

**UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA**  
**ȘCOALA DOCTORALĂ DE ȘTIINȚE JURIDICE ȘI ECONOMICE**

**Cu titlu de manuscris**  
**C.Z.U.: 336.225:334.758:005.52(043.2)**

**ULIAN ECATERINA**

**STRATEGII DE CREȘTERE A PERFORMANȚELOR  
COMPANIILOR ȘI OPTIMIZARE FISCALĂ  
PRIN FUZIUNI ȘI ACHIZIȚII**

**Rezumatul tezei doctor în științe economice**  
**522.01 Finanțe**

**CHIȘINĂU, 2026**

Teza a fost elaborată în cadrul Școlii doctorale de Științe Juridice și Economice a Universității de Stat din Moldova

**Componența Comisiei de doctorat:**

**CIMPOIEȘ DRAGOȘ**, doctor habilitat în științe economice, profesor universitar  
Universitatea de Stat din Moldova - *Președinte al Comisiei*

**COJOCARU MARIA**, doctor în științe economice, conferențiar universitar,  
Universitatea de Stat din Moldova - *Conducător de doctorat*

**COBZARI LUDMILA**, doctor habilitat în științe economice, profesor universitar,  
Academia de Studii Economice din Moldova - *Referent*

**MANTA OTILIA**, doctor în științe economice, profesor, Școala Doctorală de  
Științe Economice, a Școlii de Studii Avansate a Academiei Române  
– SCOSAAR, România - *Referent*

**MULIC ANDREI**, doctor în științe economice, conferențiar universitar,  
Universitatea de Stat din Moldova - *Referent*

Susținerea tezei va avea loc la data de 08 mai, 2026, ora 10:00, în ședința Comisiei de susținere publică a tezei de doctorat din cadrul Școlii Doctorale de Științe Juridice și Economice a USM, mun. Chișinău, str. Alexei Mateevici, 60, bloc Central, sala nr. 331.

Teza de doctor și rezumatul pot fi consultate la Biblioteca Științifică a Universității de Stat din Moldova și pe pagina web a ANACEC <https://anacec.md/>

Rezumatul a fost expediat la \_\_\_\_\_ aprilie 2026

**Președintele Comisiei de doctorat**

**Cimpoieș Dragoș**,  
doctor habilitat în științe economice,  
profesor universitar

**Conducător de doctorat,**

**Cojocaru Maria**,  
doctor în științe economice,  
conferențiar universitar,

**Autor**

**Ulian Ecaterina**

Identificatorul dreptului de autor

(© Ulian Ecaterina, 2026)

## CUPRINS

<b>REPERELE CONCEPTUALE ALE CERCETĂRII .....</b>	<b>4</b>
<b>CONȚINUTUL TEZEI .....</b>	<b>8</b>
<b>BIBLIOGRAFIE .....</b>	<b>32</b>
<b>LISTA PUBLICAȚIILOR AUTORULUI LA TEMA TEZEI DE DOCTORAT .....</b>	<b>34</b>
<b>ADNOTARE .....</b>	<b>35</b>
<b>ANNOTATION.....</b>	<b>36</b>
<b>АННОТАЦИЯ .....</b>	<b>37</b>

## REPERELE CONCEPTUALE ALE CERCETĂRII

**Actualitatea temei de cercetare și importanța practică a problemei abordate.** În economia contemporană, companiile nu își mai pot permite, de multe ori, să mizeze exclusiv pe perspective de dezvoltare pe termen lung sau pe proiecte derulate pe decenii, fiind nevoite să identifice modalități mai rapide de extindere și creștere în contextul globalizării. În aceste condiții, realizarea fuziunilor și achizițiilor oferă posibilitatea atingerii într-un termen relativ scurt a obiectivelor strategice ale entității fără alocarea unui volum semnificativ de timp și resurse.

Actualitatea temei este determinată și de faptul că, în practica economică, succesul operațiunilor de fuziuni și achiziții nu este garantat automat, iar efectele scontate asupra performanței și optimizării fiscale depind de fundamentarea deciziilor manageriale, de evaluarea corectă a entității-țintă, de modul de integrare post-tranzacție și de valorificarea oportunităților oferite de reglementările fiscale. În lipsa unei abordări complexe, există riscul ca asemenea tranzacții să nu conducă la creșterea performanțelor, ci, dimpotrivă, la apariția unor disfuncționalități manageriale, financiare sau fiscale.

Pentru companiile care activează în economii emergente, inclusiv pe piața din Republica Moldova, această problematică prezintă o importanță aparte. Specificul mediului de afaceri național, dimensiunea relativ redusă a pieței, gradul diferit de dezvoltare a sectoarelor economice, precum și particularitățile cadrului normativ și fiscal determină necesitatea unor abordări adaptate în evaluarea și implementarea strategiilor de fuziuni și achiziții. În Republica Moldova, aceste operațiuni pot reprezenta o direcție viabilă pentru consolidarea capitalului, creșterea eficienței activității economice și îmbunătățirea performanțelor companiilor, însă efectele lor reale depind de capacitatea entităților de a integra dimensiunea strategică cu cea fiscală.

În același timp, una dintre dificultățile majore în evaluarea performanței fuziunilor și achizițiilor constă în lipsa unei abordări unitare, care să surprindă simultan impactul acestora asupra performanțelor companiilor și asupra optimizării fiscale. De regulă, analiza unor asemenea tranzacții este realizată fie din perspectivă strategică și financiară, fie din perspectivă juridico-fiscală, fără o integrare suficientă a acestor dimensiuni. În contextul dat, apare necesitatea unei abordări complexe, interdisciplinare, care să evidențieze atât avantajele economice ale acestor tranzacții, cât și efectele fiscale pe care le generează.

Prin urmare, importanța acestei cercetări este justificată atât din punct de vedere teoretic, prin necesitatea aprofundării cadrului conceptual privind relația dintre fuziuni, achiziții, performanță și fiscalitate, cât și din punct de vedere aplicativ, prin utilitatea rezultatelor pentru mediul de afaceri din Republica Moldova. Astfel, teza urmărește să demonstreze că fuziunile și achizițiile pot deveni strategii eficiente de creștere a performanțelor companiilor, în măsura în care sunt corect fundamentate, evaluate și implementate, inclusiv sub aspectul optimizării fiscale.

**Descrierea situației în domeniul de cercetare și identificarea problemelor cercetării.** Tema tezei de doctor abordează o problematică actuală și insuficient cercetată la nivel național, în contextul în care strategiile de creștere a performanțelor prin fuziuni și achiziții au o importanță strategică pentru marile companii, fiind utilizate drept instrumente pentru realizarea economiilor de scară, acces la tehnologii inovative și asigurarea eficienței și creșterii sustenabile. Recunoașterea importanței fuziunilor și achizițiilor în dezvoltarea companiilor a stimulat extinderea cercetărilor în acest domeniu, atât la nivel internațional, cât și național. De-a lungul timpului, literatura consacrată fuziunilor și achizițiilor a urmărit să explice atât teoriile și motivele care stau la baza acestor operațiuni, cât și cauzele pentru care unele tranzacții conduc la creșterea performanței în perioada post-tranzacție, iar altele nu generează rezultatele așteptate. În acest context, se remarcă lucrările unor autori consacrați, precum Sudarsanam S., Sherman A. J., Gaughan P. A., Dringoli A., DePamphilis D. M., Bedier M., Galpin T. J., Herndon M., Miller E., Segall L. N., Whitaker S. C., Aevoae G. M., Bena J. și Li K., care au contribuit semnificativ la dezvoltarea cadrului teoretic și aplicativ al tranzacțiilor de fuziuni și achiziții. Un rol aparte în sistematizarea cadrului teoretic al acestor tranzacții revine lui DePamphilis D. M. și Gaughan P. A., care abordează fuziunile și achizițiile într-o viziune integratoare, cu accent pe motivații, evaluare, sinergii și implementare.

Problema evaluării eficienței acestor tranzacții constă în lipsa unei abordări unitare de analiză. În numeroase cazuri, procesele de integrare sunt examinate prin metode standard, care nu reflectă suficient diversitatea și complexitatea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții. Aceste aspecte sunt analizate de mai mulți cercetători: Zollo M., Meier D., Martynova M., Renneboog L., Thanos I. C., Papadakis V. M., King D. R., Wang G., Samimi M., Cortes A. F., Rossa E., Manurung A. H., Machdar N. M., Nuryati T., Ambrosini V., Bowman C., Schoenberg R., Botnari N. și Nedelcu A. Latura strategică a fuziunilor și achizițiilor este tratată în lucrările autorilor Megginson W. L., Morgan A., Nail L., Ambrosini V., Bowman C., Schoenberg R., Angwin D. N., Urs U., Appadu N., Thanos I. C., Vourloumis S., Kastanakis M. N., Felker Y.-M., Bauer F., Friesl M., King D. R., Irwin K., Armstrong C., Drnevich P. și Schijven M., care examinează motivațiile strategice ale tranzacțiilor, procesele de integrare și efectele acestora asupra dezvoltării companiilor.

O contribuție importantă la cercetarea dimensiunii fiscale a fuziunilor și achizițiilor revine cercetătorilor: Blouin J. L., Fich E. M., Rice E. M., Tran A. L., Todtenhaupt M., Voget J., Col B., Errunza V., Pop I., Hu J., Fang Q., Wu H., Kollruss T., Raghavendra C., Rampilla M., Thanikella V. R., Gupta I., Carril-Caccia F., Baleix J. M., Amberger H. J., Robinson L., Becker J., Fuest C., Okoshi H., Amendolagine V., Bruno R. L., Cipollina M. și De Pascale G. Aceste cercetări evidențiază importanța optimizării fiscale, a structurării tranzacțiilor și a impactului fiscalității asupra eficienței operațiunilor de fuziuni și achiziții.

Relevanța modelării în procesul de analiză și planificare a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții este reflectată în lucrările lui Cooper W. W., Seiford L. M., Tone K., Ray S. C., Zhu J., Danilov I., Cimpoieș D., Racul A., Chanda D., Rashid A. și Naeem N., care au contribuit la dezvoltarea unor instrumente cantitative utile în analiza eficienței și performanței tranzacțiilor de fuziuni și achiziții.

Interesul științific și aplicativ pentru tranzacțiile de tip fuziuni și achiziții s-a materializat prin studii, rapoarte și analize elaborate în cadrul unor instituții și organizații de prestigiu, precum The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, The Boston Consulting Group, McKinsey & Company, PricewaterhouseCoopers, KPMG, Thomson Reuters și altele. Acest fapt confirmă importanța teoretică și practică a domeniului și amploarea preocupărilor internaționale pentru cercetarea fuziunilor și achizițiilor.

În literatura de specialitate din Republica Moldova, studiile consacrate domeniului fuziunilor și achizițiilor sunt relativ puține. Totuși, unele aspecte ale tranzacțiilor de fuziuni și achiziții au fost abordate în cercetările semnate de Cojocaru M., Ulian E., Lazari L., și Grigoroii L. Cu toate acestea, numeroase aspecte teoretice, metodologice și aplicative ale fuziunilor și achizițiilor rămân insuficient cercetate, în special cele ce țin de evaluarea performanței, fundamentarea strategică și optimizarea fiscală.

Prin urmare, analiza literaturii relevă existența unui volum considerabil de cercetări la nivel internațional, dar și persistența unor lacune științifice, mai ales în ceea ce privește abordarea integrată a performanței și a optimizării fiscale prin fuziuni și achiziții. Pentru economia Republicii Moldova, aceste insuficiențe sunt și mai evidente, ceea ce justifică necesitatea aprofundării cercetării și elaborării unor instrumente teoretico-metodologice adaptate specificului național.

**Obiectul cercetării** îl constituie entitățile economice care au constituit obiectul unei tranzacții de fuziune și/sau achiziție.

**Subiectul** cercetării este reprezentat de tranzacțiile de fuziuni și achiziții încheiate considerate parte componentă a strategiei de creștere a performanței și optimizării fiscale a companiilor.

**Problema științifică** soluționată în teza de doctorat constă în dezvoltarea și validarea unui cadru teoretico-metodologic integrat de analiză, evaluare și fundamentare a strategiilor de creștere a performanțelor companiilor și de optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții, adaptat particularităților economiei Republicii Moldova, care ar permite evaluarea efectelor post-tranzacție și sprijinirea deciziilor strategice de integrare corporativă.

Soluționarea problemei științifice a condus la stabilirea scopului și a obiectivelor cercetării.

**Scopul și obiectivele cercetării.** Scopul cercetării constă în dezvoltarea și perfectarea cadrului teoretico-metodologic de fundamentare a strategiei orientate către creșterea sustenabilă a performanțelor companiilor și optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții. Pentru realizarea scopului cercetării au fost stabilite următoarele **obiective**:

- ◆ sistematizarea cadrului teoretic privind performanța fuziunilor și achizițiilor și identificarea principalelor direcții de cercetare din literatura de specialitate;
- ◆ delimitarea conceptuală a fuziunilor și achizițiilor prin identificarea caracteristicilor, motivațiilor și tipologiilor tranzacțiilor;
- ◆ fundamentarea unei abordări integrate pentru analiza tranzacțiilor fuziuni și achiziții, bazată pe caracterul multidimensional al acestora;
- ◆ determinarea particularităților pieței naționale de fuziuni și achiziții prin analiza comparativă cu evoluția pieței internaționale;
- ◆ aplicarea instrumentarului analitic de evaluare multicriterială și modelare a deciziilor strategice privind fuziunile și achizițiile;
- ◆ elaborarea instrumentarului metodologic și analitic de fundamentare a strategiilor de creștere a performanței financiare a companiei prin fuziuni și achiziții;
- ◆ recomandarea unor măsuri de optimizare fiscală care să contribuie la creșterea performanței post-tranzacție.

**Metodologia cercetării** se bazează pe principiile generale de cunoaștere a proceselor și fenomenelor economice, precum metoda dialectică și sistemică, logica, abstractizarea, analiza și sinteza, deducția și inducția, analiza economico-statistică, comparația, gruparea statistică, modelarea și analiza exploratorie bazată pe tehnologiile Big Data. În cercetare au fost utilizate analiza bibliometrică a literaturii de specialitate, metodologia PRISMA pentru selectarea lucrărilor relevante, precum și software-ul VOSviewer pentru identificarea structurii tematice a cercetărilor din domeniul fuziunilor și achizițiilor. Pentru validarea relației dintre frecvența de apariție a cuvintelor-cheie și puterea totală a legăturilor dintre acestea a fost aplicat coeficientul de corelație Pearson. În vederea evaluării performanței și ierarhizarea entităților din Republica Moldova implicate în tranzacții de fuziuni și achiziții a fost aplicată metoda Data Envelopment Analysis (DEA), iar pentru ierarhizarea tranzacțiilor în funcție de nivelul performanței integrate estimate a fost aplicată modelarea econometrică (metoda scoring) și logica fuzzy. Matricea BCG a fost utilizată pentru a determina poziționarea strategică a achizitorilor în serie în raport cu principalii concurenți.

**Suportul informațional al cercetării.** Pentru realizarea analizei au fost utilizate date primare, obținute prin sistematizarea informațiilor privind tranzacțiile anunțate în Monitorul Oficial al Republicii Moldova pentru perioada 2014–2025. Cercetarea vizează tranzacțiile de fuziuni și achiziții ce implică entități care nu au calitatea de participanți ai pieței de capital și care, prin urmare, nu constituie obiect al reglementării și supravegherii exercitate de Comisia Națională a Pieței Financiare din Republica Moldova. Ulterior, a fost identificat numărul tranzacțiilor finalizate, în baza informațiilor preluate din baza de date Data2B și din deciziile Consiliului Concurenței. Indicatorii financiari au fost calculați în baza situațiilor financiare ale entităților, prin interogarea Depozitarului public al situațiilor financiare al întreprinderilor din Republica Moldova. În cercetare au fost utilizate, de asemenea, date secundare provenite din baza de date a Institutului pentru Fuziuni, Achiziții și Alianțe, precum și date statistice privind numărul și valoarea tranzacțiilor la nivel regional și global, publicate în literatura de specialitate. Pentru a asigura o perspectivă multidimensională asupra fenomenului cercetat, au fost valorificate opinii ale experților în gestiunea afacerilor din presa de specialitate.

**Ipoteze de cercetare:**

1. Tranzacțiile de fuziuni și achiziții influențează semnificativ performanța firmelor implicate, efectele manifestându-se diferențiat în funcție de dimensiunea analizată (financiară vs. operațională) și de orizontul temporal (pe termen scurt versus pe termen lung).
2. Considerentele de optimizare fiscală reprezintă un determinant semnificativ al tranzacțiilor de fuziuni și achiziții și contribuie la îmbunătățirea performanței financiare post-tranzacție prin reducerea sarcinii fiscale și creșterea eficienței fluxurilor de numerar.

### **Noutatea și originalitatea științifică** a lucrării constă în:

- ◆ delimitarea conceptual-metodologică a evaluării performanței fuziunilor și achizițiilor prin prisma criteriului factorial și motivațional, precum și concretizarea criteriilor de clasificare a acestora;
- ◆ adaptarea matricei Boston Consulting Group la analiza strategică a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, în scopul evaluării poziției competitive a companiilor și al identificării oportunităților de integrare și creare de valoare;
- ◆ elaborarea modelului econometric ForM&A, bazat pe metoda scoring și pe logica fuzzy, care permite construirea unui scor financiar agregat, destinat prognozării ex-ante a performanței integrate estimate și ierarhizării tranzacțiilor de fuziuni și achiziții în funcție de nivelul acesteia pentru entități implicate în tranzacții din Republica Moldova;
- ◆ modelarea eficacității tranzacțiilor de fuziuni și achiziții și introducerea potențialului fiscal al companiilor ca element distinct în fundamentarea deciziei strategice de integrare prin implicarea dimensiunii optimizării fiscale;
- ◆ elaborarea metodologiei comparative „pre-post tranzație” și sistematizarea indicatorilor financiari și fiscali pentru evaluarea impactului optimizării fiscale asupra performanței post-tranzație.

**Valoarea teoretică a tezei** constă în aprofundarea cadrului conceptual privind fuziunile și achizițiile ca strategii de creștere a performanțelor companiilor și de optimizare fiscală, prin integrarea dimensiunilor economico-financiare, strategice și fiscale într-o abordare unitară. Totodată, teza contribuie la dezvoltarea bazei teoretice a cercetării prin evidențierea caracterului multidimensional al performanței post-tranzație și prin adaptarea conceptelor și instrumentelor de analiză la particularitățile economiei Republicii Moldova.

**Valoarea aplicativă a cercetării** constă în dezvoltarea unor instrumente utile pentru analiza, evaluarea și fundamentarea deciziilor privind tranzacțiile de fuziuni și achiziții. Aceasta este susținută de adaptarea matricei Boston Consulting Group la analiza strategică a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, de aplicare a metodei Data Envelopment Analysis pentru evaluarea eficienței relative a companiilor implicate în astfel de tranzacții din Republica Moldova, precum și de elaborarea modelului econometric propriu ForM&A, bazat pe metoda scoring și pe logica fuzzy, care permite construirea unui scor financiar agregat, destinat prognozării ex-ante a performanței integrate estimate și ierarhizării tranzacțiilor. Valoarea aplicativă a cercetării este consolidată și prin integrarea dimensiunii optimizării fiscale în modelarea eficacității tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, prin includerea potențialului fiscal al companiilor în fundamentarea deciziei strategice de integrare. Totodată, datele statistice sistematizate de autor privind tranzacțiile domestice de fuziuni și achiziții din Republica Moldova pot servi drept reper pentru cercetători, practicieni și factori de decizie interesați de evoluția și particularitățile pieței naționale.

