRIVATE (CU CAPITAL DE RISC)**

**Doctorand:  
Tudor Popescu**

**Coordonator științific:  
Prof. univ. dr. Ioan Bătrâncea**

**Cluj-Napoca,  
2012**

## CUPRINS

LISTĂ DE ABREVIERI .....	4
INTRODUCERE .....	5
CAPITOLUL 1. CADRUL TEORETIC AL OPERAȚIUNILOR DE PRIVATE EQUITY .....	10
<b>1.1. Activitatea de private equity</b> .....	10
1.1.1. Definiția activității de private equity .....	10
1.1.2. Operațiunile de private equity .....	13
1.1.3. Participanții pe piața de private equity .....	18
1.1.4. Ciclul de private equity .....	32
<b>1.2. Istoria activităților de private equity</b> .....	36
<b>1.3. Evoluția pieței de private equity</b> .....	42
CAPITOLUL 2. SELECTAREA, EVALUAREA ȘI STRUCTURAREA INVESTIȚIEI .....	53
<b>2.1. Selectarea investițiilor potențiale</b> .....	53
<b>2.2. Evaluarea firmei selectate</b> .....	55
2.2.1. Evaluarea pe bază de active (patrimonială) .....	62
2.2.1.1. Metoda activului net corectat .....	62
2.2.1.2. Metoda activului net de lichidare .....	70
2.2.2. Evaluarea pe bază de venituri .....	71
2.2.2.1. Conceptul de risc .....	75
2.2.2.2. Rata fără risc și prima de risc .....	79
2.2.2.3. Costul finanțării .....	80
2.2.2.4. Estimarea creșterii viitoare .....	86
2.2.2.5. Valoarea terminală .....	88
2.2.2.6. Modelul de evaluare a acțiunilor folosind actualizarea dividendelor .....	89
2.2.2.7. Evaluarea companiei pe baza costului capitalului și a valorii prezente ajustate .....	91
2.2.2.8. Caz particular: evaluarea companiilor private (netranzaționate) .....	94
2.2.3. Evaluarea pe bază de comparații (relativă) .....	97
2.2.4. Evaluarea bazată pe opțiuni .....	101
2.2.5. Ajustări aplicate valorii rezultate și reconcilierea rezultatelor .....	105
<b>2.3. Stabilirea termenilor investiției</b> .....	108
CAPITOLUL 3. MONITORIZAREA INVESTIȚIEI .....	112
<b>3.1. Analiza economico-financiară a companiei</b> .....	112
3.1.1. Analiza activității de producție și comercializare .....	115
3.1.2. Analiza costurilor de producție .....	123
3.1.3. Analiza rentabilității .....	126

3.1.4. Analiza situației financiar-patrimoniale a companiei .....	132
3.1.5. Analiza potențialului intern al companiei .....	136
3.1.6. Analiza riscurilor companiei.....	143
<b>3.2. Abordări cu privire la restructurare .....</b>	<b>147</b>
<b>3.3. Principalele modele de creștere a valorii companiei .....</b>	<b>157</b>
3.3.1. Pentagonul restructurării .....	157
3.3.2. Modelul de evaluare a potențialului și rezistenței .....	159
3.3.3. Lanțul valorii .....	160
3.3.4. Modelul rețelei valorice .....	162
<b>CAPITOLUL 4. FRUCTIFICAREA INVESTIȚIEI ȘI MĂSURAREA PERFORMANȚEI .....</b>	<b>165</b>
<b>4.1. Faza de exit în ciclul de private equity .....</b>	<b>165</b>
<b>4.2. Teoria agentului drept cadru pentru exit-urile de private equity .....</b>	<b>168</b>
<b>4.3. Momentul efectuării exit-ului .....</b>	<b>170</b>
<b>4.4. Alegerea tipului de exit .....</b>	<b>172</b>
<b>4.5. Procesul de exit .....</b>	<b>174</b>
4.5.1. Planificarea și începerea procesului de exit .....	175
4.5.2. Realizarea procesului de exit .....	180
4.5.2.1. Vânzările directe și preluările secundare – exit de tipul fuziune sau achiziție .....	181
4.5.2.2. Oferta publică inițială .....	186
4.5.2.3. Răscumpărarea (buy-back) .....	196
4.5.2.4. Recapitalizarea .....	196
<b>4.6. Aspecte finale cu privire la exit .....</b>	<b>198</b>
<b>4.7. Măsurarea performanței investiției .....</b>	<b>200</b>
4.7.1. Curba „J” .....	200
4.7.2. Evaluarea performanței activității de private equity .....	201
<b>CAPITOLUL 5. STUDIU DE CAZ .....</b>	<b>209</b>
<b>5.1. Prezentarea elementelor studiului de caz .....</b>	<b>209</b>
<b>5.2. Evaluarea companiei la cele trei momente cheie .....</b>	<b>212</b>
5.2.1. Evaluarea companiei în anul 1997 .....	212
5.2.2. Evaluarea companiei în anul 2003 .....	221
5.2.3. Evaluarea companiei în anul 2006 .....	229
<b>5.3. Monitorizarea investiției .....</b>	<b>237</b>
<b>5.4. Fructificarea investiției .....</b>	<b>246</b>
<b>5.5. Măsurarea performanței investiției .....</b>	<b>248</b>
<b>CONCLUZII .....</b>	<b>253</b>
<b>LISTĂ FIGURI, GRAFICE, TABELE .....</b>	<b>259</b>
<b>REFERINȚE BIBLIOGRAFICE .....</b>	<b>262</b>

**CUVINTE CHEIE:** finanțare companii, private equity, expertiză, venture capital, buyout, evaluare companie, monitorizare investiție, analiză economico-financiară, restructurare companie, fructificare investiție, măsurare performanță investiție

## INTRODUCERE

Teza de doctorat își propune studierea fenomenului de private equity, a diferitelor abordări cu privire la activitatea de private equity, a tehnicilor specifice fiecărei etape din cadrul realizării unei investiții tip private equity, cât și urmărirea unei investiții pe un caz real, în cadrul unui studiu de caz. Originalitatea lucrării constă în prezentarea integratoare a tuturor etapelor unei investiții tip private equity, cu surprinderea aspectelor și procedeele specifice fiecărei etape, cât și aplicarea acestor procedee pe un caz real, și anume SC Terapia SA Cluj-Napoca.

Lucrarea se compune din patru părți (Prezentarea industriei de Private Equity; Tehnica operațiilor de PE; Studiul de caz; Concluzii) și e structurată în cinci capitole și concluzii.

În cadrul **capitolului 1**, se prezintă o caracterizare a industriei de private equity. Astfel, **termenul de private equity** reprezintă în mod clasic orice investiție în capitalul social al unei companii care nu este listată la bursă. Activitatea de finanțare prin private equity s-a făcut inițial pentru a finanța idei sau companii ce nu puteau avea acces la surse clasice de finanțare. Ulterior, accepțiunea termenului s-a modificat, astfel operațiunile de private equity cuprinzând în prezent și companii listate la bursă. Pe lângă componenta de finanțare, investitorii private equity aduc și un aport de expertiză companiilor în care investesc. După definirea termenului, care este controversat și are o accepțiune în continuă schimbare, se prezintă **operațiunile specifice activității de private equity**, împărțite în două categorii – venture capital și buyout, în funcție de cota deținută în capitalul social al companiei din portofoliu (minoritară, respectiv majoritară). Operațiunile au specificul lor de risc și rentabilitate, fiind considerate în același timp artă și știință. În continuare sunt prezentate cele trei mari categorii de **participanți pe piața de private equity**, care reprezintă cererea, oferta și intermediarii. Astfel, ca și investitorii identificăm fondurile de pensii, băncile de investiții, companiile de asigurări, familiile bogate, etc. Emitenții sunt companii aflate în diferite stadii de dezvoltare și stabilitate financiară și operațională care au nevoie de finanțare și nu pot sau nu apelează la metode clasice de finanțare. Intermediarii sunt cei ce fac posibilă întâlnirea cererii cu oferta, printre aceștia numărându-se fondurile de private equity, gestionate de firme de administrare (firme de private equity), cât și consultanții implicați în procesul de private equity. În ultima parte a definirii fenomenului, se prezintă **ciclul de private equity** (care va fi tratat în teza), ca fiind procesul prin care se strâng banii necesari investițiilor, se realizează, se urmăresc, se lichidizează investițiile și se distribuie câștigurile, urmând ca ciclul să se repete. În ultima parte a capitolului, se prezintă **evoluția istorică a activității de private equity**, surprinsă în perioada modernă sub forma a patru mari cicluri de avânt și colaps, urmând ciclul economic mondial, cât și o evoluție cantitativă a pieței în perioada recentă.

**Capitolele 2, 3, 4**, prezintă tehnica selectării, evaluării, realizării, monitorizării, lichidării și măsurării performanței investițiilor de private equity. Astfel, sunt descrise în amănunt etapele pe care le urmează o investiție private equity, conform ciclului de

private equity prezentat în capitolul 1. După selectarea posibilei (posibilelor) investiții, urmează **evaluarea** acesteia (acestora). Evaluarea începe cu un proces intens de strângere de informații despre companie și mediul în care activează, urmat de un due diligence amănunțit, după care se aplică cele trei metode de evaluare (pe bază de active, pe bază de venituri și pe bază de comparații), generând valorile pentru firma analizată, urmând ca în urma reconcilierii acestor valori, să se stabilească baza de discuții între investitori și companie cu privire la valoarea companiei și structurarea tranzacției. **Monitorizarea companiei** ulterioară investiției se face diferit de la investitor la investitor și în funcție de cota din capitalul social deținută (de la o implicare pasivă și un rol consultativ în cazul unei dețineri minoritare, până la o implicare activă, cu restructurări majore, în cazul unei dețineri majoritare). Această monitorizare are drept scop sporirea valorii companiei după achiziționare și pregătirea pentru vânzarea pachetului deținut. Toate deciziile cu privire la activitatea firmei se iau după o analiză economico-financiară detaliată a stării interne și externe a firmei. **Exit-ul** (fructificarea, sau lichidizarea investiției) reprezintă un proces complex ce are drept finalitate ieșirea din investiție cu un profit cât mai mare, putându-se realiza pe mai multe căi: fuzionarea cu o altă companie, listarea companiei la bursă printr-o ofertă publică inițială, vânzarea pachetului înapoi către cei de la care s-a realizat achiziția inițială, sau o recapitalizare a companiei. Ulterior efectuării exit-ului, se realizează **măsurarea performanței investiției**, prin calcularea unor indicatori specifici, în mărimi absolute sau relative, pe baza fluxurilor de numerar generate de respectiva investiție.

**Capitolul 5** prezintă un studiu de caz bazat pe date reale, al unei companii românești care a fost obiectul mai multor operațiuni de tip private equity și anume S.C. Terapia S.A. Cluj-Napoca. În acest capitol urmărim toate etapele prezente în capitolele precedente, aplicând metodele specifice de evaluare, monitorizare, exit și măsurare a randamentului.

**Ultima parte** a tezei prezintă concluziile întregului demers teoretic. Acestea sunt prezentate în două părți și anume concluziile părții teoretice și concluziile părții aplicative a lucrării. Ca și principalele concluzii, se poate afirma că activitatea de private equity este o activitate relativ nouă, care a început să se dezvolte după anii 1980, având un caracter enigmatic, datorită naturii secrete pentru majoritatea tranzacțiilor efectuate. Cu toate acestea, odată cu instituționalizarea operațiunilor, prin listarea la bursă a fondurilor mari de investiții și creșterea gradului de informare a investitorilor, a crescut și nivelul de raportare și de transparență a operațiunilor.

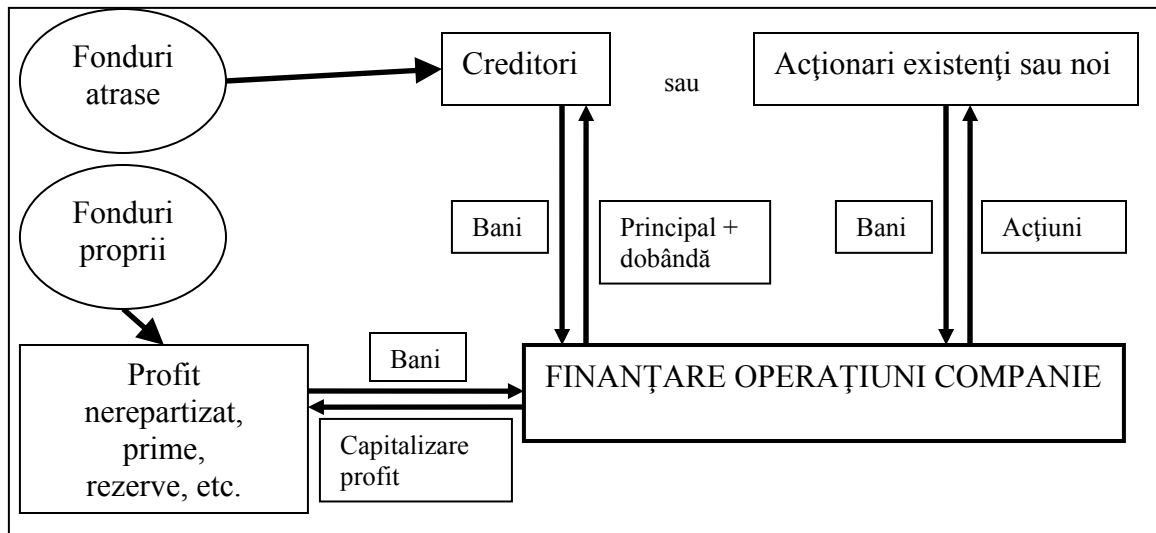
## CAPITOLUL 1. CADRUL TEORETIC AL OPERAȚIUNILOR DE PRIVATE EQUITY

După cum se cunoaște, finanțarea operațiunilor unei companii (curente și pentru dezvoltare) se poate realiza pe două căi: folosind **capitaluri proprii** (existente în companie), sau folosind **capitaluri atrase** (din afara companiei). În cazul finanțării prin *capitaluri proprii*, sumele existente în companie, aflate la dispoziția acesteia (cum ar fi profiturile nedistribuite din anii precedenți, prime de emisiune, rezerve, etc.), sunt folosite pentru finanțarea activității curente și pentru proiecte noi sau dezvoltarea companiei. Pentru finanțare, compania poate de asemenea atrage capitaluri din exteriorul ei. Finanțarea folosind *capitaluri atrase* se poate face în două feluri: fie apelând la credite

bancare sau obligatare, fie apelând la acționarii existenți sau noi (investitori), prin majorare de capital social.

Fiecare formă de finanțare trebuie răsplătită. Dacă finanțarea se realizează folosind resursele interne ale firmei, acestea generează profituri viitoare în interiorul firmei, care se capitalizează. Dacă finanțarea este realizată cu surse atrase se întâlnesc două situații: în cazul finanțării prin credite bancare sau obligatare, care nu se contractează contra unei părți din capitalul social al companiei, acestea se rambursează prin returnarea împrumutului, însoțită de o dobândă; dacă finanțarea se face apelând la acționarii existenți sau unii noi, aceștia primesc în schimb acțiuni în companie, fiind remunerați cu dividende la care se adaugă câștigul realizat din eventuala vânzare a acțiunilor deținute. Figura următoare prezintă modalitatea de finanțare a activităților firmei și de recompensare a surselor de finanțare:

Figura 1. **Finanțarea companiei**

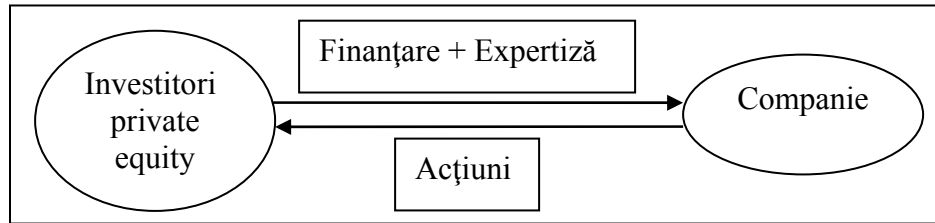


(Sursa: prelucrare proprie)

Finanțarea de tip private equity este o formă alternativă de finanțare a companiilor, pe lângă metodele clasice de finanțare (împrumut bancar sau obligatar), care se face contra unei părți din capitalul social al companiei. Această finanțare este realizată de investitori ce au interes în companie. Câștigul realizat de acești investitori este reprezentat de dividendele pe care le încasează și sumele de bani ce le revin prin vânzarea pachetelor deținute la prețuri mai mari decât prețul de achiziție. Acest ecart între cele două valori (prețul de achiziție și prețul de vânzare) se datorează implicării active a investitorilor în activitatea firmei, ducând la sporirea valorii acesteia și implicit a prețului acțiunilor.

