

Universitatea “Alexandru Ioan Cuza” Iași

Școala Doctorală de Economie și Administrarea Afacerilor - SDEAA

Doamnei/Domnului...

Vă facem cunoscut că la data de **27.09.2016**, ora **10.00**, sala **B 417**, doamna **Buzilă (căs. Mocanu) Brîndușa - Maria** va susține, în ședință publică, teza de doctorat **“Analiza surselor inovative de finanțare a firmelor”**, în vederea obținerii titlului științific de doctor în domeniul Finanțe.

Comisia de doctorat are următoarea componență:

Președinte: Prof.univ.dr. **Dinu Airinei**

Conducător științific: **Prof. univ. dr. Mihaela Onofrei**, Universitatea, Alexandru Ioan Cuza” Iași;

Referenți:

Prof.univ.dr.**Georgeta Vintilă**, Academia de Studii Economie din București

Prof.univ.dr.**Cristina Ciumaș**, Universitatea Babes-Bolyai, Cluj-Napoca

Conf.univ.dr.**Bogdan- Narcis Fîrțescu**, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” Iași

Vă transmitem rezumatul tezei de doctorat și vă invităm să participați la ședința de susținere a tezei.

UNIVERSITATEA,, ALEXANDRU IOAN CUZA” IAȘI

FACULTATEA DE ECONOMIE ȘI ADMINISTRAREA AFACERILOR

DOMENIUL: FINANȚE

ANALIZA SURSELOR INOVATIVE DE FINANȚARE A FIRMELOR

- *Rezumatul tezei de doctorat* -

Conducător științific:

Prof. univ. dr. Mihaela Onofrei

Doctorandă:

Brîndușa –Maria Buzilă (căs. Mocanu)

Iași

2016

CUPRINS

INTRODUCERE

METODOLOGIA CERCETĂRII

CAP. I. ANALIZA STRUCTURII FINANCIARE A FIRMEI ȘI POSIBILITĂȚI DE OPTIMIZARE

- 1.1. Considerații generale privind structura financiară a firmei
- 1.2. Factorii care determină structura financiară a firmei
 - 1.2.1. Influența factorilor macroeconomici asupra deciziei de finanțare
 - 1.2.2. Influența factorilor microeconomici asupra deciziei de finanțare a firmei
- 1.3. Reflectarea structurii financiare a firmei în doctrinele financiare
 - 1.3.1. Teorii clasice privind structura financiară optimă a firmei
 - 1.3.2. Practici inovative de optimizare a structurii financiare a firmei

CAP. II. LOCUL INOVAȚIEI FINANCIARE ÎN PROBLEMATICA FINANȚĂRII FIRMELOR

- 2.1. Analiza contextuală a apariției și evoluției inovației financiare
- 2.2. Tipologia (taxonomia) inovației financiare
- 2.3. Impactul inovației financiare asupra firmei: lichiditate, capital, stimularea inovării

CAP. III. PRIVATE EQUITY, PRINCIPALA SURSĂ INOVATIVĂ DE FINANȚARE A FIRMEI

- 3.1. Locul tranzacțiilor private equity pe piața fuziunilor și achizițiilor
- 3.2. Complexitatea activității private equity (delimitări conceptuale, mod de organizare, tipologie)
- 3.3. Componenta buyout a investițiilor de capital
 - 3.3.1. Oportunități și controverse privind investițiile buyout

3.3.2. Identificarea factorilor microeconomici determinanți ai tranzacțiilor buyout (literature review)

3.4. Venture capital – sursă inovativă de finanțare

3.4.1. Descriere mecanism, evoluții

3.4.2. Rolul guvernelor în atragerea de capital de risc

3.5. Atractivitatea României pentru investitorii de private equity

CAP IV. ANALIZA POTENȚIALULUI FIRMELOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST ÎN ATRAGEREA SURSELOR INOVATIVE DE FINANȚARE

4.1. Descrierea inovației financiare din Europa Centrală și de Est: tipuri, principalii furnizori de capital, modalități de dimensionare

4.2. Analiza caracteristicilor specifice firmelor din Europa Centrală și de Est din perspectiva atragerii unor surse inovative de finanțare

4.3. Impactul strategiilor implementate în firme de investitorii buyout

CONCLUZII ȘI CONTRIBUȚII PROPRII

BIBLIOGRAFIE

LISTA FIGURILOR

LISTA TABELELOR

LISTA GRAFICELOR

ANEXE

INTRODUCERE

Actualul context economico – financiar, generat de evenimente succesive de amploare și cu impact sistemic semnificativ (criza financiară globală, criza datoriilor suverane, aprecierea francului elvețian în perioada 2010-2011 ce a avut drept consecință reevaluarea împrumuturilor acordate în această monedă, depășind în unele cazuri 30% din valoarea inițială a acestora, conform IMF, 2015, declanșând o creștere a creditelor neperformante) se caracterizează printr-un proces anevoios de reducere a datoriei publice și private (proces denumit de IMF, 2014 – deleveraging ce constă în reducerea levierului financiar sau a ponderii datoriei în bilanțul unei instituții financiare), de ajustare a bilanțurilor firmelor vulnerabile, de lichidare a stocurilor de credite bancare neperformante, din totalul cărora creditele acordate corporațiilor dețin în Europa ponderea covârșitoare, de stimulare a investițiilor și de reformare a economiilor în vederea reducerii sensibilității la șocurile externe. Este important de subliniat că reglementările internaționale vizează în special inovația financiară.

În aceste condiții se impune necesitatea identificării și analizei unor inovații financiare care să permită atât relansarea activității de creditare, în centrul preocupărilor să stea monitorizarea creditelor acordate, pe de o parte și dezvoltarea unor modele de îmbunătățire a activității operaționale a firmelor într-un mediu de faceri aflat în schimbare, pe de altă parte.

În cadrul acestei lucrări ne propunem o analiză în dinamică a inovației financiare cu surpinderea contextului în care a apărut și evoluat deoarece aceasta reflectă adaptarea părților private implicate la mediul în care-și desfășoară activitatea (complex, în schimbare, incert).

Scopul acestei cercetări îl constituie identificarea și analiza unor soluții inovative viabile la problematica financiară a firmelor. Înțelegem prin soluții viabile, ansamblul surselor de finanțare ce pot fi funcționale atât în economii dezvoltate cât și în economii aflate în curs de dezvoltare și care vin în acoperirea unui spectru larg de necesități de finanțare (a unui proiect de cercetare, a unei idei de afaceri, lansării unei firme, dezvoltarea, reorganizarea, restructurarea, fuzionarea, achiziționarea unei alte firme din motive strategice, etc.) exprimate de diferite categorii de firme (tinere și inovative, firme de dimensiuni mari cu un potențial ridicat de creștere, firme aflate în dificultate financiară).

La realizarea scopului propus converg următoarele obiective:

1. Definirea problematicii financiare a firmei, o problematică a structurii financiare;
2. Abordarea structurii financiare a firmei sub următoarele aspecte: conceptual, al modului în care aceasta se reflectă în doctrinele financiare dar și din perspectiva supraviețuirii firmei în condiții nefavorabile (instabilitate, criză economică-financiară, politici monetare restrictive, reducerea fluxurilor de investiții) cu evidențierea necesității identificării și dezvoltării unor surse inovative de finanțare;

3. Analiza contextuală a apariției și evoluției inovației financiare;
4. Identificarea inovațiilor financiare pentru firme;
5. Abordarea conceptuală a următoarelor inovații financiare: credit default swap; securitizare, private equity;
6. Descrierea impactului inovațiilor financiare asupra firmei: furnizare de capital, facilitarea accesului la capital, creare de valoare/distrugere de valoare; criză a creditelor, criză a lichidității;
7. Investigarea piețelor mature respectiv în formare a inovațiilor financiare pentru firme;
8. Dezvoltarea unui model de îmbunătățire a valorii firmei bazat pe performanța operațională a firmei și pe practicarea unei îndatorări moderate;
9. Descrierea firmelor din Europa Centrală și de Est din perspectiva atragerii de surse inovative de finanțare.
10. Realizarea unor studii de caz privind impactul investițiilor buyout asupra firmelor Alumetal și Invitel.

Din multitudinea de inovații financiare identificate ne-am concentrat atenția asupra instrumentelor derivate privind transferul riscului de credit (credit default swap); procesului de securitizare și inovației private equity.

Problematica financiară a firmei poate fi generală sau particularizabilă, drept urmare, ne-am propus în primul capitol să identificăm caracteristicile specifice, factorii macroeconomici și fenomenele de amploare (liberalizarea financiară, criza globală) cu rol determinant în accesarea capitalurilor de către firmă.

În ultimele patru decenii, economiile dezvoltate au creat alternative la formele tradiționale de finanțare a firmelor, în care băncile nu mai dețin supremația în activitatea de creditare ci prin procese, produse, instituții și mod de organizare, în urma inițierii creditelor, acestea sunt fie securitizate și plasate investitorilor externi, fie are loc un transfer al riscului de credit prin instrumente de credit default swap. Aceste inovații financiare permit chiar și unor firme cu un rating de credit scăzut accesarea fondurilor necesare acoperirii nevoiei de finanțare. O altă inovație financiară pe care noi am identificat-o și analizat-o datorită amplei care a căpătat-o în timp prin strategiile de îmbunătățire a valorii firmei și implicarea în activitățile firmei, o constituie private equity. Opțiunea private equity, poate furniza capital firmelor noi, aflate în stadiul inițial de dezvoltare (venture capital) sau o variantă atractivă firmelor listate (leveraged buy-out). Fondurile de pensii sunt reticente la investirea directă într-o firmă nelistată, în schimb sunt dispuse să investească prin intermediul societăților de private equity (în schimbul

unor taxe, aceste societăți investesc banii în numele fondurilor de pensii sau al altor investitori instituționali).

În cel de-al doilea capitol ne-am propus să analizăm inovația financiară în dinamica sa, cu surprinderea contextului în care a apărut și s-a dezvoltat, în vederea identificării unor inovații financiare pentru firme, după care ne-am direcționat cercetarea către inovațiile: procesul de securitizare și instrumentul credit default swap.