**Implementarea rezultatelor științifice.** Unele rezultate aplicative au fost implementate în cadrul companiilor OLMOSDON S.R.L. și StarNet S.R.L. din Republica Moldova, precum și în procesul de instruire a studenților facultății de Științe Economice a Universității de Stat din Moldova.

**Aprobarea rezultatelor.** Rezultatele cercetării au fost comunicate la manifestări științifice naționale și internaționale, publicate în culegeri de lucrări științifice și reviste științifice de specialitate din țară și din străinătate cu recenzenti, fiind expuse în 10 lucrări științifice.

**Sumarul tezei.** Teza are structura logică, este constituită din: adnotare, introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 232 de surse și 20 anexe. Lucrarea conține 145 pagini de text de bază, 42 figuri, 26 tabele și 48 formule. Rezultatele obținute sunt publicate în 10 lucrări științifice.

**Cuvinte-cheie:** fuziuni și achiziții; tranzacții; performanță; performanță post-tranzație; modelare; optimizare fiscală; prognozare ex-ante; Data Envelopment Analysis; sinergie; logica fuzzy; strategie; evaluare multicriterială; hartă de rețea; potențial fiscal; Metoda BCG; decizii; strategii de creștere.

## CONȚINUTUL TEZEI

**Capitolul 1 „Fundamente teoretice și implicații fiscale ale fuziunilor și achizițiilor ca strategii de creștere a performanței”** este dedicat cadrului teoretic al fuziunilor și achizițiilor ca strategii de creștere a performanței și crearea de sinergie, tratament fiscal al acestora și ca modalități de preluare a controlului.

Cercetarea efectuată a permis să constatăm că globalizarea, liberalizarea fluxurilor de capital, intensificarea competiției și revoluțiile tehnologice au determinat companiile să exploreze parteneriate strategice pentru a-și spori performanța. Fuziunile și achizițiile reprezintă una dintre cele mai preferate metode de creștere externă a firmelor, completând dezvoltarea organică, motiv pentru care frecvent sunt obiectul cercetării în managementul strategic.

Scopul principal al unei tranzacții de fuziuni și achiziții este crearea de valoare adăugată, adică obținerea unei entități mai valoroase decât suma părților sale [16, p. 37-38]. „Când două entități se unesc, se așteaptă ca entitatea fuzionată să câștige mai mulți bani” [16, p. 22]. Aceasta se poate realiza prin: a) îmbunătățirea eficienței și eficacității instituțiilor combinate prin economiile de scară și minimizarea costurilor; b) creșterea puterii de piață, prin lărgirea operațiunilor și teritorială, leadership în prețurile de vânzare și taxele pentru servicii, sporirea veniturilor etc.; c) creșterea accesului la rețele sigure. Creșterea este condiționată de efectul sinergic al contopirii celor două companii, efect care constă în faptul că suma părților este mai mare decât fiecare componentă în parte. De aici rezultă că, succesul unei tranzacții de fuziuni și achiziții depinde de capacitatea managementului de a transforma părțile (în cazul de față – entitățile care se reorganizează în una singură) într-un „întreg” superior, capabil să genereze un avantaj competitiv pe care nicio parte nu l-ar fi putut obține singură.

Deoarece procesele de fuziuni și achiziții/absorbții reprezintă o formă particulară a unui proces mai amplu de integrare economică, este necesar să fie identificate motivele interne care determină companiile să participe la aceste procese, din perspectiva influenței asupra valorii lor fundamentale.

În scopul înțelegerii de ce apar aceste motive și cum influențează rezultatele tranzacțiilor, am analizat cadrul teoretic care explică mecanismele din spatele acestor decizii și efectele lor asupra performanței viitoare. Pentru a explica deciziile din spatele a fuziunilor și achizițiilor, în decursul unei perioade îndelungate au fost dezvoltate diferite teorii care explică raționamentul atât al acționarilor, cât și al managementului, acestea fiind: a) *teoria eficienței*, care explică deciziile de fuziuni și achiziții prin obținerea de sinergie; b) *teoria monopolului* - explică deciziile de fuziuni și achiziții prin dobândirea puterii economice pe piață; c) *teoria evaluării* explică motivele de fuziuni și achiziții prin faptul că profitul rezultă din exploatarea unor informații superioare; d) *teoria construirii imperiului „Empire Building”* sugerează că fuziunile și achizițiile sunt realizate în beneficiul managerilor companiilor care fac achiziția, pentru a-și extinde influența; e) *teoria procesului* susține că fuziunile și achizițiile sunt rezultatul unor procese decizionale netransparente la nivelul conducerii; f) *teoria perturbării economice* explică fuziunile și achizițiile ca fiind rezultatul unor condiții economice externe specifice, fapt care face să considerăm că această teorie explică ciclicitatea evoluției tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, când și de ce apar valurile în evoluția lor. Pentru a avea o imagine de ansamblu asupra motivelor din spatele tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, explicate prin teorii enunțate mai sus, am elaborat tabelul comparativ (Tabelul 1.)

Analiza realizată evidențiază faptul că fenomenul fuziunilor și achizițiilor nu poate fi explicat printr-un model teoretic unic, ci reflectă interacțiunea complexă dintre determinanți economici, strategici și comportamentali. Teoria eficienței și teoria evaluării oferă un cadru analitic orientat spre maximizarea valorii acționarilor, fie prin realizarea de sinergie operaționale, fie prin valorificarea asimetriilor informaționale. Cu toate acestea, evidențele empirice indică frecvent manifestarea logicii descrise de teoria Construirea imperiului, care relevă persistența conflictelor de agenție și tendința managementului de a privilegia obiective legate de extinderea influenței organizaționale în detrimentul performanței financiare pe termen lung. În același timp, teoria monopolului și teoria perturbării subliniază rolul determinant al contextului extern, arătând

că dinamica consolidării industriale este influențată atât de strategiile de poziționare pe piață, cât și de șocurile macroeconomice sau tehnologice.

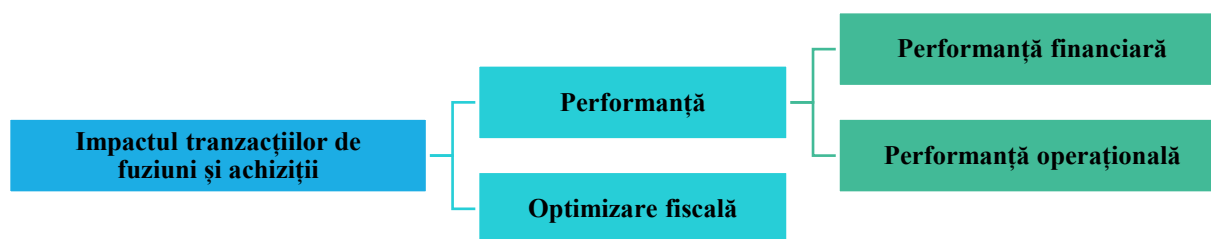
**Tabelul 1. Teorii ale fuziunilor și achizițiilor și obiectivele urmărite**

Teoria	Cine are de câștigat?	Obiectivul urmărit
<i>Teoria eficienței</i>	A acționarii ambelor companii	Crearea de sinergii (operaționale sau financiare).
<i>Teoria monopolului</i>	Compania rezultată	Dobândirea puterii de piață și controlul prețurilor.
<i>Teoria evaluării</i>	Cumpărătorul informat	Exploatarea asimetriei informaționale (active ieftine).
<i>Teoria construirii imperiului</i>	Managementul (CEO)	Interese personale: prestigiu, putere de decizie, remunerare mai înaltă.
<i>Teoria perturbării economice</i>	Întreaga piață	Reacția la șocuri externe (tehnologie, crize).

Sursa: elaborat de autor în baza surselor [10; 17; 18; 29; 34]

Pentru a identifica obiectivele strategice ale tranzacțiilor de fuziuni și achiziții și direcțiile de cercetare relevante pentru prezenta cercetare – performanța și optimizarea fiscală – a fost realizată o analiză conceptuală bazată pe abordări cantitative și calitative, fiind efectuată analiza bibliometrică a literaturii de specialitate, utilizând baza de date internațională *Web of Science Core Collection* (WoS), care reunește articole din reviste științifice indexate, lucrări ale conferințelor științifice și publicații cu impact academic ridicat. Analiza a urmărit evidențierea tendințelor actuale privind impactul fuziunilor și achizițiilor asupra performanței organizaționale și a dimensiunilor conexe, inclusiv optimizarea fiscală. Studiul literaturii a arătat interesul academic ridicat pentru tema cercetată, subdomeniile precum performanța financiară și operațională au generat, de asemenea, volume consistente de literatură, ceea ce sugerează o diversificare a perspectivelor analitice: 5 876 lucrări științifice privind performanța fuziunilor și achizițiilor în general, 4 898 lucrări care studiază performanța financiară generată și 4 653 articole privind performanța operațională. Aceste date indică o bază solidă pentru analize conceptuale și empirice.

Prin urmare, rezultatele obținute nu doar validează coerența metodologică a analizei bibliometrice, dar fundamentează și direcția cercetării prezente, orientată spre o *evaluare integrată a impactului tranzacțiilor de fuziuni și achiziții asupra performanței*, inclusiv prin prisma *determinanților strategici și fiscali*. Astfel, analiza contribuie la delimitarea unui cadru conceptual robust, care susține dezvoltarea modelului analitic al tezei și justifică alegerea variabilelor investigate în etapele empirice ulterioare. În urma cercetărilor efectuate au fost identificate principalele direcții de investigare privind impactul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții asupra creșterii performanței companiilor și optimizării fiscale. Figura 1. sintetizează aceste direcții de cercetare, fiind fundamentată pe rezultatele analizelor teoretice și bibliometrice realizate anterior. Astfel, cercetarea efectuată este organizată ierarhic descendent, pornind de la tematica centrală – impactul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții – și continuând cu direcțiile derivate, respectiv performanța și optimizarea fiscală.



**Figura 1. Reprezentarea direcțiilor de cercetare**

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării



structurează literatura de specialitate relevând faptul că dimensiunea fiscală a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții este abordată interdisciplinar, în interdependență cu: a) guvernanta corporativă, b) performanța firmei, c) structura proprietății, d) politicile publice, e) localizarea investițiilor, f) concurența fiscală și g) conformitatea post-tranzacție.

Tranzacțiile de fuziuni și achiziții au devenit nu doar un instrument de creștere externă, ci și un mecanism de reconfigurare strategică a structurii fiscale a companiilor. În literatura de specialitate, optimizarea fiscală este definită ca ansamblul măsurilor prin care contribuabilul reduce sarcina fiscală în limitele cadrului normativ aplicabil. În acest sens, tranzacțiile de fuziuni și achiziții, în special cele transfrontaliere, pot oferi posibilitatea reorganizării activităților, a activelor, a fluxurilor de numerar și a jurisdicțiilor de operare, generând efecte fiscale relevante asupra valorii și performanței întreprinderii.

În cercetările de specialitate, efectul sinergetic rămâne principala explicație economică a fuziunilor și achizițiilor. Cu toate acestea, numeroși autori evidențiază că optimizarea fiscală poate constitui fie o motivație principală, fie un factor complementar relevant în structurarea tranzacției. Chiar și în situația în care diminuarea poverii fiscale nu reprezintă scopul dominant al tranzacției, aspectele fiscale și contabile rămân esențiale în evaluarea companiei-țintă, în negocierea prețului, în structurarea juridică a operațiunii și în estimarea performanței post-achiziție, reflectate în lucrările lui Sherman A. J. [30] și Amendolagine V., et al. [1]. În consecință, cadrul fiscal trebuie tratat ca o componentă structurală a procesului de fuziuni și achiziții, și nu ca o variabilă secundară.

Reformele recente ale fiscalității internaționale, mai ales implementarea regulilor OECD/G20 Pillar Two privind impozitul minim global de 15% GloBE (Regulile globale împotriva erodării bazei impozabile) pentru grupurile mari, reduc avantajele arbitrajului fiscal și sporesc importanța due diligence-ului fiscal, a structurii de finanțare și a alegerii jurisdicției în tranzacțiile de fuziuni și achiziții. În consecință, în contextul actual, relația dintre valorile de fuziuni și achiziții și performanța financiară trebuie analizată și prin prisma reformelor fiscale globale, întrucât acestea pot diminua motivațiile fiscale speculative ale tranzacțiilor, dar pot crește ponderea achizițiilor motivate de considerente operaționale și strategice. Pilonul II reprezintă una dintre cele mai importante transformări recente ale fiscalității corporative globale. Planul strategic elaborat se bazează pe doi piloni. Această reformă fiscală globală își propune să redistribuie drepturile de impozitare către jurisdicțiile pieței pentru companiile multinaționale mari (Pilonul I) și să stabilească o cotă minimă globală de impozitare a societăților de 15% pentru grupurile cu venituri care depășesc 750 de milioane de euro (Pilonul II), aceasta din urmă fiind deja implementată în UE și în alte regiuni începând cu anul 2024. Aderarea actuală a statelor la Pilonul II și la cele trei reguli ale acestuia este prezentată în Tabelul 2.

**Tabelul 2. Numărul statelor care au aderat la declarația Pilonului II și IIR, UTPR și QDMTT în anul 2024, din țările din eșantionul analizat**

Se regăsesc în acord	A aderat la declarația Pilonului II	Regula de includere a venitului (IIR)	Regula profiturilor subimpozitate (UTPR)	Impozit minim național suplimentar calificat (QDMTT)
Da	97	31	0	32
Nu	94	160	191	159

Sursa: elaborat în baza datelor din Tax Foundation <https://taxfoundation.org/>

Din perspectiva tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, implicațiile Pilonului II sunt majore.

1. *Regula de includere a venitului* (Income Inclusion Rule – IIR) - Țara în care se află sediul central al companiei impozitează profiturile pe care le înregistrează filialele în jurisdicțiile cu un nivel de impozitare scăzut. Compania achizitoare trebuie să evalueze dacă compania țintă este stabilită într-o jurisdicție cu o impozitare sub 15%, din motivul că societatea centrală după achiziție va fi obligată să achite diferența în țara sa de rezidență. Această situație poate diminua avantajul competitiv al beneficiilor fiscale și afecta prețul tranzacției.

2. *Regula profiturilor subimpozitate* (Undertaxed profit rule – UTPR) - dacă IIR nu este aplicabil, de exemplu sediul central al grupului este situat în jurisdicții care nu au implementat Pilonul II, filialele pot refuza deduceri fiscale în țara lor de gestiune în favoarea achitării impozitului suplimentar pentru filialele din jurisdicții cu rata de impozitare scăzută, la fel „există o limitare a aplicării UTPR atunci când o companie multinațională se află în faza inițială de extindere în străinătate.” [26, p. 2] În contextul fuziunilor și achizițiilor, este necesară evaluarea companiilor care vor face parte din grupul rezultat după tranzacție, în materie a eventualității dacă acestea vor dobândi responsabilitatea pentru impozitele neachitate în alte jurisdicții din motivul neconformării acestora cu regulile GloBE.
3. *Impozit suplimentar minim calificat intern* (Qualified Domestic Minimum Top-up Tax – QDMTT) - impozit minim local la nivel de țară generat de filialele unui grup multinațional, este determinat la nivelul de 15% conform GloBE, dacă este calculată o diferență la grupul de companii din aceeași țară sau jurisdicție, această diferență va fi colectată de țara dată. În situația în care entitatea țintă dispune de scutiri de impozit, această regulă ar putea neutraliza beneficiile prin impunerea de a achita 15% local. La fel în cazul în care compania achiziționată se află în zona de siguranță (safe-harbour) care conform regulilor GloBE „vor limita sarcina de conformitate și administrare pentru acele aspecte ale operațiunilor unei companii multinaționale care sunt susceptibile de a fi impozabile la sau peste 15% la nivel jurisdicțional.” [25], deci vor fi scutite de calcule complexe de Pilonul II pentru acea jurisdicție în țara sediului central, simplificând conformarea post-achiziție a grupului.

Prin urmare, literatura de specialitate și evoluțiile cadrului normativ internațional converg spre ideea că aspectele fiscale ale tranzacțiilor de fuziuni și achiziții trebuie analizate într-o viziune integrată, care să includă motivațiile economice ale tranzacției, arhitectura juridică a acesteia, particularitățile sistemelor fiscale naționale, mecanismele antiabuz, cerințele de conformitate și impactul asupra performanței întreprinderii. În condițiile actuale, succesul unei tranzacții de fuziune sau achiziție nu mai depinde doar de capacitatea acesteia de a genera sinergii operaționale sau financiare, ci și de modul în care riscurile fiscale sunt identificate, cuantificate și gestionate încă din etapa de structurare a operațiunii.

**Capitolul 2 „Abordări metodologice în evaluarea performanței și tendințe evolutive ale pieței fuziunilor și achizițiilor la nivel internațional și național”.** Primul subcapitol este consacrat analizei evolutive a pieței fuziunilor și achizițiilor, printr-o perspectivă cantitativă și structurală asupra fenomenului la nivel mondial. Analiza empirică evidențiază că activitatea de fuziuni și achiziții, în evoluția sa de la sfârșitul secolului al XIX-lea, urmează o dinamică ciclică, structurată în așa-numite „valuri”. Acestea nu constituie simple fluctuații statistice, ci perioade distincte de intensificare a activității tranzacționale, în cadrul cărora cresc semnificativ atât volumul tranzacțiilor, cât și complexitatea lor structurală, conturând tipare și determinanți strategici specifici.