O altă caracteristică esențială a activității de private equity este că pe lângă activitatea de finanțare, investitorii de private equity oferă și expertiză companiilor din portofoliu. Astfel, aceștia se implică în activitatea companiei pentru a contribui la dezvoltarea și creșterea valorii acesteia.

Figura 2. Activitatea de private equity



(Sursa: prelucrare proprie)

Definiția activității de private equity s-a modificat în timp, cuprinzând astăzi orice investiție în pachete de acțiuni la companii, fie ele listate sau nelistate, însoțite de implicarea activă a investitorilor în activitatea acestora, printr-o strategie bine pusă la punct, cu scopul declarat de a ajuta la creșterea valorii respectivelor companii și de a realiza câștiguri de pe urma vânzării pachetelor deținute la un preț mai mare decât prețul de cumpărare. Fiind o formă alternativă de finanțare, la această metodă de finanțare apelează în principal firmele ce nu pot accesa formele clasice de finanțare. De asemenea, este considerată ca fiind și cea mai scumpă formă de finanțare, pentru că se cedează o parte din afacere.

Activitatea de private equity poate fi împărțită în funcție de mai multe criterii în două mari categorii: venture capital și buyout. În tabelul următor prezentăm principalele caracteristici ale celor două forme de finanțare:

Tabelul 1. Principalele caracteristici ale operațiunilor de venture capital și buyout

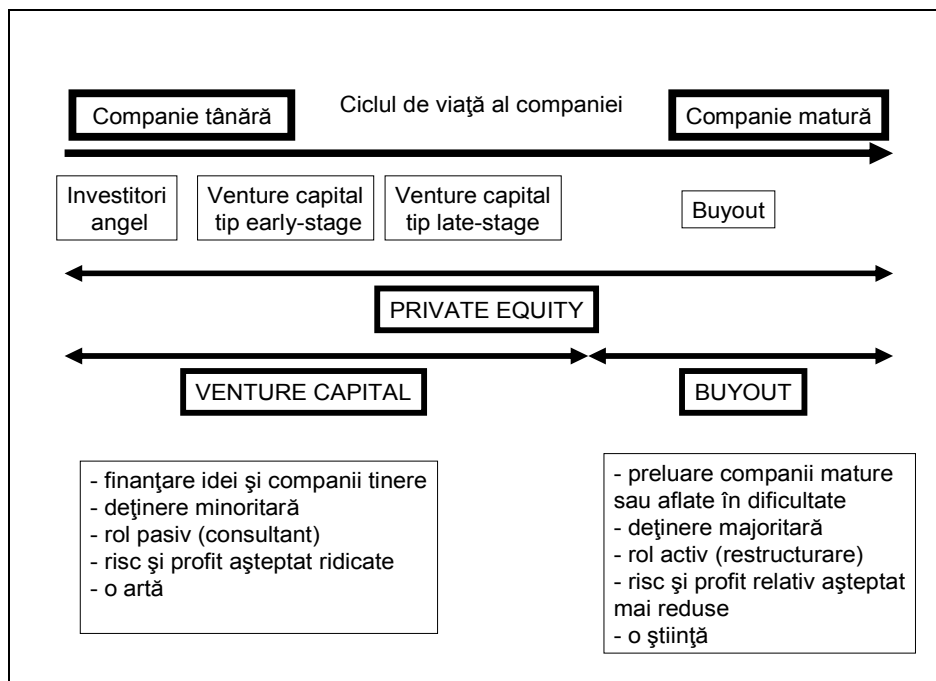
Forma de finanțare	Venture capital	Buyout
Cota deținută	Minoritară (sub 50%)	Aproape întotdeauna majoritară, peste 50% (dețineri minoritare în cazul „development capital” sau „expansion capital”)
Mărimea firmelor în care se investește	Firme relativ mici, aflate în dezvoltare	Firme mari, mature
Gradul de implicare	Pasiv (rol consultativ – know-how, relații de afaceri)	Activ (implicare în activitatea companiei, ducând până la restructurare)
Etapa din viața unei companii în care se realizează investiția	Timpurie (start-up, înființare, early-stage, dezvoltare, late-stage, expansiune)	Avansată (matură sau în declin)
Sectoare în care se investește	Sectoare emergente, cu capacitate ridicată de inovare	Sectoare tradiționale, mature, așezate, cu model de afacere bine cunoscut
Folosirea de bani împrumutați	Aproape niciodată	Aproape întotdeauna
Necesitatea existenței de profit	Nu este esențială la început	Este esențială, pentru plata datoriilor

pentru firma din portofoliu		
Etape de finanțare	Finanțare continuă prin runde de finanțare	Finanțare unică
Profilul de rentabilitate și risc	Ridicat (datorită incertitudinii cu privire la viitorul companiei)	Ridicat, dar mai scăzut decât în cazul venture capital (ridicat, datorită necesității rambursării creditului contractat cu ocazia achiziționării companiei, și mai scăzut datorită certitudinii mai mari în ceea ce privește viitorul companiei)
Gen de oameni implicați	Foști manageri, proprietari de afaceri	Directorii financiari, Contabili
Rentabilitatea investiției depinde de:	Flerul investitorului, simțul de afaceri (artă)	Întocmirea unui plan financiar cât mai exact (știință)

(Sursa: prelucrare proprie)

Cele două tipuri de operațiuni, chiar dacă au caracteristici diferite, au același obiectiv și anume realizarea de profit și urmează același tipar, achiziționarea unui pachet de acțiuni, creșterea valorii respectivului pachet și vânzarea la un preț mai mare decât cel de achiziție. Investițiile de tipul private equity pot fi realizate în orice moment din ciclul de viață al unei companii: de la înființare, dezvoltarea inițială a produselor, creștere, maturitate, sau declin.

Figura 3. Operațiunile de private equity

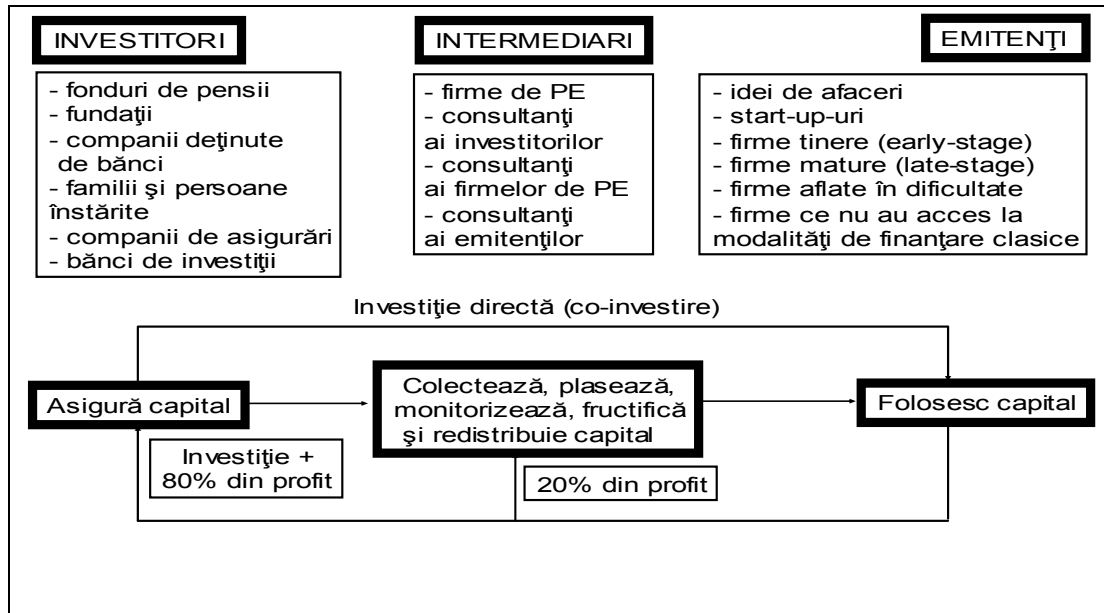


(Sursa: prelucrare proprie)



Participanții pe piața de private equity reprezintă, ca și pe orice piață, cererea, oferta și intermediarii de private equity.

Figura 4. Piața de private equity



(Sursa: prelucrare proprie)

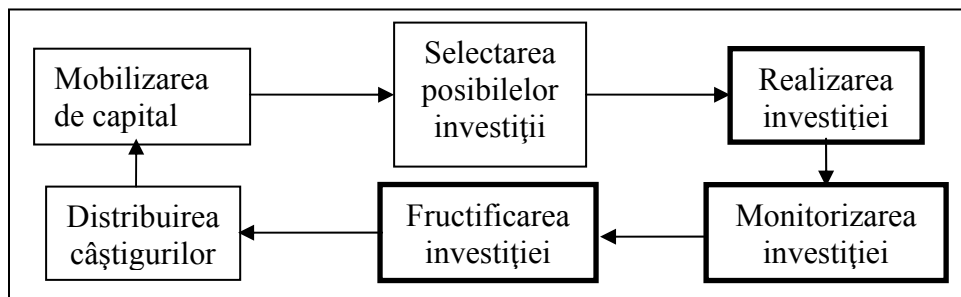
Astfel, **investitorii** sunt participanții pe piață care dispun de sume de bani pe care le alocă la un moment dat activității de private equity. Aceștia sunt reprezentați de fondurile de investiții, băncile de investiții, companiile de asigurări, familiile și persoanele înstărite, etc. Investițiile tip private equity pe care le realizează aceștia pot fi investiții directe în companii, sau se pot realiza apelând la serviciile unui intermediar.

**Emitenții** sunt companii sau idei ce au nevoie de finanțare pentru a funcționa sau a se dezvolta. Aceștia folosesc banii investitorilor, oferind în schimb părți din capitalul lor social.

Rolul **intermediarilor** este acela de a facilita relația dintre investitori și emitenți și de a genera cât mai multe tranzacții. Forma actuală de organizare a intermediarilor este ca și societăți de administrare care au în gestiune fonduri de private equity. Aceste societăți sunt înființate de persoane cu experiență investițională vastă, fiind foști bancheri de investiții, foști proprietari de afaceri, întreprinzători, directori financiari, etc. și au în gestiune fonduri de private equity care pot ajunge la sume impresionante. Pentru serviciile prestate, aceste societăți percep taxe de administrare și o cotă din profitul obținut (de obicei între 1% și 3% pe an din fondurile gestionate taxă de management și 20% din profitul realizat). De asemenea, un rol important în generarea de tranzacții îl au și consultanții implicați în operațiuni, care pot fi consultanți ai emitenților, ai investitorilor, sau chiar ai firmelor de private equity.

Întreaga activitate desfășurată de societățile de administrare are un caracter repetitiv, etapele unui fond (sau a unei investiții) urmând un ciclu, denumit ciclul de private equity.

Figura 5. **Ciclul de private equity**



(Sursa: prelucrare proprie)

Astfel, ciclul începe cu mobilizarea capitalului necesar investițiilor ulterioare, se continuă cu selectarea și realizarea investițiilor, monitorizarea și sporirea valorii, fructificarea investiției și se termină cu distribuirea câștigurilor realizate, urmând ca ciclul să se reia. În funcție de specificul fondului, ciclul de private equity poate dura între 3-5 ani în cazul investițiilor de tip buyout și 7-10 ani în cazul investițiilor de tipul venture capital.

În ceea ce privește evoluția în timp a acestui gen de operațiuni, ele își au originea încă de pe vremea revoluției industriale, când băncile comerciale din Europa și mai târziu America, au finanțat în anii 1850 proiecte industriale și construcția Căii Ferate Transcontinentale. Cu toate acestea, activitatea începe să se dezvolte doar după al doilea război mondial, când vorbim despre activitatea modernă de private equity. În literatură, evoluția activității de atunci până în prezent este împărțită în patru mari etape, după cum sunt prezentate în tabelul următor:

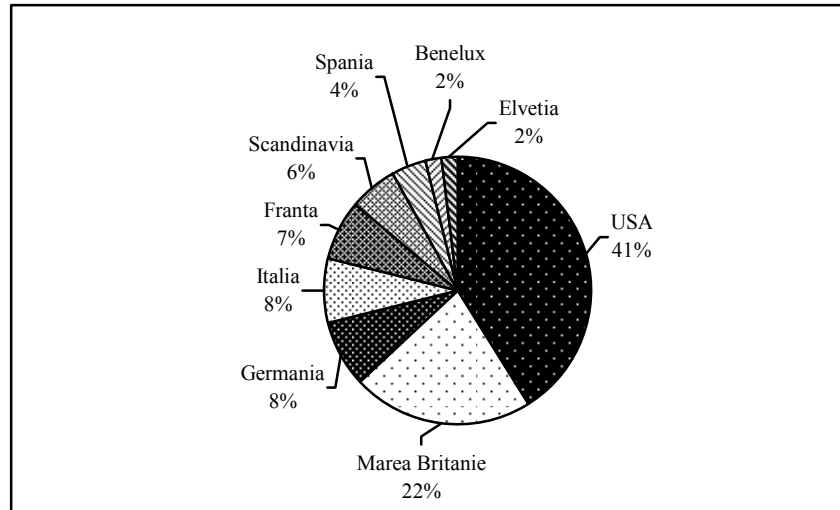
Tabelul 2. **Etapile activității moderne de private equity**

Perioada	Etapă	Caracteristici
1946-1981	Etapă timpurie	- volume mici de investiții PE; - structuri rudimentare de organizare; - recunoaștere limitată a operațiunilor PE
1982-1993	Avânt și colaps	- dezvoltarea explozivă a activităților buyout; - finanțarea prin „junkbonds” (obligațiuni speculative); - rolul negativ al „corporate raiders”; - colapsul industriei de „leveraged buyout”
1992-2002	Avânt și colaps	- origini în colapsul pieței imobiliare 1990; - scandalurile „insider traders” (persoane inițiate); - criza datoriilor (insolvabilitatea debitorilor); - crește numărul firmelor PE; - ciclul culminează cu bula speculativă „dot-com”
2003-2007	Avânt și colaps	- originea în colapsul bulei speculative „dot-com” (2002); - realizarea de tranzacții „gigantice”; - instituționalizarea activității PE; - listarea PE Blackstone Group la bursa New York (1997) - încheiere cu criza ipotecară

(Sursa: prelucrare proprie)

După anul 1998, s-a intrat într-un nou ciclu, care încă nu e încheiat și care nu este surprins ca atare în literatură. Ca și volum al activității de private equity la nivel mondial, Statele Unite dețin cea mai mare pondere, cu mai mult de 41% din operațiunile desfășurate.

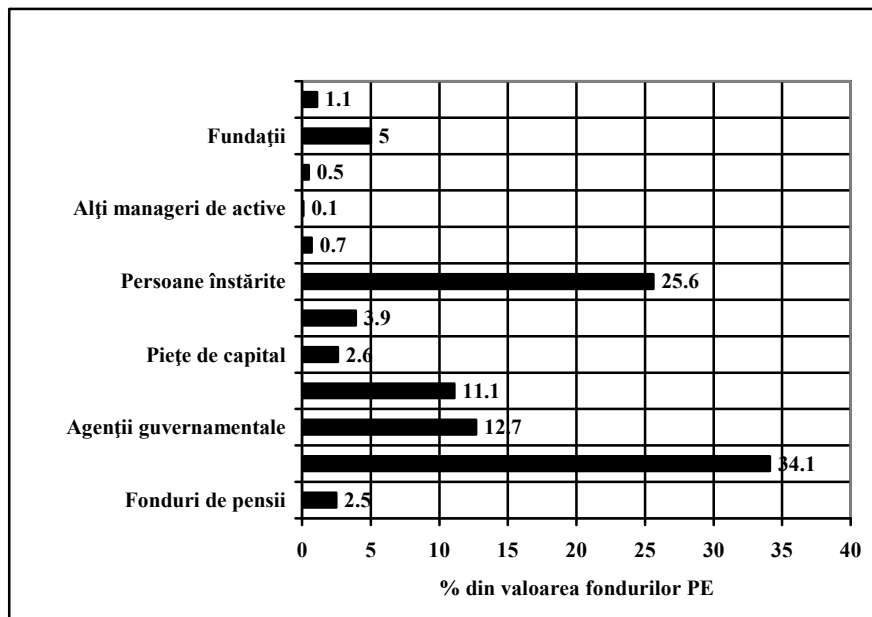
Graficul 1. **Ponderea țărilor în operațiunile de private equity**



(Sursa: [www.evca.com](http://www.evca.com))

Ca și sursă de finanțare a operațiunilor de private equity, cei mai importanți contribuitori sunt persoanele înstărite.