Deși inovația financiară este considerată „motorul creșterii economice”(Miller,1986; Merton, 1992) realitatea a demonstrat că neînțelegerea acesteia de către participanții pieței, utilizarea în alt scop decât cel pentru care au fost create, lipsa unui cadru concret de reglementare au condus la îndatorarea excesivă, diminuarea interesului pentru monitorizarea creditelor securitizate sau a căror riscuri au fost transferate, falimentarea firmelor în detrimentul restructurării, obținerea de valoare cu orice preț, culminând cu criza economico-financiară globală în 2008. Prudențialitatea a fost atitudinea adoptată de autorități, investitori, manageri de active, sistemul bancar, dobândind după criza globală un caracter imperativ în locul celui de indicație. Ne propunem să analizăm inovația financiară sub următoarele aspecte: scopul pentru care a fost creată, modul în care a evoluat de-a lungul timpului, impactul asupra firmelor, tendințele actuale.

Deși se fac mari eforturi pentru promovarea și dezvoltarea metodelor alternative de finanțare, cum ar fi private equity, venture capital, peer-to-peer lending și crowdfunding, realitatea pieței arată că finanțarea bancară tradițională va rămâne în viitorul apropiat sursa principală de finanțare pentru majoritatea întreprinderilor mici din multe zone ale lumii (BIAC, 2016). Plecând de la aceste constatări, ne-am propus să analizăm piețele mature și piețele în formare a unor inovații financiare pentru firme în vederea descrierii ecartului dintre acestea, a factorilor determinanți și a măsurilor întreprinse de factorii de decizie politică în vederea stimulării dezvoltării respectiv facilitării accesului firmelor la inovația financiară.

O altă tendință în domeniu pe care noi am identificat-o este cea de reglementare a inovației financiare. După ce s-a dovedit că nu toate inovațiile financiare sunt bune deși, de la sfârșitul anilor '90 și până la declanșarea recente crize financiare globale, organismele de reglementare au avut o atitudine relaxată în privința unor inovații financiare - spre exemplu se stipula că băncile puteau folosi propriile modele pentru a rezolva problema riscului și pentru a decide câți bani trebuie să pună deoparte, așa cum sublinia și Tett (2009) s-a impus intervenirea organismelor de reglementare în vederea creării unui cadru legislativ coerent privind inovația financiară. Post- criză, în SUA, Europa au fost create o serie de reforme salvatoare care limitează inovația financiară. Ne propunem să surprindem analiza atitudinii autorităților, băncilor, investitorilor față de inovația financiară de-a lungul timpului și impactul asupra

firmelor. Se impune cunoașterea tendințelor în legislație și ale factorilor politici de decizie pentru a identifica ce anume este stimulat, promovat sau inhibat din domeniul inovației financiare.

Comisia Națională privind Cauzele Crizei Economico-Financiare din SUA (2011), în raportul său final, a subliniat că un împrumut bun ajunsese să fie definit mai degrabă ca unul care poate fi vândut unei firme de securitizare și în final unui investitor decât unul care ar putea fi rambursat în întregime. De asemenea, de securitizare sunt legate: creșterea excesivă a ofertei de creditare; scăderea motivației băncilor pentru monitorizarea debitorilor înainte și după creditare; deteriorarea calității creditelor acordate.

Ne propunem să urmărim firul acțiunilor întreprinse de principalii jucători ai pieței, și al evoluțiilor în dezvoltarea inovațiilor financiare care au condus la criza financiară globală, pentru a înțelege ce anume din inovațiile financiare analizate a fost bine construit și poate fi păstrat și dezvoltat în practică și ce anume trebuie corectat.

Domeniul investițiilor de capital (private equity) este unul complex care face uz de o terminologie specifică și variată (parteneri generali, parteneriate limitate, atragerea fondurilor, investirea acestora, dezinvestire, etc), diferențiat pe componente (aceste categorii variază: modelul american/modelul european), analiza lui implicând înainte de toate o delimitare conceptuală. Prin urmare, în cel de-al treilea capitol ne-am propus în prealabil tratarea aspectelor teoretice, delimitarea inovației private equity de capitalurile atrase prin cotarea la bursă dar și identificarea locului ocupat în cadrul fuziunilor și achizițiilor. Aprofundarea domeniului ne-a permis să identificăm necesitatea modificării perspectivei de a crea valoare în firmele achiziționate. Această necesitate vine pe fondul procesului de reducere a datoriei dus la nivel internațional dar și al incertitudinii generate de mediul de afaceri în schimbare. Prin urmare ne-am propus să dezvoltăm un model de îmbunătățire a valorii firmei prin strategii operaționale și îndatorare moderată.

Din punct de vedere instituțional, private equity furnizează capital și expertiză managerială firmelor cu scopul de a crea valoare și în consecință, de a genera investitorilor câștiguri mari de capital prin dezinvestire. De regulă, perioada de deținere a acestor investiții este pe termen mediu sau lung. Prin urmare, private equity generează atât valoare financiară investitorilor, cât și valoare economică firmelor implicate.

Am considerat utilă și necesară evidențierea ultimelor tendințe în materie de achiziții și fuziuni pentru a cunoaște în ce direcție se îndreaptă preferințele investitorilor strategici sau financiari. Managerii și proprietarii unei firme care doresc extinderea activității prin creștere externă au nevoie de o asemenea documentare.

Datorită faptului că inovațiile financiare au apărut și s-au dezvoltat în SUA, urmate de Regatul Unit, cu tendințe recente în piețele emergente, ne-am propus ca analiza și evoluția

surselor de finanțare a firmei să plece din nucleul de dezvoltare a acestora, să se extindă la nivel global și să fie particularizată pe regiunea Europei Centrale și de Est, concentrându-se asupra problematicei de finanțare a firmelor din această regiune. Ne-am propus să contribuim la dezvoltarea domeniului de cunoaștere din acest punct de vedere prin analiza firmelor mari din Europa Centrală și de Est din perspectiva atragerii unor inovații financiare, realizată în cel de-al patrulea capitol.

În studiile de caz dar și în analiza stadiului de dezvoltare al pieței în care se află SUA, Europa sau diferite regiuni și țări, tranzacțiile au fost analizate valoric dar și ca volum al firmelor care au primit finanțare printr-o formă sau alta de capital: capital de risc, buyout sau capital tradițional (acordat de bănci) sau investit de cumpărători corporatiști (strategici/companii nefinanciare). Analiza a fost realizată continuu prin raportare la contextul economico-financiar în care au apărut și s-au dezvoltat inovațiile financiare pentru firme: creștere economică/criză economico-financiară.

Utilitatea cercetării stă pe de o parte în extinderea domeniului de cunoaștere (un domeniu ce a fost analizat sub numeroase aspecte, al oportunităților, controverselor, efectelor produse în timp dar și al spațiului în care au apărut și evoluat, asupra economiei, firmelor și asupra factorilor de decizie), oferirea unor exemple de bune practici și la polul opus-de distrugere de valoare (pentru că un manager financiar al unei firme, dar și organismele de reglementare și supraveghere a pieței globale, regionale, naționale a unor inovații financiare trebuie să ia în calcul impactul opțiunii financiare asupra firmei în primul caz, dar și asupra economiei în ansamblu, în al doilea caz, pentru că inovația financiară are efect de contagiune). Prin propunerea unui model de îmbunătățire a valorii firmei, bazat pe dezvoltarea strategiei operaționale a acesteia (prin a cărei implementare rezultă o îmbunătățire a valorii unei firme prin eficientizarea activității operaționale) și practicarea unei îndatorări moderate, pe de altă parte, dorim să venim în completarea problematicei ridicate de specialiști privind efectele îndatorării excesive.

Teoria vizează următoarele concepte:

- analiza structurii financiare a firmei, ce a avut ca finalitate evidențierea problematicei financiare a firmei, categoriilor de stakeholderi și a conflictelor de interese dintre aceștia și a necesității identificării unor soluții inovative la problemele identificate;
- dezvoltarea conceptuală a inovației financiare în timp dar și sub aspect geografic, ce a avut ca finalitate identificarea inovațiilor financiare pentru firme;
- analiza unor inovații financiare pentru firme: credit default swap, securitizare, private equity; cu surprinderea tuturor detaliilor necesare luării unei decizii de finanțare în cunoștință de cauză dar și a aspectelor luate în calcul de organismele de reglementare sau

supraveghere sau factorii de decizie politică atunci când susțin, stimulează sau corectează anumite efecte negative produse de inovațiile financiare.

Analiza teoretică a fost însoțită pe parcursul întregului demers de cercetare realizat, de investigarea contextului economico – financiar în care au apărut și s-au dezvoltat, cu surprinderea evoluției înregistrate de inovațiile financiare asupra cărora ne-am concentrat în diferite perioade de timp, la nivel global, european, regional, național. Finalitatea acestor investigații a constituit-o identificarea soluțiilor inovative de care poate dispune o anumită categorie de firmă (cu referire la factorii microeconomici), dintr-o anumită zonă geografică, la un moment dat, vizată de o anumită categorie de furnizori de capital.

Studiul s-a particularizat asupra descrierii inovației financiare din Europa Centrală și de Est, identificării caracteristicilor firmelor de dimensiuni mari și foarte mari din Europa Centrală și de Est, din perspectiva atragerii unor inovații financiare. A fost propus un model care ne-a permis identificarea influenței strategiilor operaționale și financiare de la nivelul firmei asupra îmbunătățirii valorii acesteia.

Am considerat necesară analiza riguroasă a unor inovații financiare pentru firme, datorită complexității și dificultății surprinderii aspectelor legate de funcționarea mecanismului, efectele produse, soluțiile oferite pentru înțelegerea acestora de către părțile interesate. Inovația financiară se caracterizează prin dinamism, complexitate, și nu de multe ori evoluția unei inovații financiare a generat noi inovații financiare “spirală inovației”.