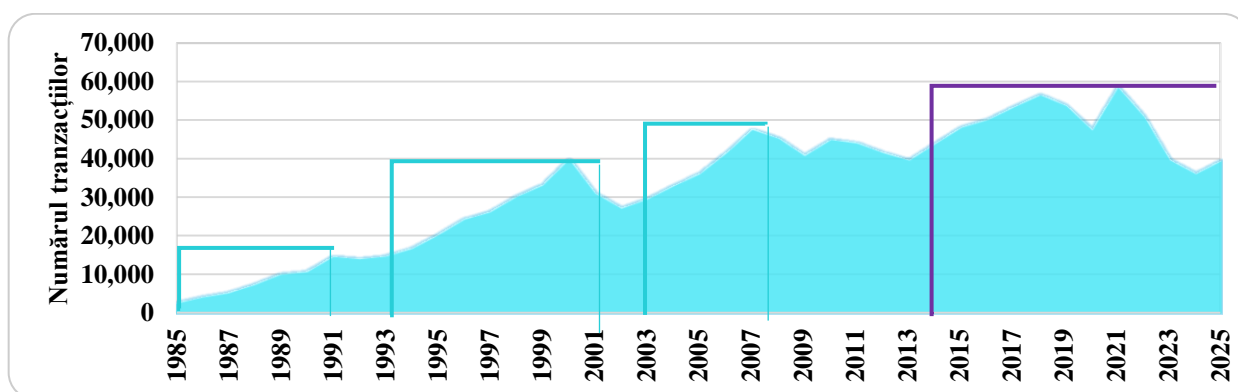
**Tabelul 3. Valurile istorice și moderne ale activității de fuziuni, achiziții și perioadele aferente**

Valul	Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances (2017)	Gaughan, P. A. (2015)	DePamphilis, D. M. (2015)	Perspectiva analitică a autorului (2026)
<b>I</b>	1896-1904	1897-1904	1897-1904	1887-1904
<b>II</b>	1922-1934	1916-1929	1916-1929	1916-1929
<b>III</b>	1963-1974	1965-1969	1965-1969	1965-1969
<b>IV</b>	1985-1991	1984-1989	1981-1989	1985-1991
<b>V</b>	1994-2001	1992-2001	1992-1999	1993-2001
<b>VI</b>	2003-2009	2004-2007	2003-2008	2003-2008
<b>VII</b>	2012 - prezent	-	-	2014 - prezent

Sursa: elaborat de autor utilizând sursele *Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances* [19], *Gaughan, P. A.* [15], *DePamphilis, D. M.* [8]

Marea majoritate a cercetărilor consacrate vizează primele 5 valuri care s-au conturat în secolul al XX-lea. Pentru înțelegerea evoluției pieței de fuziuni și achiziții este necesară, mai întâi, examinarea modului în care diferiți autori delimitează valurile istorice ale acestui fenomen. Deși există un consens larg privind caracterul ciclic al activității de fuziuni și achiziții, literatura de specialitate nu oferă o periodizare complet unitară a acestor valuri.

Analiza evoluției istorice a pieței internaționale de fuziuni și achiziții confirmă caracterul ciclic al acesteia, materializat în șapte valuri distincte de dezvoltare. Datele sintetizate arată o extindere semnificativă a amplitudinii acestor valuri în perioadele recente. Dacă în valul IV (1985–1991) au fost înregistrate 55,3 mii tranzacții, cu o valoare totală de 3,76 mii mld. USD, în valul VII (2014–2025) numărul tranzacțiilor a constituit cca 577 mii tranzacții cu o valoare de peste 45 mii mld. USD. Această evoluție reflectă transformarea fuziunilor și achizițiilor din simple instrumente de consolidare industrială în mecanisme strategice globale de creștere a performanței, de re poziționare competitivă și de integrare a noilor capacități tehnologice.



**Figura 3. Valurile fuziunilor și achizițiilor la nivel mondial 1985-2025**

Sursa: elaborat de autor în baza datelor din *Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances* [19]

În continuarea analizei privind caracterul ciclic al pieței fuziunilor și achizițiilor, tabelul de mai jos sintetizează principalele trăsături cantitative ale valurilor de fuziuni și achiziții din perioadele recente, evidențiind amploarea, intensitatea și diversificarea formelor de tranzacționare.

**Tabel 4. Caracteristicile cantitative ale valurilor IV–VII de fuziuni și achiziții la nivel global (\*ultimele date se referă la situația din decembrie 2025)**

Valuri de fuziuni și achiziții	Perioada	Numărul de tranzacții	Valoarea		Numărul de tranzacții		
			totală a tranzacțiilor mld. USD.	medie a unei tranzacții mil. USD.	Ostile	Transfrontaliere	Mega
IV	1985-1991	55 294	3 760	68,00	651	14 529	720
V	1993-2001	236 583	17 503	73,98	742	69 753	2 377
VI	2003-2008	232 586	18 368	78,97	161	69 424	2 868
VII	2014-prezent*	576 710	45 042	78,10	122	141 799	6 952

Sursa: elaborat de autor în baza datelor din *Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances* [19]

Tabelul 4. relevă o tendință clară de expansiune a activității de fuziuni și achiziții de la un val la altul, atât sub aspectul numărului de tranzacții, cât și al valorii totale a acestora. Dacă în valul IV (1985–1991) se înregistrează 55.294 tranzacții, în valul VII (2014–2019) numărul acestora ajunge la 305.168, ceea ce confirmă o amplificare substanțială a fenomenului. În mod similar, valoarea totală a tranzacțiilor crește de la 3.760 mld. USD la 23.995 mld. USD, indicând consolidarea importanței strategice și financiare a operațiunilor de fuziuni și achiziții în economia contemporană. Totodată, valoarea medie a unei tranzacții se menține la un nivel relativ ridicat începând cu valul V, oscilând între aproximativ 74 și 79 mil. USD, ceea ce sugerează nu doar

multiplicarea numerică a tranzacțiilor, ci și menținerea unei dimensiuni valorice consistente. Datele mai arată că tranzacțiile ostile cunosc un declin accentuat, de la 651 în valul IV la doar 93 în valul VII, ceea ce poate indica preferința tot mai accentuată pentru mecanisme de negociere amiabilă și cooperare strategică. În schimb, tranzacțiile transfrontaliere și mega-tranzacțiile cresc semnificativ, reflectând intensificarea globalizării și integrarea piețelor. Prin urmare, tabelul 4 confirmă faptul că valurile recente ale pieței de fuziuni și achiziții se disting prin extinderea fără precedent a activității tranzacționale, reducerea confruntărilor ostile și accentuarea dimensiunii internaționale și strategice a fuziunilor și achizițiilor.

Unul dintre subiectele aflate în atenția cercetării noastre vizează impactul activității de fuziuni și achiziții marcate prin valuri asupra performanței post-tranzacție. Literatura de specialitate sugerează că momentul realizării tranzacției în cadrul unui val de fuziuni și achiziții influențează performanța post-fuziune. Cercetările empirice demonstrează că achizițiile inițiate în interiorul valurilor, în special în fazele lor de vârf, tind să înregistreze performanțe ulterioare mai slabe decât tranzacțiile realizate în afara valurilor, fapt confirmat de Duchin R. și Schmidt B. [12] sau în etapele timpurii ale acestora. Acest argument este justificat în continuare în studiile lui Carow K., et al. [4] și McNamara G. M., et al. [23] care demonstrează foarte clar avantajul intrării timpurii și dezavantajul participării la apogeul valului, tranzacțiile tind să aibă rezultate post-fuziune mai slabe comparativ cu cele realizate în perioade de activitate scăzută, în primul rând tranzacțiile de fuziuni și achiziții domestice.

Sectorul cuaternar mondial este la etapa de consolidare cu cele mai multe tranzacții fiind înregistrate, după număr și după valoare, în cinci domenii principale. Aceste domenii au o evoluție ascendentă intensă propulsată de tehnologiile inovatoare care domină piața digitală de astăzi. Acestea includ mega tranzacții din industriile Media și divertisment, Software, IT consultanță și servicii, Telecomunicații și Biotehnologie și a produselor farmaceutice. Cumulativ aceste industrii reprezintă 3 498,24 mld. USD, reprezentând 87% din valoarea totală a tranzacțiilor și 42%, din numărul total al acestora în anul 2025.

**Tabelul 5. Cele mai reprezentative mega tranzacții din sectorul cuaternar în anul 2025-2026**

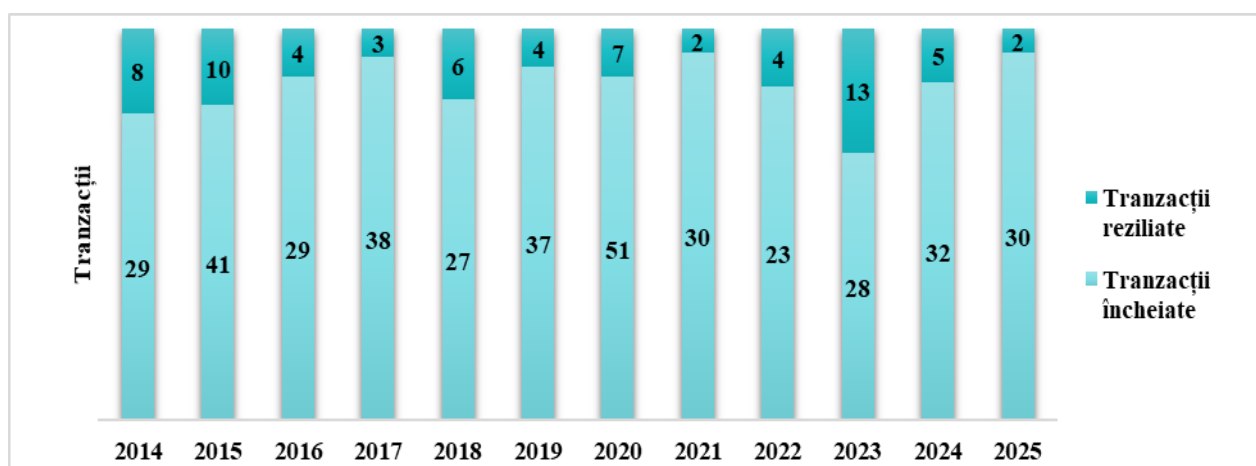
Domeniu de activitate	Valoarea în mld. USD	Cumpărător	Țintă	Țara de origine Cumpărător	Țara de origine Țintă
Media și divertisment	110,0	Paramount Skydance	Warner Bros. Discovery	SUA	SUA
Software	55,0	PIF, Silver Lake și Affinity Partners	Electronic Arts	Arabia Saudită, SUA	SUA
IT consultanță și servicii	40,0	AI Infrastructure Partnership și group de investitori	Aligned Data Centers	SUA	SUA
Telecomunicații	34,5	Charter Communications	Cox Communications	SUA	SUA
Software	32,0	Alphabet	Wiz	SUA	SUA
Software	25,0	Palo Alto Networks	CyberArk Software	SUA	SUA
Telecomunicații	16,3	Nippon Telegraph și Telephone Corp	NTT Data Group	Japonia	Japonia
Software	14,8	Meta Platforms	ScaleAI	SUA	SUA
Software	12,3	Thoma Bravo	Dayforce	SUA	SUA
IT consultanță și servicii	11,0	IBM	Confluent	SUA	SUA

Sursa: elaborat de autor în baza datelor din PwC [20] și site-ul oficial Paramount [28]

Analiza dinamicii recente în aceste domenii evidențiază o orientare strategică spre integrarea tehnologiilor inovatoare și a proceselor de digitalizare în cadrul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții. Se observă o consolidare a mai multor companii din industriile analizate.

Piața de fuziuni și achiziții din Republica Moldova s-a dezvoltat relativ lent, fiind marcată de dimensiunea restrânsă a economiei, de numărul limitat de companii mari și de dependența semnificativă de capitalul extern. Evoluția tranzacțiilor de fuziuni și achiziții a fost influențată de procesele de privatizare, de restructurarea unor sectoare economice, de consolidarea anumitor piețe și de interesul investitorilor străini pentru active locale.

În ultimul deceniu devine tot mai actuală aplicarea strategiilor de fuziuni și achiziții în companiile din Republica Moldova. Pentru a avea o imagine clară a pieței fuziunilor și achizițiilor în Republica Moldova, au fost analizate toate edițiile *Monitorului Oficial al Republicii Moldova* aferente perioadei ianuarie 2014 – decembrie 2025. Pe parcursul acestui interval de 12 ani, în „Partea IV: Anunțuri, comunicate, informații de interes public” au fost publicate 463 de anunțuri privind intenția de reorganizare prin fuziune (absorbție). Analiza acestor anunțuri arată că 395 companii au finalizat procesul și au realizat preluarea companiei-țintă, în timp ce 68 de companii nu au finalizat tranzacția. În scopul asigurării comparabilității și omogenității datelor din eșantionul examinat, au fost excluse instituțiile publice și băncile comerciale, având în vedere că prezenta cercetare vizează exclusiv entitățile economice.



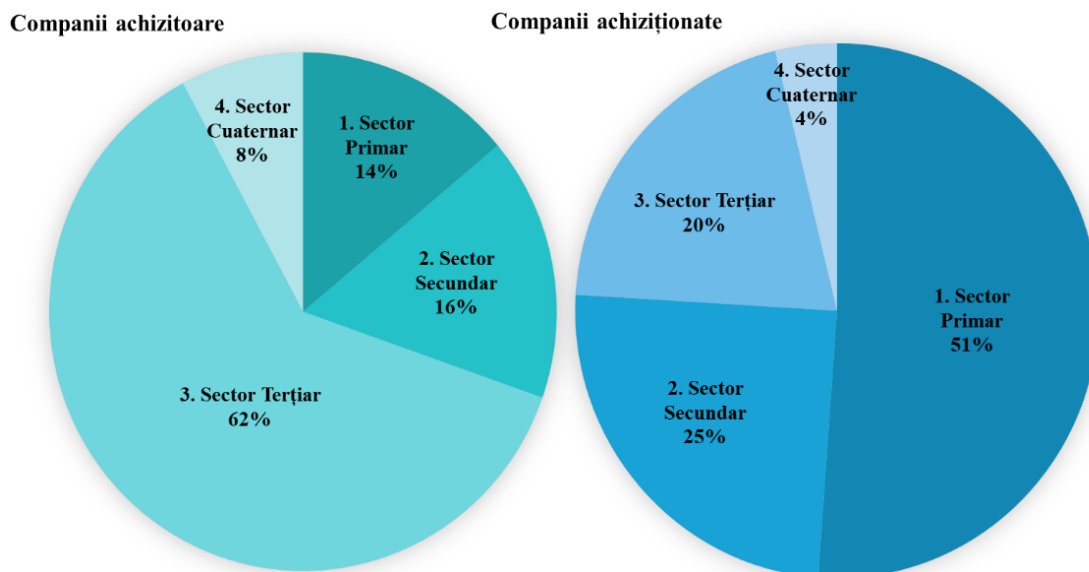
**Figura 4. Dinamica și numărul de anunțuri publicate în Monitorul Oficial privind intenția de reorganizare prin fuziune (absorbție)**

*Sursa: elaborat de autor în baza datelor prelucrate din anunțurile Monitorului Oficial al Republicii Moldova, 2014–2025 [24]*

Figura 4. ilustrează dinamica și amploarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții din Republica Moldova. În perioada 2014–2019, activitatea de fuziuni și achiziții a fost caracterizată printr-o volatilitate pronunțată. Pe parcursul intervalului analizat, anul 2020 a înregistrat cel mai ridicat număr de anunțuri privind tranzacțiile de fuziuni și achiziții, respectiv 51, ceea ce reprezintă un maxim al întregii perioade. Această intensificare a activității poate fi asociată cu efectele crizei pandemice, care a generat restructurări și re poziționări semnificative în mediul de afaceri. Este relevant faptul că un asemenea volum al tranzacțiilor nu a mai fost atins nici în perioada anterioară, nici în cea ulterioară. În acest sens, evoluția pieței din Republica Moldova reflectă o tendință manifestată și la nivel internațional, confirmând integrarea acesteia în dinamica generală a piețelor de fuziuni și achiziții.

Figura 5. oferă o perspectivă complementară asupra structurii sectoriale a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, prin evidențierea sectoarelor economice din care fac parte atât companii achizitoare, cât și companii care au fost achiziționate/absorbite. Din perspectiva companiilor achizitoare, sectorul terțiar deține poziția dominantă, cu 244 de tranzacții, urmat de sectorul secundar, cu 65 de tranzacții, sectorul primar, cu 55 de tranzacții, și de sectorul cuaternar, cu 31 de tranzacții. În cazul entităților achiziționate, distribuția sectorială păstrează, în linii generale, aceeași configurație, însă cu anumite diferențe cantitative: sectorul secundar însumează 53 de tranzacții, sectorul primar 42, iar sectorul cuaternar 34. Cea mai semnificativă abatere între cele două planuri de analiză se observă în sectorul terțiar, unde au fost înregistrate 266 de companii

achiziționate, acesta reprezentând segmentul cu cea mai mare concentrare a tranzacțiilor. Prin urmare, sectorul terțiar se evidențiază drept principalul pol al activității de fuziuni și achiziții din Republica Moldova, atât în calitate de inițiator al tranzacțiilor, cât și în calitate de sector-țintă.



**Figura 5. Sectoarele economiei conform domeniilor CAEM**

*Sursa: elaborat de autor în baza datelor prelucrate din anunțurile Monitorului Oficial al Republicii Moldova, 2014–2025 [24] și a CAEM-2 [2]*

În concluzie, se poate afirma că piața fuziunilor și achizițiilor din Republica Moldova se află încă într-o etapă incipientă de dezvoltare. În condițiile unei economii deschise și ale globalizării, capitalul circulă cu relativă ușurință între state și între diferite sectoare economice, iar Republica Moldova se află în procesul de consolidare a mecanismelor instituționale și economice necesare pentru valorificarea mai eficientă a resurselor disponibile. În acest context, dezvoltarea pieței de fuziuni și achiziții poate fi privită ca o expresie a maturizării treptate a mediului de afaceri și a capacității economiei naționale de a integra instrumente moderne de reorganizare și consolidare corporativă. Prin urmare, fuziunile și achizițiile nu trebuie privite doar ca simple tranzacții corporative, ci și ca indicatori ai transformărilor structurale care au loc în economia națională.

Aspectele cercetate sunt intens dezbătute în literatura de specialitate. În acest domeniu există perspective divergente privind eficiența și riscurile, oportunitatea și amenințările asociate acestui tip de restructurare. Unii cercetători consideră că fuziunile constituie o sursă importantă de creștere a performanței întreprinderii, în timp ce alții le interpretează drept o expresie a unei politici agresive, care nu conduce întotdeauna la sporirea eficienței.

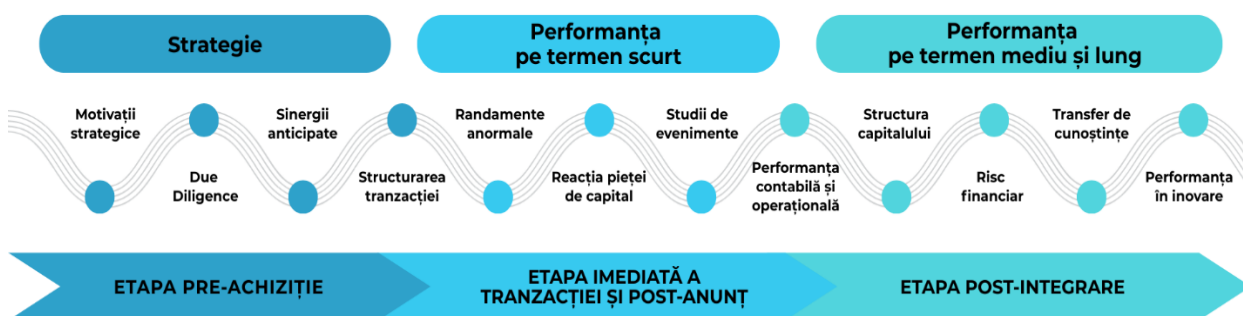
Se distinge în așa mod, o analogie cu conceptualizarea din marketing privind tranziția de la orientarea spre produs la orientarea spre piață inspirată din lucrările Kotler P., et al. [22]: în loc ca firma să dezvolte intern o soluție și ulterior să încerce să o vândă prin tehnici de promovare, abordarea orientată spre piață pornește de la cererea consumatorilor, analiza concurenței și segmentarea pieței, iar abia apoi proiectează produsul. Similar, în tranzacțiile de fuziuni și achiziții, o abordare orientată spre maximizarea valorii pornește de la performanța dorită și de la mecanismele de creare a valorii (sinergii, capabilități, reducerea riscurilor), iar selecția țintei și proiectarea integrării sunt realizate „retrospectiv” (backward design), în funcție de obiectivul de performanță. O tranzacție de fuziuni și achiziții se desfășoară, de regulă, pe parcursul mai multor etape succesive.