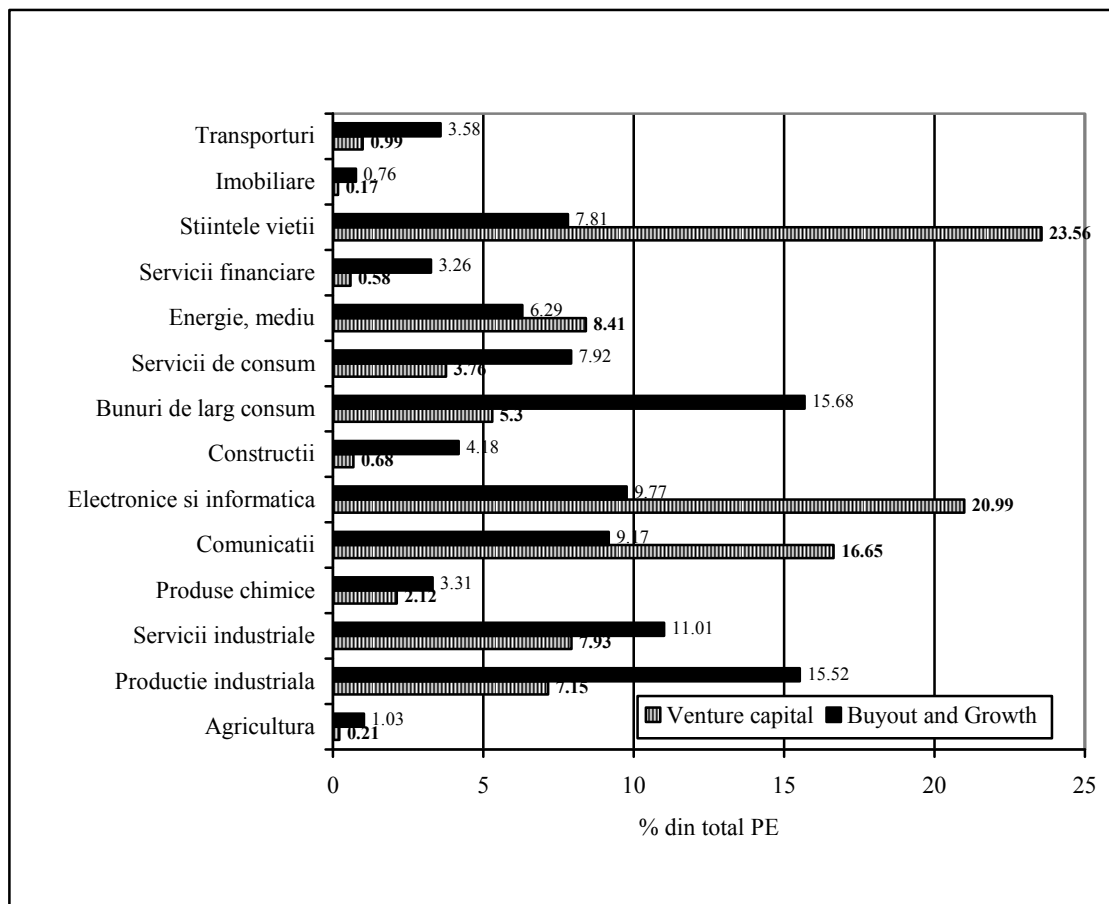
Graficul 2. **Sursele de finanțare ale operațiunilor de private equity 2011**



(Sursa: [www.evca.com](http://www.evca.com))

Investițiile se realizează în domenii cu o capacitate inovativă foarte mare (cum sunt științele vieții – medicină, farmacie, etc., sau electronica și informatica), în cazul investițiilor venture capital, sau domenii mature, așezate, cu model de afacere foarte bine cunoscut (cum sunt bunurile de larg consum sau producția industrială), în cazul investițiilor buyout.

Graficul 3. Domeniile de investiții private equity 2011



(Sursa: www.evca.com)

Ponderea în PIB a activităților de private equity este una scăzută, media europeană nedeășind 0,5%.

## CAPITOLUL 2. SELECTAREA, EVALUAREA ȘI STRUCTURAREA INVESTIȚIEI

Generarea de investiții potențiale se poate face prin una dintre cele patru metode:

- investitorii cu experiență se bazează pe rețeaua lor deja bine stabilită de cunoștințe din companii colaboratoare, parteneri, etc. Oportunitățile apărute astfel (din surse de încredere) sunt luate mult mai în serios decât alte propuneri. Un plan de afaceri venit pe această cale nu este pasat de la o firmă de investiții la alta, ci este mult mai bine

analizat, evitând ca ideea să ajungă la alte firme, lucru ce ar duce la o concurență între firme pentru tranzacția respectivă, urcând astfel prețul;

b. firmele de investiții sunt invitate să participe în tranzacțiile altor firme; acest gen de tranzacții „**sindicalizate**” permit firmelor de investiții să-și limiteze expunerea și să diminueze riscul tranzacțiilor alocând doar o parte din banii necesari. Firmele ce realizează tranzacții împreună sunt strâns aliniate și au mai lucrat împreună în trecut. Este foarte important ca partenerii ce investesc să-și cunoască foarte bine motivele unii altora și scopurile pentru că acestea îi vor ghida în deciziile pe care le iau în privința companiei în care se investește. Acest lucru este foarte important în privința exit-ului. Complicațiile apar când firmele partenere au obiective diferite sau toleranță la risc diferită (de exemplu, pe perioada dezvoltării companiei, dacă o companie concurentă este interesată de cumpărarea ei, unul dintre parteneri poate dori această vânzare și să-și asigure un câștig cert, în timp ce celălalt partener poate refuza oferta, continua cu dezvoltarea societății, urmând să o vândă la un preț mai mare sau să o listeze la bursă);

c. intermediarii de pe piața financiară (brokeri, contabili, avocați, bancheri de investiții) prezintă firmelor de investiții multe oportunități. Mulți brokeri ajută firmele ce au nevoie de investitori prezentând datele lor într-un format ușor de acceptat și înțeles de către firmele de investiții. Brokerii sunt interesați în același timp ca tranzacția să se realizeze la un preț cât mai mare, deoarece acest lucru influențează comisionul primit, și atunci prezintă oferta la cât mai mulți investitori, pentru a crea o competiție între aceștia

d. firmele de investiții primesc planuri de afaceri direct de la companii. Probabilitatea este foarte mică pentru companii să primească finanțare dacă apelează la o astfel de metodă. În general investitorii își aleg companiile dintre cele recomandate sau care vin dintr-o sursă mai sigură.

În decursul unui an, o firmă de investiții primește mii de planuri de afaceri. Mai puțin de 10% dintre acestea trec de etapa preliminară de analiză și li se face procesul de **due diligence**. Dintre acestea, mai puțin de 10% primesc finanțare.

Majoritatea firmelor ierarhizează tranzacțiile în ordinea interesului pe care îl au, pe baza unor criterii de investire stabilite în timp de companie. Aceste criterii pot să fie:

- sectorul de activitate
- potențialul de creștere
- faza de dezvoltare
- avantaje competitive
- conducerea
- termenii tranzacției

Un întreprinzător poate grăbi procesul prezentând un document precis și complet care se adresează direct intereselor investitorilor. Abilitatea întreprinzătorului de a-și comunica ideile eficient prin intermediul unui **plan de afaceri** este critică pentru primirea finanțării.

După ce un plan de afaceri trece de prima etapă, firma de investiții începe o analiză exhaustivă a sectorului, a conducerii și a proiecțiilor financiare ale potențialei investiții. Acest proces de due diligence poate include și angajarea de consultanți. Procesul poate dura între 30 și 90 de zile pentru o companie ce primește finanțare.

Majoritatea firmelor de investiții consideră **conducerea** un element foarte important în succesul investiției. Conducerea este evaluată pe baza unor calități care pot fi:

- capacitatea de a conduce
- experiența
- reputația
- realizări recunoscute
- spiritul de echipă
- etica profesională
- devotamentul
- integritatea

Firmele de investiții folosesc o varietate de metode pentru a verifica informațiile furnizate de companie, inclusiv interviuri amănunțite, cercetarea trecutului personalului, detectivi particulari, etc. În timpul interviului, întreprinzătorul trebuie să furnizeze dovezi cu privire la calitățile planului de afaceri și capacitatea conducerii de a-l duce la bun sfârșit.

Odată selectate investițiile potențiale, urmează un proces intens de analiză a acestora, pentru a determina dacă corespund într-adevăr profilului investitorului și dacă au potențialul de a genera profit. Astfel, se face evaluarea respectivelor companii, proces ce are rolul de a stabili valoarea acestora și a potențialului de dezvoltare.

Evaluarea afacerii este o componentă crucială în activitatea de private equity. Înainte de a intra în orice afacere este necesară o evaluare a acesteia pentru a se determina baza de discuție pentru prețul de intrare în acea afacere. De asemenea, o evaluare a afacerii se realizează și la momentul exit-ului (în principal în cazul listării la bursă).

Un activ trebuie achiziționat pentru veniturile ce le poate genera în viitor. Percepția cu privire la valoare trebuie susținută de realitate, ceea ce presupune ca prețul plătit să reflecte fluxul de numerar ce urmează a fi generat de respectiva investiție.

Procesul de evaluare al unei afaceri este unul complex, ce are mai multe etape, fiecare având rolul de a completa imaginea despre afacere și de a duce la evaluarea acesteia. Demersul începe prin identificarea de către evaluator a întreprinderii de evaluat și a bazei de evaluare și se încheie odată cu transmiterea concluziilor evaluării.

Astfel, etapele unei evaluări sunt următoarele:

**Tabelul 3. Etapele procesului de evaluare**

<b>1. DEFINIREA PROBLEMEI</b>					
a. Identificarea întreprinderii	b. Identificarea pachetului de acțiuni evaluat	c. Scopul evaluării, clientul / destinatarul raportului	d. Definirea valorii estimate	e. Data evaluării și data raportului	f. Ipoteze și condiții limitative
<b>2. DIAGNOSTICUL ÎNTRERINDERII</b>					
<b>Comercial</b>	<b>Juridic</b>	<b>Operațional</b>	<b>Resurse Umane și Management</b>	<b>Economico-financiar</b>	
- estimare a pieței actuale și	- analiza aspectelor	- analiza factorilor	- cunoașterea resurselor	- performanțe realizate și riscuri	

potențiale a întreprinderii și a poziției sale pe piață	legale privind activitatea firmei evaluate	tehnici, a tehnologiilor de fabricație precum și a organizării activității operaționale	umane și a potențialului de management	- ajustarea situațiilor financiare istorice - compararea cu întreprinderi similare
<b>3. APLICAREA CELOR TREI ABORDĂRI</b>				
<b>Active</b>		<b>Venit</b>		<b>Comparație</b>
- activ net corectat (ANC) - activ net de lichidare (ANC)		- capitalizarea profitului - fluxuri financiare actualizate		- comparația cu tranzacții de firme similare sau tranzacții anterioare cu subiectul evaluării
<b>4. RECONCILIAREA VALORII ȘI ESTIMAREA VALORII FINALE</b>				

(Sursa: prelucrat după Robu, 1999)

*Abordarea pe bază de active* presupune estimarea valorii unei firme utilizând metode bazate pe valoarea de piață a activelor individuale ale firmei din care se scad datoriile totale ale acesteia. Această abordare se bazează pe principiul substituției, conform căruia un activ nu valorează mai mult decât costul de înlocuire al tuturor părților sale componente. Astfel, un cumpărător nu va plăti pentru o proprietate (afacere) mai mult decât l-ar costa să creeze o entitate cu o utilitate echivalentă.

Valorile bilanțiere ale activelor și datoriilor trebuie ajustate la valori actuale, reale, pentru a se putea realiza o evaluare credibilă a firmei. Ajustările aplicate se bazează pe una din următoarele premise ale valorii:

- continuitatea exploatării, care va implica, în cadrul metodei activului net corectat (ANC), evaluarea tuturor activelor și datoriilor la valoarea de piață sau o altă valoare curentă adecvată;

- lichidarea, care va implica, în cadrul metodei activului net de lichidare (ANL), evaluarea tuturor activelor și datoriilor la valoarea netă de realizare pe piață.

În cadrul abordării pe bază de active, bilanțul contabil, bazat îndeosebi pe valori ce exprimă costuri, este înlocuit cu bilanțul ce reflectă toate activele, corporale și necorporale și toate datoriile, la valoarea lor de piață sau la o valoare curentă adecvată în cazul metodei activului net corectat (ANC) sau la valoarea netă de realizare pe piață în cazul metodei activului net de lichidare (ANL).

În cadrul abordării pe bază de active se disting două metode de bază: activul net corectat (ANC) și activul net de lichidare (ANL).

$$ANC = (At + \Delta A) - (Dt + \Delta D)$$

unde:

At = total activ din bilanțul contabil

$\Delta A$  = suma corecțiilor elementelor patrimoniale de activ

Dt = datorii totale din bilanțul contabil

$\Delta D$  = suma corecțiilor elementelor de pasiv de natura datoriilor

Activul net de lichidare reprezintă un caz particular de evaluare, pentru societățile comerciale care își încetează activitatea.

Operațiunea de lichidare poate fi concepută în două situații:

a) întreprinderea este în dificultate și în conformitate cu procedura legală își încetează activitatea. În acest scop se determină activul net de lichidare (ANL) ca diferență dintre valoarea evaluată a tuturor activelor și datoriilor (inclusiv costurile lichidării);

b) întreprinderea este în dificultate temporară, dar este redresabilă. Într-o asemenea situație, se lichidează ca firmă, dar va continua să funcționeze, prin fuziune cu altă firmă sau cu alți proprietari.

În acest din urmă caz, valoarea întreprinderii se determină prin actualizarea diferenței dintre valoarea la termen ( $V_t$ ) și capitalul investit de cumpărător pentru redresarea societății comerciale ( $K_{inv}$ ):

$$V = \frac{V_t}{(1+a)^n} - K_{inv}$$

în care:

$V_t$  = valoarea la termen, stabilită printr-o metodă de evaluare

$a$  = rata de actualizare

$n$  = numărul de ani dintre data evaluării și cea a reluării activității

$K_{inv}$  = capitalul investit de cumpărător pentru redresarea unității

Metoda de evaluare pe bază de venit are la bază principiul valorii prezente, conform căreia valoarea oricărui activ este valoarea prezentă a fluxurilor viitoare de numerar generate de acesta.

$$\text{Valoarea firmei} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

unde:

$n$  = durata de viață a activului

$CF_t$  = fluxul de numerar în perioada  $t$

$r$  = rata de actualizare ce reflectă riscul de nerealizare a fluxului de numerar estimat

Estimarea parametrilor necesari calculării valorii companiei prin această metodă este un proces complex, greu de aplicat, explicat pe larg în teză, bazat pe multe presupuneri cu privire la anumite valori. Metoda generală de aflare a valorii firmei este prin estimarea momentului când firma ajunge să crească cu un ritm constant, aflat sub ritmul de creștere al economiei, și aflarea valorii firmei până în acel moment și după acel moment. Astfel, formula devine:

$$\text{Valoarea firmei} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)]}{(1+WACC)^n}$$

unde:

$FCFF_t$  = fluxul de numerar net către firmă în anul  $t$



WACC = costul mediu ponderat al capitalului

$n$  = numărul de ani până la momentul când firma ajunge la nivelul de creștere constant

$g_n$  = rată de creștere stabilă și constantă

*Abordarea prin comparație* se bazează pe un proces logic în care valoarea de piață se obține prin analiza tranzacțiilor cu întreprinderi similare și relevante, compararea acestor firme cu firma evaluată și, în final, estimarea valorii companiei evaluate prin utilizarea unei chei de conversie (multiplicator). Această abordare nu cere ca firma bază de comparație să fie identică ci similară și relevantă.