Pentru o mai bună evidențiere a impactului unor inovații financiare asupra firmelor (capitaluri furnizate și structura acestora, investiții realizate, extinderea activității, creșterea numărului de angajați sau reorganizarea, restructurarea, înrăutățirea situației economico-financiare a firmelor achiziționate și cumulul de factori care au condus la aceste rezultate), am dezvoltat și unele cazuri particulare pentru a căror realizare au fost analizate date economico-financiare, informații publice oferite de societatea sau fondul de private equity, respectiv firma achiziționată dar și regăsite în presa de specialitate, deoarece aceste investiții buyout au fost mediatizate.

Pentru realizarea scopului cercetării și îndeplinirea obiectivelor urmărite am propus structurarea tezei de doctorat pe următoarele patru capitole:

CAP. I. ANALIZA STRUCTURII FINANCIARE A FIRMEI ȘI POSIBILITĂȚI DE OPTIMIZARE;

CAP. II. LOCUL INOVAȚIEI FINANCIARE ÎN PROBLEMATICA FINANȚĂRII FIRMEI;

CAP. III. PRIVATE EQUITY, PRINCIPALA SURSĂ INOVATIVĂ DE FINANȚARE A FIRMEI;

CAP IV. ANALIZA POTENȚIALULUI FIRMELOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST ÎN ATRAGEREA SURSELOR INOVATIVE DE FINANȚARE.

CONCLUZII ȘI PROPUNERI

ANEXE

METODOLOGIA CERCETĂRII

Pentru atingerea scopului propus și a obiectivelor subordonate am utilizat o metodologie ce a presupus în prealabil cercetarea fundamentală a temei, urmată de aplicarea unor rezultate teoretice în vederea dezvoltării unui model de îmbunătățire a valorii firmei, analiza cantitativă și calitativă a perspectivelor atragerii de inovații financiare de către firmele de dimensiuni mari din Europa Centrală și de Est și a impactului unor investiții buyout asupra firmelor preluate.

Pe considerentul că tot ceea ce este nou trebuie înțeles și pentru a nu critica ceea ce nu înțelegem, ne-am propus într-o primă etapă delimitarea problematicii financiare a firmelor și identificarea și analiza unor soluții inovative la problematica descrisă în cea de-a doua etapă.

Pentru realizarea scopului și obiectivelor de cercetare propuse, s-a realizat în prealabil o cercetare fundamentală asupra structurii financiare a firmei, a posibilităților de optimizare a acesteia, și asupra domeniului inovației financiare, de o complexitate ridicată: a fost analizat contextul apariției și evoluției acesteia, prezentate conceptele necesare înțelegerii unor inovații financiare complexe, cum ar fi: credit default swap, securitizare, private equity care întrebunțează o terminologie vastă, specifică, sau a unor fenomene care până nu demult nu au fost clare tuturor categoriilor de participanți implicate. Organismele de reglementare au fost mereu cu un pas în urma inovației financiare.

În activitatea de documentare au fost analizate studii teoretice și empirice, rapoarte, statistici privind evoluțiile unor inovații financiare în timp, pe piețe mature, dar și pe piețe în formare. Având în vedere spirala inovației financiare am realizat un demers de sintetizare a modificărilor aduse în timp de inventatori inovațiilor financiare pentru a lărgi opțiunile investitorilor cu evidențierea stadiului de dezvoltare la care s-a ajuns. În cazul unor investiții mediatizate am consultat publicațiile specializate în domeniu. Au fost folosite tehnici de documentare, investigare, sintetizare, în vederea aplicării rezultatelor obținute. S-a făcut uz de un număr mare de studii realizate în domeniu (teoretice și empirice) de cercetători dar și de partenerii generali, firme de consultanță financiară, autorități; rapoarte; statistici.

Rezultatele obținute în abordarea teoretică a temei de cercetare au fost valorificate prin dezvoltarea unui model de îmbunătățire a valorii firmei bazat pe implementarea unei strategii operaționale, ce are în centrul atenției performanța operațională a firmei și pe practicarea unei

îndatorări moderate. Propunerea a fost adusă pe fondul recomandărilor specialiștilor din domeniul private equity de a implementa strategii de creare de valoare bazate pe îmbunătățirea operațiunilor firmei preluate și evitarea practicării unei îndatorări excesive. O strategie bazată pe o îndatorare excesivă, într-un mediu de afaceri aflat în schimbare, cu toate eforturile de diminuare a costurilor agravează problemele firmei preluate.

În realizarea acestui obiectiv am aplicat modelul de regresie liniară multiplă, metoda celor mai mici pătrate, în care estimatorii parametrilor urmează o lege de distribuție normală și sunt nedeplasați, convergenți și eficienți, și corectarea heteroscedasticității erorilor. Modelul de regresie multiplă conține cel puțin două variabile independente. În modelul liniar multiplu, între variabila dependentă și variabilele independente există o legătură liniară. Eșantionul analizat este format din 77 de companii listate la bursă, din Europa Centrală și de Est, pentru anul 2013 (în care nivelul raportului datorii/capitaluri proprii a fost redus), din baza de date Orbis. Având în vedere disponibilitatea datelor și redresarea situației economico-financiare a firmelor post-criză înregistrată la nivelul anului 2013, am decis ca analiza să se raporteze la acest an. Rezultatele obținute au validat ipoteza de la care am plecat.

Datele utilizate în dezvoltarea modelului au fost sintetizate, prelucrate, au fost calculați noi indicatori economico – financiar necesari în realizarea analizei (capitalurile proprii prin includerea provizioanelor, raportul datorii/capitaluri proprii). Pentru alegerea indicatorului reprezentativ în dimensionarea performanței operaționale a firmei am sintetizat rezultatele studiilor privind indicatorii utilizați în evaluarea impactului unor strategii de îmbunătățire a performanțelor firmei, le-am introdus în ecuația de regresie multiplă și prin metoda step-by-step, prin care au fost eliminate variabilele nereprezentative din punct de vedere statistic am decis asupra indicatorului EBITDA. În analiza reprezentativității modelului au fost aplicate teste statistice: testul statistic F, testul t, testul VIF, iar pentru testarea ipotezei de homoscedasticitate am aplicat testul Breusch – Pagan/Cook-Weisberg.

În al III-lea capitol al lucrării au fost explicate strategiile de investiție aplicate de investitorii buyout asupra firmelor preluate. În continuarea subiectului am venit cu realizarea a două studii de caz în subcapitolul 4.3., pe firme din Europa Centrală și de Est - Alumetal și Invitel, în care am analizat strategiile de investire implementate de societățile de private equity în firmele achiziționate și impactul acestora asupra firmei, într-un context general nefavorabil.

Pentru caracterizarea firmelor din Europa Centrală și de Est din perspectiva atragerii unor investiții buyout, am sintetizat rezultatele cercetărilor anterioare în vederea identificării factorilor microeconomici determinanți ai tranzacțiilor buyout, am realizat o descriere statistică a firmelor din eșantionul analizat (1428 de firme, în perioada 2004-2013) în vederea perspectivelor atragerii unor investiții buyout.

În acest rezumat prezentăm câteva rezultate ale cercetării realizate.

Primul capitol al lucrării este dedicat descrierii problematicei financiare a firmelor. Scopul acestui capitol îl constituie trecerea diferențiată în revistă (economii dezvoltate/economii emergente; piețe financiare interne/piețe financiare liberalizate; corporații/IMM-uri) a studiilor teoretice și empirice din literatura existentă care abordează structura financiară a întreprinderii din următoarele puncte de vedere: teoretic; factori determinanți; optimizare/supraviețuire. Studiile analizate au fost selectate astfel încât să permită surpinderea evoluțiilor resurselor de finanțare ale întreprinderilor în perioada recentelor crize financiare cu evidențierea implicațiilor acestora. Finalitatea demersului o constituie evidențierea faptului că preferințele pentru o anumită structură financiară au variat de-a lungul timpului în funcție de caracteristicile specifice firmelor, și evoluția contextului general. Plecând, însă de la contextul crizei financiare, la nivel internațional, pe fondul volumului creditelor bancare neperformante și al ponderii ridicate a celor acordate corporațiilor în totalul acestora, se duce un efort comun de diminuare a nivelului datoriei.

Deși gradul de îndatorare în rândul firmelor a scăzut comparativ cu perioadele de vârf pentru multe economii, sectorul corporativ în unele părți ale zonei euro este încă foarte îndatorat, deoarece țările în cauză au abordat destul de târziu amenințările ridicate de îndatorarea corporatistă. În SUA, gradul de îndatorare al corporațiilor relativ scăzut a permis acestora să crească apelul la împrumut spre sfârșitul perioadei analizate (2003-2013).

Al doilea capitol s-a axat pe explorarea domeniului inovației financiare în vederea identificării unor soluții inovative la problematica financiară a firmelor. Din multitudinea de inovații financiare (a se vedea figura), au fost selectate: credit default swap, procesul de securitizare și private equity. Inovațiile credit default swap și securitizarea au permis prin transferul riscului de credit, respective transformarea creditelor în titluri de valoare, împachetarea acestora și plasarea lor către investitori externi extinderea ofertei de creditare. Private equity acoperă o gamă nuanțată de nevoi de finanțare exprimate fie de firme mature cu perspective mari de dezvoltare, sau cu dificultăți financiare, fie de firme tinere, inovative. Prin implementarea unor strategii financiare, operaționale și de guvernare, managerii de fonduri de private equity contribuie la îmbunătățirea valorii firmelor achiziționate. În cadrul capitolului au fost analizate inovațiile credit default swap și securitizare sub următoarele aspecte: apariția și dezvoltarea acestora, evoluția lor pe piețele mature/piețele în formare pre și post – criză, oportunitățile și controversele legate de îndatorarea excesivă generată, soldată cu producerea crizei globale din 2008.

Al treilea capitol s-a concentrat asupra inovației financiare private equity. În literatura de specialitate, private equity este considerată o sursă inovativă de finanțare a firmelor, indiferent de

stadiul său de dezvoltare, din diferite considerente: un sistem diferit de evaluare și un profil de risc ce depășește media (Caselli, 2010) sau, spre deosebire de sursele tradiționale de finanțare, private equity creează o relație apropiată între companie și firma de private equity (Onofrei & Anton, 2010). Am delimitat investițiile tip private equity de investițiile în titlurile de valoare tranzacționate public pe de o parte și am identificat locul acestora în cadrul fuziunilor și achizițiilor, pe de altă parte. Nivelul total al activelor administrate în industria private equity înregistrat în 2015, de 4.200 mld. \$ (Preșin, 2016), este în continuare mic prin raportare la piețele publice de capital¹ (public equity), dar în creștere: 6.08% (calcul propriu).