**Tabelul 6. Etapele procesului de fuziuni și achiziții: orientare clasică de integrare versus orientare spre realizarea valorii și atingerea performanței**

Etape ale procesului de fuziuni și achiziții	Abordare clasică de integrare	Abordare orientată spre maximizarea valorii
<b>Etapa inițială</b>	Implementarea strategiei de fuziuni și achiziții prin extindere: <ul style="list-style-type: none"> <li>♦ orizontală (piețe interne sau internaționale);</li> <li>♦ verticală (prezența pe lanțul valoric);</li> <li>♦ diversificare (pătrunderea în noi industrii)</li> </ul>	Crearea de valoare post-achiziție și definirea obiectivelor de integrare.
<b>Screening-ul companiilor țintă</b>	Evaluarea pieței existente; Identificarea firmei țintă potențiale cu criterii financiare și poziție de piață favorabile.	Evaluarea pieței existente; Identificarea firmei țintă cu capacități relevante pentru crearea de valoare, definite inițial, în beneficiul companiei achizițoare.
<b>Due diligence</b>	Evaluarea riscului; Conformitate; Analiza sinergiilor.	Evaluarea riscului; Conformitate; Clarificarea criteriilor de integrare post-achiziție: <ul style="list-style-type: none"> <li>♦ crearea sinergiilor;</li> <li>♦ nivelul și ritmul de integrare;</li> <li>♦ potențial de valoare.</li> </ul>
<b>Planificare tranzacție</b>	Rolul operațional. Definirea structurii organizaționale și a procedurilor de management; Implementarea planului de comunicare; Evaluarea culturală.	Proiectare inversă orientată spre atingerea obiectivelor aliniată la rezultatele dorite după finalizare. Dezvoltarea: <ul style="list-style-type: none"> <li>♦ ținutelor de sinergie;</li> <li>♦ a forței de muncă;</li> <li>♦ a indicatorilor cheie de performanță (KPI).</li> </ul>
<b>Integrare post-achiziție</b>	Reactivă Integrarea începe după finalizarea tranzacției.	Proactivă Integrarea este nucleul întregului proces de fuziuni și achiziții și este planificată anterior finalizării tranzacției.
<b>Obiective urmărite în primele trei luni post-achiziție</b>	Stabilizarea organizației nou formate și asigurarea continuității acesteia. Control și conformitate. Accentul pus pe menținerea funcționării curente. Aliniere culturală și organizațională. Integrare la nivel funcțional. Comunicare clară cu părțile interesate. Consolidarea operațională și administrativă. Managementul riscurilor asociate.	Mobilizare strategică cu punerea în funcție a planurilor de integrare formulate în etapele premergătoare. Alinierea echipelor cheie și concretizarea indicatorilor de performanță. Monitorizarea abordării pe niveluri pentru asigurarea valorii actuale. Generarea de valoare cumulată.
<b>Obiective urmărite (în primii doi ani post integrare)</b>	Armonizarea proceselor și sistemelor. Integrarea funcțională a sistemelor informatice. Gestionarea portofoliului de investiții.	Transformare organizațională. Integrare culturală. Optimizare operațională. Monitorizare a performanței, accent pe valoare creată.

Sursa: elaborat de autor în baza [9; 11; 13; 14; 31; 33]

Etapele evaluării performanței în tranzacțiile de fuziuni și achiziții sunt prezentate în figura 6, care structurează momentele-cheie ale evaluării performanței.

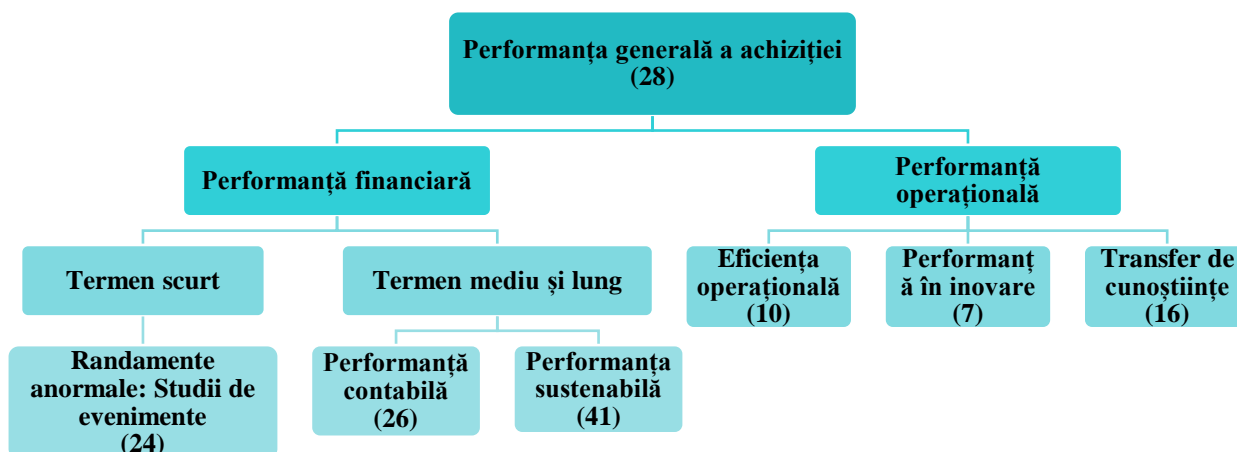


**Figura 6. Etape ale evaluării performanței în tranzacțiile de fuziuni și achiziții**

Sursa: elaborat de autor în baza [11; 13; 33]

La etapa pre-achiziție accentul se pune pe decizia de investiție, așteptări și valoare potențială. La etapa imediată a tranzacției de fuziuni și achiziții și post-anunț, sunt înregistrate fluctuațiile prețului acțiunilor care reflectă percepția investitorilor. Ultima etapă cuprinde capacitatea companiei de a crea valoare sustenabilă și efectele integrării.

Examinarea unui volum reprezentativ a 77 de lucrări științifice în care se analizează criterii de performanță ale tranzacțiilor de fuziuni și achiziții ne-a permis să delimităm două tipuri de performanță: financiară și a operațională (figura 7). Performanța financiară la rândul său se divizează în performanță financiară pe termen scurt și performanță financiară pe termen mediu și lung. O asemenea clasificare corelează cu tipurile de sinergie: financiară și operațională. Fiecărui tip de performanță îi corespund anumiți indicatori.



**Figura 7. Schema categoriile performanță ale tranzacțiilor de fuziuni și achiziții**

*Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării*

Succesul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții poate fi determinat prin diferite perspective. De regulă, pentru evaluarea eficienței tranzacțiilor de fuziuni și achiziții sunt utilizate metode tradiționale prospective și retrospective (tabelul 7.).

**Tabelul 7. Metode tradiționale de evaluare a eficienței tranzacțiilor de fuziuni și achiziții**

Metode prospective	Metode retrospective
<b>Abordarea comparativă</b> – evaluarea se realizează pe baza companiilor comparabile.	<b>Abordarea contabilă</b> – evaluarea se bazează pe compararea indicatorilor financiari înainte și după realizarea tranzacției.
<b>Abordarea patrimonială (bazată pe costuri):</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ evaluarea se efectuează din perspectiva activelor deținute de întreprindere;</li> <li>◆ este justificată în situațiile în care există dificultăți în prognozarea fluxurilor viitoare de numerar ale întreprinderii sau atunci când întreprinderea este aproape de insolvență.</li> </ul>	<b>Abordarea bursieră (metoda de piață)</b> – evaluarea se bazează pe compararea randamentului acțiunilor înainte și după tranzacție.
<b>Abordarea bazată pe venituri:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ evaluarea presupune estimarea fluxurilor de numerar viitoare și actualizarea acestora la momentul prezent prin utilizarea ratei de actualizare;</li> <li>◆ este adecvată pentru evaluarea sinergiilor, deoarece ia în considerare riscurile și motivațiile investiționale.</li> </ul>	<b>Abordarea combinată</b> – evaluarea urmărește corelarea modificărilor indicatorilor financiari cu evoluția randamentului acțiunilor companiei.

*Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării.*

În acest context, limitările metodelor tradiționale de evaluare determină necesitatea examinării unor instrumente alternative, capabile să ofere o apreciere mai nuanțată a eficienței tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, între care un loc distinct revine metodei DEA (Data

Envelopment Analysis) [21; 7]. În continuarea metodelor prospective și retrospective de evaluare a eficienței tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, literatura de specialitate evidențiază și utilizarea metodelor econometrice. Spre deosebire de abordările tradiționale, care se concentrează fie asupra beneficiilor anticipate, fie asupra efectelor constatate ulterior realizării tranzacției, metodele econometrice urmăresc măsurarea eficienței prin intermediul unor relații cantitative între variabile de intrare și variabile de ieșire.

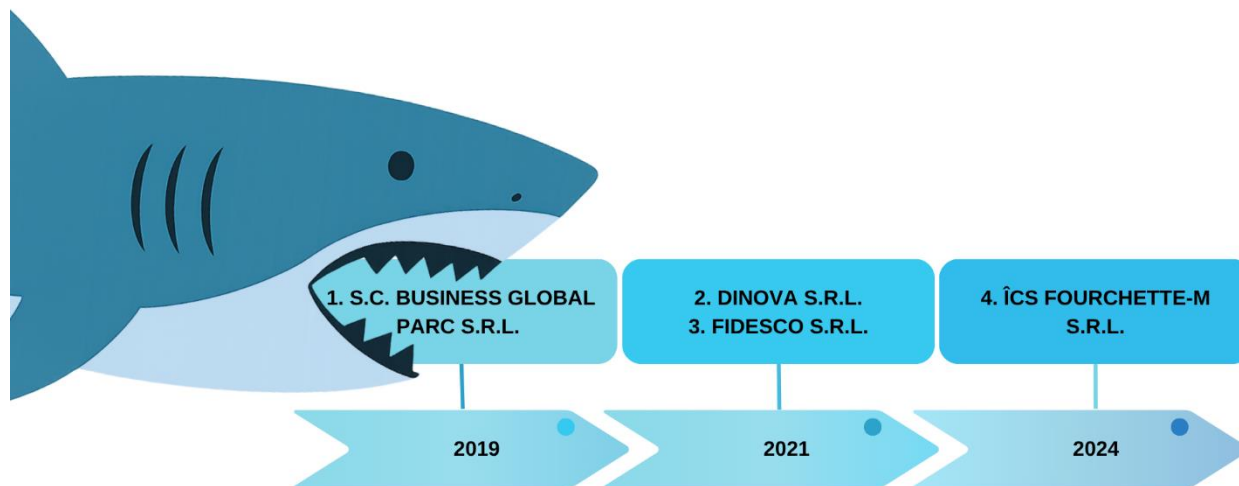
Analiza efectuată în capitolul dat demonstrează că evaluarea impactului fuziunilor și achizițiilor asupra performanței companiilor și asupra optimizării fiscale impune o abordare integrată, care să combine metode prospective și retrospective, analize cantitative și calitative, precum și instrumente tradiționale și econometrice. Pentru tema tezei, această concluzie este esențială, deoarece demonstrează că fuziunile și achizițiile trebuie tratate simultan ca strategii de creștere a performanțelor companiilor și ca mecanisme capabile să influențeze structura financiară, fluxurile de numerar și eficiența fiscală a entităților rezultate. Prin sistematizarea principalelor abordări teoretice și empirice privind măsurarea performanței post-tranzacție se confirmă faptul că performanța tranzacțiilor de fuziuni și achiziții are un caracter multidimensional și nu poate fi evaluată adecvat printr-o singură metodă sau printr-o singură categorie de indicatori. Evaluarea eficienței acestor operațiuni impune corelarea indicatorilor financiar-contabili, bursieri, operaționali, fiscali, instituționali și de sustenabilitate, precum și utilizarea complementară a metodelor prospective și retrospective, a analizelor cantitative și calitative și a instrumentelor tradiționale și econometrice. În raport cu tema tezei, această concluzie confirmă că fuziunile și achizițiile trebuie abordate simultan ca strategii de creștere a performanțelor companiilor și ca mecanisme capabile să influențeze structura financiară, fluxurile de numerar și optimizarea fiscală a entităților rezultate.

**Capitolul 3 – „Dezvoltarea instrumentarului de evaluare și fundamentare a strategiei de creștere a performanței prin fuziuni și achiziții”.** Succesul unei tranzacții nu depinde exclusiv de realizarea achiziției, ci și de capacitatea companiei cumpărătoare de a integra eficient activele preluate și de a transforma avantajele anticipate în rezultate financiare concrete. O metodă de evaluare a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, prezentată de Sudarsanam P., are în vedere maximizarea performanței operaționale, respectiv îmbunătățirea fluxurilor de numerar, a veniturilor, a costurilor și a profitului, ca efect al consolidării poziției pe piață a întreprinderii, și nu exclusiv modificarea prețului acțiunilor. În această logică, „Atât efectele pe termen scurt, cât și cele pe termen lung asupra avuției sunt relevante pentru evaluarea succesului fuziunilor.” [31, p. 64]. Pentru surprinderea evoluției acestor variabile este necesară utilizarea datelor contabile ale întreprinderilor. În plus, informațiile extrase din situațiile financiare creează posibilitatea realizării unor comparații între companiile-țintă și alte întreprinderi private sau nelistate la bursă. În contextul Republicii Moldova, unde Bursa de Valori a Moldovei [27] nu a atins gradul de dezvoltare specific altor piețe de capital din regiune, precum cea din România, evaluarea performanței post-achiziție pe baza datelor contabile din rapoartele financiare ale companiilor reprezintă cea mai relevantă opțiune metodologică.

În acest scop, pentru analiza dinamicii tranzacțiilor de fuziuni și achiziții din Republica Moldova au fost utilizate datele din situațiile financiare ale unor companii achizitoare selectate, active pe piața națională și implicate în tranzacții de fuziuni și achiziții în perioada 2020–2024, completate cu informații din baze de date, precum Data2B, deciziile Consiliului Concurenței. Demersul analitic a inclus o evaluare descriptivă și comparativă a indicatorilor financiari pe un orizont de cinci ani, completată de analiza tendințelor și de măsurarea abaterilor față de anul de referință anterior achiziției [32, p. 8]. În vederea analizei efectelor post-tranzacție, a fost efectuată o examinare a conținutului situațiilor financiare aferente companiilor implicate în tranzacții de fuziuni și achiziții în anul 2022. În acest scop, evaluarea poziției financiare și a performanței ulterioare tranzacției s-a bazat pe următorii indicatori principali: numărul mediu al salariilor în perioada de gestiune în vederea determinării extinderii companiei; numerar și documente bănești pentru a urmări dinamica lichidității; total active și pasive curente și pe termen lung, în scopul monitorizării dinamicii structurale și financiare; valoarea imobilizărilor necorporale;

Rentabilitatea economică (ROA), Rentabilitatea financiară (ROE), Rentabilitatea activelor (ROTA), pentru a măsura profitabilitatea și crearea de valoare pentru acționari.

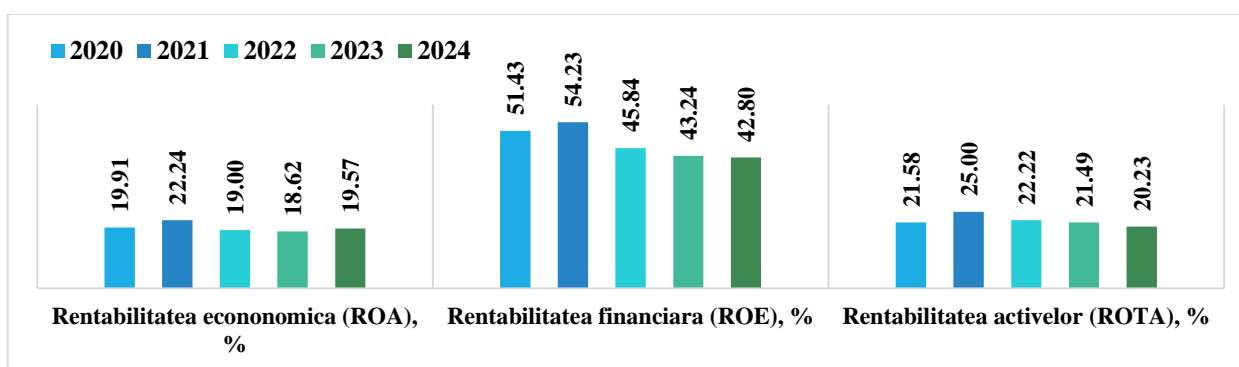
Din aceste considerente a fost întreprinsă o analiză aprofundată a două companii achizitoare în serie din Republica Moldova, considerate drept cele mai reprezentative pentru obiectul prezentei cercetări. Primul caz analizat este S.R.L. Moldretail Group, companie înființată în anul 2010. În ultimii 5 ani S.R.L. Moldretail Group activ își extinde operațiunile atât organic, cât și anorganic prin achiziția a mai multor entități concurențiale. Figura 8. ilustrează achiziția de către S.R.L. Moldretail Group a mai multor companii concurențe în ultimii ani.



**Figura 8. Cronologia expansiunii S.R.L. Moldretail Group prin achiziții succesive în perioada 2019-2024**

*Sursa: elaborat de autor în baza datelor din Monitorul oficial al RM [24]*

În ansamblu, rezultatele demonstrează că, în perioada analizată de cinci ani, S.R.L. Moldretail Group a reușit, prin intermediul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții coroborate cu strategii de creștere organică, să își majoreze principalii indicatori financiari, să își consolideze poziția patrimonială și să își îmbunătățească poziția pe piață. Prin urmare, cazul analizat oferă un exemplu relevant al modului în care tranzacțiile de fuziuni și achiziții pot contribui la atingerea performanței financiare și la consolidarea avantajului competitiv al unei companii din Republica Moldova.