În abordarea relativă se compară subiectul evaluat cu alte întreprinderi similare, cu participanți și acțiuni care au fost vândute pe piață. Prețurile de tranzacționare sunt analizate prin utilizarea unor unități (elemente) de comparație adecvate și în multe situații sunt ajustate corespunzător deosebirilor dintre elementele de comparație ale firmelor comparabile versus firma evaluată. Elementele de comparație reprezintă acele caracteristici ale afacerii/acțiunii evaluate care stau la baza diferențelor de preț de tranzacționare.

Dintre elementele importante în evaluare reținem următoarele:

- dimensiunea firmei
- data tranzacțiilor (cât mai recente)
- motivația părților (condițiile de vânzare)
- prețul
- cota parte din afacere
- tipul tranzacției

În mod formal elementele de comparație se reduc la „rate de evaluare” care de regulă reprezintă rapoarte între prețurile de tranzacționare și indicatorii financiari ca: profitul, cifra de afaceri, activul net contabil, cash-flow-ul, etc.

Abordarea prin comparație este convingătoare numai atunci când sunt disponibile suficiente informații de piață. Credibilitatea acestei abordări este limitată în cazul modificărilor rapide ale condițiilor pieței sau în cazul firmelor/acțiunilor care se tranzacționează rar.

Esențial pentru abordarea evaluării prin comparație o reprezintă asigurarea unei baze de comparație corespunzătoare. Astfel, firmele cu care se face comparația trebuie să acționeze în același domeniu de activitate ca și firma evaluată, trebuie să aibă în principiu dimensiuni similare cu firma evaluată, și să aibă parametri calitativi apropiați.

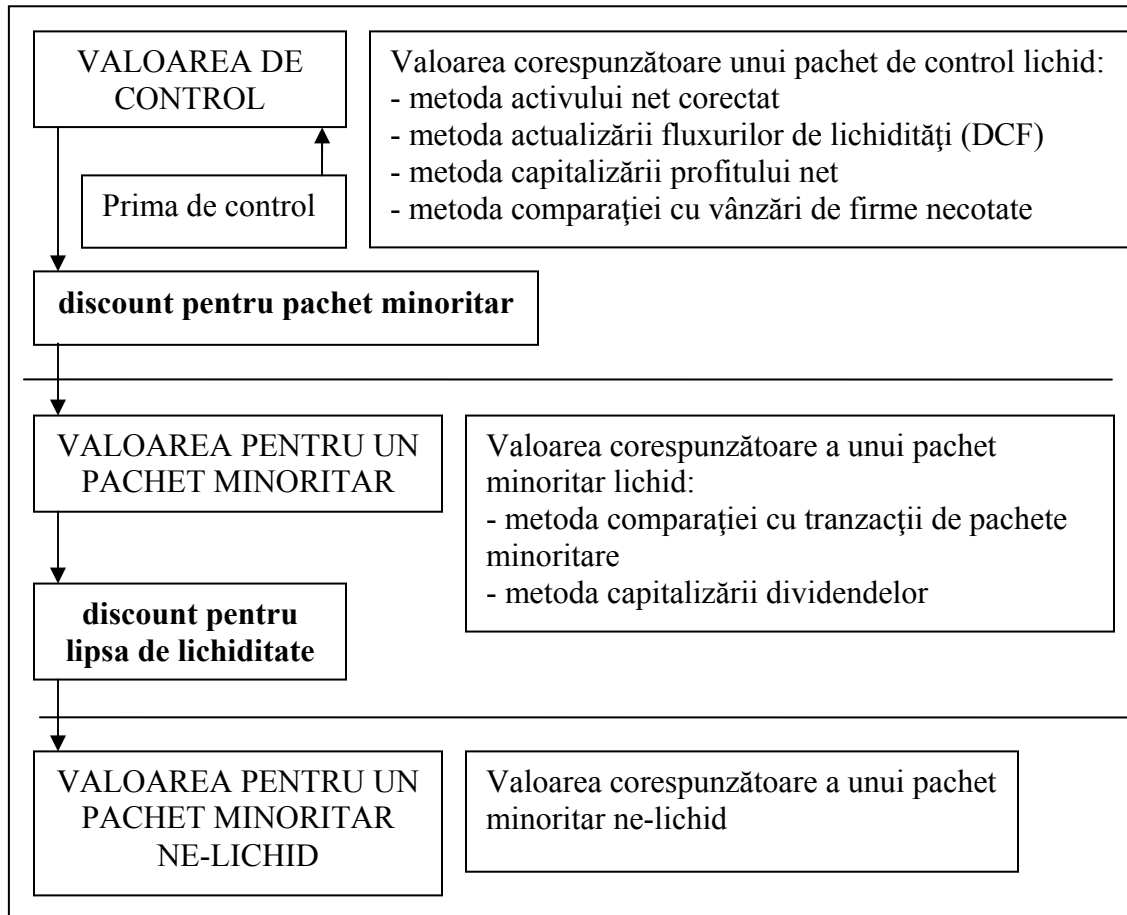
Evaluarea relativă se poate face în multe feluri. Unii compară multiplii între companii, alții compară multiplii cu cei din trecutul companiei. Multe evaluări se bazează pe comparații, însă sunt și evaluări ce se bazează pe date fundamentale.

Principalele metode aplicate în abordarea pe bază de comparație sunt:

- 1. Metoda comparației cu tranzacții de pachete minoritare (acțiuni la firme cotate)**
- 2. Metoda comparației cu vânzări de firme necotate (piața de fuziuni și achiziții)**
- 3. Metoda comparației cu tranzacții anterioare cu subiectul evaluării**

Odată aplicate cele trei metode de evaluare pentru a determina valoarea companiei, la aceste valori se mai pot aplica ajustări în funcție de mărimea pachetului de acțiuni ce se achiziționează, gradul de lichiditate al acțiunilor, etc.

Figura 6. **Relația valoare de control-valoare pachet minoritar-valoare pachet minoritar nelichid**



(Sursa: prelucrare după Robu, 1999)

În procesul de evaluare se pot folosi toate cele trei metode. Utilizarea metodelor care se înscriu în abordările respective depinde de tipul de firmă, situația acesteia la data evaluării, cantitatea și calitatea informațiilor disponibile, scopul evaluării, etc.

Etapă finală a procesului de evaluare o reprezintă analiza sistematică a rezultatelor obținute din aplicarea mai multor metode și stabilirea unei opinii în legătură cu valoarea finală. Această etapă presupune cel mai mic volum de muncă dar care implică cel mai mult judecata și experiența evaluatorului. Acesta trebuie să analizeze credibilitatea și aplicabilitatea fiecărei abordări la speța respectivă, să înțeleagă și să explice diferențele între rezultatele aplicării mai multor metode, să analizeze gradul de credibilitate și relevanță al tuturor informațiilor care au stat la baza aplicării fiecărei metode, etc. și astfel să propună o valoare (sau un interval de valori).

Valoarea stabilită prin evaluare reprezintă doar punctul de plecare în negocierea prețului, a modalității de plată și a structurării investiției în compania analizată. Acestea se stabilesc în funcție de puterea de negociere, obiectivul achiziției, intenția și planurile cumpărătorului cu privire la firmă, etc.

După ce compania a fost evaluată, urmează negocierea cu privire la caracteristicile investiției: prețul de cumpărare, pachetul de acțiuni cumpărat, tipul de

acțiuni emise (comune sau preferențiale), drepturile asociate acestor acțiuni, modul de plată, termenele de plată, performanțele firmei solicitate de către investitor, etc. Toate aceste caracteristici vor fi trecute în așa numitele term sheet-uri (acord cu privire la termenii tranzacției) și semnate de părțile implicate. Documentele cu privire la termenii tranzacției sunt documente preliminare schematice ce au rolul să faciliteze și să asigure un cadru de negociere dintre investitori și întreprinzător. Aceste documente se referă la valoarea companiei și la condițiile în care investitorii acceptă să ofere finanțare și formează baza unor acorduri formale, printre care acordul de achiziționare acțiuni, care este un document legal ce prezintă cine ce cumpără, de la cine, la ce preț și când.

După stabilirea termenilor investiției, dacă se cade de acord cu privire la toate aspectele discutate, se semnează acordul de investiție, și în urma efectuării plății, investitorul primește acțiunile în companie.

### CAPITOLUL 3. MONITORIZAREA INVESTIȚIEI

În funcție de procentul deținut, profilul investitorului, genul de operațiune (venture capital, buyout) monitorizarea investiției se poate face în mod pasiv sau activ. Astfel, implicarea investitorului în activitatea firmei poate fi de la una pur consultativă până la o implicare ce presupune schimbări majore în companie.

Imaginea generală despre investitori este că ei își petrec timpul doar făcând tranzacții. Totuși acest lucru nu e adevărat în întregime. După ce s-a făcut o investiție, investitorul lucrează împreună cu conducerea firmei pe o perioadă de câțiva ani pentru a se asigura că investiția se dovedește a fi una rentabilă. De cele mai multe ori capacitatea de a reacționa la cerințele pieței și de a face față la obstacolele ce apar pe perioada de viață a unei investiții determină succesul acelei investiții.

Investitorii se implică în deciziile importante ale companiei și au de obicei un reprezentant în consiliul de administrație al acesteia. Nivelul de implicare diferă de la companie la companie și de la investiție la investiție. Investitorii se implică de obicei în: planificarea strategică pe termen lung, deciziile de angajare a persoanelor din conducere, selectarea furnizorilor de servicii (firme de contabilitate, de avocați, bănci de investiții).

Planificarea strategică pe termen lung este legată de creșterea veniturilor și a rentabilității. Aceste considerente sunt esențiale pentru succesul investiției. Investitorii petrec mult timp cu conducerea pentru a formula și articula strategia cu cea mai mare șansă de reușită. Investitorii se așteaptă ca managementul să urmărească această strategie luând în fiecare zi deciziile și alegerile necesare.

Investitorii se implică mult și în angajarea membrilor conducerii. Aceste decizii sunt necesare când compania s-a extins și este nevoie de o expansiune a echipei de conducere. De exemplu, dacă compania decide să vândă produse folosind un nou canal, este nevoie de o persoană cu experiență în acel domeniu. De asemenea, investitorii fac și schimbări în cadrul conducerii, datorită modificării dimensiunilor firmei, incompetența vechilor manageri sau promovarea anumitor persoane.

Orice decizie se ia pe baza cunoașterii foarte bune a stării interne a firmei și a mediului în care aceasta își desfășoară activitatea. Astfel, înainte de a lua orice decizie în ceea ce privește firma, trebuie făcută o analiză economico-financiară foarte amănunțită a activității de producție, a costurilor de producție, a rentabilității, a situației financiar-patrimoniale, a potențialului intern și a riscurilor firmei.

În ceea ce privește **abordarea teoretică** cu privire la restructurarea companiei și sporirea valorii acesteia, acest lucru implică orice modificare fundamentală în activitatea companiei sau structura financiară destinată creșterii valorii companiei pentru acționari sau creditori.

Restructurarea presupune diverse activități, cum ar fi vânzarea activităților nerentabile, achiziții, răscumpărări de acțiuni, divizări, ce reprezintă tranzacții unice, dar și schimbări structurale introduse în activitatea de zi cu zi a firmei. Rappaport denumește tranzacțiile unice ca restructurări din Faza I și schimbările ce aduc o schimbare continuă în valoarea firmei ca făcând parte din restructurarea denumită Faza II. Acesta sugerează că firmele trebuie să treacă de la restructurarea din Faza I la restructurarea din Faza a II-a pentru că în cadrul acestei faze abordarea cu privire la valoarea acționarilor nu se referă doar la cumpărarea sau vânzarea unei afaceri sau schimbarea structurii de capital a firmei, ci și la planificarea și monitorizarea performanței tuturor strategiilor de dezvoltare în mod permanent. O implementare cu succes a unei restructurări de tipul II asigură nu doar faptul că managementul și-a îndeplinit sarcinile de a crea sisteme de evaluare a firmei compatibile cu cele folosite de investitori în evaluarea companiilor, ci și o minimizare a posibilității unei preluări ostile, specifice fazei I.

Copeland, Koller și Murrin (1990) sunt de părere că managerii trebuie să restructureze companiile pentru a crește valoarea acestora, eliminând posibilitatea preluărilor ostile. Astfel, este în interesul atât al managerilor, cât și al acționarilor, ca diferența dintre valoarea efectivă și cea potențială a firmei să fie cât mai mică. Managementul poate îmbunătăți activitatea crescând veniturile, sau micșorând costurile, cumpărând sau vânzând active sau îmbunătățind structura financiară a companiei.

Managerii companiilor restructurează activitatea pentru a spori productivitatea, a reduce costurile și a crește bogăția acționarilor. Bowman (1999) a prezentat concluziile literaturii despre restructurarea companiilor din anii '90. Acesta clasifică activitățile de restructurare în trei categorii, și anume *restructurarea portofoliului*, *restructurarea financiară*, și *restructurarea organizațională*.

*Restructurarea portofoliului* include schimbări semnificative în activele deținute de o firmă sau în liniile de afaceri în care firma operează, acestea putând fi lichidarea firmei, dezinvestiții, vânzări de active sau divizări. Managementul companiei poate restructura activitatea prin renunțarea la anumite unități conexe activității de bază pentru a aduna capital. De asemenea, se pot combina cumpărările cu vânzările de active pentru a restructura activitatea.

*Restructurarea financiară* se adresează la îmbunătățiri aduse structurii de capital a companiei și include schimbări semnificative în structura capitalului unei firme, cum ar fi recapitalizările sau schimburile între datorii și capitaluri proprii. În această situație, se intervine asupra structurii de finanțare a firmei, modificând proporția dintre capitaluri proprii și împrumuturi. Astfel, mărinđ împrumuturile, presiunea generată de nevoia de rambursare a acestora îi determină pe managerii firmei să se axeze pe domeniul principal de activitate al companiei, să realizeze venituri, și să nu urmărească decât proiecte ce au un randament sporit. O operațiune importantă de restructurare financiară este preluarea firmei de către management, în care echipa de conducere, împreună cu un grup de investitori, împrumută sume importante de bani pentru a prelua firma de la acționari și a o transforma în societate de tip închis. Prin această operațiune conducerea devine un acționar important în firmă și acest lucru duce la reducerea cheltuielilor nejustificate. O

alternativă la preluarea firmei de către conducere este o recapitalizare a firmei prin contractarea de împrumuturi, folosite în diferite scopuri (investiții în cercetare, dividende extraordinare, etc.). Dacă compania este în faliment, restructurarea financiară este parte din planul de reorganizare.

*Restructurarea organizațională* este procesul prin care se crește viabilitatea economică a modelului de afacere. Ca exemplu, fuziunile, vânzarea unor divizii, abandonarea producerii anumitor produse ce nu mai sunt solicitate, măsuri de reducere a costurilor cum ar fi închiderea secțiilor nerentabile. Restructurarea organizațională are ca scop creșterea eficienței și a capacității de conducere a echipei manageriale prin modificări semnificative în structura organizatorică a firmei, cum ar fi restructurarea diviziilor firmei, a nivelelor ierarhice, a proceselor de producție, reducerea diversificării de produse, sau a personalului. Acest gen de restructurări sunt însoțite de multe ori și de modificări în structura activelor. În cazurile de faliment și reorganizare atât restructurarea financiară cât și cea operațională trebuie să conlucreze pentru salvarea afacerii.

Cercetările lui Bowman (1999) au arătat că doar reducerile de personal neacompaniate de alte schimbări organizaționale au impact negativ asupra performanței.

Pe măsură ce mediul în care companiile operează este într-o continuă schimbare, managerii trebuie tot timpul să fie atenți la metode noi de a-și structura și finanța compania. Procesul de creare a valorii descris de Pike și Neale (1996) presupune următoarele:

1. Revizuirea structurii financiare a companiei din punctul de vedere al acționarilor, urmărind dacă unele schimbări în structura capitalului ar crește valoarea.
2. Creșterea eficienței și reducerea costului capitalului prin folosirea împrumutului.
3. Îmbunătățirea fluxurilor operaționale de capital axându-se în principal pe oportunitățile de investiții rentabile (ce au valori actualizate pozitive), pe maximizarea profitului și pe operațiuni de reducere și dezinvestire.
4. Folosirea ingineriilor financiare care cresc valoarea firmei.

Fruhan (1979) a identificat următoarele abordări pentru a mări valoarea: abilitatea de a avea produse cu preț competitiv, realizarea unor costuri de producție reduse sau mai mici decât media, un nivel redus de intensitate a capitalului, abilitatea de a obține finanțare mai ieftin decât media, o structură a capitalului mai eficientă decât a concurenței, cumpărarea de companii folosind active supraevaluate, cumpărând active subevaluate și vânzând active supraevaluate.