Tabelul nr. 8. Private equity/Public equity – analiză comparativă

Criterii de analiză	Private equity	Public equity
Disponibilitatea informației	Informația privind firmele țintă este mai puțin transparentă, disponibilă doar celor ce dețin cunoștințe și resurse specifice (specialiștilor).	Informația se raportează periodic, conform reglementărilor și este accesibilă investitorilor potențiali.
Relația cu managementul companiei	Activă: managerii fondului colaborează îndeaproape cu management-ul existent sau cu noua echipă de management.	Pasivă.
Câștigurile de capital	De regulă sunt obținute după o perioadă de timp (în medie 10 ani), îmbunătățirea operațiunilor firmei țintă se reflectă după un număr de ani.	Pot fi imediate sau de lungă durată, în funcție de perioada de deținere.
Compensarea managerilor	În funcție de oportunitățile de dezinvestire ivite.	Activele administrate.

Sursa: Preluare și adaptare după Mergenthaler și Moten (2008), p. 10.

Piața fuziunilor și achizițiilor a fost ridicată și prin implicarea puternică a investitorilor de private equity care au atras fonduri semnificative și sunt în căutare de oportunități privind noi achiziții respectiv oportunități de exit (vânzarea participațiilor lor curente). Deloitte² estima că investitorii private equity sunt implicați în mai mult de una din fiecare patru afaceri încheiate în

¹ Firme cotate la bursă

² Deloitte reprezintă una dintre cele mai mari firme din lume care furnizează servicii de audit, consultanță financiară, riscul afacerii.

2015 (Amaral, 2015). Ponderea investițiilor private equity în totalul fuziunilor și achizițiilor a crescut masiv, devenind un fenomen în toată regula.

Următoarea etapă a demersului nostru a constituit-o analiza investițiilor buyout și a capitalurilor de risc, principalele componente ale pieței de private equity (în accepțiunea europeană).

Investițiile buyout implică achiziționarea unor firme cu potențial ridicat de dezvoltare pe termen lung cu scopul restructurării și îmbunătățirii valorii acestora. Restructurarea implică atât furnizarea de capital cât și administrare, consiliere (Black si Gilson, 1998). Scopul firmei de private equity (ca și al fondului de private equity de altfel—fond închis) este ca la sfârșitul orizontului de timp avut în vedere (în medie 5-6 ani), să dezinvestească la o valoare mai mare, generând bogăție atât investitorilor cât și firmei restructurate. Conform constatărilor lui Kaplan si Schoar (2003), media rentabilității investițiilor private equity (mai puțin taxe) este aproximativ egală cu S&P 500.

În cadrul celui de-al treilea capitol am dezvoltat un model de îmbunătățire a valorii firmei, pe care-l vom reda în cele ce urmează.

Dezvoltarea unui model de îmbunătățire a valorii firmei prin creșterea performanței operaționale a activității acesteia și practicarea unei îndatorări moderate

După criza financiară globală, datorită nivelurilor ridicate ale îndatorării acumulate de firme, bănci și guverne, s-a recomandat concentrarea managerilor de active private equity pe îmbunătățirea operațiunilor firmelor din portofoliu (strategia operațională) în detrimentul efectului de îndatorare.

Pentru a măsura performanța operațională a firmelor preluate, cercetătorii din domeniu au analizat o serie de variabile importante în crearea de valoare. Studiile precedente, realizate pe firme tranzacționate buyout, au avut la bază compararea nivelurilor înregistrate de variabile în perioada anterioară tranzacției cu nivelurile înregistrate în perioada post-buyout, în vederea stabilirii unor legături între noua valoare creată și strategiile operaționale implementate de societățile buyout. Nu ne propunem același lucru, în baza noastră de date Orbis am identificat dintr-un total de 1428 de firme mari și foarte mari din Europa Centrală și de Est doar două firme private (nelistate la bursă) care au constituit obiectul unor tranzacții buyout. Cele două tranzacții sunt analizate în ultimul capitol al prezentei lucrări. Însă din cele 1428 de firme fost identificate 77 de firme listate la bursa de valori (firme publice), diferența fiind alcătuită din firme private (nelistate la bursă), pentru care dispunem de date privind valoarea întreprinderii, indicatori de performanță operațională și levierul financiar (ce a fost determinat după formulă de calcul, cu mențiunea că provizioanele constituite au fost incluse în structura capitalurilor proprii), în

concluzie, toate datele necesare pentru dezvoltarea unui model de îmbunătățire a valorii firmei prin creșterea performanței operaționale a activității acesteia și practicarea unei îndatorări moderate.

Am ales să explic performanța operațională prin indicatorul EBITDA. În literatura de specialitate regăsim păreri ale autorilor care consideră că EBITDA poate fi utilizat pentru a descrie performanța operațională a unei firme: Greenberg (1998), Engle (2010) și autori care au studiat impactul investițiilor private equity asupra performanței operaționale a firmei au utilizat variabila EBITDA, ca indicator de măsurare (a se vedea anexa 4). Greenberg (1998) consideră că EBITDA oferă o imagine clară asupra operațiunilor firmei prin eliminarea cheltuielilor care pot denatura calitatea reală a performanței întreprinderilor. Engle (2010) aprecia că EBITDA poate ajuta la analiza și compararea profitabilității între firme și industrii, deoarece acest indicator elimină efectele finanțării și ale practicilor contabile. Studiile au identificat și alți indicatori de măsurare a performanței operaționale (a se vedea anexa 4) dintre aceștia menționăm: cifra de afaceri, cash flow din exploatare, EBIT, profit net, EBITDA/Active. Având în vedere că între aceste variabile există coliniaritate, și în urma aplicării metodei step-by-step (rezultatele acestei metode sunt evidențiate în anexa 10), am decis să măsurăm performanța operațională a firmei prin indicatorul EBITDA, considerat și în literatura de specialitate relevant în acest sens.

În dezvoltarea modelului de îmbunătățire a valorii firmelor prin aplicarea unor strategii operaționale și financiare s-a plecat de la următoarea ipoteză de cercetare:

Propunerea modelului a venit pe fondul recomandărilor din domeniu: stimularea performanței operaționale a companiilor din portofoliu este singura modalitate controlabilă care trebuie să creeze valoare (Hirzel, Tillen și Lemire 2010)³; evitarea practicării unei îndatorări excesive. O strategie bazată pe o îndatorare excesivă, într-un mediu de afaceri aflat în schimbare, cu toate eforturile de diminuare a costurilor agravează problemele firmei preluate.

Ipoteza cercetării: Stimularea performanței operaționale a companiilor din portofoliu și practicarea unei îndatorări moderate crează valoare, într-un mediu de afaceri aflat în schimbare.

Am ales ca perioadă de analiză anul 2013, când nivelul mediu al raportului Datorii/Capitaluri proprii al celor 77 de firme listate la bursa din Europa Centrală și de Est a fost subunitar. Rezultatele așteptate: o strategie bazată pe o activitate operațională (de exploatare) performantă, în a cărei dimensionare am optat pentru EBITDA și practicarea unui levier financiar subunitar să conducă la îmbunătățirea valorii firmei.

³ <http://www.bain.com/publications/articles/value-creation-becomes-more-important.aspx>

Analiza s-a realizat prin aplicarea modelului de regresie liniară multiplă, metoda celor mai mici pătrate, în care estimatorii parametrilor urmează o lege de distribuție normală și sunt nedeplasați, convergenți și eficienți.

Legătura dintre variabilele independente performanța operatională și nivelul îndatorării și variabila dependentă valoarea întreprinderii este definită de următorul model de regresie liniară multiplă:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon$$

În care:

Y = valoarea întreprinderii

X_1 = EBITDA

X_2 = Levierul financiar.

În analiza de regresie am parcurs următoarele etape:

1. Realizarea tabelului de regresie (tabelul nr.9): acest tabel transmite informații despre relația statistică liniară dintre valoarea întreprinderii și variabilele EBITDA și Levierul financiar: o viziune de ansamblu asupra testului F; raportul de determinație (R^2), R^2 ajustat, valoarea coeficienților, erorile standard estimate ale coeficienților – utilizate în calcularea testului t și intervalele de încredere.

2. Interpretarea modelului

Testul F evaluează ipoteza nulă, potrivit căreia coeficienții tuturor variabilelor X din model este zero.

Statistică testului F este folosită pentru testarea modelului de regresie, adică a ipotezei prin care se presupune că $\beta_1, \beta_2 = 0$. Dacă testul F ia o valoare mare, iar valoarea lui $p < .00005$, atunci regula de decizie este următoarea: se respinge ipoteza nulă, variabilele independente explicând variația variabilei dependente și invers. În cazul nostru, statistica testului F, a cărei valoare este mare, 449.92 cu 2 și 74 grade de libertate, iar $p = .0000$ cu patru zecimale (ceea ce înseamnă că $p < .00005$), conduce la respingerea ipotezei nule. $\text{Prob} > F$ înseamnă “probabilitatea unei statistici F mai mari” ca ipoteza nulă să fie respinsă, dacă în eșantion ar fi aduse noi firme dintr-o populație analizată. Statistica testului F arată că, relația lineară dintre variabila dependentă și cele două variabile independente este semnificativă.

Raportul de determinație, R^2 este 0.9240. R^2 ia valori între 0 și 1. Dacă R^2 este egal cu 0 sau are o valoare foarte mică, atunci modelul de regresie ales nu explică legătura dintre variabile.