**Figura 9. Evoluția indicatorilor de rentabilitate ai S.R.L. Moldretail Group, 2020-2024, %**

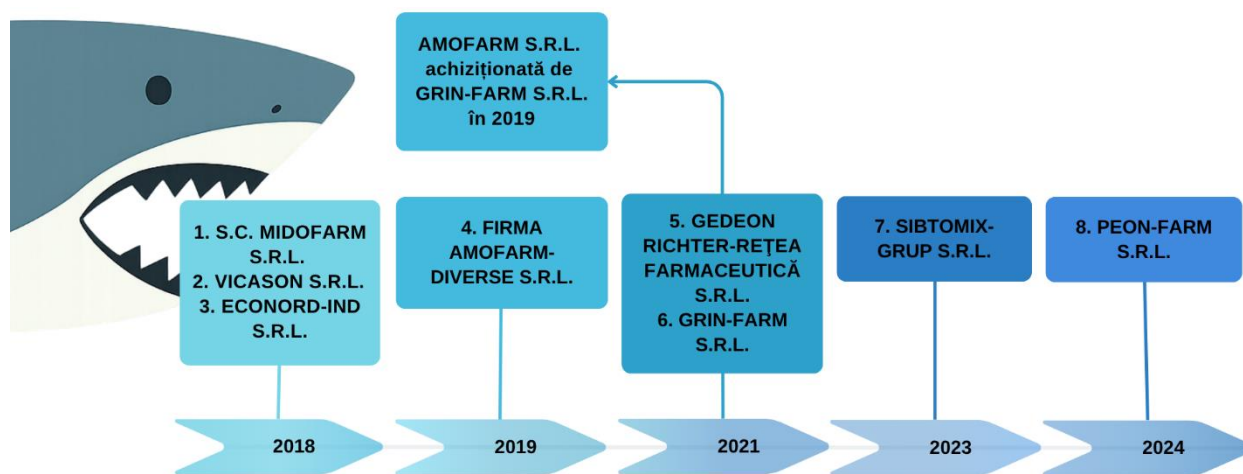
*Sursa: calculat de autor în baza datelor din situațiile financiare*

Figura 9 prezintă evoluția indicatorilor de performanță ai S.R.L. Moldretail Group în perioada 2020–2024. În ansamblu, evoluția indicatorilor relevă o ușoară diminuare a rentabilității, însă fără afectarea semnificativă a performanței generale a companiei. Evoluția acestora confirmă faptul că S.R.L. Moldretail Group se află într-un proces de integrare post-achiziție, în care extinderea activelor și a capitalului propriu devansează temporar ritmul de creștere al profiturilor,

menținând totodată o traiectorie favorabilă de dezvoltare. Rezultatele identificate în analiză indică prezența S.R.L. Moldretail Group în procesul de integrare a companiilor achiziționate întrucât activele totale și capitalul propriu se majorează la o rată mai rapidă decât profiturile. Mai mult decât atât se observă o majorare a mai multor indicatori în anii post tranzacție de fuziuni și achiziții (2020 și 2022), luând în considerare rezultatele combinate prezentate pentru perioada 2019 și 2021 a companiei analizate și a țintelor achiziționate precum:

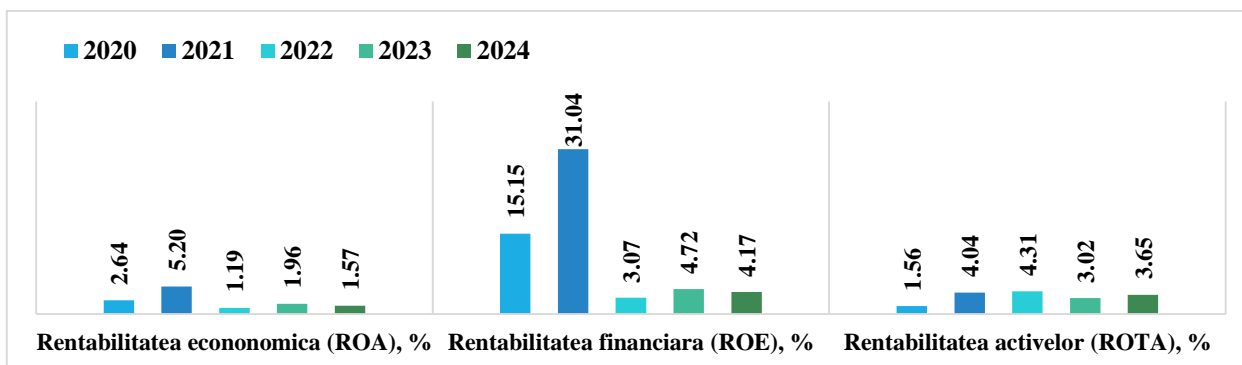
- ◆ Venituri din vânzări cu 27% în anul 2020 și cu 21% în anul 2022;
- ◆ Rezultatul din activitatea operațională cu 41% în anul 2020 și cu 18% în anul 2022;
- ◆ Profit (pierdere) până la impozitare cu 30% în anul 2020 și cu 7% în anul 2022.

Din aceasta reiese că întreprinderea are vectorul de evoluție favorabil în vederea maximizării profitabilității. A doua companie analizată este S.R.L. Birivofarm, fondată în 1999. Această companie este parte a grupului de companii „Felicia”, și a achiziționat opt companii între 2018 și 2024.



**Figura 10. Cronologia expansiunii S.R.L. Birivofarm prin achiziții succesive în perioada 2018-2024**  
Sursa: elaborat de autor în baza datelor din Monitorul oficial [24]

S.R.L. Birivofarm a înregistrat, în perioada 2020–2024, o creștere a tuturor indicatorilor analizați, ceea ce reflectă extinderea activității și consolidarea poziției sale financiare. Per ansamblu, evoluția indicatorilor relevă faptul că entitatea a trecut, în perioada analizată, printr-un proces accentuat de extindere și consolidare, susținut în mod evident de tranzacțiile de fuziuni și achiziții efectuate.



**Figura 11. Evoluția indicatorilor de rentabilitate ai S.R.L. Birivofarm, 2020-2024, %**  
Sursa: calculat de autor în baza datelor din situațiile financiare

Figura 11. prezintă evoluția indicatorilor de rentabilitate ai S.R.L. Birivofarm în perioada 2020–2024 și evidențiază o volatilitate pronunțată a tuturor indicatorilor analizați. Deși în anul 2021 compania a înregistrat o ameliorare generală a rentabilității, în anii următori indicatorii au

avut evoluții eterogene, marcate de oscilații semnificative, pe fondul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții și al procesului ulterior de integrare a entităților preluate.

Analiza de ansamblu a indicatorilor relevă faptul că S.R.L. Birivofarm traversează un proces de integrare a companiilor achiziționate și de consolidare structurală. Diminuarea unor indicatori de rentabilitate în anii post-achiziție, coroborată cu evoluțiile ulterioare de recuperare parțială, sugerează că întreprinderea se află într-o etapă de ajustare operațională și financiară. În pofida oscilațiilor înregistrate, dinamica generală permite aprecierea faptului că entitatea își stabilizează treptat performanța financiară și amortizează efectele inițiale ale integrării post-tranzacție.

În ultimii ani procesele pe piața mondială a fuziunilor și achizițiilor au devenit tot mai complexe, caracterizate de un volum tot mai mare de informații, ceea ce complică analiza situației pre- și post-achiziție. În contextul dat, a apărut necesitatea elaborării și aplicării noilor instrumente și modele de analiză. Devine oportună revizuirea instrumentelor și a modelelor aplicate în alte domenii decât fuziuni și achiziții. În acest context, în cercetarea dată, a fost utilizată matricea cotei de creștere Boston Consulting Group (BCG) care evaluează portofoliul de produse ale unei companii în scopul analizei de marketing, însă în cercetarea noastră matricea BCG este aplicată pentru a identifica poziția companiei analizate în raport cu concurenții acesteia și oferă un punct de pornire pentru o analiză strategică pentru a identifica oportunități de investiții și creare de valoare fără a admite irosirea resurselor financiare.

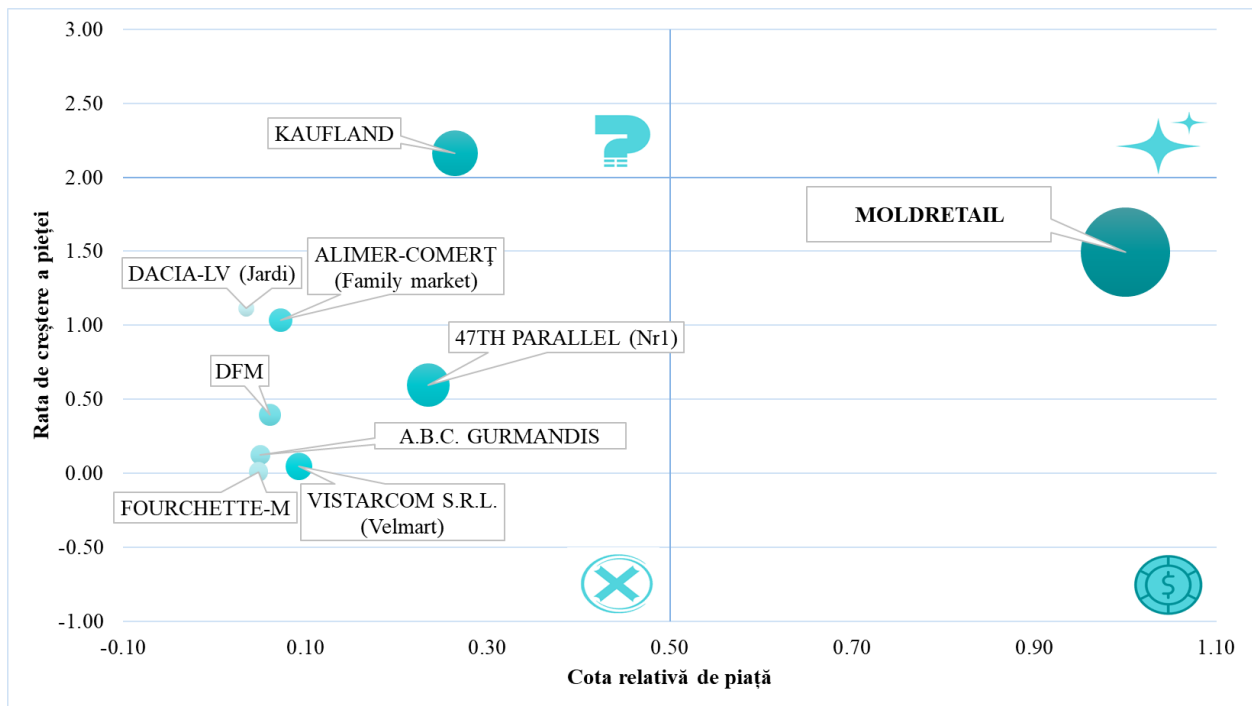


**Figura 12. Matrice BCG**

*Sursa: elaborat de autor în baza sursei [3]*

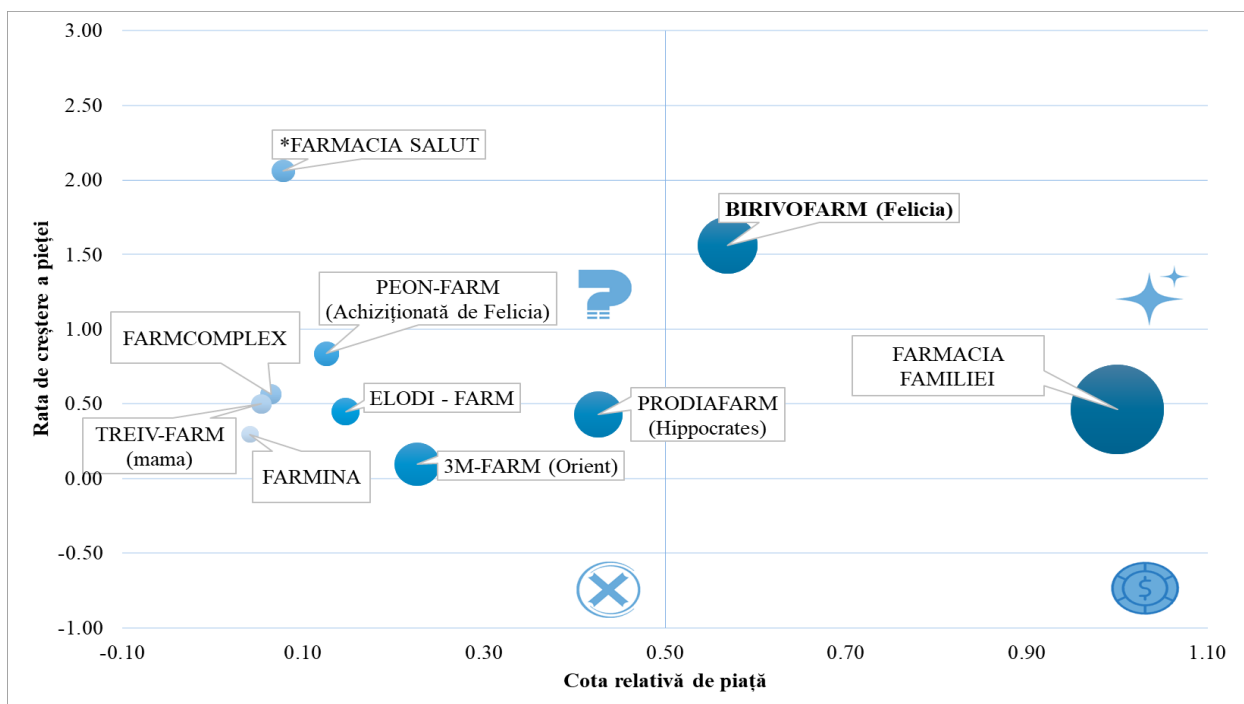
Matricea BCG va fi utilizată pentru a identifica unde o companie este situată în cadrul unui grup de companii din domeniul acesteia ținând cont de cota relativă de piață (axa X) și rata de creștere a pieței (axa Y). Poziția în care este situată o companie pe această figură este foarte importantă deoarece în cadrul acestui scenariu entitatea va fi plasată în unul dintre patru cadrane.

Acest instrument a fost aplicat pentru analiza principalilor competitori pe piața retail în anul 2024, pentru compania S.R.L. Moldretail Group. Analizând diagrama BCG prezentată în figura 13, imediat iese în evidență situația și perspectivele firmelor prezente în matrice. S.R.L. Moldretail Group este unica companie situată în cadranul „vaci de muls” fapt ce confirmă că aceasta este o companie matură și profitabilă, de asemenea se observă că aceasta este situată în apropierea cadranului „vedete” ceea ce relevă faptul că a înregistrat o rată substanțială de creștere a pieței în ultimii cinci ani. Singura companie care depășește nivelul S.R.L. Moldretail Group al ratei de creștere este S.R.L. Kaufland care este unicul jucător situat în cadranul „dileme”. Aceasta scoate în evidență că S.R.L. Kaufland este primul concurent al companiei analizate cu o creștere a ratei considerabilă fără a deține însă o cotă de piață de o asemenea amploare.



**Figura 13. Matricea BCG a principalilor competitori pe piața retail în anul 2024**  
 Sursa: elaborat de autor în baza situațiilor financiare, anii 2020-2024, și baza de date Data2B  
 utilizând instrumentele Microsoft Excel

În contrast, toate celelalte companii sunt situate în cadranul „pietre de moară” cu cea mai critică situație fiind înregistrată de către S.R.L. Fourchette-M care a înregistrat o descreștere lentă deținând o cotă de piață modestă, faptul dat a generat situația în care compania a fost achiziționată de către S.R.L. Moldretail Group.



**Figura 14. Matricea BCG a principalilor competitori pe piața comerțului cu amănuntul al produselor farmaceutice, în magazine specializate, anul 2024 (\*calculat începând cu anul 2022, primul an cu valoare pozitivă disponibilă)**

Sursa: elaborat de autor în baza situațiilor financiare, anii 2020-2024, și baza de date Data2B  
 utilizând instrumentele Microsoft Excel

Analizând istoricul companiei, se observă influența mișcărilor strategice efectuate de S.R.L. Birivofarm care au influențat direct cota relativă de piață și volumul vânzărilor acesteia. Liderul de piață S.R.L. Farmacia Familiei este situat în cadranul „vaci de muls” însă nu manifestă o dinamică de creștere similară a pieței precum S.R.L. Birivofarm, care se plasează în apropierea cadranelor „vedete”. Grupul de companii „Felicia” înregistrează cele mai mari valori în privința ratei de creștere a pieței în ultimii 5 ani analizați, din anul 2020 până în 2024. S.R.L. Farmacia Salut, parte a grupului „Felicia” fiind o companie tânără a ajuns să se plaseze în cadranul „dileme” neatingând o cotă relativă substanțială de piață în perioada de operare a acesteia.

Majoritatea companiilor analizate sunt situate în cadranul „pietre de moară”, de obicei aceste companii consumă multe resurse fără a aduce profit semnificativ. În acest context se scoate în evidență S.R.L. Peon-Farm care deține o poziție competitivă având cea mai ridicată rată de creștere dintre toate companiile situate în cadranul „pietre de moară”. Această companie a fost achiziționată de către S.R.L. Birivofarm în anul 2024, și se anticipează a deveni o investiție care va genera performanță companiei achizitoare.

Rezultatele cercetării confirmă că evaluarea performanței post-fuziune nu poate fi limitată la interpretarea izolată a indicatorilor de profitabilitate, ci impune o analiză integrată a dimensiunilor financiare, operaționale și strategice ale dezvoltării companiei. În timp ce cazul S.R.L. Moldretail Group relevă o integrare relativ eficientă, caracterizată prin expansiune patrimonială corelată cu menținerea unei rentabilități favorabile, cazul S.R.L. Birivofarm evidențiază o consolidare structurală accelerată, însoțită de oscilații temporare ale rentabilității, specifice etapelor de integrare post-achiziție. Prin urmare, contribuția cercetării constă în demonstrarea faptului că, în condițiile economiei Republicii Moldova, aprecierea efectelor fuziunilor și achizițiilor trebuie realizată într-o logică multicriterială, orientată nu doar spre rezultatul financiar imediat, ci și spre procesul gradual de consolidare, integrare și creștere sustenabilă de valoare.

Aplicarea metodei DEA asupra companiilor din Republica Moldova care au trecut prin tranzacții de fuziunii și achiziții a evidențiat că efectele post-achiziție asupra performanței nu sunt uniforme, ci diferențiate de la un caz la altul. Metoda DEA procesează datele pentru a obține o valoare a productivității totale a factorilor prin „combinarea tuturor intrărilor și tuturor ieșirilor pentru a obține un singur raport care ajută la evitarea imputării unor câștiguri unui factor (sau unei ieșiri) care sunt de fapt atribuibile unei alte intrări (sau ieșiri)” [6, p. 1]. Pentru a evalua efectul post-achiziție noi am analizat companiile din Republica Moldova care au fost obiectul unei tranzacții de fuziunii și achiziții în anul 2022. În cazul analizei date, a fost utilizat software-ul pentru analiza înfășurătoare a datelor MaxDEA cu ajutorul căruia au fost evaluate companiile înregistrate în Republica Moldova care au achiziționat companii în anul 2022, înregistrând 21 de companii achizitoare, deși au fost înregistrate 22 de tranzacții, o companie a preluat două entități.