Rappaport (1986) susține ideea unui management axat pe valoare (value based management – VBM) pentru a crește valoarea unei firme. De asemenea, Copeland, Koller și Murrin (1990) susțin aceeași idee. Managementul axat pe valoare este o abordare de management prin care aspirațiile companiei, procesele de management sunt toate aliniate ideii de a-și maximiza valoarea. Autorii susțin că o parte importantă a acestui tip de management o constituie înțelegerea profundă a variabilelor ce conduc la creșterea valorii unei firme. Conform lui Knight (1998), valoarea se creează prin deciziile operaționale și investiționale pe care le fac managerii zi de zi. Aceasta înseamnă că managerii pot crește valoarea firmei. Presupune traducerea unor concepte abstracte despre crearea valorii în termeni uzuali prin folosirea mecanismelor operaționale. Axarea pe crearea de valoare implică judecarea fiecărei decizii și acțiuni prin prisma valorii pe care o creează. Stabilirea unei culturi în cadrul firmei axată pe crearea de valoare

presupune o transformare organizațională majoră și în multe cazuri, trebuie făcută la vârful firmei.

Stewart (1991) susține că o metodă bună de a crea valoare este de a-i face acționari (proprietari) pe manageri. De asemenea, susține că proprietatea trebuie să meargă mai mult decât câștigul monetar, și trebuie să oglindească și asumarea răspunderii pentru succesul sau eșecul firmei. El promovează pentru împărțirea valorii, făcând pe fiecare părtaș la crearea de valoare. Valoarea este creată prin îmbunătățirea eficienței operaționale, obținerea unei creșteri rentabile și renunțarea la activitățile neproductive.

Restructurarea implică activele și pasivele unei companii, structura capitalului, astfel încât să asigure fluxul de numerar necesar, promovarea eficienței, creșterea firmei, maximizarea valorii acționarilor, creditorilor și altor părți ce au interese în companie. Aceste obiective ar trebui urmărite în mod activ de către management și administratori. Deși în multe situații se întâmplă așa – răscumpărări de acțiuni, recapitalizări – sunt situații în care structura existentă nu se schimbă până la apariția unei crize. Atunci acțiunile devin defensive – împotriva unor preluări ostile – sau generate de dificultăți, caz în care creditorii amenință cu exercitarea drepturilor lor.

**Practic**, creșterea valorii firmei se poate realiza prin mai multe metode. Conform metodei de evaluare a unei firme pe baza veniturilor, valoarea acesteia este valoarea prezentă a fluxurilor de numerar generate de activele existente și de creșterea viitoare, actualizate folosind costul capitalului. Astfel, pentru ca o acțiune să creeze valoare, trebuie să realizeze unul sau mai multe din următoarele:

1. să crească fluxurile de numerar viitoare generate de investițiile existente
  2. să mărească rata de creștere a veniturilor
  3. să prelungească perioada de creștere accelerată
  4. să reducă costul capitalului care este aplicat în actualizarea acestor fluxuri
- Astfel, o acțiune ce nu afectează aceste lucruri nu afectează valoarea.

Tabelul 4. **Acțiuni ce pot crea valoare**

Tipul acțiunii	Acțiuni cu efect imediat	Acțiuni cu efect întârziat	Acțiuni cu efect pe termen lung
Pentru investițiile existente	- vânzarea de active ce au o valoare de vânzare mai mare decât valoarea continuării folosirii lor - lichidarea activelor ce au o valoare de lichidare mai mare decât valoarea continuării folosirii lor - eliminarea cheltuielilor	- reducerea necesarului de capital de lucru, prin reducerea obiectelor de inventar și a creanțelor, sau prin creșterea datoriilor comerciale - reducerea cheltuielilor de întreținere a capitalului în lucru - reducerea impozitului marginal	- modificarea politicii de preț pentru a maximiza încasările și marja operațională - introducerea de tehnologii noi pentru a reduce cheltuielile și a mări marjele

Tipul acțiunii	Acțiuni cu efect imediat	Acțiuni cu efect întârziat	Acțiuni cu efect pe termen lung
	operaționale ce nu generează venituri și creștere - folosirea de facilități fiscale pentru a crește fluxurile de numerar		
Pentru creșterea viitoare	- eliminarea cheltuielilor de capital ce o rentabilitate mai redusă decât costul finanțării lor	- creșterea ratei de reinvestire sau a rentabilității marginale a capitalului	- creșterea ratei de reinvestire sau a rentabilității marginale a capitalului
Pentru creșterea duratei de dezvoltare accelerată	- protejarea prin patente sau alte metode a produselor firmei	- folosirea economiilor de scară sau a avantajelor prin costuri pentru a mări rentabilitatea capitalului	- construirea unui nume de marcă puternic - reducerea costului de folosire a produselor firmei și creșterea costului de înlocuire cu alte produse
Pentru costul finanțării	- corelarea fluxurilor de numerar generate de active cu fluxurile de numerar necesare plății datoriilor - structurarea optimă a ratei datoriilor	- corelarea fluxurilor de numerar generate de active cu cele necesare plății datoriilor - folosirea unei structuri optime de finanțare a noilor proiecte - optimizarea structurii costurilor pentru reducerea levierului operațional	- reducerea riscului operațional al firmei prin acțiuni menite să facă produsele mai accesibile

(Sursa: prelucrare proprie după Damodaran, 2002)

Aproape toate firmele sunt interesate în creșterea valorii, însă puține sunt capabile să o facă. Aceasta pentru că este un proces dificil care necesită timp și face viața dificilă pentru conducere, ce trebuie să implementeze strategii de multe ori dureroase (reducerea costurilor, concedieri, etc.). De asemenea, pentru a mări valoarea firmei, toată firma trebuie să fie implicată în acest proces (nu se poate crește valoarea doar datorită departamentului financiar, sau doar datorită conducerii). În același timp, strategia de

creștere trebuie să fie specifică firmei pentru care este concepută, neexistând două firme la fel, ce să aibă aceleași probleme și pentru care strategia să funcționeze la fel.

În literatura ce prezintă restructurarea și crearea de valoare, există patru modele ce dau un cadru general de analiză, și anume: „pentagonul restructurării” al lui Copeland, Koller și Murrin (1990), „modelul de evaluare al potențialului” al lui Crum și Goldberg (1990), „lanțul valorii” al lui Porter (1985), și „modelul rețelei de valoare” al lui Rappaport (1986), toate prezentate pe larg în cadrul tezei.

#### CAPITOLUL 4. FRUCTIFICAREA INVESTIȚIEI ȘI MĂSURAREA PERFORMANȚEI

Exit-ul (fructificarea sau lichidizarea investiției) este un proces prin care fondatorii, managementul și investitorii într-o companie găsesc cumpărători și vând către aceștia o parte sau toate acțiunile companiei. Prin intermediul unui exit, investitorii realizează câștiguri, iar compania poate primi o infuzie de capital și/sau o nouă direcție strategică din partea cumpărătorului.

Investitorii își schimbă acțiunile în bani atunci când lichidizează investiția (exit – vânzarea cotei deținute). Majoritatea acestora urmăresc o rată de rentabilitate de 38% și un randament pe 5 ani de 5 ori mai mare decât investiția (Povaly, 2007).

Termenul de exit în acest context poate fi denumit și dezinvestire sau divestire, și înseamnă că un investitor private equity își vinde participația la o companie, în totalitate sau parțial, pentru a-și reduce expunerea. Pentru a face bani din investițiile făcute, investitorii private equity trebuie să transforme participații nelichide în câștiguri încasate.

Investițiile private equity sunt investiții nelichide, și nu pot fi vândute la fel de ușor și de repede ca și acțiunile la companii publice prin intermediul bursei. În timp ce fondurile venture capital se concentrează pe companii start-up sau aflate la început și au un orizont investițional de timp de 7 până la 10 ani, fondurile de private equity și buyout au orizonturi de 3 până la 5 ani. Vânzarea cu succes a participațiilor nu este critică doar pentru a realiza câștiguri substanțiale, ci și pentru a atrage capital suplimentar.

O caracteristică esențială a finanțărilor private equity este perioada limitată de timp pentru care se face investiția, fiind astfel foarte important procesul de exit. Având în vedere limitările perioadei investiționale, fondurile de private equity trebuie să finalizeze relația investițională cu firmele din portofoliu după o anumită perioadă de timp. În acest sens, investitorii trebuie să lichideze investițiile la un moment dat.

Conform autorilor și practicienilor din acest domeniu (Wright și Robbie, 1998: 521-570; Gompers și Lerner, 1999; Cumming și Macintosh, 2003: 511-548), există cinci categorii mari de **rute potențiale de exit**: tranzacții directe, preluări secundare, oferte publice inițiale (OPI), răscumpărări și divizări. De asemenea, lichidarea poate fi parțială sau integrală, pentru toate cele cinci metode, cu mențiunea că tranzacțiile directe se fac de obicei pe întreg pachetul deținut, iar prin ofertă publică inițială (OPI) un exit total și imediat este puțin probabil. Pe lângă cele cinci metode menționate, unii autori menționează și recapitalizarea ca o metodă de lichidare parțială a investiției. Cu toate acestea, recapitalizarea nu schimbă structura acționariatului și nu poate fi numită lichidare în adevăratul sens. De asemenea, o metodă prin care investitorii pot să își recupereze banii investiți, este lichidarea (dizolvarea) societății.



Procesul pentru fiecare dintre aceste metode este diferit și are cerințe distincte în funcție de mărimea și caracteristicile companiei în cauză. Fiecare metodă are costuri diferite, timpi de execuție diferiți, cerințe diferite cu privire la documentele ce trebuie făcute publice, impactul față de taxele ce trebuie plătite, etc.

În continuare prezentăm cele 5 metode principale de lichidare a investițiilor.

**1. Tranzacția directă.** Vânzarea companiei deținute către un competitor sau colaborator este cea mai des întâlnită modalitate de lichidare a investiției în Europa. În cazul în care participația este majoritară și se vinde întreaga firmă, vorbim de lichidare gen fuziune sau achiziție. Vânzarea se poate face și către un investitor financiar.

Vânzările directe sunt de obicei lichidări totale, și se fac pe bani, în comparație cu vânzările parțiale, mult mai rare, în schimbul cărora se primesc de obicei acțiuni la firma cumpărătoare în loc de bani.

Cumpărătorul într-o tranzacție directă este de obicei din același sector de activitate și urmărește integrarea produselor sau tehnologiilor firmei cumpărate în firma cumpărătoare, fie pe orizontală, fie pe verticală. Achizițiile strategice pot implica și fuziunea a două companii ce au relații contractuale (cum ar fi furnizarea de materii prime, sau firme ce aplică anumite patente). Având în vedere că operează în același sector, cumpărătorul poate evalua cel mai bine valoarea companiei cumpărate și a companiei rezultate. Datorită sinergiilor care se creează, cumpărătorii strategici plătesc de obicei mai mult pe companiile cumpărate. Cu toate acestea, nu întotdeauna prin combinarea celor două entități se creează sinergii. De multe ori, la baza achiziției stau alte motive, printre care se pot număra dorința de a acapara personalul uman, anumite patente deținute de firma țintă, baza de clienți, etc. De asemenea, dorința de cumpărare poate fi luată și pe baza necesității cumpărătorului de a avea o anumită tehnologie, și poate fi mai ieftin (în timp și bani) să achiziționeze o companie ce deține deja tehnologia decât să o dezvolte intern.

Anticiparea cumpărătorului cu privire la câștigul rezultat din combinarea celor două firme determină suma pe care acesta este dispus să o plătească pe firma țintă. Prețul este negociat între cele două firme pe baza puterii de negociere și a informațiilor deținute de ambele părți cu privire la sinergiile generate de combinarea firmelor.

**2. Vânzările secundare și preluările secundare.** Literatura de specialitate face diferență între vânzările secundare și preluările secundare. O vânzare secundară este o metodă de lichidare a investiției, unde diferența față de o vânzare directă este că în prima variantă, doar fondul de investiții își vinde participația, nu și managementul sau alți investitori. Cumpărătorii sunt de obicei și în acest caz investitori strategici. Aceștia nu mai au acces la informații din interiorul firmei ca în cazul când se cumpăra compania în totalitate. De asemenea, sinergiile sunt mai greu de realizat, fiindcă cele două companii nu se combină. Din aceste motive, prețurile la care se fac aceste tranzacții sunt mai mici decât în cazul vânzărilor directe. Modalitatea aceasta de lichidare a investiției este o metodă mai rar întâlnită.

Prin contrast, preluările secundare reprezintă tranzacții prin care o companie este vândută de către un investitor financiar altui investitor financiar. Acest fenomen ia amploare datorită sumelor mari ce se vehiculează în această industrie.

**3. Oferta publică inițială (OPI).** Ofertele publice inițiale sunt foarte atractive pentru investitori ca metodă de fructificare a unei investiții. Piața ofertelor primare oferă

posibilitatea pentru obținerea de lichidități și păstrarea în același timp a unei cote părți din afacere.

Firmele nou listate la bursă trebuie să aibă un potențial de creștere foarte mare pentru a menține un curs ridicat pe piață după listare. În plus, trebuie să aibă un avantaj competitiv demonstrat, capacitate să dețină cotă de piață, și să se situeze în zone favorizate de analiști. Investitorul poate aduce valoare adăugată procesului de ofertă selectând o bancă de investiții care să conducă oferta. Aceasta trebuie să fie activă în domeniul de activitate al companiei și să aibă experiență și acoperire analitică în sectorul respectiv.

În cazul ofertei publice, o companie își vinde o parte din acțiuni publicului. Aceste oferte publice sunt urmate (de cele mai multe ori) de listarea companiei la bursă. Dintre toate metodele de lichidizare a investiției, oferta publică inițială este singura metodă prin care compania beneficiază în mod direct de infuzie de capital, oferind în același timp (în cazul listării la bursă) posibilitatea acționarilor să își lichidizeze investiția în orice moment.

Oferta publică inițială este o formă de dezinvestire ce durează o lungă perioadă de timp, pentru că de obicei fondurile de private equity ce au investit în companie nu au voie să își vândă participația după listarea la bursă pe o perioadă de până la 12 luni (perioada de lock-up), pentru a nu crea panică în rândul investitorilor, ducând la vânzări masive și scăderea prețului acțiunii. Efectuarea unei oferte publice inițiale nu reprezintă o metodă de lichidizare în sine, ci doar precede și facilitează un astfel de demers.

Investitorii ce cumpără acțiunile nou emise au un grad scăzut de inițiere, în comparație cu fondurile de private equity, însă acest lucru este contracarat de interesul celor ce sunt implicați în emisiune de a-și păstra reputația, și astfel de a evalua corect prețul acțiunilor.

Unul dintre dezavantajele unei oferte publice inițiale este costul ridicat al întregii operațiuni.

**4. Răscumpărarea.** Într-o tranzacție de răscumpărare, fondul de private equity își vinde acțiunile înapoi de unde le-a cumpărat, de la proprietar sau de la companie. Răscumpărările sunt des întâlnite în cazul investițiilor ce se anunță fără succes, companii ce nu au potențial de creștere, o valoare redusă și sunt la începutul perioadei investiționale.

În multe contracte de finanțare, există clauza că investitorii își pot revinde acțiunile proprietarului sau companiei dacă nu se îndeplinesc anumite ținte stabilite prin contract, cum ar fi nivele de performanță sau eșecul listării la bursă.

Cu toate acestea, de multe ori proprietarii nu au resursele necesare răscumpărării. Pentru a putea efectua răscumpărarea, antreprenorul sau firma trebuie să se împrumute, crescând astfel gradul de îndatorare al companiei. Echipa aflată la conducerea companiei se poate disciplina astfel, având de făcut față unor rate mari la credite.

**5. Recapitalizarea.** Recapitalizările nu reprezintă o formă efectivă de dezinvestire, pentru că participația fondurilor nu se reduce. Totuși, expunerea financiară față de respectiva companie se poate reduce prin plata unui dividend extraordinar devenit posibil prin contractarea unui alt credit.