Dacă R^2 este egal cu 1, atunci toate observațiile cad pe linia de regresie, deci modelul de regresie explică perfect legătura dintre variabile (Jaba și Jemna, 2006, p. 43). În cazul nostru la o valoare de 0.9240 înregistrată de R^2 , se poate interpreta că modelul ales explică legătura dintre variabile. Cele două variabile independente, explică împreună 92,40% din variația valorii întreprinderii. R^2 ajustat este o statistică preferată în regresia multiplă, deoarece, spre deosebire de R^2 neajustat, R^2 ajustat penalizează modelele extrem de complexe, valoarea lui R^2 întotdeauna va crește când vom adăuga noi variabile independente în model, dar R^2 ajustat s-ar putea să nu urmeze același trend. În cazul de față 0.9220, ia în calcul complexitatea modelului, raportat la complexitatea datelor.

Jumătatea inferioară a tabelului de regresie, reflectă însăși modelul construit: valoarea coeficienților, erorile standard estimate ale coeficienților, utilizate în calcularea testului t și intervalele coeficienților pentru fiecare coeficient din regresie.

Statisticile testului t (coeficienții împărțiți la erorile standard) verifică ipoteza nulă, conform căreia, coeficienții sunt egali cu zero. În cazul regresiei noastre, coeficienții sunt diferiți de zero, ipoteza nulă fiind respinsă. Însă un alt aspect ce se verifică prin statistica t sau prin p -value, îl constituie semnificația statistică a coeficienților estimați. Tipic, un test statistic t mai mare de 2 sau mai mic de -2 este considerat semnificativ cu o încredere de 95%. Valorile lui p arată la ce nivel de încredere se poate afirma că în modelul de regresie, coeficientul estimat este semnificativ statistic. Dacă este semnificativ la un nivel de încredere de 95%, atunci $p < 0.05$. Dacă este semnificativ la un nivel de 0.01, atunci $p < 0.01$. În regresia noastră, în cazul coeficientului β_1 , ce corespunde variabilei independente EBITDA, $p < 0.0000$, deci putem afirma cu o încredere de 99,99% că este semnificativ statistic. Nu același lucru putem afirma și despre coeficientul β_2 (ce corespunde variabilei independente - levier financiar), valoarea testului t este 0.53, iar $p > 0.05$ ($p = 0.600$), din punct de vedere statistic, coeficientul β_2 nu este semnificativ.

Tabelul nr. 9. Tabelul de regresie

Sursa	SS(suma pătratelor abaterilor)	Gradele de libertate (df)	MS (eroarea medie la pătrat)
Modelul	3,5375e+14	2	1,7688e+14
Sursa	SS(suma pătratelor abaterilor)	Gradele de libertate (df)	MS (eroarea medie la pătrat)
Reziduu	2,9092e+13	74	3,9313e+11
Total	3,8285e+14	76	5,0375e+12

Număr de observații: 77

$F(2, 74) = 449.92$

$\text{Prob} > F = 0.0000$

$R^2 = 0.9240$

R^2 ajustat = 0.9220

Root MSE = 6.9079

Valoarea întreprinderii	Coeficienți	Eroarea standard	Testul t	$p > t $	[95% Interval de încredere]	
EBITDA	4.59793	.1532866	30.00	0.000	4.2925	4.903361
Levierul financiar	8897.38	16896.07	0.53	0.600	-24768.77	42563.53
Constanta	214243.2	79450	2.70	0.009	55935.63	372550.8

3. Testarea ipotezelor modelului de regresie

Am testat ipoteza de lipsă a coliniarității cu ajutorul testului VIF (variance inflation factor), în urma căruia s-a obținut valoarea 1 pentru fiecare valoare independentă. Potrivit acestui rezultat, ipoteza necoliniarității variabilelor este respectată. Celelalte teste aplicate, arată respectarea tuturor condițiilor, cu excepția condiției de homoscedasticitate.

Heteroscedasticitatea erorilor (varianța erorilor nu este constantă) se explică prin faptul că o serie de variabile (cum ar fi creștere economică/criză economico-financiară; politică monetară relaxată/restrictivă, etc.) care nu au fost incluse în analiza noastră, deoarece ne-am limitat la a studia impactul a două variabile (reprezentante ale strategiei operaționale, respectiv financiare implementate) asupra valorii întreprinderii, și intră în componența erorii nu acționează constant. În inspectarea heteroscedasticității au fost aplicate metoda grafică și testul Breusch-Pagan/Cook-Weisberg.

Testul Breusch – Pagan/Cook-Weisberg⁴ testează ipoteza nulă potrivit căreia varianțele termenilor erorii sunt egale versus ipoteza alternativă potrivit căreia varianțele erorii sunt o funcție multiplicativă a uneia sau mai multor variabile. O valoare mare a testului indică prezența heteroscedasticității. În cazul regresiei noastre, valoarea chi-pătrat este mare (34.55), deci heteroscedasticitatea erorilor este prezentă. Pentru a corecta heteroscedasticitatea erorilor, am aplicat modelul regresiei liniare multiple robust. Rezultatele sunt ilustrate în tabelul nr. 10.

Tabelul nr. 10. Rezultatele regresiei liniare multiple, robust

Numărul de observații: 77

$F(2, 74) = 141.19$

$\text{Prob} > F = 0.0000$

$R^2 = 0.9240$

Root MSE = 6.3e+05

⁴ <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/l25.pdf>, accesat la data de 15 iunie 2016.

Valoarea întreprinderii	Coefficienții	Robust Eroarea standard	t	p> t 	Intervalul coeficienților, nivel de încredere de 95%	
EBITDA	4.59793	.2750168	16.72	0.000	4.049947	5.145913
Levierul financiar	8897.38	2738.131	3.25	0.002	3441.534	14353.23
Constanta	214243.2	63237.26	3.39	0.001	88240.22	340246.2

În urma aplicării regresiei liniare multiple, metoda robust, prin care a fost corectată heteroscedasticitatea erorilor, s-a obținut un model în care ambele variabile independente (EBITDA și levierul financiar) influențează pozitiv și semnificativ din punct de vedere statistic, valoarea întreprinderii. Deci valoarea întreprinderii poate fi îmbunătățită prin aplicarea de strategii operaționale și financiare. Din valoarea coeficienților, s-ar putea spune că variabila levier financiar contribuie semnificativ și substanțial la creșterea valorii întreprinderii.

O analiză a contextului economico-financiar în care-și desfășurau activitatea firmele din Europa Centrală și de Est în anul de referință 2013 (așa cum reiese din rapoartele înrocmit de IMF), arată că acesta se caracteriza printr-o încetinire a creșterii economice, un volum mare al creditelor neperformante acordate firmelor ce solicitau acestora stimularea performanței operaționale și reducerea îndatorării.

Descrierea statistică a indicatorilor înregistrați de firmele din eșantion este prezentată în tabelul nr. 11. Putem aprecia că, în medie, firmele analizate sunt mari și foarte mari (valoarea medie a acestora este 1.131.215 mii EUR), performante din punct de vedere operațional (valoarea medie a indicatorului EBITDA este 197.577,9 mii EUR), și că raportul datoriei/capitaluri proprii este subunitar.

Tabelul nr.11. Descrierea statistică a variabilelor analizate în regresie

Variabile	Număr de observații	Media	Deviația standard	Minim	Maxim
Valoarea întreprinderii (mii EUR)	77	1.131.215	2244427	9631,335	1.51e+07
EBITDA (mii EUR)	77	197.577,9	469385,2	-28581	3063878
Levier financiar (x)	77	0,9578326	4.258415	-31,55733	16.20285

Firmele din eșantionul nostru au înregistrat un nivel mediu al levierului financiar subunitar, deci nu au implementat o strategie de îndatorare excesivă care să creeze valoare în întreprindere, contextul economico-financiar nu a permis acest lucru. Cu toate acestea, din

tabelul nr. 11 se observă că sunt diferențe foarte mari între media, minimumul și maximumul valorilor variabilelor analizate, ce ar putea denatura rezultatele analizei, prin urmare se impune corectarea heteroscedasticității termenilor eroare.

În urma aplicării regresiei liniare multiple, metoda robust, prin care a fost corectată heteroscedasticitatea erorilor, s-a obținut un model în care ambele variabile independente (EBITDA și levierul financiar) influențează pozitiv și semnificativ din punct de vedere statistic, valoarea întreprinderii. Deci valoarea întreprinderii poate fi îmbunătățită prin aplicarea de strategii operaționale și financiare. Analiza valorii coeficienților variabilelor independente arată că, variabila levier financiar contribuie semnificativ și substanțial la creșterea valorii întreprinderii. În concluzie, pentru îmbunătățirea valorii firmei importante sunt atât performanțele operaționale ale firmei cât și ingineriile financiare bazate pe îndatorarea redusă implementate.

În urma parcurgerii acestor etape, modelul de regresie multiplă prin metoda celor mai mici pătrate, varianta robust respectă toate condițiile necesare pentru a fi considerat un model semnificativ care explică variația valorii întreprinderii funcție de variația valorii EBITDA și de nivelul levierului financiar practicat.

În cel de-al patrulea capitol am descris inovația financiară din Europa Centrală și de Est, am analizat caracteristicile specifice firmelor din această regiune din perspectiva atragerii unor surse inovative de finanțare și am finalizat cu investigarea impactului unor investiții buyout asupra firmelor. La atingerea obiectivului final a fost aplicată metoda studiului de caz.

Studiu de caz: Abris – Alumetal

În realizarea studiului de caz au fost urmărite trei aspecte: descrierea activității firmei țintă la data investiției (rezultate economico-financiare, dotările tehnice, dimensiunea acesteia, competitivitatea și performanțele operaționale); valoarea creată de managerul fondului de private equity sau distrugerea de valoare, după caz; strategia de exit.

În ianuarie 2010, Abris a cumpărat pachetul majoritar al firmei Alumetal S.A., cel mai mare producător de aluminiu din Polonia, cu intenția de a crește substanțial mărimea operațiunilor existente și de a finanța dezvoltarea aliajelor, așa cum declara societatea de private equity pe site-ul propriu⁵. Majoritatea clienților firmei proveneau de pe piața auto, colaborând cu mari consorții de autovehicule de pe piața internă dar și din străinătate.