**Tabelul 8. Ierarhizarea companiilor care au făcut obiectul unei tranzacții de fuziunii și achiziții după scorul eficienței DEA, anii 2020-2024 (\*anul achiziției)**

Nr. d/o	Indicator Scor %	2020	2021	2022*	2023	2024	Cod
1	S.R.L. NG-INVEST	25,69%	24,76%	31,03%	24,36%	28,08%	1
2	S.R.L. SANLAIT	25,26%	100,00%	18,21%	18,24%	17,53%	2
3	F.C.P. FRODO S.R.L.	21,89%	66,43%	100,00%	100,00%	80,11%	3
4	S.R.L. LAZURUM	66,33%	65,38%	61,12%	60,61%	61,25%	5
5	S.R.L. BALU COMPANY	100,00%	39,59%	14,78%	72,14%	71,36%	3
6	S.R.L. TEHNICA	58,58%	61,20%	61,73%	59,86%	60,57%	5
7	S.R.L. DI & TRADE ENGINEERING	51,14%	58,40%	53,02%	48,44%	41,32%	6
8	S.R.L. PEON-FARM	65,67%	63,93%	62,99%	63,08%	67,15%	5
9	S.R.L. NON PHARMA GRUP	58,28%	58,96%	60,38%	59,96%	59,58%	5
10	ICS PLASTICS-MOL S.R.L.	38,00%	43,33%	43,12%	39,42%	35,69%	1
11	IM CHATEAU VARTELY S.R.L.	20,98%	27,29%	45,98%	27,03%	28,79%	1
12	S.R.L. ORIENT ACCENT	49,64%	60,70%	60,55%	61,99%	63,75%	5
13	S.R.L. NETZAH	25,96%	51,41%	32,14%	45,90%	35,97%	1

14	S.R.L. DAVID'S CAPITAL	37,68%	47,82%	46,47%	36,66%	23,99%	1
15	S.R.L. MOLDPRODINVEST	22,47%	21,65%	25,45%	7,30%	21,37%	1
16	S.C. EUROTRANS-SUD S.R.L.	26,63%	29,47%	32,84%	38,21%	36,58%	1
17	S.R.L. CAMYLITEX	89,00%	80,02%	67,65%	55,05%	68,52%	2
18	F.P.C. PODGORENI S.R.L.	26,58%	53,90%	38,39%	29,09%	21,70%	1
19	S.R.L. MEDIABOX-GRUP	19,91%	28,14%	34,96%	32,43%	43,97%	1
20	S.C. ALVALVER S.R.L	27,46%	45,15%	75,81%	53,15%	39,42%	1
21	S.R.L. TOTAL GLOBAL	55,57%	54,25%	58,57%	64,52%	64,48%	5

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării

Analiza a cuprins doi ani înainte de tranzacție (2020 și 2021) și doi ani post-tranzacție (2023-2024). Aceste 21 de entități în cauză sunt din diferite domenii și sectoare ale economiei, au înregistrat indicatori diferiți și prezintă o bază eterogenă a valorilor înregistrate după procesul de fuziunii și achiziții. Aceste rezultate ne conduc la concluzia că analiza necesită o abordare mai sistemică prin aplicarea modelului DEA.

În urma studiului realizat pe 21 de companii care au trecut prin tranzacțiile de fuziuni și achiziții în anul 2022, companiile restructurate au fost grupate în funcție de eficiența lor în patru secțiuni separate. Au fost obținute 6 scenarii. În primul grup sunt companii care au înregistrat deficiențe, eficiență scăzută înainte de achiziție și au menținut aceeași poziție cu o eficiență scăzută chiar și după achiziție. A doua categorie este formată din companii cu eficiență ridicată, iar ulterior, după achiziție, eficiența lor a scăzut. Al treilea grup de companii are eficiență scăzută și, ca urmare a achiziției, eficiența lor a crescut. Iar al patrulea grup este format din companii cu eficiență ridicată înainte de achiziție și care au păstrat eficiența ridicată chiar și după achiziție. Grupul numărul cinci include companiile care au înregistrat eficiență moderată fără tendințe de modificare, în timp ce companiile din grupul șase au înregistrat o tendință spre micșorare.

**Tabelul 9. Gruparea companiilor după efectul tranzacțiilor de fuziuni și achiziții**

Gruparea companiilor	Numărul companiilor
Eficiență scăzută → Eficiență scăzută	10
Eficiență ridicată → Eficiență scăzută	2
Eficiență scăzută → Eficiență ridicată	2
Eficiență ridicată → Eficiență ridicată	0
Eficiență moderată, tendință nemodificată	6
Eficiență moderată, tendință de micșorare	1

Sursa: elaborat de autor în baza tabelului 8

Rezultatele obținute asupra eșantionului analizat arată că, în cele mai multe situații, tranzacția nu conduce automat la creșterea imediată a eficienței relative, fiind frecvente cazurile în care companiile își mențin nivelul anterior de performanță sau înregistrează chiar diminuări temporare. Această constatare confirmă că simpla realizare a unei fuziuni sau achiziții nu garantează, prin ea însăși, succesul economic, performanța post-tranzacție depinzând în mod decisiv de calitatea integrării, de compatibilitatea strategică dintre entități și de capacitatea managerială de a valorifica resursele preluate.

Cercetarea a demonstrat posibilitatea construirii unui instrument predictiv aplicabil tranzacțiilor de fuziunii și achiziții din Republica Moldova, prin integrarea într-un model unic a indicatorilor de profitabilitate, lichiditate, solvabilitate și potențial de optimizare fiscală. Contribuția autorului constă în elaborarea modelului *ForM&A*, care combină metoda scoring cu inferența fuzzy și regulile Mamdani, care permite clasificarea ex-ante a unei tranzacții în una dintre cele trei categorii de rezultat: „eficiență ridicată”, „fără efect” sau „eficiență scăzută”. Prin această construcție metodologică, analiza financiară a celor două părți implicate în tranzacție este transpusă într-un cadru decizional orientat spre evaluarea probabilității de creare a valorii. În contextul dat, a fost elaborat un model econometric utilizând logica fuzzy [5], care în baza

indicatorilor celor două companii:  $A$  – achizitorul și  $B$  – compania-țintă, generează o prognoză a eficacității viitoarei tranzacții de fuziunii și achiziții ierarhizată pe trei nivele. Gruparea companiilor se interpretează conform tabelului 8. Valorile expuse în tabelul dat reflectă dinamica performanței în diferiți ani de gestiune analizați. Cod este codul final de clasificare atribuit companiei în funcție de nivelul indicatorului și dinamica acestuia pe parcursul perioadei analizate.

Modelarea s-a efectuat conform următorului algoritm:

Etapa 1. Calculul indicatorilor financiari pentru compania achizitoare și compania țintă.

Etapa 2. Normalizarea indicatorilor pe  $[0; 1]$ , pentru a asigura consecvența și comparabilitatea datelor.

Etapa 3. Calcularea  $Z$ -scor,  $Z_A$  și  $Z_B$ .

Etapa 4. Formarea inputurilor sistemului fuzzy  $Z_{min}$ ,  $\Delta Z$ ,  $C$  și  $\Delta T$ .

Etapa 5. Fuzzificarea intrărilor prin atribuirea de valori funcțiilor de apartenență (maparea valorilor precise la termeni lingvistici).

Etapa 6. Activarea regulilor Mamdani (procesarea datelor prin intermediul motorului de inferență Mamdani, afișarea fiecărei reguli activate și a puterii corespunzătoare).

Etapa 7. Agregare și defuzzificare obținerea  $E$  și  $E_{imp}$ .

Etapa 8. Clasificare finală și interpretarea economică a rezultatelor în termenii de: „eficiență scăzută”; „lipsa efectului”; „eficiență ridicată”.

Modelul se bazează pe date dintr-un set de 26 de tranzacții care au înregistrat următoarele rezultate:

**Tabelul 10. Rezultatele aplicării modelului *ForM&A* pentru tranzacțiile analizate**

Nr. d/o	Companie-achizitor	Companie-țintă	Eficiență generală a achiziției	Optimizare fiscală a achiziției
1	S.R.L. Ng-Invest	S.R.L. Estera-Lux	Lipsa efectului	Lipsa efectului
2	S.R.L. Sanlait	S.R.L. Incomtextile	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
3	S.R.L. Lazurum	S.R.L. Gutasfarm	Lipsa efectului	Eficiență ridicată
4	S.R.L. Balu Company	S.R.L. Balu Auto	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
5	S.R.L. Di and Trade Engineering	S.R.L. Di & Trade	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
6	S.R.L. Di and Trade Engineering	S.R.L. Profair	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
7	S.R.L. Di and Trade Engineering	S.R.L. Laslux	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
8	S.R.L. Peon-Farm	S.R.L. Ferment	Lipsa efectului	Lipsa efectului
9	S.R.L. Non Pharma Grup	S.R.L. Sca-Comert	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
10	S.R.L. Chateau Vartely	S.R.L. Winesceba	Lipsa efectului	Lipsa efectului
11	S.R.L. Orient Accent	S.R.L. Gherdaimpex	Lipsa efectului	Lipsa efectului
12	S.R.L. Netzah	S.R.L. Tiferet	Eficiență scăzută	Eficiență ridicată
13	S.R.L. David's Capital	S.R.L. Egostil	Eficiență ridicată	Eficiență ridicată
14	S.R.L. Moldproinvest	S.R.L. Flamingo Rr	Eficiență scăzută	Lipsa efectului
15	S.R.L. Eurotrans-Sud	S.R.L. Elit-Trans-Auto	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
16	S.R.L. Camylitex	S.R.L. Ridiager-Sv	Eficiență scăzută	Eficiență ridicată
17	S.R.L. Podgoreni	S.R.L. Podgoreni-Plus	Lipsa efectului	Eficiență ridicată
18	S.R.L. Mediabox-Grup	S.R.L. Creative Agency	Lipsa efectului	Lipsa efectului
19	S.R.L. Alvalver	S.R.L. Transandor C.A.	Lipsa efectului	Lipsa efectului
20	S.R.L. Moldretail Group	S.R.L. Fidesco	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
21	S.R.L. Moldretail Group	S.R.L. Dinova	Lipsa efectului	Lipsa efectului
22	S.R.L. Moldretail Group	S.R.L. Fourchette-M	Eficiență ridicată	Lipsa efectului
23	S.R.L. Birivofarm	S.R.L. Grin-Farm	Lipsa efectului	Lipsa efectului
24	S.R.L. Birivofarm	S.R.L. Gedeon Richter-Retea Farmaceutica	Lipsa efectului	Lipsa efectului
25	S.R.L. Birivofarm	S.R.L. Sibtomix-Grup	Lipsa efectului	Lipsa efectului
26	S.R.L. Birivofarm	Peon-Farm S.R.L.	Eficiență ridicată	Lipsa efectului

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării

Aplicarea modelului elaborat asupra tranzacțiilor analizate a evidențiat că majoritatea operațiunilor nu generează, în mod anticipat, un efect economic superior, ci se încadrează în categoria tranzacțiilor „lipsa efectului”, ceea ce confirmă că simpla realizare a unei achiziții nu este suficientă pentru a asigura sporirea performanței. Totodată, modelul a permis identificarea

unui număr de tranzacții cu potențial ridicat de eficiență și, separat, a unor cazuri în care integrarea poate produce efecte adverse asupra performanței financiare. Această constatare confirmă relevanța practică a modelului, întrucât el oferă un filtru de selecție strategică a țintelor și reduce riscul angajării în tranzacții cu premise financiare nefavorabile.

Modelul econometric ForM&A permite evaluarea integrată a potențialului economico-financiar și fiscal prin construirea unui scor financiar integrat destinat prognozării ex-ante a performanței și riscurilor pentru două companii distincte – participante la tranzacția de fuziuni și achiziții. Acest model nu poate prezice o majorare bruscă a veniturilor sau a altor indicatori, și consideră doar informațiile prezentate din situațiile financiare, care sunt informații ex-ante. Acest model are unele limitări în utilizare. În unele situații modelul poate prognoza un grad de risc înalt, calificând tranzacția cu „eficiență scăzută”. Necătând la aceasta tranzacția se poate realiza cu succes, dat fiind faptul, că în model nu au fost incluse variabile de altă natură, care pot influența succesul tranzacției. Reușita tranzacției poate fi explicată prin management strategic eficient, eliminarea concurenților, accesul la resurse unice, transferul de cunoștințe și alți factori externi care nu se pot supune pe deplin modelării financiare.

Luând în considerare cele expuse, putem concluziona că modelul nu este direct aplicabil unei singure companii. Pentru o companie, se creează un profil financiar, apoi se compară cu profilul unei potențiale companii ținte sau achizițoare. Modelul econometric de tip scoring *ForM&A* și bazat pe logica fuzzy este dezvoltat pentru o pereche de companii. Conceptul principal al acestui model este introducerea variabilelor extrase din situațiile financiare ca intrare, și primirea unui  $E$  și  $E_{imp}$  ca ieșire. Acest model poate fi utilizat de către companiile achizițoare care doresc să identifice dacă o țintă este o candidatură favorabilă pentru majorarea performanțelor companiei. La fel acest model poate fi utilizat și de către o companie-țintă care a primit câteva oferte de preluare, pentru a lua o decizie fundamentată de selectare a ofertei care va genera cea mai mare plusvaloare.

Analiza pieței de fuziunii și achiziții demonstrează necesitatea pentru o structurare a tranzacțiilor ținând cont de interesele tuturor părților implicate. Atunci când se dezvoltă o strategie de fuziunii și achiziții, trebuie acordată o atenție deosebită planificării fiscale în timpul procesului de restructurare. Acest lucru va permite structurarea transferului sau repartizarea pierderilor fiscale, precum și managementul cheltuielilor cu dobânzile în companiile nou create.

În contextul actual al fuziunilor și achizițiilor, planificarea fiscală reprezintă un factor strategic cu impact direct asupra performanței post-fuziune, în special în cazul tranzacțiilor transfrontaliere. În cazul Republicii Moldova, unde companiile se confruntă cu un mediu concurențial în creștere și cu necesitatea atragerii capitalului străin, optimizarea fiscală realizată în cadrul procesului de integrare poate constitui un avantaj competitiv major. Utilizarea eficientă a tratatelor de evitare a dublei impunerii, gestionarea pierderilor fiscale și structurarea corectă a cheltuielilor deductibile contribuie la reducerea sarcinii fiscale efective, fără a afecta conformitatea cu legislația națională. Această reducere a poverii fiscale se reflectă direct în îmbunătățirea performanței financiare post-fuziune, prin creșterea profitabilității (ROE, ROA), stabilizarea fluxurilor de numerar și consolidarea structurii de capital. În plus, prin creșterea resurselor financiare disponibile pentru reinvestire, planificarea fiscală susține creșterea ratei de creștere sustenabilă (SGR) a companiei integrate, asigurând un echilibru între expansiune și stabilitate financiară.

Analiza comparativă se realizează după principul „pre – post tranzacție”, tabelul fiind structurat după cum urmează:

Indicator	-2 ani	-1 an	+1 an	+2 ani	Evoluție
-----------	--------	-------	-------	--------	----------

Pentru a testa ipoteza impactului pozitiv al planificării fiscale asupra performanței post-tranzacție, considerăm relevantă analiza relației cauzale: planificare fiscală – performanță post-tranzacție. Performanța post-tranzacție se măsoară cu ajutorul unui sistem de indicatori financiari, ale căror valori se calculează înainte și după tranzacție, de regulă: -2 ani/+2 sau 3 ani (tabelul 11).

Sunt analizate corelații precum:

- ◆ ETR ↓ → ROE ↑
- ◆ ETR ↓ → SGR ↑
- ◆ Economii fiscale ↑ → CFO ↑

**Tabelul 11. Indicatori utilizați pentru evaluarea performanței financiare și a optimizării fiscale în contextul tranzacțiilor de fuziunii și achiziții**

Nr. d/o	Categoria	Indicator	Formula de calcul	Semnificație
1.	Performanță financiară	ROE – Rentabilitatea capitalurilor proprii	$ROE = \text{Profit net} / \text{Capital propriu}$	Măsoară crearea de valoare pentru acționari.
2.		ROA – Rentabilitatea activelor	$ROA = \text{Profit net} / \text{Active totale}$	Reflectă eficiența utilizării activelor post-integrare.
3.		Rata profitului operațional	$\text{Rata profitului operațional} = \text{Profit operațional} / \text{Cifra de afaceri}$	Indicator-cheie al performanței operaționale.
4.		Flux de numerar operațional (CFO)	—	Relevant pentru surprinderea capacității companiei de a genera lichidități din activitatea operațională.
5.		SGR – Rata de creștere sustenabilă	$SGR = ROE \times \text{Rata de retenție}$	Indicator sintetic care leagă profitabilitatea de capacitatea de autofinanțare.
6.	Optimizare fiscală	ETR – Rata efectivă de impozitare	$ETR = \text{Impozit pe profit} / \text{Profit înainte de impozitare}$	Scăderea ETR post-tranzacție poate indica existența unui efect de optimizare fiscală.
7.		Economii fiscale absolute	$\text{Economii fiscale} = \text{Impozit teoretic} - \text{Impozit efectiv}$	Evidențiază beneficiul fiscal obținut prin reducerea sarcinii fiscale efective.

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării

Relațiile prezentate în tabelul 12. reflectă mecanismul prin care reducerea sarcinii fiscale efective poate contribui la creșterea rentabilității capitalurilor proprii, la sporirea capacității de creștere sustenabilă și la îmbunătățirea fluxurilor de numerar operaționale, evidențiind astfel impactul optimizării fiscale asupra performanței financiare a companiei. Astfel, pot fi analizate următoarele relații:

**Tabelul 12. Relația dintre indicatorii fiscali și indicatorii de performanță, influențați în contextul tranzacțiilor de fuziunii și achiziții**

Indicator fiscal	Indicator de performanță influențat	Interpretare economică
Rata efectivă de impozitare (ETR) ↓	ROE – Rentabilitatea capitalurilor proprii ↑	Diminuarea ratei efective de impozitare poate contribui la majorarea profitului net rămas la dispoziția acționarilor, ceea ce conduce la creșterea rentabilității financiare. Prin urmare, relația reflectă efectul pozitiv al optimizării fiscale ca rezultat al strategiei de fuziuni și achiziții asupra valorii create pentru acționari.
Rata efectivă de impozitare (ETR) ↓	ROA – Rentabilitatea activelor ↑	Diminuarea sarcinii fiscale poate îmbunătăți eficiența generală a utilizării activelor, prin creșterea rezultatului net generat de baza patrimonială a companiei. Prin urmare, relația reflectă efectul pozitiv al optimizării fiscale ca rezultat al strategiei de fuziuni și achiziții asupra valorii create pentru acționari.
Rata efectivă de impozitare (ETR) ↓	SGR – Rata de creștere sustenabilă ↑ considerată și creștere susținută prin reinvestire	Diminuarea ratei efective de impozitare susține creșterea ratei de creștere sustenabilă, întrucât profitul net reținut în companie este mai mare, ceea ce extinde capacitatea de autofinanțare a dezvoltării. Această relație reflectă influența optimizării fiscale asupra potențialului de creștere internă a companiei.
Economii fiscale absolute ↑	CFO – Flux de numerar operațional ↑	Sporirea economiilor fiscale în rezultatul tranzacției de fuziunii și achiziții poate contribui la creșterea fluxului de numerar operațional. Relația reflectă impactul direct al eficienței fiscale asupra lichidității operaționale.

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării

Astfel, în raport cu ipoteza precum că optimizarea fiscală are o influență pozitivă asupra performanței post-tranzacție, rezultatele obținute din aplicarea acestei metode de analiză pot fi interpretate după cum urmează:

**Tabelul 13. Criterii de validare a ipotezei privind impactul optimizării fiscale asupra performanței post-tranzacție**

Confirmare/ infirmare ipoteză	Condiții de validare
<i>Ipotheza se confirmă</i>	Rata efectivă de impozitare scade post-tranzacție, iar indicatorii de performanță ( <b>ROE, ROA, SGR, CFO</b> ) cresc sau se stabilizează.
<i>Ipotheza se confirmă parțial</i>	Există efecte de optimizare fiscală, însă impactul asupra performanței este nesemnificativ.
<i>Ipotheza se infirmă</i>	Nu se observă reducerea ratei efective de impozitare sau performanța companiei se deteriorează.

*Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor cercetării*

Pentru a testa empiric ipoteza conform căreia optimizarea fiscală contribuie la îmbunătățirea performanței financiare post-achiziție, a fost realizată o analiză cantitativă comparativă a principalilor indicatori financiari și fiscali ai S.R.L. Moldretail Group, pe o perioadă de patru ani, structurată în două etape:

- ◆ *perioada pre-achiziție* (-2 ani, -1 an);
- ◆ *perioada post-achiziție* (+1 an, +2 ani).

Selectarea S.R.L. Moldretail Group, a fost atribuită statutului său ca una dintre cele mai active rețele de retail alimentar din Republica Moldova. Dezvoltarea companiei s-a realizat în principal prin achiziția și integrarea succesivă a magazinelor locale, urmată de uniformizarea activităților operaționale și logistice. Această strategie i-a permis acestei companii să își extindă rapid cota de piață, să își consolideze rețeaua comercială și să obțină economii de scară. În același timp, ritmul ridicat al extinderii a impus o administrare atentă a resurselor financiare și fiscale, pentru a menține stabilitatea companiei. În aceste condiții, S.R.L. Moldretail Group reprezintă un caz relevant pentru analiza legăturii dintre optimizarea fiscală și performanța post-achiziție, deoarece succesul său depinde atât de integrarea eficientă a companiilor preluate, cât și de capacitatea de a transforma avantajele fiscale în rezultate financiare durabile. Achizițiile realizate de S.R.L. Moldretail Group pot fi considerate achiziții orizontale, deoarece au vizat companii din același sector, și anume retailul alimentar. În majoritatea cazurilor, compania a obținut control integral asupra entităților preluate, facilitând o integrare rapidă și uniformă.

## CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

**Rezultatele obținute** în teză au permis soluționarea problemei științifice care a vizat dezvoltarea și validarea unui cadru teoretico-metodologic integrat de analiză, evaluare și fundamentare a strategiilor de creștere a performanțelor companiilor și de optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții, adaptat particularităților economiei Republicii Moldova, care ar permite evaluarea efectelor post-tranzacție și susținerea deciziilor strategice de integrare corporativă. Soluționarea problemei științifice enunțate a condus la formularea următoarelor **concluzii**:

1. Cercetarea a permis delimitarea clară a două direcții în interpretarea conceptuală a noțiunilor de fuziune și achiziție: abordarea doctrinară diferențiată și abordarea unitară. Potrivit abordării diferențiate, fuziunea este definită drept un proces de constituire a unei noi entități juridice prin absorbția sau contopirea societăților implicate, iar achiziția este asociată preluării controlului total asupra unei companii. Adepții abordării doctrinare unitare optează pentru utilizarea conceptului unitar de fuziuni și achiziții, apreciind că ambele procese reprezintă forme distincte ale restructurării corporative manifestate prin consolidarea controlului corporativ în scopul realizării anumitor obiective strategice. În cadrul prezentei cercetări adoptăm o abordare unitară, potrivit căreia fuziunile și achizițiile desemnează ansamblul proceselor prin intermediul cărora se realizează modificarea structurii proprietății, transferul controlului sau reunirea entităților economice, în scopul maximizării valorii la etapa post-tranzacție.
2. Analiza teoriilor, care explică deciziile de fuziuni și achiziții și efectelor acestora asupra performanței viitoare, a evidențiat că fenomenul fuziunilor și achizițiilor are un caracter complex și multidimensional, care nu poate fi explicat exhaustiv printr-o singură teorie. Totodată, ignorarea unor motivații non-economice, precum factorii comportamentali, manageriali sau instituționali, poate conduce la supraestimarea beneficiilor anticipate și la nerealizarea sinergiilor estimate. În acest context, considerăm relevantă o abordare integrativă în procesul de evaluare a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții și a impactului acestora asupra performanței viitoare.
3. Analiza bibliometrică a evidențiat că performanța post-tranzacție reprezintă aspectul de bază în evaluarea succesului fuziunilor și achizițiilor, însă aceasta nu are un caracter unidimensional. Efectele operațiunilor de integrare se manifestă diferențiat, atât la nivel operațional, prin extinderea activelor, consolidarea bazei patrimoniale și întărirea poziției de piață, cât și la nivel financiar, prin ameliorarea graduală a rentabilității, a lichidității și a capacității de autofinanțare. Drept urmare, evaluarea performanței companiilor implicate în astfel de tranzacții trebuie realizată într-o logică integrată, care va surprinde atât rezultatele imediate, cât și cele pe termen lung, ceea ce justifică utilizarea de către autor a metodei DEA, a matricei BCG, a modelării econometrice și a logicii fuzzy în demersul analitic și recomandările formulate.
4. O dimensiune a strategiilor de fuziuni și achiziții este optimizarea fiscală, care influențează atât configurarea tranzacției, cât și performanța ulterioară a companiei rezultate, argument demonstrat de autor în subcapitolul 3.4. Reducerea sarcinii fiscale efective, valorificarea avantajelor fiscale legale, optimizarea fluxurilor de numerar și susținerea creșterii sustenabile evidențiază faptul că fiscalitatea nu trebuie tratată ca un element auxiliar, ci ca o componentă a deciziei strategice de fuziuni și achiziții. În același timp, relevanța acestei dimensiuni este condiționată de respectarea cadrului normativ și de concilierea optimizării fiscale cu exigențele de conformitate și sustenabilitate.
5. Din analiza evoluției istorice și structurale a pieței internaționale a fuziunilor și achizițiilor se conturează trei caracteristici principale: caracterul ciclic al evoluției; creșterea dimensiunii și complexității tranzacțiilor și 3) orientarea spre compatibilizare strategică amiabilă și tehnologii avansate. Astfel, se confirmă rolul fuziunilor și achizițiilor ca mecanisme strategice de creștere a performanței, caracterizate prin dinamici ciclice tot mai ample, orientare către tranzacții de mare anvergură și sectoare cu intensitate tehnologică ridicată și preferință pentru integrarea amiabilă și compatibilitate strategică între entitățile implicate.
6. Analiza pieței fuziunilor și achizițiilor din Republica Moldova relevă existența unei piețe aflate în proces de consolidare, caracterizată printr-o pondere importantă a tranzacțiilor domestice, a restructurărilor interne și a operațiunilor orientate spre consolidarea poziției economice a companiilor. În acest context, fuziunile și achizițiile nu reprezintă doar instrumente de extindere corporativă, ci și mecanisme de reorganizare a proprietății, de simplificare a structurilor juridice și de eficientizare a activității economice, contribuind la maturizarea treptată a mediului de afaceri din Republica Moldova. În același timp, optimizarea fiscală asociată tranzacțiilor de fuziuni și achiziții amplifică rolul acestora prin reducerea sarcinii fiscale efective, cu impact pozitiv asupra performanței financiare post-tranzacție.
7. Contribuția științifică a cercetării constă în dezvoltarea unui cadru metodologic integrat de analiză a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, adaptat specificului economiei Republicii Moldova. Aplicarea analizelor multicriteriale, a metodelor moderne de evaluare a eficienței și a modelării econometrice bazată pe logica fuzzy a demonstrat că fundamentarea deciziilor strategice privind tranzacțiile de fuziuni și achiziții trebuie să se bazeze pe compatibilitatea financiară și strategică dintre părți, pe

calitatea procesului de integrare și pe capacitatea managementului și instituțională de a transforma sinergiile economice și fiscale în valoare pe termen lung. Prin urmare, fuziunile și achizițiile trebuie abordate simultan ca strategii de creștere a performanțelor companiilor și ca mecanisme de consolidare a competitivității pe termen lung.

**Problema științifică** soluționată în teza de doctorat constă în dezvoltarea și validarea unui cadru teoretico-metodologic integrat de analiză, evaluare și fundamentare a strategiilor de creștere a performanțelor companiilor și de optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții, adaptat particularităților economiei Republicii Moldova, care ar permite aprecierea efectelor post-tranzacție și sprijinirea deciziilor strategice de integrare corporativă.

Soluționarea acestei probleme științifice a condus la formularea următoarelor **recomandări**:

1. Evaluarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții trebuie realizată printr-o abordare multicriterială, care să includă simultan indicatori ai: poziției financiare, structurii patrimoniale, rentabilității, lichidității și dinamicii operaționale, evitând limitarea analizei la evaluarea performanței tranzacției la un singur indicator de rentabilitate sau a fluxurilor de numerar actualizate. Această recomandare rezultă din faptul că analiza realizată asupra companiilor din Republica Moldova a demonstrat că efectele ale tranzacțiilor de fuziuni și achiziții se manifestă diferențiat: unele tranzacții generează mai întâi consolidare patrimonială, extindere operațională și creșterea activelor, iar îmbunătățirea rentabilității apare ulterior. O asemenea abordare este utilă în special pentru managerii entităților implicate în fuziuni și achiziții, investitorilor, precum și cercetătorilor care analizează performanța post-achiziție în economii emergente.
2. În etapa de selecție a companiilor-țintă autorul recomandă utilizarea unor instrumente de poziționare strategică, precum matricea BCG, bazată pe relația dintre cota de piață și rata de creștere, pentru a identifica potențialul competitiv și atractivitatea companiilor din perspectiva consolidării cotei de piață și a creării de valoare. Cercetarea a demonstrat că acest instrument, adaptat contextului tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, permite delimitarea companiilor cu potențial de consolidare, a concurenților vulnerabili și a țințelor capabile să genereze valoare în urma integrării. Relevanța sa constă în simplitatea vizuală și în capacitatea de a susține selecția țințelor de achiziție fără irosirea resurselor financiare. Instrumentul este util pentru managementul strategic al companiilor, pentru consultanții, experții implicați în realizarea tranzacțiilor și investitorii care urmăresc poziționarea relativă a companiilor pe piață.
3. În analiza performanței relative înainte și după tranzacție este utilă aplicarea metodei DEA, în special în condițiile unei piețe emergente, unde companiile sunt eterogene, iar informațiile bursiere sunt limitate. Această metodă permite compararea unor entități eterogene, pe baza unui set mai larg de inputuri și outputuri, fără a limita demersul analitic doar la analiza financiară. Rezultatele cercetării au demonstrat că tranzacțiile nu produc automat creșteri ale performanței și că, în multe cazuri, efectele post-achiziție sunt moderate sau întârziate. În acest context, DEA este relevantă pentru identificarea celor mai bune practici, a companiilor cu eficiență ridicată și a cazurilor în care integrarea generează pierderi de eficiență. Metoda este utilă managerilor, analiștilor financiari, instituțiilor de consultanță și cercetătorilor care urmăresc măsurarea comparativă a performanței în contexte cu date limitate sau eterogene.
4. Pentru fundamentarea ex-ante a deciziilor strategice privind fuziunile și achizițiile recomandăm utilizarea modelului econometric ForM&A, elaborat în cadrul cercetării, care integrează profitabilitatea, lichiditatea, stabilitatea financiară și potențialul de optimizare fiscală într-un singur cadru predictiv. Testarea modelului este dovada utilității aplicării de către companiile achizițoare, companiile-țintă, cât și consultanții financiari și fiscali în procesele de Due Diligence, deoarece permite anticiparea eficacității tranzacției și selectarea acelor combinații care oferă premise de creștere performanței și de creare de valoare pe termen mediu și lung.
5. În practica tranzacțiilor de fuziuni și achiziții din Republica Moldova, dimensiunea fiscală ar trebui integrată pe larg în procesul de analiză și structurare a operațiunii, prin evaluarea ratei efective de impozitare, a economiilor fiscale potențiale și a impactului asupra fluxurilor de numerar. În acest context, recomandăm managerilor companiilor și consultanților fiscali implicați, utilizarea metodologiei de analiză comparativă „pre-post tranzacție” și a sistemului de indicatori financiari și fiscali, în scopul evaluării impactului optimizării fiscale asupra performanței post-tranzacție.

**Direcții viitoare de cercetare:**

1. Extinderea aplicării modelului econometric ForM&A asupra tranzacțiilor încheiate între societățile pe acțiuni din Republica Moldova și din alte economii emergente în vederea validării robusteții predictive și a adaptării parametrilor modelului la diferite contexte sectoriale și instituționale.
2. Studii empirice arată că reglementările de mediu pot obliga companiile, în special pe cele poluante, să realizeze achiziții „verzi” pentru a respecta standardele impuse. În contextul dat, se conturează încă o direcție care vizează cercetarea rolului presiunilor instituționale, al politicilor guvernamentale și al mecanismelor fiscale stimulative pentru investiții nepoluante ca determinanți ai realizării fuziunilor și achizițiilor orientate spre modele de afaceri sustenabile.

## BIBLIOGRAFIE

1. AMENDOLAGINE, V., BRUNO, R. L., CIPOLLINA, M., DE PASCALE, G. Minimum global tax: winners and losers in the race for mergers and acquisitions. În: *Eurasian Business Review*. 2025, vol. 15, nr. 4, p. 1249–1278. DOI: 10.1007/s40821-025-00319-5.
2. Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova. CAEM-2: Clasificatorul Activităților din Economia Moldovei. Ediția 2019. Aprobabil prin Ordinul BNS nr. 28 din 07.05.2019. Chișinău: BNS, 2019. [online]. Chișinău, 2019 (vizitat 05.03.2025). Disponibil: [https://midr.gov.md/files/shares/Clasificatorul\\_activitatilor\\_CAEM\\_2\\_rom.pdf](https://midr.gov.md/files/shares/Clasificatorul_activitatilor_CAEM_2_rom.pdf)
3. BOSTON CONSULTING GROUP. *What is the Growth Share Matrix?* [online]. 2026 (vizitat 11.01.2026). Disponibil: <https://www.bcg.com/about/overview/our-history/growth-share-matrix>
4. CAROW, K., HERON, R., SAXTON, T. Do early birds get the returns? An empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions. În: *Strategic Management Journal*. 2004, vol. 25, nr. 6, p. 563-585. <https://doi.org/10.1002/smj.404>
5. CHANDA, D. *Artificial Intelligence and Data Mining for Mergers and Acquisitions*. Boca Raton: Taylor & Francis Group, LLC, 2021. 248 p. ISBN 978-1-138-35473-9.
6. COOPER, W. W., SEIFORD, L. M., TONE, K. *Data envelopment analysis: A comprehensive text with models, applications, references and DEA-Solver software*. 2nd ed. New York: Springer, 2007. p. 1-2. ISBN 978-0-387-45281-4.
7. DANILOV, I., CIMPOIEȘ, D., RACUL, A. Data envelopment analysis implementation methodology for the evaluating of the comparative teaching staff rating in the research and education agrarian institutions in the Republic of Moldova. În: *Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii: Culegere de rezumate*, Ed. Ediția 27, 22-23 septembrie 2023, Chișinău. Chișinău Republica Moldova: "Print-Caro" SRL, 2023, Ediția a 27-a, Volumul 1, pp. 90-91. ISBN 978-9975-175-98-2.
8. DEPAMPHILIS, D. M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. 8th ed. Amsterdam: Academic Press, 2015. ISBN 978-0128013908.
9. DEPAMPHILIS, D. M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. 10th ed. Academic Press, 2019. ISBN 978-0128150757.
10. DIONNE, G., HAYE, M. L., BERGERÈS, A. Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions? În: *Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'économique*. 2015, vol. 48, nr. 3, p. 819-852. DOI: 10.1111/caje.12159.
11. DRINGOLI, A. *Merger and acquisition strategies: How to create value*. Northampton: Edward Elgar Publishing Ltd, 2016. ISBN 9781786430687. Disponibil: <https://doi.org/10.4337/9781786430687>
12. DUCHIN, R., SCHMIDT, B. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. În: *Journal of Financial Economics*. 2013, vol. 107, nr. 1, p. 69-88. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.07.003>
13. GALPIN, T. J. *Winning at the Acquisition Game: Tools, Templates, and Best Practices Across the M&A Process*. Oxford: Oxford University Press, 2020. 304 p. ISBN 978-0-19-885856-0.
14. GALPIN, T. J., HERNDON, M. *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions: Process Tools to Support M&A Integration at Every Level*. Ed. a 3-a. San Francisco: Jossey-Bass, 2014. 512 p. ISBN 978-1-118-82723-9.
15. GAUGHAN, P. A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 6th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2015. ISBN 978-1-118-99754-3.
16. GHOSH RAY, K. *Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration*. Second Edition. Delhi, 2023. ISBN 978-93-991818-50-0,
17. GORT, M. An Economic Disturbance Theory of Mergers. În: *The Quarterly Journal of*

- Economics*. 1969, vol. 83, nr. 4, p. 624–642. DOI: 10.2307/1885453.
18. HOFER, M. *Demystifying mergers and acquisitions: A guide for aspiring executives*. 2023. 181 p. ISBN 979-8862308365.
  19. INSTITUTE FOR MERGERS, ACQUISITIONS AND ALLIANCES (IMAA). *M&A Statistics* [online]. 2026. Disponibil: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
  20. JABER, B., SPIEGEL, B. Global M&A trends in technology, media and telecommunications: 2026 outlook. În: *PwC* [online]. 27 Ianuarie 2026 (vizitat 19.03.2026). Disponibil: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/telecommunications-media-technology.html>
  21. JUNIOR, P., PAMPLONA, E. SILVA, A. Mergers and Acquisitions: An Efficiency Evaluation. În: *Applied Mathematics*. 2013, vol. 4, nr. 11, pp. 1583-1589. ISSN 2152-7393. DOI: <https://doi.org/10.4236/am.2013.411213>
  22. KOTLER, P., ARMSTRONG, G., BALASUBRAMANIAN, S. *Principles of marketing*. 19th ed. Harlow: Pearson, 2024. 832 p. ISBN 978-1-292-44936-4.
  23. MCNAMARA, G. M., HALEBLIAN, J., DYKES, B. J. The performance implications of participating in an acquisition wave: Early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics. În: *Academy of Management Journal*. 2008, vol. 51, nr. 1, p. 113–130. DOI: <https://doi.org/10.5465/amj.2008.30755057>
  24. Monitorul Oficial al Republicii Moldova [online]. Chișinău: Agenția Informațională de Stat „Moldpres” (vizitat 20.01.2026). Disponibil: <https://monitorul.gov.md/>
  25. OECD. *Pillar Two GloBE Rules Fact Sheets* [online]. Paris: OECD Publishing, 2021.(vizitat 09.01.2026). Disponibil: <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/global-minimum-tax/pillar-two-globe-rules-fact-sheets.pdf>
  26. OECD. *Pillar Two Model Rules in a Nutshell* [online]. Paris: OECD Publishing, 2021. pp. 2.(vizitat 09.01.2026). Disponibil: <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/global-minimum-tax/pillar-two-model-rules-in-a-nutshell.pdf>
  27. Pagina oficială a Bursei De Valori A Moldovei [online]. 2025 (vizitat 16.06.2025). Disponibil: <https://www.bvm.md/>
  28. *Paramount to acquire Warner Bros. Discovery to form next-generation global media and entertainment company*. În: *comunicatul de presă Paramount* [online]. 2026. (vizitat 01.03.2026). Disponibil: <https://www.paramount.com/press/paramount-to-acquire-warner-bros-discovery-to-form-next-generation-global-media-and-entertainment-company>
  29. PREŚ-PEREPECZO, A. Event Study in the Evaluation of Effects of Mergers and Acquisitions. În: *Folia Oeconomica Stetinensia*. 2007, vol. 6, p. 107-122. DOI: [10.2478/v10031-007-0007-2](https://doi.org/10.2478/v10031-007-0007-2).
  30. SHERMAN, A. J. *Mergers & acquisitions from A to Z*. 4th ed. New York: AMACOM, 2018. ISBN 978-0-814-43903-6.
  31. SUDARSANAM, P. *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Harlow: Pearson Education Limited, 2003. 64 p. ISBN 0-201-72150-3.
  32. ULIAN, E. Post-acquisition effects of mergers and acquisitions: An approach from the perspective of agency theory. În: *Journal of Research on Trade, Management and Economic Development*. 2025, vol. 12, nr. 1, pp. 58-69. ISSN 2345-1483. Disponibil: <https://doi.org/10.59642/JRTMED.1.2025.06>
  33. WHITAKER, S. C. (ed.). *Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2016. 336 p. ISBN 978-1-119-04223-5.
  34. WNUCZAK, P., OSIICHUK, D. Does valuation uncertainty benefit acquirers or targets? În: *Managerial Finance*. 2024, vol. 50, nr. 2, p. 329–348. DOI: 10.1108/MF-10-2022-0470.