Ideea este reîndatorarea firmei achiziționate după ce s-a efectuat rambursarea unei părți din creditul inițial contractat pentru cumpărarea ei. Există mai multe metode de recapitalizare a unei companii. O recapitalizare prin împrumut presupune un credit pentru

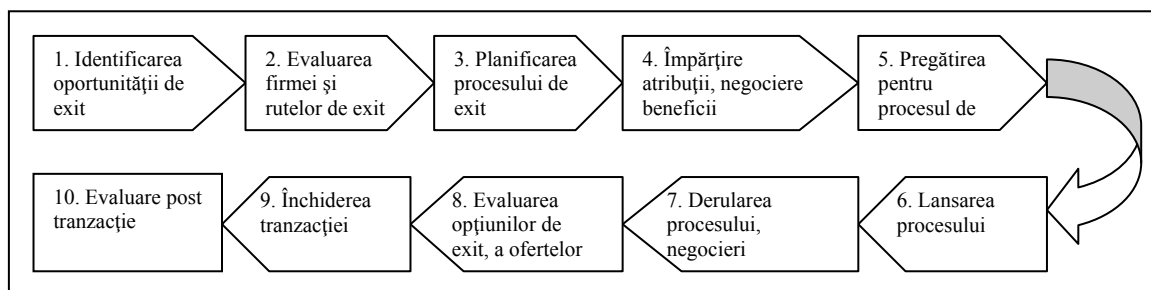
a răscumpăra propriile acțiuni. Prețul ce poate fi plătit este limitat de potențialul de îndatorare al companiei. Acest gen de mecanisme se aplică în principal situațiilor când s-au efectuat preluări de companii (LBO – leveraged buyout), pentru că firmele achiziționate sunt de dimensiuni mari, sunt mature și sunt obișnuite cu generarea unor fluxuri de numerar constante și suficient de mari pentru a face față plății datoriei.

O altă metodă presupune includerea altor investitori. Compania poate fi la un grad de dezvoltare care prezintă interes de investire pentru un investitor mai puternic.

**6. Trecerea pe linie moartă, în cazul unei investiții eșuate.** În cazul în care compania achiziționată nu reușește să atingă nivelul de performanță gândit inițial, ci reușește doar să supraviețuiască, investitorii nu se mai implică în restructurarea ei, investiția intrând temporar pe o linie moartă. Acest gen de investiții susțin doar stilul de viață existent al angajaților și al acționarilor, neavând potențialul de creștere sperat inițial.

Întregul proces de exit poate fi detaliat pe mai multe etape, după cum arată figura următoare:

Figura 7. **Procesul de exit**



(Sursa: prelucrare proprie după Povaly, 2007: 183)

**1. Identificarea oportunității de exit.** La începutul fiecărui proces de exit se află identificarea oportunității de a realiza exitul. Lieber (Lieber, 2004: 72-82) este de părere că trebuie făcute evaluări regulate ale investițiilor efectuate pentru a identifica oportunitățile de exit. Pregătirea pentru procesul de exit trebuie începută cât mai timpuriu, chiar înainte de efectuarea investiției.

**2. Evaluarea firmelor din portofoliu și a rutelor de exit.** Al doilea pas presupune evaluarea în detaliu a firmei și posibilele rute pentru exit. Cu toate că și la pasul 1 se realizează o astfel de activitate, la pasul 2 analiza se face mult mai aprofundat. În această etapă începe și apelarea la experți în domeniu, analiști, evaluatori, bănci de investiții, etc.

**3. Planificarea procesului de exit și mandatarea consultantilor.** În această etapă, firma de private equity, împreună cu conducerea societății, începe să pregătească planul după care se va realiza întreg procesul de exit, iar intenția de exit este cunoscută doar celor direct implicați.

**4. Împărțirea atribuțiilor, negocierea beneficiilor.** În timp ce majoritatea îndatoririlor au fost atribuite încă de la pasul trei, urmează informarea mai multor persoane cu privire la intenția de exit. Pregătirile pentru un exit consumă multe resurse umane și poate distrage atenția conducerii de la operațiunile curente. Este necesară implicarea mai multor persoane și desemnarea exactă a sarcinilor ce revin fiecăruia. În

această etapă se mai pot negocia beneficiile unor persoane cheie ce se vor implica în procesul de exit.

**5. Pregătirea înaintea începerii procesului de exit.** Înaintea începerii procesului propriu-zis, este nevoie de multă pregătire, atât a materialelor publicitare, legale, a documentelor financiare, proiecțiile financiare, tot ce duce la evaluarea corectă a afacerii. De cele mai multe ori, se fac pregătiri și pentru a permite vizitarea companiei de potențiali cumpărători.

**6. Începerea procesului de exit.** După încheierea pregătirilor necesare și analiza potențialilor cumpărători, se începe procesul de exit, în mod formal sau informal, oferind acestora informații pertinente. Informațiile sunt distribuite doar după semnarea unui acord de confidențialitate, protejând astfel interesele firmei. În cazul în care se urmează mai multe variante de exit, acest lucru nu este comunicat investitorilor.

**7. Derularea procesului, negocieri cu clienți.** Odată procesul de exit lansat, se oferă informații suplimentare potențialilor cumpărători pe măsura solicitării lor.

**8. Evaluarea opțiunilor de exit și a ofertelor.** După primirea de oferte de la cumpărătorii interesați, firma de private equity și consultanții trebuie să evalueze rutele posibile de exit și ofertele. Acest proces poate dura câteva săptămâni, iar cumpărătorii interesați pot fi chemați să liciteze pentru compania ce urmează a fi vândută.

**9. Închiderea tranzacției.** După câteva runde de negocieri detaliate cu privire la înțelegerea de vânzare-cumpărare, se poate realiza tranzacția, ce duce la schimbarea proprietarilor companiei.

**10. Evaluarea post tranzacție.** După încheierea întregului proces, se face o evaluare cu privire la modalitatea în care acesta s-a desfășurat, pentru identificarea aspectelor ce pot fi îmbunătățite pe viitor.

Odată încheiat procesul de vânzare a deținerii în companie, se poate realiza o măsurare a performanței întregii operațiuni, sau în cazul mai multor investiții realizate de un fond de private equity, a performanței fondului. În timp ce dezvoltarea metodelor standardizate de evaluare cantitativă a riscului și a rentabilității a făcut mari progrese pentru alte forme de investiții „alternative”, inclusiv fondurile de risc, încă nu s-a stabilit un standard de evaluare pentru rentabilitatea activității de private equity. Lipsa unor date de încredere despre performanțe și natura secretă a tranzacțiilor este completată de încercarea managerilor de fond de a evita publicitatea cu privire la câștigurile generate de fondurile pe care le conduc. Asta înseamnă că cele mai multe raportări despre performanță sunt bazate pe date incomplete. Cu toate acestea, pe măsură ce investitorii devin tot mai sofisticăți, iar fondurile atrag o gamă tot mai diversificată de investitori, transparența în domeniu începe să crească.

Dificultatea de a măsura profilul de rentabilitate și risc a fondurilor de private equity nu se datorează doar lipsei de informații, ci și lipsei ori imperfecțiunii piețelor secundare pentru astfel de pachete de acțiuni. Ca o consecință, pentru fiecare investiție, există doar două momente în care prețurile tranzacțiilor pot fi observate obiectiv – la momentul achiziției și la momentul vânzării (exit-ului). Astfel, nu există serii intermediare cu privire la câștigurile istorice, iar evaluarea performanței unui fond de private equity devine complexă.

Având în vedere că investițiile în activitatea de private equity pot fi făcute fie prin intermediul unui fond fie direct (co-investire), există două perspective de măsurare a

performanței din punctul de vedere al unui investitor: fie analizând caracteristicile riscului și rentabilității investiției într-un fond, fie analizând performanța investiției într-o companie specifică. În timp ce prima abordare este relevantă pentru toți investitorii într-un fond, a doua variantă este importantă doar pentru managerul fondului și investitorii în respectiva companie. Având în vedere relevanța pentru majoritatea investitorilor, măsurarea performanței la nivelul fondului este cea mai des aplicată metodă. În continuare prezentăm trei metode de măsurare a performanței ce se pot aplica pentru ambele situații. Fluxurile de numerar (atât la nivelul fondului cât și la nivelul investitorilor) reprezintă baza de analiză pentru toate cele trei metode.

**a) Multiplicatori ai investiției.** Având în vedere orientarea pe termen lung și lipsa de lichiditate a investițiilor de private equity, se poate folosi ca metodă simplă de măsurare a performanței relația dintre capitalul investit și capitalul returnat. Raportul dintre capitalul investit și cel returnat este o metodă foarte simplă de măsurare a randamentului unei investiții, și reprezintă rata de multiplicare a capitalului investit. Cu toate acestea, această metodă nu ia în considerare timpul în care se realizează aceste câștiguri, care nu sunt actualizate și ajustate. Acest lucru face aproape imposibilă compararea performanței între fonduri. Conceptele următoare oferă soluții la această problemă și sunt folosite cu mai mare succes.

**b) Rata internă de rentabilitate (RIR, sau internal rate of return - IRR)** bazată pe fluxurile de numerar. Rata internă de rentabilitate a devenit sistemul standard de măsurare a rentabilității activității de private equity atât la nivel de investitor, investiții singulare, cât și la nivel de fond de investiții și de sector. Această rată reprezintă rata de actualizare pentru care valoarea prezentă a fluxurilor de numerar este zero. Matematic, rata internă de rentabilitate poate fi exprimată ca fiind soluția următoarei ecuații, unde  $T$  reprezintă durata de viață a fondului, iar  $CF_t$  reprezintă fluxul de numerar generat în perioada  $t$ :

$$\sum_{t=0}^T CF_t(1 + RIR)^{-t} = 0$$

**c) „echivalentul pieței publice” (PME – public market equivalent) bazat pe fluxurile de numerar.** Kaserer și Diller (2004) explică obiectivul abordării prin intermediul echivalentului pieței publice astfel: „Dacă un investitor investește 1 Euro într-un fond de private equity, câți euro ar trebui să investească pe o piață publică pentru a genera același flux de numerar și a rămâne la sfârșit cu aceeași sumă? Echivalentul pieței publice este exact răspunsul la această întrebare.” Acest indicator reprezintă raportul dintre rentabilitatea obținută din investiția într-un fond de private equity și reinvestirea câștigului intermediar pe piața publică, și rentabilitatea obținută din investirea acelei sume pe piața publică. Acest lucru permite calcularea performanței unui fond eliminând problema legată de reinvestire la aceeași rată internă de rentabilitate. Matematic, indicatorul se poate exprima prin următoarea formulă:

$$PME = \frac{\sum_{t=1}^T cf_t \prod_{i=t+1}^T (1 + R_{it})}{\prod_{t=1}^T (1 + R_{it})},$$

unde:

$R_{it}$  = rentabilitatea netă obținută de pe piața publică în perioada t

$cf_t$  = fluxul de numerar pozitiv generat de fondul de private equity în perioada t

Dacă fondul de private equity are o performanță superioară investiției pe piața publică, valoarea PME este mai mare decât 1. Echivalentul pieței publice poate fi folosit pentru a compara rentabilitatea fondurilor, dar și pentru a compara investiții individuale.

## CAPITOLUL 5. STUDIU DE CAZ

În studiul de caz parcurgem toate etapele urmate de o investiție private equity prezentate în teză, aplicate pe un caz real, și anume **S.C. Terapia S.A. Cluj-Napoca**, producător autohton de produse farmaceutice.

În anul 1997 compania a fost listată la Bursa de Valori București, și a făcut parte din blue-chips-urile bursei de valori (cele mai tranzacționate acțiuni pe bursă, având capitalizare mare și făcând parte din unul din indicii bursei). După listare, companiile de investiții **Romanian Investment Company**, **Romanian Investment Fund**, **Labrador Partner** (investitori financiari de tip venture capital) au început să achiziționeze acțiuni ale emitentului de pe bursă, ajungând să dețină cumulativ în anul 2003 60% (183.968.208 acțiuni) din capitalul social al acestuia. În 2003 aceste companii și-au vândut participația către fondul de investiții **Advent International** (investitor financiar de tip buyout). Acesta, în urma unei oferte publice de preluare în vederea delistării și a unei majorări de capital social, a ajuns să dețină 96,7% (1.229.790.643 acțiuni) din capitalul social al emitentului, după care, începând cu 2004, retrage firma de la cota bursei. În anul 2006 fondul american de investiții își vinde participația companiei indiene **Ranbaxy Laboratories Limited** (investitor strategic).

Studiul de caz parcurge aceste operațiuni, urmărind etapele realizării fiecărei investiții, conform ciclului de private equity descris în teză. Demersul analizează întreg procesul acestor operațiuni, scoțând în evidență aspectele importante avute în vedere, pe etapele desfășurării operațiunilor, astfel:

**1.** am calculat **valoarea firmei la cele trei momente cheie**, folosind abordările prezentate (pe bază de active, pe bază de venituri, pe bază de comparații):

a) 1997, înainte ca emitentul să fie listat la bursă și investitorii venture capital să înceapă să cumpere acțiuni

b) 2003, momentul când pachetul deținut de investitorii venture capital este vândut investitorului buyout

c) 2006, când investitorul buyout vinde firma către investitorul strategic

**2.** pe urmă am analizat **evoluția emitentului** (internă și externă) pe durata întregului proces, evidențiind evoluția performanțelor companiei care indică efectul implicării investitorilor în activitatea firmei asupra valorii acesteia.

**3.** în etapa următoare am prezentat **metoda de exit** aleasă de investitori.

4. în ultima etapă am măsurat **randamentul** obținut de fiecare investitor.

Pentru a simplifica demersul aplicativ și pentru a evita repetarea denumirii celor implicați, am notat numele acestora astfel:

- S.C. Terapia S.A. Cluj-Napoca, firma emitentă (emitentul), care este obiectul acestui studiu de caz, va fi firma „A”.
- firmele concurente și comparabile cu emitentul, și anume S.C. Biofarm S.A. București, S.C. Sicomed S.A. București, și S.C. Antibiotice S.A. Iași, vor fi notate cu „B”, „C” și respectiv „D”
- investitorii financiari de tip venture capital, și anume Romanian Investment Company, Romanian Investment Fund, Labrador Partner, vor fi notați cu literele „X1”, „X2” și respectiv „X3”
- investitorul financiar de tip buyout, Advent International, îl vom nota cu „Y”
- investitorul strategic Ranbaxy Laboratories Limited va fi notat cu „Z”

În urma aplicării celor trei metode de evaluare, au rezultat următoarele **valori ale companiei** la momentele cheie:

Tabelul 5. **Valoarea companiei pentru anii 1997, 2003, 2006**

Valoarea firmei folosind abordarea pe bază de:	1997 (lei)	2003 (lei)	2006 (lei)
1. Active	14.370.959	114.388.921	143.061.028
2. Venituri, folosind:			
- o rată constantă de creștere	18.591.613	203.628.577	312.549.055
- două rate de creștere	70.040.618	563.480.292	1.053.295.245
3. Comparații, folosind:			
- multiplii pentru firme europene	70.222.095	657.526.123	839.761.704
- multiplii pentru firme românești	n.a.	120.904.973 (558.154.364, folosind firma B)	999.311.833

(Sursa: prelucrare proprie)

În ceea ce privește **evoluția internă a emitentului** în perioada analizată, aceasta este prezentată pe baza indicatorilor financiari în următorul tabel:

Tabelul 6. **Evoluția indicatorilor economici ai emitentului**

Indicatori/Anii	1997	2003	2006
Cifra de afaceri (lei)	25.816.300	116.387.676	247.718.883
Profitul net (lei)	6.639.841	15.466.916	46.787.483
Cheltuieli la 1000 lei venituri (lei)	673,60	798,09	777,51
Cheltuieli la 1000 lei cifra de afaceri	790,81	848,68	833,73
Rata rentabilității comerciale (PB/CA)	38,32%	21,47%	23,86%
Rata rentabilității resurse consumate (PB/CT)	48,46%	25,30%	28,62%
Rata rentabilității economice (ROA – PB/AT)	44,77%	8,04%	16,53%
Rata rentabilității financiare (ROE – PN/CP)	49,74%	7,21%	19,58%

Rata rentabilității capitalului (ROC – PN/C)	31,51%	5,15%	14,07%
Activul net contabil (AT-DT)	14.370.959	224.862.504	264.136.678
Rata datoriilor totale (Dt/Tp)	34,96%	27,63%	26,14%
Rata solvabilității patrimoniale (Cpr/(Cpr+Cred.totale))	0,63	0,71	0,72
Rata solvabilității generale (AT/DT)	2,86	3,62	3,83
Rata autofinanțării activelor (Cpr/(AF+AC))	0,63	0,69	0,67
Rata datoriilor (DT/AT)	0,35	0,28	0,26
Viteza de rotație active circulante (CA/AC)	1,89	0,90	1,21
Productivitatea muncii (CA/N)	17.108,22	161.425,35	284.407,44
Levierul financiar (D/CP)	57,86%	40,04%	39,11%
Pondere datorii în capital total (D/(D+CP))	36,65%	28,59%	28,12%
Pondere capital propriu în capitalul total (CP/(D+CP))	63,35%	71,41%	71,88%

(Sursa: prelucrare proprie)

În comparație cu firmele comparative, în perioada analizată **evoluția emitentului** a fost următoarea:

Tabelul 7. **Evoluția comparativă a emitentului în perioada analizată**

Indicator	Firma	1999	2003	2006
Evoluția cifrei de afaceri	Firma A	100.00%	250.65%	534.48%
	Firma B	100.00%	323.38%	557.69%
	Firma C	100.00%	247.93%	392.86%
	Firma D	100.00%	297.12%	478.05%
Evoluția profitului net	Firma A	100.00%	216.54%	671.43%
	Firma B	100.00%	822.31%	1444.44%
	Firma C	100.00%	138.06%	242.11%
	Firma D	100.00%	867.58%	1724.29%
Număr mediu de salariați	Firma A	100.00%	48.81%	60.00%
	Firma B	100.00%	86.65%	60.00%
	Firma C	100.00%	51.82%	50.00%
	Firma D	100.00%	82.16%	72.73%
Evoluția productivității muncii	Firma A	100.00%	513.46%	916.13%
	Firma B	100.00%	373.18%	921.05%
	Firma C	100.00%	475.02%	919,23%
	Firma D	100.00%	361.61%	631.16%

(Sursa: prelucrare proprie pe baza datelor disponibile pe [www.mfinante.ro](http://www.mfinante.ro))

Ca și metode alese de investitori pentru a-și **lichidiza** investiția, în ambele cazuri exit-ul s-a realizat printr-o vânzare către un alt investitor. Investitorii financiari de tip venture capital X1, X2, X3 au ales ca și metodă de exit o vânzare secundară către un alt investitor financiar, și anume investitorul de tip buyout Y. Acesta și-a lichidizat investiția printr-o vânzare directă a întregii companii către investitorul strategic Z.