Abris Capital Partners este un manager de fond de private equity cu sediul în Europa Centrală a cărui obiectiv îl constituie achiziționarea controlului majoritar în afaceri de succes, bine manageriate, nelistate la bursă (private). Duc o strategie operațională și mizează pe oferirea

⁵ <http://www.abris-capital.com/portfolio>

de randamente atractive și superioare din crearea de valoare în firmele selectate, iar prin această strategie implementată, planul lor ambițios îl constituie construirea din firmele deținute în portofoliu a unor lideri de piață.

Din analiza situațiilor financiare anuale (prezentate în anexa 7), se poate spune că, înainte de încheierea tranzacției private equity, firma nelistată la bursa la momentul achiziției, Alumetal S.A. (ce și-a început activitatea individuală din anul 2000) desfășura o activitate profitabilă, în scădere în anul 2009 față de 2008. Indicatori ai performanței operaționale precum veniturile din vânzări, profitul din exploatare au înregistrat un nivel scăzut în 2009 față de anul precedent, iar numărul de angajați a fost redus. Deși în firmă, în anul 2009, au fost aduse noi aporturi de capital, și s-a investit în active, performanța operațională și profitabilitatea firmei au fost inferioare celei înregistrate în anul anterior. Se observă în schimb o diminuare a datoriilor în anul 2009, și o îmbunătățire a capacității de îndatorare a firmei.

În anul preluării de către societatea de private equity Abris (ianuarie 2010), precum și în anii post-preluare (2011 și 2012), performanțele operaționale, profitabilitatea firmei Alumetal S.A. s-au îmbunătățit substanțial. Aceste performanțe pot fi puse pe seama noilor aporturi de capital, investițiilor realizate în active, creșterii numărului de angajați (în anul realizării tranzacției personalul a fost redus, ca ulterior -2011, 2012 numărul angajaților să crească față de perioada pre-tranzacție). Cu toate acestea, se poate observa că, deși de la an la an, sursele de finanțare aflate la dispoziția firmei au crescut, aceasta nu a mai înregistrat aceeași performanță ca cea obținută în primul an de investiție, diminuându-se în al doilea an (2011), iar în anul 2012 performanța operațională a firmei a fost mai slabă: cifrei de afaceri a scăzut, de asemenea și profitul brut din exploatare. Un alt aspect ce merită menționat îl constituie reducerea îndatorării pe perioada investiției.

Analizând nivelul fondurilor (capitaluri proprii și datorii) aflate la dispoziția firmei Alumetal S.A., se observă o creștere substanțială a acestora în anul tranzacției și în perioada post-tranzacție față de perioada anterioară. Firma, nici în perioada pre-criză nu dispunea de asemenea fonduri.

În concluzie, se poate spune că în cazul firmei Alumetal S.A.:

- investiția buyout nu a implicat o îndatorare excesivă, ci s-a bazat pe majorarea capitalului social prin noi aporturi de capital;
- Societatea de private equity Abris, a creat valoare firmei Alumetal S.A. prin îmbunătățirea operațiunilor acesteia, investiția s-a realizat atât prin majorarea capitalului social cât și prin contractarea de noi forme de împrumut, cu toate acestea nivelul levierului financiar a fost scăzut: 0,80 în anul tranzacției, după care s-a redus treptat pe perioada investiției. În istoricul financiar al firmei Alumetal S.A., aceasta a înregistrat niveluri ale levierului financiar și de 1,70 în anul 2005, ce nu a pus probleme, având în

vedere că valoarea reper pentru acest indicator este 2,33, așa cum s-a prezentat în tabelul 13;

- Pe perioada investiției tip private equity, firma Alumetal S.A. s-a extins (valoarea activelor totale a crescut, numărul angajaților a crescut), operațiunile au fost îmbunătățite (s-a înregistrat o creștere a cifrei de afaceri, a profitului brut din exploatare - EBE), profitabilitatea a crescut față de perioada anterioară investiției, totuși se observă că rezultate deosebite s-au înregistrat în anul investiției, după care s-au diminuat, chiar și-așa performanțele au fost superioare celor înregistrate de firmă în perioada pre-investiție.

Tabelul nr 23. sintetizează indicatorii menționați în analiza performanței investiție.

Tabelul nr. 23. Performanțele firmei Alumetal pre și post-preluare de către managerul fondului private equity, Abris

Nr. Crt.	Indicatori analizați	Rezultate pre-investiție		Rezultate obținute în anul investiției	Evoluții față de anul 2009	Rezultate post-investiție	
		2008	2009			2011	2012
1	Rezultat net	4791	2328	9429	+304,89%	8141	5387
2	Total active	29037	32435	48780	+50,39%	50817	59785
3	Număr angajați	250	220	211	-0,04	220	257
4	Capital social	14472	19222	26895	+39,92%	32243	40249
5	DTML	191	267	347	+29,96%	733	834
6	DTS	14374	12946	21539	+66,37%	17841	18703
7	Levierul financiar	0,99	0,68	0,80	+0,12	0,56	0,48
8	Venituri din exploatare	83689	62824	110140	+75,31%	114476	103741
9	EBIT	4367	1135	6938	+511,28%	6409	3100

Notă: la determinarea levierului financiar au fost luate în calcul și provizioanele constituite (a se vedea în anexa 8 valoarea acestora).

În final putem spune că societatea de private equity Abris și-a îndeplinit obiectivul declarat la momentul achiziționării pachetului majoritar al firmei Alumetal SA: de a crește substanțial mărimea operațiunilor existente și de a finanța dezvoltarea aliajelor.

Exit-ul s-a realizat prin deschiderea unei oferte inițiale publice în anul 2014, când Abris și-a propus să vândă 56% din pachetul de acțiuni deținute în firma Alumetal SA pe Bursa din Varșovia (piață dezvoltată ce a permis realizarea exit-ului prin această strategie), conform Reuters⁶. La momentul dezinvestirii, veniturile firmei Alumetal SA, crescuseră cu mai mult de un sfert în primele trei luni ale anului 2014, ajungând la valoarea de 311,4 mil. zloți, iar profitul net aproape se triplase la 17 milioane zloți, grație vârfului atins în producția și vânzarea de autovehicule din Europa, conform aceleiași surse. Volumul producției vândute, precum și

⁶ <http://www.reuters.com/article/poland-alumetal-pricefixing-idUSL6N0PF1EL20140704>

valoarea vânzărilor a crescut și în anul 2015. Implicarea Abris în Alumetal a fost benefică, reușind să impulsioneze activitatea acesteia, și să depășească dificultățile întâmpinate în anul 2009, când s-a înregistrat o ușoară scădere a activității firmei.

La momentul exit-ului, pe site-ul oficial al managerului de fond de private equity – Abris, erau prezentate noutățile, câteva aspecte legate de vânzarea pachetului de acțiuni deținute la Alumetal SA la Bursa din Varșovia, capitalizarea bursieră inițială a grupului Alumetal – de 128 mil.EUR (la un pachet majoritat de 56%, Abris a obținut din vânzarea acestuia 71,68 mil. EUR), precum și câteva concluzii referitoare la performențele investiției: sub controlul său, operațiunile grupului Alumetal s-au extins în mod semnificativ, a deschis o nouă fabrică în septembrie 2011, a investit sume substanțiale în tehnologia avansată, fiind în măsură să furnizeze clienților o gamă largă de aliaje din aluminiu sofisticate. La momentul exit-ului, Alumetal angaja personal nou și era una dintre afacerile cele mai anvasate din punct de vedere tehnologic de profil, din Europa.

Analiza s-a făcut pe baza datelor ORBIS disponibile pentru perioada 2004-2012, a informațiilor făcute publice de societatea de private equity Abris, dar și de Alumetal S.A. pe site-ul propriu⁷ precum și a noutăților oferite de media.

Directii viitoare de cercetare:

- analiza impactului investițiilor buyout asupra firmelor din Europa Centrală și de Est și a tipologiei investițiilor buyout în această regiune de dezvoltare plecând de la o baza de date formată din firme ce au constituit obiectul unor asemenea investiții.
- analiza unor inovații financiare pentru firme care n-au constituit obiectul prezentei cercetări (exp. crowdfunding, o modalitate de finanțare a IMM-urilor din anumite domenii, reglementată în Regatul Unit și Italia, existentă și în România).

BIBLIOGRAFIE

1. Abiad, a., Oomes, N. și Ueda, K.(2008), The quality effect: Does financial liberalization improve the allocation of capital?, *Journal of Development Economics* 87, p. 270–282;
2. Achleitner, A.-K., Braun, R., Engel, N., Figge, C., și Tappeiner, F., (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*; p. 17-27;
3. Adochiței M., *Finanțele întreprinderii*, Editura Sylvi, București, 2000;
4. Aglietta, M. și Breton, R., (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society* Volume 30 Number 4, p. 433–466;
5. Altman, E., I., (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *The Journal of finance*, Vol. XXIII, No.4, p. 589-609
- 6.Akbar, S., Rehman, S.U., Ormrod, P., (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms, *International Review of Financial Analysis* 26, p. 59–70