## LISTA PUBLICAȚIILOR AUTORULUI LA TEMA TEZEI DE DOCTORAT

### Articole în reviste științifice

1. **ULIAN, E.** Interconditionality between the dynamics of mergers and acquisitions and macroeconomic factors. În: *European Journal of Accounting, Finance&Business*. DOI: 10.4316/EJAFB.2022.1028 202 2022,v.10, nr.2,pp.66-71. ISSN: 2344 - 102X, ISSN-L: 2344 - 102X. [https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag\\_file/299\\_6.pdf](https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag_file/299_6.pdf)
2. **COJOCARU, M., ULIAN, E.** Evaluarea afacerilor în scopul fundamentării deciziei de fuziune sau achiziție: aspecte metodologico-practice. În: *Studia Universitatis Moldaviae (Seria Științe Exacte și Economice)*, 2018, nr. 2(112), pp. 60-68. ISSN 1857-2073. [https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag\\_file/60-68.pdf](https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag_file/60-68.pdf)
3. **ULIAN, E.** The role of the due diligence procedure in the decision making for mergers and acquisitions. In: *Journal of Research on Trade, Management and Economic Development*, 2024, vol. 11, nr. 1(21), pp. 39-48. ISSN 2345-1424. DOI: <https://doi.org/10.59642/JRTMED.1.2024.03>
4. **ULIAN, E.** Post-acquisition effects of mergers and acquisitions: an approach from the perspective of agency theory. In: *Journal of Research on Trade, Management and Economic Development*, 2025, vol. 12, nr. 1(23), pp. 83-99. ISSN 2345-1424. DOI: <https://doi.org/10.59642/JRTMED.1.2025.06>

### Articole în lucrările conferințelor și altor manifestări științifice

1. **COJOCARU, M., LUȘMANSCHI, G., ULIAN, E.** Современные проблемы развития устойчивых систем налогообложения. In: VIII Международная Научно-Практическая Конференция «Устойчивое развитие: общество и экономика» Памяти профессора В.Т. Рязанова. Санкт-Петербург, 14-17 апреля 2021 г., p. 63-69. <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=46656529&pff=1>
2. **ULIAN, E.** Interdependența dintre practicile sustenabile și performanța financiară a companiei. In: *Metodologii contemporane de cercetare și evaluare, : Științe biologice și chimice Științe fizice și matematice Științe economice*, 22-23 aprilie 2021, Chișinău. Chișinău: CEP USM, 2021, pp. 219-223. ISBN 978-9975-159-16-6. [https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag\\_file/p-219-223.pdf](https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag_file/p-219-223.pdf)
3. **ULIAN, E., MOROSAN-DANILA, L.** Performanța sustenabilă versus performanța financiară: abordare comparativă. In: *Sustainable Public Procurement: challenges and opportunities*, Ed. 1, 20-21 mai 2022, Chișinău. Chișinău, Republica Moldova: 2022, pp. 25-30. ISBN 978-9975-159-91-3.
4. **ULIAN, E.** The concept of forming an aggregate synergic effect in M and A transactions. In: *Modern paradigms in the development of the national and world economy*, Ed. 1, 6-7 octombrie 2023, Chișinău. Chișinău: Moldova State University, 2023, p. 32b.
5. **ULIAN, E.** Impactul sinergetic asupra creării de valoare în fuziuni și achiziții. In: *Integrare prin cercetare și inovare.: Științe juridice și economice*, 9-10 noiembrie 2023, Chișinău. Chisinau, Republica Moldova: Centrul Editorial-Poligrafic al Universității de Stat din Moldova, 2023, SJE, pp. 638-641. ISBN 978-9975-62-693-4.
6. **ULIAN, E., COJOCARU, M.** M&A and company age: Does company age drive integration? În: The IV International Scientific and Practical Conference „The current state, problems and perspectives of business, financial and credit institutions and accounting systems development”, 17 May 2024, Ukraine. <http://kbi.karazin.ua/wp-content/uploads/2024/05/>

## ADNOTARE

la teza pentru obținerea titlului științific de doctor în științe economice cu tema „Strategii de creștere a performanțelor companiilor și optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții”,  
Ulian Ecaterina, specialitatea: 522.01 Finanțe, Chișinău, 2026

**Structura tezei:** introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 232 titluri, 20 anexe. Lucrarea conține 145 pagini de text de bază, 42 figuri, 26 tabele și 48 formule. Rezultatele obținute sunt publicate în 10 lucrări științifice.

**Cuvintele-cheie:** fuziuni și achiziții; tranzacții; performanță; performanță post-tranzacție; modelare; optimizare fiscală; prognozare ex-ante; Data Envelopment Analysis; sinergie; logica fuzzy; strategie; evaluare multicriterială; hartă de rețea; potențial fiscal; Metoda BCG; decizii; strategii de creștere.

**Scopul cercetării** constă în dezvoltarea și perfectarea cadrului teoretico-metodologic de fundamentare a strategiei orientate către creșterea sustenabilă a performanțelor companiilor și optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții.

**Obiectivele cercetării** sistematizarea cadrului teoretic privind performanța fuziunilor și achizițiilor și identificarea principalelor direcții de cercetare din literatura de specialitate; delimitarea conceptuală a fuziunilor și achizițiilor prin identificarea caracteristicilor, motivațiilor și tipologiilor tranzacțiilor; fundamentarea unei abordări integrate pentru analiza tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, bazată pe caracterul multidimensional al acestora; determinarea particularităților pieței naționale de fuziuni și achiziții prin analiza comparativă cu evoluția pieței internaționale; instrumentarului analitic de evaluare multicriterială și modelare a deciziilor strategice privind fuziunile și achizițiile; elaborarea instrumentarului metodologic și analitic de fundamentare a strategiilor de creștere a performanței financiare a companiei prin fuziuni și achiziții; recomandarea unor măsuri de optimizare fiscală care să contribuie la creșterea performanței post-tranzacție.

**Noutatea și originalitatea științifică:** delimitarea conceptual-metodologică a evaluării performanței fuziunilor și achizițiilor prin prisma criteriului factorial și motivațional, precum și concretizarea criteriilor de clasificare a acestora; adaptarea matricei Boston Consulting Group la analiza strategică a tranzacțiilor de fuziuni și achiziții, în scopul evaluării poziției competitive a companiilor și al identificării oportunităților de integrare și creare de valoare; elaborarea modelului econometric ForM&A, bazat pe metoda scoring și pe logica fuzzy, care permite construirea unui scor financiar agregat, destinat prognozării ex ante a performanței integrate estimate și ierarhizării tranzacțiilor de fuziuni și achiziții în funcție de nivelul acesteia pentru entități implicate în tranzacții din Republica Moldova; modelarea eficacității tranzacțiilor de fuziuni și achiziții și introducerea potențialului fiscal al companiilor ca element distinct în fundamentarea deciziei strategice de integrare prin implicarea dimensiunii optimizării fiscale; elaborarea metodologiei comparative „pre-post tranzacție” și sistematizarea indicatorilor financiari și fiscali pentru evaluarea impactului optimizării fiscale asupra performanței post-tranzacție.

**Problema științifică** soluționată în teza de doctorat constă în dezvoltarea și validarea unui cadru teoretico-metodologic integrat de analiză, evaluare și fundamentare a strategiilor de creștere a performanțelor companiilor și de optimizare fiscală prin fuziuni și achiziții, adaptat particularităților economiei Republicii Moldova, care ar permite evaluarea efectelor post-tranzacție și sprijinirea deciziilor strategice de integrare corporativă.

**Valoarea teoretică a tezei** constă în aprofundarea cadrului conceptual privind fuziunile și achizițiile ca strategii de creștere a performanțelor companiilor și de optimizare fiscală, prin integrarea dimensiunilor economico-financiare, strategice și fiscale într-o abordare unitară. Totodată, teza contribuie la dezvoltarea bazei teoretice a cercetării prin evidențierea caracterului multidimensional al performanței post-tranzacție și prin adaptarea conceptelor și instrumentelor de analiză la particularitățile economiei Republicii Moldova.

**Valoarea aplicativă a cercetării** constă în posibilitatea utilizării rezultatelor obținute pentru fundamentarea deciziilor strategice privind fuziunile și achizițiile, evaluarea performanței post-tranzacție și identificarea oportunităților de optimizare fiscală în condițiile economiei Republicii Moldova; în aplicarea abordării multicriteriale de evaluare a efectelor post-tranzacție și a modelului econometric ForM&A. Valoarea aplicativă este consolidată și prin integrarea dimensiunii optimizării fiscale în modelarea eficacității tranzacțiilor de fuziunii și achiziții, prin includerea potențialului fiscal al companiilor în fundamentarea deciziei strategice de integrare.

**Implementarea rezultatelor științifice** s-a realizat în cadrul companiilor OLMOSDON S.R.L., StarNet S.R.L. din Republica Moldova și în procesul de instruire a studenților facultății de Științe Economice a Universității de Stat din Moldova.

## ANNOTATION

of the thesis for the scientific degree of Doctor of Economic Sciences on the topic “Strategies for increasing company performance and tax optimization through mergers and acquisitions”,  
Ulian Ecaterina, specialty: 522.01 Finance, Chişinău, 2026

**Thesis structure:** introduction, three chapters, general conclusions and recommendations, bibliography of 232 titles, 20 appendices. The work contains 145 pages of core text, 42 figures, 26 tables and 48 formulas. The obtained results are published in 10 scientific papers.

**Keywords:** mergers and acquisitions; transactions; performance; post-transaction performance; modelling; tax optimization; ex-ante forecasting; Data Envelopment Analysis; synergy; fuzzy logic; strategy; multi-criteria evaluation; network map; tax potential; BCG Matrix; decisions; growth strategies.

**The purpose of the research** consists in the development and improvement of the theoretical-methodological framework for substantiating strategies oriented towards the sustainable growth of company performance and tax optimization through mergers and acquisitions.

**The objectives of the research:** systematizing the theoretical framework regarding the performance of mergers and acquisitions and identifying the main research directions in the specialized literature; conceptual delimitation of mergers and acquisitions by identifying the characteristics, motivations, and typologies of transactions; substantiating an integrated approach for the analysis of mergers and acquisitions transactions based on their multidimensional nature; determining the particularities of the national mergers and acquisitions market through a comparative analysis with the evolution of the international market; developing the analytical toolkit for multi-criteria evaluation and modelling of strategic decisions regarding mergers and acquisitions; elaborating the methodological and analytical toolkit for substantiating strategies to increase the financial performance of the company through mergers and acquisitions; recommending tax optimization measures that contribute to the increase of post-transaction performance.

**Scientific novelty and originality:** the conceptual-methodological delimitation of merger and acquisition performance evaluation through the lens of factorial and motivational criteria, as well as the concretization of their classification criteria; adapting the Boston Consulting Group matrix to the strategic analysis of mergers and acquisitions transactions for the purpose of evaluating the competitive position of companies and identifying opportunities for integration and value creation; the elaboration of the *ForM&A* econometric model, based on the scoring method and fuzzy logic, which allows for the construction of an aggregate financial score intended for the ex-ante forecasting of estimated integrated performance and the ranking of mergers and acquisitions transactions according to this level for entities involved in transactions within the Republic of Moldova; modelling the effectiveness of merger and acquisition transactions and introducing the tax potential of companies as a distinct element in substantiating the strategic integration decision by involving the dimension of tax optimization; developing the comparative "pre-post transaction" methodology and systematizing financial and fiscal indicators to assess the impact of fiscal optimization on post-transaction performance.

**The scientific problem** solved in the doctoral thesis consists in the development and validation of an integrated theoretical-methodological framework for the analysis, evaluation, and substantiation of strategies for increasing company performance and tax optimization through mergers and acquisitions, adapted to the particularities of the economy of the Republic of Moldova, which would allow for the evaluation of post-transaction effects and support strategic decisions for corporate integration.

**The theoretical value of the thesis** consists in deepening the conceptual framework regarding mergers and acquisitions as strategies for increasing company performance and tax optimization by integrating economic-financial, strategic, and fiscal dimensions into a unitary approach. At the same time, the thesis contributes to the development of the theoretical basis of research by highlighting the multidimensional nature of post-transaction performance and by adapting analysis concepts and tools to the particularities of the economy of the Republic of Moldova.

**The applied value of the research** lies in the possibility of using the obtained results to substantiate strategic decisions regarding mergers and acquisitions, evaluating post-transaction performance, and identifying tax optimization opportunities within the conditions of the Republic of Moldova's economy; in applying the multi-criteria approach for evaluating post-transaction effects and the *ForM&A* econometric model. The applied value is further consolidated by integrating the tax optimization dimension into the modelling of mergers and acquisitions transaction effectiveness, through the inclusion of the companies' tax potential in the substantiation of the strategic integration decision.

**Implementation of scientific results** was carried out within the companies OLMOSDON S.R.L., StarNet S.R.L. from the Republic of Moldova, and in the training process of students at the Faculty of Economic Sciences of the Moldova State University.

## АННОТАЦИЯ

к диссертации на соискание учёной степени доктора экономических наук на тему «Стратегии повышения эффективности деятельности компаний и налоговая оптимизация посредством слияний и поглощений», Ульян Екатерина, специальность: 522.01 Финансы, Кишинэу, 2026

**Структура диссертации:** введение, три главы, общие выводы и рекомендации, библиография из 232 наименований, 20 приложений. Работа изложена на 145 страницах основного текста, содержит 42 рисунка, 26 таблиц и 48 формул. Полученные результаты опубликованы в 10 научных работах.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения; сделки; результативность; посттранзакционная эффективность; моделирование; налоговая оптимизация; ex-ante прогнозирование; Data Envelopment Analysis; синергия; нечеткая логика; стратегия; многокритериальная оценка; сетевая карта; налоговый потенциал; матрица Бостонской Консалтинговой Группы (BCG); решения; стратегии роста.

**Цель исследования** заключается в разработке и совершенствовании теоретико-методологической базы обоснования стратегий, ориентированных на устойчивый рост показателей деятельности компаний и налоговую оптимизацию посредством слияний и поглощений.

**Задачи исследования:** систематизация теоретических основ эффективности слияний и поглощений и выявление основных направлений исследований в специализированной литературе; концептуальное разграничение слияний и поглощений путём идентификации характеристик, мотивов и типологий сделок; обоснование интегрированного подхода к анализу сделок слияний и поглощений, основанного на их многомерном характере; определение особенностей национального рынка слияний и поглощений посредством сравнительного анализа с динамикой международного рынка; разработка аналитического инструментария многокритериальной оценки и моделирования стратегических решений в области слияний и поглощений; разработка методологического и аналитического инструментария обоснования стратегий повышения финансовых показателей компании через слияния и поглощения; рекомендации мер по налоговой оптимизации, способствующих росту посттранзакционной эффективности.

**Научная новизна и оригинальность:** концептуально-методологическое разграничение оценки эффективности слияний и поглощений через призму факторного и мотивационного критериев, а также конкретизация критериев их классификации; адаптация матрицы Бостонской Консалтинговой Группы к стратегическому анализу сделок слияний и поглощений с целью оценки конкурентной позиции компаний и выявления возможностей для интеграции и создания стоимости; разработка эконометрической модели *ForM&A*, основанной на методе скоринга и нечеткой логике, позволяющей выстраивать агрегированный финансовый балл для ex-ante прогнозирования расчётной интегральной эффективности и ранжирования сделок слияний и поглощений в зависимости от этого уровня для предприятий Республики Молдова; моделирование результативности сделок слияний и поглощений и введение налогового потенциала компаний как отдельного элемента в обоснование стратегического решения об интеграции с учётом аспекта налоговой оптимизации; разработка сравнительной методологии «до и после сделки» и систематизация финансовых и налоговых показателей для оценки влияния налоговой оптимизации на результаты деятельности после сделки.

**Научная проблема,** решённая в диссертации, заключается в разработке и валидации интегрированной теоретико-методологической базы анализа, оценки и обоснования стратегий роста эффективности компаний и налоговой оптимизации через слияния и поглощения, адаптированной к особенностям экономики Республики Молдова, что позволяет оценивать посттранзакционные эффекты и поддерживать стратегические решения по корпоративной интеграции.

**Теоретическая значимость работы** заключается в углублении концептуальных основ слияний и поглощений как стратегий роста эффективности компаний и налоговой оптимизации путём интеграции финансово-экономического, стратегического и фискального аспектов в рамках единого подхода. В то же время, диссертация вносит вклад в развитие теоретической основы исследования, подчёркивая многомерный характер посттранзакционных показателей и адаптируя концепции и инструменты анализа к специфике экономики Республики Молдова.

**Практическая значимость исследования** состоит в возможности использования полученных результатов для обоснования стратегических решений по слияниям и поглощениям, оценки посттранзакционной эффективности и выявления возможностей налоговой оптимизации в условиях экономики Республики Молдова; в применении многокритериального подхода в оценке результатов сделок и эконометрической модели *ForM&A*. Практическая ценность усиливается за счёт интеграции аспекта налоговой оптимизации в моделировании эффективности сделок слияний и поглощений и включения налогового потенциала компаний в процесс обоснования стратегических решений.

**Внедрение научных результатов** было осуществлено в компаниях S.R.L. OLMOSDON, S.R.L. StarNet (Республика Молдова), а также в процессе обучения студентов факультета экономических наук Молдавского государственного университета.

**ULIAN ECATERINA**

**STRATEGII DE CREȘTERE A PERFORMANTELOR  
COMPANIILOR ȘI OPTIMIZARE FISCALĂ PRIN FUZIUNI ȘI  
ACHIZIȚII**

522.01 - FINANȚE

Rezumatul tezei de doctor în științe economice

---

Aprobat spre tipar: 02.04.2026

Formatul hârtiei 60x84 1/16

Hârtie ofset. Tipar ofset.

Tiraj 20 ex.

Coli de tipar.: 2,37

Comanda nr. 20/26

---