În ceea ce privește **randamentul** investiției realizate, pentru investitorii X1, X2, X3, randamentul investiției realizate de se poate evidenția astfel:

- 1) în sumă absolută = Încasări – Investiții = 46.124.272,023544 lei
- 2) în sumă relativă (multiplicator al investiției) = Încasări / Investiții = 1,91 sau 191%. Astfel, investitorii aproape și-au dublat investiția.
- 3) rata internă de rentabilitate

Corespunde valorii pentru care se verifică ecuația:

$$\sum_{i=0}^5 \frac{fluxnet_i}{(1 + RIR)^i} = 0$$

Ecuația se rezolvă atribuind valori indicatorului RIR și verificând ecuația, până când găsim o valoare aproximativă care aproprie egalitatea de zero. Rezolvând ecuația, rezultă o RIR de 20%.

- 4) compararea cu un indice de piață

Rentabilitatea medie anuală în perioada 1998-2003 al indicelui BET-C a fost de 12%. Astfel, randamentul investiției pentru investitorii X1, X2, X3 a fost superior randamentului pieței în perioada analizată.

Câștigul investitorilor X1, X2, X3, a fost de  $0,2 / 0,12 = 1,6$  ori sau cu 66,6% mai mare decât câștigul generat de investiția în bursă în acea perioadă.

Randamentul investiției realizate de investitorul Y se poate evidenția astfel:

- 1) în sumă absolută = Încasări – Investiții = 802.081.785,72 lei
- 2) în sumă relativă (multiplicator al investiției) = Încasări / Investiții = 6,61  
Astfel, investitorul Y și-a multiplicat banii de peste 6 ori.
- 3) rata internă de rentabilitate

$$\sum_{i=0}^3 \frac{fluxnet_i}{(1 + RIR)^i} = 0$$

Astfel, RIR este de 88%.

- 4) compararea cu un indice de piață

Rentabilitatea medie anuală în perioada 2003-2006 al indicelui BET-C a fost de 71%. Astfel, randamentul investiției pentru investitorul Y a fost superior randamentului pieței în perioada analizată.

Câștigul investitorului Y a fost de  $0,88 / 0,71 = 1,24$  ori sau cu 24% mai mare decât câștigul generat de investiția în bursă în acea perioadă.

Astfel, câștigul relativ al investitorului Y față de câștigul generat din investiția la bursă a fost mai mic decât câștigul relativ al investitorilor X1, X2, X3.

## CONCLUZII

### CONCLUZII TEORETICE

1. Activitatea de private equity își are originea încă de pe vremea revoluției industriale. De atunci, operațiunile de private equity au evoluat, ajungând astăzi să reprezinte o clasă distinctă de active în care se poate investi. De asemenea, caracteristica investițiilor s-a schimbat. Dacă în mod clasic, activitatea de private equity reprezenta investiții în firme private, în zilele noastre se întâlnesc și investiții în firme publice.

Deși la început, modelul de investiție private equity a fost diferit în America și Europa, cele două metode de a face afaceri s-au apropiat în timp.

Tendința din ultimii ani de pe piața de private equity este spre o transparență a activității, prin raportări mai exacte, o accesibilitate mai mare din partea investitorilor retail, cât și instituționalizarea activității, prin listarea la bursă a marilor fonduri de private equity, ce duce la posibilitatea efectuării de tranzacții secundare pe această piață atât de inaccesibilă până atunci. De asemenea, participanții și caracteristicile acestora s-au schimbat în timp. Astfel, vedem intrarea fondurilor de hedging pe piață, a fondurilor de pensii, care nu aveau voie înainte să dețină astfel de active.

În ceea ce privește piața de private equity din România, aceasta este slab dezvoltată, în ciuda potențialului mare al țării noastre pentru acest gen de activități, recunoscut de marile fonduri de private equity.

Această situație este pusă pe seama instabilității mediului de afaceri și cel politic din România, slaba dezvoltare a pieței de capital, și o evoluție foarte proastă a numărului de listări efectuate la bursă (datorată lipsei de bani).

2. Inițial, activitatea de private equity a apărut ca o alternativă complementară la finanțările clasice (prin împrumuturi bancare sau obligatare) sau când acestea nu erau disponibile (idei de afaceri ce nu găsesc finanțare clasică, firme ce nu îndeplinesc condițiile de finanțare, etc. – în general investiții cu risc foarte mare). Pe lângă componenta de finanțare, activitatea de private equity asigură și o componentă de expertiză, investitorii implicându-se activ în operațiunile firmei deținute, aducând valoare prin cunoștințele și contactele deținute.

3. Activitatea de private equity, se poate împărți în două mari categorii de activități, în funcție de cota de participare achiziționată. Astfel, distingem activități de venture capital (sau capital de risc), ce au ca și caracteristică achiziționarea unui pachet minoritar de acțiuni în companii, și axarea în principal pe firme tinere, cu un potențial mare de creștere. Cealaltă categorie de activități o reprezintă activitățile de buyout (sau preluare), ce au ca și caracteristică preluarea firmelor mature, cu un potențial redus de creștere, dar care au capacitate de plată a împrumuturilor contractate cu ocazia achiziționării lor. Deși această împărțire este discutabilă, reprezintă norma general acceptată.

4. Activitatea de private equity are un caracter repetitiv. Astfel, ciclul de private equity presupune atragerea fondurilor necesare investițiilor, generarea unui flux de posibile investiții, analiza investițiilor selectate, structurarea investiției, monitorizarea investiției, lichidizarea investiției și distribuirea câștigurilor, după care urmează repetarea ciclului. Fiecare din aceste etape are caracteristici și procese diferite și specifice, ce depind de profilul investitorului, planul acestuia de investiții, etc.

5. Operațiunile de private equity pot lua diferite forme, de la investiții în idei inovatoare, ajutor acordat firmelor tinere pentru a se dezvolta, până la restructurări de companii, preluări de firme aflate în faliment, etc. Toate aceste operațiuni au la bază valoarea atribuită firmei, ca bază de discuții pentru achiziționarea unui pachet în companie.

Astfel, prețul stabilit este doar baza de discuție între investitori și acționari cu privire la investiția ce urmează a fi făcută. Prețul plătit poate fi mai mare sau mai mic decât cel rezultat din evaluare, în funcție de caracteristicile firmei, ale investitorului și a pachetului achiziționat: la preț se aplică unele corecții dacă firma este listată, dacă pachetul este un pachet de control sau unul minoritar, sau dacă firma nu este listată. Structurarea tranzacției, ce implică pe lângă prețul și pachetul achiziționat, clauze cu privire la drepturile de vot, locul în Consiliul de Administrație al firmei, criteriile de performanță ale firmei, schemele de recompensare, împărțirea în cazul lichidării, etc. se face prin negocieri între investitori și acționari. Investitorii strategici sunt dispuși să plătească mai mult pe firmă, datorită efectelor de sinergie create prin achiziție, spre deosebire de investitorii financiari, ce urmăresc achiziționarea la un preț cât mai mic, în vederea realizării unui profit cât mai mare prin vânzarea ulterioară.

6. Gradul de implicare în activitatea firmei achiziționate diferă de la investitor la investitor, de la companie la companie, și în funcție de procentul deținut (mai puțin în cazul investițiilor venture capital – management pasiv, și mai mult în cazul investițiilor buyout – management activ). Orientarea investitorilor spre crearea de valoare în cadrul companiei presupune o cunoaștere foarte amănunțită a caracteristicilor firmei, a domeniului în care aceasta acționează și a competiției existente. Astfel, înaintea oricărei decizii cu privire la activitatea firmei, trebuie făcută o analiză a acesteia: se analizează activitatea de producție, costurile de producție, rentabilitatea firmei, situația financiar patrimonială, potențialul intern și riscurile asociate activității acesteia. Deciziile se iau pe baza acestei analize. Operațiunile de restructurare ce au ca scop principal creșterea valorii firmei pot fi de natură operațională (ce presupun optimizarea activității operaționale a firmei), financiară (modificări în structura de finanțare a companiei pentru a răspunde mai bine nevoilor de finanțare și a reduce costul finanțării), sau de natura schimbărilor în portofoliul de activități și divizii a companiei (prin vânzări de divizii, închiderea secțiilor neprofiabile, sau achiziția de noi active necesare, sau chiar o schimbare în afacerea de bază a firmei).

7. Fructificarea investiției și realizarea de profit reprezintă pentru activitatea de private equity scopul principal al întregului proces descris în teză. Astfel, este bine-cunoscută vorba unui mare jucător pe piața de private equity, Henry Kravis, co-fondatorul uneia dintre cele mai mari firme de private equity din lume, KKR (Kohlberg, Kravis, Roberts & Co), care, fiind felicitat de consultanți cu ocazia unei achiziții, le-a răspuns: „Don't congratulate me when I buy it, congratulate me when I sell it” (nu mă felicitați când am cumpărat compania, felicitați-mă când o vând!). Astfel, se evidențiază axarea întregului proces pe crearea de profit cu orice mijloace. Cu toate acestea, întreg procesul are și o componentă umană, și anume crearea de valoare pentru toate părțile implicate în activitatea firmei, condiție necesară pentru vânzarea companiei la un preț superior.

Lichidizarea investiției se poate face în mai multe feluri (OPI, vânzare la investitori strategici sau financiari, răscumpărare de către vânzătorul inițial, etc.), însă

indiferent de metoda aleasă, aceasta trebuie schițată încă înainte de efectuarea investiției, pentru că în funcție de exit-ul ales se urmărește întreg procesul investiției. De asemenea, procesul de lichidare a investiției trebuie să implice, pe lângă investitori, și conducerea firmei, care are un rol foarte important în întreg procesul. Pentru aceasta, conducerea trebuie implicată încă de la început în planurile investitorilor, atât financiar cât și ca activitate, aliniind interesele celor două părți, pentru a asigura o reușită investiției.

**8.** În ceea ce privește măsurarea performanței investiției realizate, aceasta se poate urmări pe două planuri.

Unul ar fi cel financiar, prezentat în teză ca fiind măsurarea rezultatelor financiare ale întregii investiții (prin intermediul ratelor de multiplicare a banilor, a ratei interne de rentabilitate RIR, sau compararea cu rezultatele pieței de capital).

Un alt aspect, care nu este prezent în teză, se referă la impactul social al activității de private equity. Ne referim aici la numărul de locuri de muncă create, la multitudinea de produse și aplicații de care beneficiem datorită acestor investiții (toate ideile și afacerile mari din lume există și s-au dezvoltat datorită acestor activități), la optimizarea folosirii resurselor în scopul creării de valoare pentru toți cei implicați în activitatea firmelor, și alte beneficii sociale aduse de acest gen de activități. Impactul social al activității de private equity, pe lângă cel pozitiv prezentat mai sus, poate fi și unul negativ. Astfel, în perioada de pionierat a activităților de buyout (anii '80), aceasta era sinonimă cu concedieri în masă, lichidări de companii și vânzarea pe bucăți, preluări ostile ce aveau drept unic scop realizarea de profit cu orice preț, într-un termen cât mai scurt, prin diverse inginerii financiare, cu alte cuvinte devalizarea firmei în beneficiul „investitorilor” (shareholders) și în detrimentul celor implicați în activitatea firmei (stakeholders – salariați, furnizori, clienți, conducere, etc.). Spre avantajul industriei de private equity, acest gen de operațiuni sunt tot mai rare, iar investitorii se axează în prezent pe crearea de valoare în companiile din portofoliul. Astfel, dacă în trecut, investitorii de private equity (corporate riders) erau priviți cu frică și scepticism, în prezent finanțarea prin private equity este un gen de finanțare acceptată de întreprinzători, și chiar bine-venită, pentru că pe lângă componenta de finanțare (care de multe ori este singura variantă, neputându-se accesa alte forme de finanțare), aceasta oferă și o componentă de consultanță, expertiză de afaceri, contacte folositoare, etc.

## **CONCLUZIILE STUDIULUI DE CAZ**

**1.** Determinarea unei rate fără risc și a unei prime de risc pentru piața românească nu se poate face istoric (neexistând date), decât prin compararea cu o piață matură. Totuși, în ultimii ani, datorită maturizării pieței autohtone, ratele s-au aliniat practicii internaționale, valorile determinate prin cele două metode (comparație cu piața matură sau raportându-ne la piața internă) începând să converge.

**2.** Prima de risc calculată prin metoda implicită reliefează mult mai bine așteptările investitorilor cu privire la câștigurile viitoare decât metoda istorică. Se observă cum într-adevăr indicele BET-C are creșteri spectaculoase de la un an la altul în perioada analizată.

**3.** Indicatorul beta al companiei și al companiilor comparabile este dificil de calculat pe baza datelor existente despre România (valorile generate fiind foarte volatile,

neexistând un istoric îndelungat al ratei fără risc), și la fel trebuie corelate cu piețele mature.

4. Metoda DCF este greu de aplicat pentru piețele nematurizate, datorită lipsei informațiilor și a greutății de a calcula indicatorii. De asemenea, trebuie făcute multe presupuneri pentru a ajunge la o valoare estimativă, riscând astfel să pierdem din vedere realitățile mediului în care firma funcționează.

5. Valoarea acordată companiei poate diferi foarte mult în funcție de persoana ce realizează evaluarea. Astfel, valorile generate de diferite metode sunt diferite (depind de ratele de actualizare folosite), iar atribuirea unei valori finale depinde de multe aspecte: scopul pentru care se face evaluarea, intenția cumpărătorului (vânzătorului) cu privire la evoluția ulterioară a companiei după achiziționare (sau estimarea cu privire la potențialul de creștere viitoare).

6. Bazându-ne pe multiplii la care se tranzacționau companiile din sectorul analizat în România și pe piața europeană, putem concluziona că până în 2003 acest sector a fost sub-evaluat pe piața românească, urmând ca până în 2006 evaluarea să se alinieze cu piețele europene.

7. În perioada analizată, emitentul a avut o evoluție similară cu a pieței și a firmelor comparabile. Astfel, implicarea investitorilor în activitatea firmei a avut drept efect dezvoltarea acesteia în același ritm cu sectorul în care activează. Modificările făcute firmelor din sector au trebuit aplicate și firmei analizate pentru a menține poziția firmei. Măsurile luate de investitori au fost necesare pentru păstrarea poziției firmei pe piață.