⁷ <http://www.alumetal.pl/en/alumetal-group>

- 7.Alves, P., & Francisco, P. (2015). The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2014.12.001>
- 8.Amaral R., (2015). Abundance of cash sees rise in mega deals. Disponibil la <http://raconteur.net/finance/abundance-of-cash-sees-rise-in-mega-deals>
- 9.Amer, R.,(2013). Financial liberalization and firms' capital structure adjustments evidence from Southeast Asia and South America, *J Econ Finan*, p. 37:1–32;
- 10.Ardalan, R. K., (2008). Eurobond Issue And Firm Value. *Journal of Business & Economics Research – November*, Vol. 6, Nr. 11, p. 63-70;
- 11.Augustin, P., Subrahmanyam, M. G., Tang, D. Y. și Wang, S. Q., (2014). Credit default swaps: a survey. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 9, Nos. 1-2, p. 1-196. DOI: 10.1561/05000000040;
- 12.Austin, R., & Tuch, A., (2008). Private Equity and Corporate Control Transactions. Ross Parsons Centre of Commercial Corporate and Taxation Law, Sydney;
- 13.Axelson, U., Strömberg, P. & M. Weisbach (2007), "Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Firms," working paper;
- 14.Baker, G. și Montgomery, C.A., 1994. Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms. Harvard Business School working paper, p. 1-34, Harvard, MA;
- 15.Bărbuță – Mișu N. (2009), *Finanțarea și performanța întreprinderii*, Editura Didactică și Pedagogică, București;
- 16.Bekaert, G. și Harvey, C.R. (2000). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, p. 565-613;
- 17.Berg, A. și Gottschalg, O., (2005). Understanding value generation in buyouts. *Journal of Restructuring Finance*, Vol. 2, Nr. 1, p. 9-37;
- 18.Bernoth, K.; Colavecchio, R.; și Sass, M., (2010). Drivers of private equity investment in CEE and Western European countries. Discussion papers, German Institute for Economic Research, No. 1002
19. Bertoni, F., Colombo și Quas, (2012). The patterns of venture capital investment in Europe. SSRN Electronic Journal, DOI: 10.1007/s11187-015-9662-0;
- 20.Beyhaghi, M. și Massoud, N., (2012). Why and how do banks lay off credit risk? The choice between loan sales versus credit default swaps. Working Paper;
- 21.Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand". *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, 259-270
- 22.Black, B. & Gilson, R., (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47: 243–277;
- 23.Brandner, J., Du, Q. și Hellmann, T., (2015). The effects of Government-sponsored venture capital: International evidence. *Review of Finance* 19: p. 571–618, doi:10.1093/rof/rfu009;
24. Brav, O., (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *The Journal of Finance* • vol. LXIV, no. 1, p. 263-308;
25. Brealey, R.A. și Myers, S.C., (1996). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill, New York;
26. Brezeanu, P., (2005). Management financiar. Managementul deciziilor de finanțare. Ed. Universitatii Româno-Britanice, București;
- 27.Brezeanu P., (2008). Finanțe corporative, vol. I. Editura C.H. Beck București;
- 28.Bucătaru, D., (2011a). *Evaluarea întreprinderii*, Tipo Moldova, Iași;
- 29.Bucătaru, D., (2011b). *Gestiunea eficientă a capitalurilor întreprinderii*, Tipo Moldova, Iași;
- 30.Bucătaru, D., (2013). *Finanțele întreprinderii*, Editura Tipo Moldova, Iași;

31. Buzilă, B., (2014). The attractiveness of Romania for Venture Capital and Private Equity investors, JOPAFL no. 5, p. 72-83;
32. Buzilă, B., (2016). The CEE companies, attractive deals for leveraged buyout transactions?, JOPAFL No. 9, p. 131-144;
33. Buzilă, B., (2015). Structura financiară a întreprinderii, între optimizare și supraviețuire. Volumul conferinței *Aspecte ale dezvoltării potențialului economico-managerial în contextul asigurării securității naționale*, p. 64-67;
34. Capasso, A., Faraci, R. și Picone, P., M., (2014). Equity-worthiness and equity-willingness: Key factors in private equity deals. *Business Horizons*, 57, 637—645;
35. Chapple, L., Clarkson, P. M. & King, J. J., (2010). Private equity bids in Australia: an exploratory study. *Accounting and Finance* 50, 79–102;
36. Chirleşan D., Neșțian A., (2009). *Întreprinzătorul, firma și piețele în spațiul național, european și global*, Editura Universității “Alexandru Ioan Cuza” Iași;
37. Cho, Yoon Je, 1988. The effect of financial liberalization on the efficiency of credit allocation: some evidence from Korea. *Journal of Development Economics* 29, 101–110 (July).
38. Cumming, D. J. și Murtinu, S., (2016). On the Efficiency of Bank-Affiliated Venture Capital. Disponibil la SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2716611> sau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2716611>;
39. Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure?, *Applied Financial Economics*, 2008, 18, 87–97;
40. Dăianu, D., Drăgulin I., Voinea, L., Vrânceanu, R., *Deschiderea contului de capital în România – o abordare optimă*, Institutul European din România, 2002;
41. Dăianu, D., *Lupta cu criza financiară. Eforturile unui membru român al PE*, Editura Rosetti Educational, București, 2009;
42. De Maeseneire, W., & Brinkhuis, S., (2012). What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure. *Accounting and Finance*, vol. 52, p. 155-182;
43. DePamphilis, D., (2014). Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities. *Academic Press*, Seventh Edition. doi:10.1016/B978-0-12-385487-2.00013-1;
44. Dimov, D., și Gedajlovic, E., (2010). A property rights perspective on venture capital investment decisions. *Journal of Management Studies* 47:7, doi: 10.1111/j.1467-6486.2009.00905.x;
45. Dittmar, A., Di Li & Nain, A., (2012). It pays to follow the leader: Acquiring targets picked by private equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47 / Issue 05 / p. 901-931;
46. Dragotă, M., (2006). *Decizia de investire pe piața de capital: criterii de selecție bazate pe politica de finanțare, guvernare corporativă, factori determinanți ai structurii capitalului*. Editura ASE, București;
47. Eisenhardt, K. M., (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *The Academy of Management Journal*, Vol. 32, p. 543-576
48. Engle, P., (2010). Why care about EBITDA?. *Industrial Engineer* 22. Academic OneFile, accesat la data de 9 august 2016;
49. Enow, A., B., (2010). A study of capital structure in extremely different environments, Thesis for the Master's degree in Business Administration;
50. Errunza, V.R., și Miller D.P., (2000). Market segmentation and the cost of capital in international equity markets; *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 35, no. 4:577–600;
51. Evidence from SMEs in France and Greece, *Applied Financial Economics*, 18(2), 87–97;
52. Gadiesh, O. & MacArthur, H., (2008). *Memo to the CEO: Lessons from Private Equity any company can use*. Harvard Business Review Press;

53. Giurgiu, A., I., *Mecanismul financiar al întreprinzătorului*, Editura Dacia, Cluj Napoca, 1995
54. Goldfarb J., (2014). M&A potential will succumb to laws of physics. În Predictions 2014. Reversals and revivals; disponibil la www.breakingviews.com/Journals/2015/06/16/u/n/i/Predictions-2014.pdf;
55. Golman, J., (2016). Four Reasons 2016 Will Be a Strong Year For M&A, disponibil la <http://www.forbes.com/sites/jeffgolman/2016/01/11/four-reasons-2016-will-be-a-strong-year-for-ma/#7067f16c4d49>
56. Gompers, P. și Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership. *Journal of Financial Economics* 51, p. 3 — 44;
57. Gompers, P., Kaplan, S. N. și Mukharlyamov, V., (2015). What Do Private Equity Firms Say They Do? Working Paper 15-081;
58. Graham, J.R. și Harvey, C. R., (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60, p. 187-243;
59. Greenberg, H., (1998). EBITDA: never trust anything that you can't pronounce. *Fortune* 137: p. 192-194;
60. Groh, A.P. și Liechtenstein, H., (2009). How attractive is Central Eastern Europe for risk capital investors? *Journal of International Money and Finance* 28, p. 625-647;
61. Guariglia, A., & Mateut, S. (2010). Inventory investment, global engagement, and financial constraints in the UK: Evidence from micro data, *Journal of Macroeconomics*, 1–12;
62. Guyot A., Lagoarde – Segot T., Neaime S., Foreign shocks and international cost of equity destabilization. Evidence from the MENA region; *Emerging Markets Review* 18 (2014) 101–122;
63. Hellmann, T., Lindsey, L. și Puri, M., (2004). Building relationships early: Banks in venture capital. Disponibil la file:///C:/Users/Brindusa/Downloads/SEMINAIRE21.pdf;
64. Halpern et al. (1998). *Finanțe manageriale*. Editura Economică, București;
65. Hester, D. D. (1981). Innovations and monetary control. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, p. 141-199. DOI: 10.2307/2534398;
66. Hoanță, N., (2011). *Gestiunea financiară a întreprinderii*. Editura C.H. Beck București;
67. Hu, H. T. C. și Black B. (2008). Debt, equity and hybrid decoupling: Governance and systemic risk implications. *European Financial Management*, Vol.14, No. 4, p. 663-709, doi: 10.1111/j.1468-036X.2008.00450.x;
68. Ignătescu, V.D., (2011). *Particularități în fundamentarea deciziei de finanțare a întreprinderii în contextual crizei financiare*, teză de doctorat, Iași;
69. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report—Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets* (Washington, April 2014).
70. Jaba, E. și Jemna., D. (2006). *Econometrie*, Ed.Sedcom Libris, Iași;
71. Jayaratne, J. and Strahan, P.E. (1996). The Finance – Growth Nexus: Evidence from Bnk Branch Deregulation. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, No. 3, 639-670
72. Jackson, T., (2007). Derivative risk threatens private equity. *Financial Times*.
73. Jensen & Meckling, (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, p. 305-360;
74. Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329;
75. Jensen, M., 1989. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, p. 61-74;
76. Kaplan, S., & Schoar, A., (2003). Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. *Working paper, National Bureau of Economic Research*;

77. Kaplan, S. N. & Strömberg, P., (2008). Leveraged buyouts and private equity. *Working paper, National Bureau Of Economic Research*;
78. Kim, Y. & Stulz, R. (1988). The Eurobond market and corporate financial policy: A test of the clientele hypothesis. *Journal of Financial Economics* 22 (2), p. 189-205;
79. Kortum, S. și Lerner, J., Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics* Vol 31, p. 674-692;
80. Kuzmina-Merlino, I. și Kublina, S., (2014). Venture capital in Latvia: the peculiarities, contradictions, and accessibility for SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 150, p. 97 – 106;
81. Laeven, L., et al. (2014). Financial innovation and endogenous growth, *Journal of Financial Intermediation*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2014.04.001>;
82. Leary, M. T. (2009). Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure, *Journal of Finance*, 64(3), 1143–1185;
83. Leland, H. și Pyle, D. H., (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, 371-387;
84. Lerner, J. & Tufano, P., (2011). The consequences of financial innovation: A counterfactual research agenda. NBER Working Paper No. 16780;
85. Lerner, J., (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective “public venture capital” programmes. *The Economic Journal*, 112, F73-F84. Doi: 10.1111/1468-0297.00684;
86. Loutskina E., (2011). The role of securitization in bank liquidity and funding management. *Journal of Financial Economics* 100 (2011), 663-684;
87. Lukacs, E. (2005). The economic role of SMEs in world economy, especially in Europe. *European Integration Studies*, Miskolc, 4 (1), p. 3-12;
88. Manne, H., G., (1965). Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. p. 110-120;
89. Meier O. & Schier, G., (2012). Fusions Acquisitions. Dunod, Paris;
90. Mengle, D., (2007). Credit Derivatives: An Overview. *Economic Review (FRB Atlanta)*, Fourth Quarter, vol.92, no. 4.
91. Mergenthaler K. și Moten C., (2008). Private Equity for Institutional Investors. Current environment and trends.
92. Miller, M. H., (1986). Financial innovation: The last twenty years and the next. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21(4), 459-471.
93. Modigliani, F. și Miller, H.M., (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review*. Volume XLVIII, number three, 261-297;
94. Modigliani, F. și Merton, H. M., (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, p. 433-443;
95. Myers, S. C. și Majluf, N. S., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221, North-Holland;
96. Neagoe, I., (1997). *Finanțele întreprinderii*, Editura Ankarom, Iași;
97. Needles Belverd E.; Powers Marian & Crosson Susan V., (2008). *Principles of accounting*. Boston: Houghton Mifflin;
98. Nordström, L., & Wiberg, D., (2009). Determinants of Buyouts in Private Equity Firms. *CESIS Electronic Working Paper Series*, Paper No. 207;
99. Obstfeld M., (1994). Risk – taking, global diversification and growth. *The American Economic Review*, Vol. 84, No. 5., 1310-1329

100. Oehmke, M. și Zawadowski, A. (2015). The Anatomy of the CDS Market. Review of Financial Studies, Forthcoming. Disponibil la SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2023108> sau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2023108>;
101. Onofrei, M., *Finanțele întreprinderii*, Editura Universității “Alexandru Ioan Cuza” Iași, 2003;
102. Onofrei, M., *Management financiar*, Editura C. H. Beck, București, 2006;
103. Onofrei, M., S.G., Anton, *Soluții inovative în finanțarea întreprinderilor*, Wolters Kluwer, București, 2010;
Onofrei, M., (2007). Management financiar. Editura C. H. Beck, București;
104. Orice, M. Williams, (2009). *Private Equity: Recent growth in leveraged buyouts exposed risks that warrant continued attention*; Diane Publishing;
105. Osborne, S., Katselas, D. & Chapple, L., (2012). The preferences of private equity investors in selecting target acquisitions: An international investigation. *Australian Journal of Management*, 37(3), p. 361–389;
106. Patro, D.K. și Wald, J.K. (2005). Firm Characteristics and the Impact of Emerging Market Liberalizations. *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, Issue 7, p. 1671-1695, disponibil la <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.032>;
107. Partnoy, F. & Skeel, D. A. Jr., (2007). The Promise and Perils of Credit Derivatives. *Faculty Scholarship*. Paper 119. http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/119;
108. Primack, D., (2013). Did private equity hurt Hertz?, *Fortune*
109. Rajan, R.G., și Zingales, L., (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *The Journal of Finance*, vol. 50, nr. 5, p. 1421-1460;
110. Romm J., (2010). JP Morgan invented credit-default swaps to give Exxon credit line for Valdez liability. Disponibil la <http://thinkprogress.org/climate/2010/05/26/206077/jp-morgan-invented-credit-default-swaps-to-give-exxon-credit-line-for-valdez-liability/>
111. Ross, S.A., (1977). The determination of financial structure: The incentive - signaling approach. *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, 23-40;
112. Sahlman, W. A., (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 2, p. 473-521;
113. Schmukler, S. și Vesperoni, E., () Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies, *William Davidson Institute Working Paper* 388;
114. Spence, A.M. (1974). Competitive and Optimal Responses to Signals: Analysis of Efficiency and Distribution. *Journal of Economic Theory*, Vol. 7, Issue 3, 296-332;
115. Stancu, D., (2007), Considerații privind ratele de rotație și ratele de structură a capitalurilor întreprinderii, *Finanțe – Provocările viitorului*, Anul VI, Nr. 6/2007;
116. Staum J. (2008). Incomplete Markets. În Birge, J. R. & Linetsky, V. (Eds.), *Handbooks in OR & MS*, Vol. 15, (p. 511-563). DOI: 10.1016/S0927-0507(07)15012-X.
117. Strömberg, P., (2007). The new demography of private equity. *Swedish Institute for Financial Research Stockholm School of Economics, CEPR, and NBER*;
118. Strömberg, P., (2009). The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings, disponibil la <http://ssrn.com/abstract=1429322>;
119. Stulz R. M., (2009). Credit default swaps and the credit crisis. NBER Working Paper No. 15384;
120. Subrahmanyam, M. G. et al. (2016). Does the Tail Wag the Dog? The Effect of Credit Default Swaps on Credit Risk. În Mahendra Dev, S. & Babu, P.G. (Eds.), *Development in India. Micro and Macro Perspectives*, (p. 199 - 236). DOI 10.1007/978-81-322-2541-6_11;
121. Șargu, A.C., *Inovația financiară și implicațiile sale în contextul integrării financiare europene*, teză de doctorat, Iași, 2012;
122. Toma, M. și Alexandru, F., (1998). *Finanțe și gestiune financiară de întreprindere*. Editura Economică, București;

123. Tudose C. Mihaela-Brîndușă, *Gestiunea capitalurilor întreprinderii. Optimizarea structurii financiare*, Editura Economică, 2006
 124. Tudose C. Mihaela-Brîndușă, *Finanțele întreprinderii*, Editura Fundației “Gh. Zane” Iași, 2011;
 125. Tufano, P. (2002). Financial Innovation. În Constantinides, G., Harris, M. și Stulz, R. (Eds.), *The Handbook of the Economics of Finance*, North Holland;
 126. Ursu, S., (2013). *Finanțarea firmelor în economiile emergente*. Editura Universității “Alexandru Ioan Cuza” Iași;
 127. William B.-C., (2005). *Offshore – The Dark Side of the Global Economy*. Picador - Farrar, Straus and Giroux, New York;
 128. Zane; B., Kane, A. & Marcus, A., J., (2004). *Essentials of Investments*, 5th ed. McGraw-Hill Irwin;
- Rapoarte și legislație:
129. ***ANNUAL REPORT For the fiscal year ended December 31, 2013 Magyar Telecom B.V., societatea mama a grupului Invitel, p.3, 2014, disponibil la https://www.invitel.hu/lakossagi/englishfiles/files/csatolmanyok/Matel_BV_FS_with_annual_report_2013.pdf.
 130. ***Annual Report, 2015, Magyar Telecom B.V. (2016, p. 68), disponibil la https://www.invitel.hu/lakossagi/sites/default/files/press_release/Matel_BV_Annual_Report_2015-FINAL.pdf
 131. *** Back to reality: EY global venture capital trends 2015;
 132. ***Bank of England and the European Central Bank (ECB): The case for a better functioning securitisation market in the European Union, 2014;
 133. ***Bank for International Settlements (2016). OTC derivatives statistics at end-December 2015. Disponibil la www.bis.org/publ/otc_hy.htm;
 134. ***Bank for International Settlements (2011). OTC derivatives market activity in the first half of 2011. CH-4002 Basel, Switzerland;
 135. *** Comisia Europeană: Întreprinderi și industrie. Fișă informativă SBA 2014;
 136. ***DTCC (2015). Trade information warehouse. Explantion of tiw market reports.
 137. ***EMIS și CMS: Emerging Europe M&A Report 2015/16;
 138. ***EMPEA/Collier Capital, Emerging Markets Private Equity Survey (2011);
 139. ***European Central Bank, (2014). *The euro area bank lending survey*;
 140. *** European Private equity & Venture Capital Association: Central and Eastern Europe Statistics 2007;
 141. ***EVCA: Central and Eastern Europe Statistics 2008; 2010-2014;
 142. ***EVCA/PEREP_Analytics;
 143. ***EVCA Central and Eastern Europe Statistics 2014 (2015);
 144. ***Global Private Equity Report 2015
 145. ***Invest Europe, 2015 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments, 2016
 146. ***IPO WatchEurope, 2009, 2011, 2012, PwC, disponibil la <http://www.pwc.co.uk/services/audit-assurance/insights/ipo-watch-europe-previous-editions.html>
 147. ***National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. (2011). The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report. Disponibil la <http://www.gpo.gov/fdsys/search/pagedetails.action?packageId=GPO-FCIC>;

- 148.*** OECD. (2005) Oslo Manual, Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. 3rd edition. Paris: OECD Publishing
- 149.***2016 Prequin Global Private Equity & Venture Capital Report, Sample Pages;
150. ***S&P LCD, European Private Equity Report
151. ***Regulamentul UE nr. 345/2013 al Parlamentului European și al Consiliului;
152. ***Thomson Reuters, (2015). 2015 Top 100 global innovators.
- Biblioteca web:
153. www.ceeprivatteequity.com (accesat la 13/08/2015);
154. www.alphadictionary.com (accesat la data de 04.10.2015)
155. <http://www.businessnewsdaily.com> (accesat la data de 04.10.2015).
156. www.economist.com
157. <http://www.forbes.com> (accesat la data de 24.06.2016)
158. <http://www.achemosgrupe.lt>
159. <http://credit-deriv.com/isdadefinitions.htm>, accesat în data de 09.03.2016
160. https://ec.europa.eu/growth/access-to-finance_en
161. <http://www.bain.com>
162. <http://www.pep.com.au/>
163. <http://www.catalystinvest.com.au/>
164. <https://infopressgroup.com;>
165. <http://www.reuters.com>
166. www.alumetal.pl
167. www.invitel.hu
168. www.zf.ro
169. www.mideuropa.com/media/news/2010
170. <https://www.telegeography.com>
171. <http://www.reuters.com>
- Baze de date:
172. Baza de date Orbis;
173. *Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)*