8. Capitalizarea bursieră a companiei în prima zi de tranzacționare a fost de 8.678.811 lei, foarte aproape de activul net din 1996. Capitalizarea medie în anul 1997 a fost de 40.666.680 lei, sub valoarea companiei stabilită prin metoda bazată pe venituri și comparații (cu piețele europene). Astfel, decizia de investire a investitorilor X1, X2, X3 prin achiziții de pe bursă este justificată, având în vedere și potențialul de creștere al sectorului.

Vânzarea pachetului deținut către investitorul Y s-a făcut la prețurile existente în acea perioadă (2003) pe piața românească, dar sub nivelul de preț existent pe piața europeană, lăsând astfel loc de câștig și pentru investitorul Y, odată cu alinierea prețurilor pe cele două piețe. De asemenea, procesul de restructurare al companiei nu era încheiat, astfel că investitorul Y putea să își aducă contribuția la îmbunătățirea performanțelor firmei. În ultima zi de tranzacționare, capitalizarea bursieră a companiei era de 131.843.882,4 lei. Valoarea atribuită firmei prin tranzacția între investitorii X1, X2, X3 și investitorul Y este de 143.525.863,608 lei, comparabilă cu valoarea de 120.904.973 lei determinată prin compararea cu firme românești dar sub valoarea de 657.526.123 lei folosind firme europene. (se evidențiază astfel ecartul între multiplii de tranzacționare ai sectorului dintre piața românească și piața europeană).

9. Achiziționarea companiei de către investitorul Y la prețul menționat mai sus a fost justificată tocmai datorită ecartului existent între cele două piețe (românească și europeană). De asemenea, dezvoltarea sectorului la nivel internațional reflectă potențialul de creștere al companiei, la fel și procesul de restructurare care nu era încheiat.

În 2006, momentul exit-ului investitorului Y, multiplii de tranzacționare ai sectorului erau asemănători pentru piața românească și piața europeană. Vânzarea ar fi fost greu de realizat către un investitor financiar, având în vedere potențialul redus de creștere viitoare a prețului dacă firma ar fi fost listată. De asemenea, măsurile de

restructurare fiind încheiate, un investitor financiar nu ar mai fi avut ce face pentru a-și maximiza profitul. Astfel, decizia de vânzare către un investitor strategic a fost firească, având în vedere că un astfel de investitor era singurul capabil să dezvolte compania în continuare. Varianta unui exit prin re-listarea companiei la bursă ar fi fost o altă variantă fezabilă de exit, însă era mult mai îndelungată și mai complicată, exit-ul putându-se realiza doar în timp, și la prețuri asemănătoare (sau poate chiar mai mici) decât prețul primit de la investitorul Z.

Prețul de vânzare al pachetului deținut de investitorul Y a fost asemănător cu valoarea firmei determinată prin metoda pe venituri și comparații atât cu firme românești cât și cu firme europene (reflectând astfel alinierea celor două piețe).

**10.** Randamentul obținut de investitori a fost superior câștigului realizat de indicele BET-C în aceeași perioadă.

## BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

### CĂRȚI:

1. Arzac Enrique, „*Valuation for mergers, buyouts, and restructuring*”, edit. Wiley, 2005
2. Aswath Damodaran, *Investment Valuation*, 2<sup>nd</sup> edition, www.damodaran.com
3. Bader, H., „*Private equity als anlagekategorie: theorie, praxis und portfoliomanagement fur institutionelle investoren*”, Bern: Haupt, 1996.
4. Baker George, Smith David George, „*The new financial capitalists*”, edit. Cambridge university press, 1998
5. Bătrânceanu Ioan, „*Analiza economică și financiară a societăților comerciale*”, edit. ETA, 1996
6. Bătrânceanu Ioan, „*Analiză financiară*”, edit. Dacia, 2000
7. Bătrânceanu Ioan, „*Curs de Analiză Financiară*”, Universitatea „Babeș-Bolyai”, Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor, Cluj-Napoca 2006.
8. Bătrânceanu Ioan, Bătrânceanu L. M, Borlea S, „*Analiza financiară a entităților economice*”, edit. Risoprint, 2007
9. Bierman Harold, „*Private equity – transforming public stock to create value*”, edit. Wiley, 2003
10. Bloomfield Stephen, „*Venture capital funding – a practical guide to raising finance*”, edit. Kogan Page, 2008
11. Burrough Bryan, Helyar John, „*Barbarians at the gate – the fall of RJR Nabisco*”, edit. Collins, 2003
12. Caselli Stefano, „*Private equity and venture capital in Europe – markets, techniques, and deals*”, edit. Elsevier, 2010
13. Cendrowski Harry, „*Private equity – History, Governance and Operations*”, Edit. Wiley, 2008
14. Copeland Tom, Koller Tim și Murrin Jack, „*Valuation: Measuring and managing the value of companies*”, edit. Wiley and Sons, 1990
15. Cumming Douglas J. „*Venture capital – investment strategies, structures, and policies*”, edit. Wiley, 2010
16. Deaconu Adela, „*Evaluarea afacerilor*”, edit. Intelcredo, 2002
17. Evans Frank, Bishop David, „*Valuation for M&A – building value in private companies*”, edit. Wiley, 2001
18. Fraser-Sampson Guy, „*Private Equity as an Asset Class*”, Edit. Wiley Finance, 2007
19. Feldman Stanley, „*Principals of private firm valuation*”, edit. Wiley, 2005
20. Gad Sham, „*The business of value investing*”, edit. Wiley, 2009
21. Gaugan Patrick, „*Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*”, edit. Wiley, 2011
22. Gilson Stuart, „*Creating value through corporate restructuring – case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups*”, edit. Wiley, 2001
23. Gladstone David, Gladstone Laura, „*Venture capital investing – the complete handbook for investing in private businesses for outstanding profits*”, edit. Prentice Hall, 2004

24. Golis Christopher, „*Enterprise and venture capital – a business builder’s and investor’s handbook*”, edit. Allen & Unwin, 2002
25. Gompers, P., Lerner, J., „*The venture capital cycle*”, Cambridge: MIT Press, 1999.
26. Graham Benjamin, Dodd David, „*Security analysis*”, Edit. McGraw-Hill, 1976.
27. Graham Benjamin, Meredith Spencer, „*The interpretation of financial statements*”, edit. Harper Business, 1998
28. Ișfănescu A. (coord.) și colectivul, „*Analiza economico-financiară a societăților financiare*”, edit. ASE, București, 2002
29. Kocis James, Bachman James, Long Austin, Nickels Craig, „*Inside private equity*”, edit. Wiley, 2009
30. Lerner Josh, „*Venture capital and Private equity – a casebook*”, edit. Wiley, 2000
31. Michel Allen, Shaked Israel, „*The complete guide to a successful leveraged buyout*”, edit. Legal Financial Press, 1995
32. Mizrahi Charles, „*Getting started in value investing*”, edit. Wiley, 2008
33. Porter, Michael, „*Competitive Advantage: creating and sustaining superior performance*”, The free press, 1985.
34. Povaly Stefan, „*Private equity exits*”, edit. Springer, 2007
35. Pratt Shannon, Niculiță Alina, „*Valuing a business – the analysis and appraisal of closely held companies*”, edit. McGrawHill, 2008
36. Rappaport, A., „*Creating shareholder value*”, edit. Macmillan Inc., 1986
37. Rickertsen Rick, Gunther Robert, „*Buyout – the insider’s guide to buying your own company*”, edit. Amacom, 2001
38. Robu Vasile, „*Evaluarea Întreprinderii*”, <http://www.biblioteca-digitala.ase.ro/biblioteca/carte2.asp>, 1999
39. Sherman Andrew, Hart Milledge, „*Mergers and aquisitions from A to Z*”, edit. AMACOM, 2006
40. Stancu Ion, „*Finanțele întreprinderii*”, edit. Economică, 1996
41. Tiron Tudor Adriana, „*Combinări de întreprinderi – fuziuni și achiziții*”, edit. Accent, 2005
42. Tjia John, „*Building financial models – a guide to creating and interpreting financial statements*”, edit. McGrawHill, 2004
43. Todea Alexandru, „*Managementul investițiilor pe piața de capital*”, edit. Casa Cărții de Știință, 2003
44. Trenca Ioan, „*Managementul financiar al întreprinderii: abordări tehnico – metodologice*”, edit. Mesagerul, 1997
45. Vernimmen Pierre, „*Corporate finance – theory and practice*”, edit. Wiley, 2005
46. Wilmerding Alex, „*Term sheets & valuations*”, edit. Aspatore books, 2004.

#### **Teze de doctorat:**

1. Hailemariam Stifanos, „*Corporate value creation, governance and privatization*”, Rijksuniversiteit Groningen, 2001
2. Loos Nicolaus, „*Value creation in Leveraged Buyouts*”, University of St. Gallen, 2005



3. Kahlert Thorsten, *“Portofolio Restructuring: a decision-making perspective”*, University of St. Gallen, 2010
4. Rudisuli Roger, *“Value creation of spin-offs and carve-outs”*, Universitat Basel, 2005
5. Povaly Stefan, *“Private equity exits: an analysis of divestment process management in relation to leveraged buyouts”*, University of St. Gallen, 2006

#### **Publicații și articole:**

1. Achim Monica, Popescu Tudor, *„Other methods of predicting financial statements”*, în volumul *Impact of european integration on the national economy*, Facultatea de Științe Economice, Universitatea Babeș-Bolyai, Cluj-Napoca, 28-29 oct. , 2005, pag.1-11
2. Achim Monica, Achim Sorin, Popescu Tudor, *„Ways of perfecting the data used in financial analysis”*, în revista Studia Univ. “Babeș-Bolyai” Oeconomica, Cluj-Napoca, nr. 2/2004, pag.181-190
3. Achim Monica, Popescu Tudor, *“Predicting financial statements”*, în revista Studia Univ. “Babeș-Bolyai” Oeconomica, Cluj-Napoca, nr. 1/2005, pag.109-116
4. Altman Edward, Kishore Vellore M, *„Almost Everything You Wanted to Know about Recoveries on Defaulted Bonds”*, Financial Analysts Journal, Vol. 52, No. 6, (November/December 1996)
5. Bauer, R., *„Risks, returns, and Fama French Factor exposures of Venture Capital and Leveraged Buyout investments”*, ESF workshop presentation, University of Oxford, 2005.
6. Black Fischer, and Scholes Myron S., *“The pricing of options and corporate liabilities”*, Journal of Political Economy, 81:3, 1973, pp. 637-654
7. Brav, A., Gompers, P., *„Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offering: evidence from venture and non-venture backed companies”*, in Journal of Finance, vol. 4, no. 52, 1997
8. British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA), *„A guide to Private Equity”*, 2010
9. CFA Institute, *„Dimensions in private equity”*, conference proceedings, 2004
10. Cumming, D. J., Machintosh, J. G., *„A cross-country comparison of full and partial exits”*, in Journal of banking and science, no. 27, 2003
11. Cumming, D. J., Machintosh, J. G., *„Venture capital exits in Canada and the United States”*, University of Toronto Law Journal, Vol. 53, 2003
12. Cumming, D. J., *„Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting”*, Journal of Business Venturing, 2004.
13. Goldman, Sachs & Co and Frank Rusell Co. *Publications 1992-2010*
14. Gompers, P., *„Grandstanding in the venture capital industry”*, in Journal of Financial Economics, no. 42, 2000
15. Gull, J., *„Methodologies of marketing returns”*, Venture Capital Journal, vol. 39, no. 6, 1999
16. Irish Venture Capital Association, *„A guide to venture capital”*, www.ivca.ie
17. Kaserer, C., Diller, C., *„European private equity funds – a cash flow based performance analysis”*, Technische Universitat Munchen, 2004

18. Lerner, Joshua, “*Venture capitalists and the decision to go public*”, Journal of Financial Economics, vol. 35 (Iunie 1994)
19. Kraft, V., „*Private equity fur turnaround-investitionen: erfolgskfaktoren in der managementpraxis*”, Frankfurt am Main: Campus, 2001.
20. Lieber, D., „*Proactive portofolio management: manage now to realize returns later*”, in The Journal of Private Equity, no. 1, 2004
21. Lin, T. H., Smith, R. L., „*Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during IPOs*”, in Journal of Corporate Finance, no. 4, 1998
22. Mastracchio Nicholas, J. Jr., and Zunitch Victoria M., “*Differences Between Mergers and Acquisitions*,” Journal of Accountancy, November 2002.
23. Megginson, William L., si Kathleen A. Weiss, “*Venture capitalist Certification in Initial Public Offerings*”, Journal of Finance, vol. 46 (Iulie 1991)
24. Plummer, James R. – “*QED Report on Venture Capital Financial Anlysis*”, Palo Alto, California, QED Research, Inc. (1987)
25. Popescu Ionuț, „*Întreprinderea și politicile de finanțare ale acesteia*”, lucrare de diplomă, Universitatea Babeș-Bolyai, 2007
26. Popescu Tudor, „*Tranziția și privatizarea în România*”, Revista Tinerilor Economiști, Universitatea din Craiova, an III – nr. 4, Edit. Universitaria 2005, pag. 192-198
27. Popescu Tudor, „*Trecerea României la Euro*”, Revista Tinerilor Economiști, Universitatea din Craiova, an II – nr. 3, Edit. Universitaria 2004, pag. 156-161
28. Popescu Tudor, „*Investițiile străine directe în Europa Centrală și de Est*”, Universitatea Babeș-Bolyai, conferința „Dezvoltare și integrare în condițiile tranziției”, 2003
29. Popescu Tudor, „*Relațiile economice dintre România și CEFTA*”, Conferința Internațională CEP București, 2001
30. Popescu Tudor, „*Teoria lui Ricardo despre comerțul internațional*”, Universitatea Babeș-Bolyai, Conferința internațională „Creștere economică, dezvoltare și progres”, 2000
31. Popescu Tudor, „*Modelele capitaliste contemporane: anglo-american și renan*”, Universitatea Babeș-Bolyai, Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor, Conferința științifică anuală, 2000
32. Popescu Tudor, „*Piața de capital din România*”, Universitatea Babeș-Bolyai, 2007
33. Popescu Tudor, „*Selecția unui portofoliu eficient*”, Universitatea Babeș-Bolyai, 2008
34. Popescu Tudor, „*Evaluarea performanței gestiunii portofoliului*”, Universitatea Babeș-Bolyai, 2008
35. Popescu Gheorghe, Popescu Tudor, „*Relația ofertă – cerere în economia marfară*”, Simpozionul Științific Internațional „Dezvoltarea națională sub impactul globalizării”, Universitatea Dimitrie Cantemir, Târgu Mureș, Editura Dimitrie Cantemir 2005, pag. 369-386
36. “*Private Pensions Prepare To Recycle Gains from Prior Investments*”, in The Private Equity Analyst, Noiembrie 1992

37. Rogers, Steven, Erik Maurer, Doug Olds, Scott Ziffra, Elton Milton and Andrew Zacharias, “*Private Equity Industry*”, 2006
38. Spremann, K., „*Asymetrische Information*”, Zeitung für Betriebswirtschaft, no. 60, 1990
39. Sherman Andrew, „*Anatomy of a term sheet*”, Entrepreneur coffee and doughnuts event, North Bethesda, 2001
40. Wainwright Fred, Angela Groeninger, “*Note on exits*”, Dartmouth College, 2003.
41. Wright, M., Robbie, K., „*Venture capital and private equity: a review and synthesis*”, in Journal of business finance & accounting, vol. 25, no. 5-6, 1998
42. Yates Ian, Roberts Edward, „*Initiating successful corporate venture capital investments*”, MIT Sloan School of Management, 1991
43. www.wikipedia.org – „*Private Equity History*”

**Site-uri:**

1. www.bvb.ro
2. www.cnvm.ro
3. www.mfinante.ro
4. www.londonstockexchange.com
5. www.aaf.ro
6. www.nvca.org
7. www.bvca.co/uk
8. www.evca.eu
9. www.seepea.org
10. www.valuebasedmanagement.net
11. www.mba.tuck.dartmouth.edu
12. www.wikipedia.org
13. www.damodaran.com
14. www.euronext.com
15. www.investopedia.com
16. www.wikipedia.com
17. www.nyse.com