

DARIUSZ ZARZECKI

MAGDALENA KISIELEWSKA

USTALANIE OBSZARU NEGOCJACJI CENOWYCH W TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ

Wprowadzenie

Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw stanowią coraz bardziej znaczący kierunek ekspansji wybierany przez operujące na rynku podmioty. Z dostępnych opracowań i statystyk wynika jednoznacznie, iż w skali globalnej liczba realizowanych fuzji i przejęć rośnie w bardzo szybkim tempie. Kwestie efektywności i opłacalności tego typu transakcji stanowią więc niezwykle istotne wyzwania zarówno dla menedżerów, jak i akcjonariuszy zainteresowanych podmiotów. W niniejszym opracowaniu omówiono niektóre aspekty związane z ustalaniem obszaru negocjacji cenowych na potrzeby fuzji i przejęć, opierając się na najlepszej literaturze przedmiotu – głównie brytyjskiej i amerykańskiej¹.

W przypadku wyceny przedsiębiorstwa dla celów innych niż planowane przejęcie, kwestia ustalenia **formy płatności** za wyceniany biznes może nie pojawić się w ogóle (np. wycena realizowana na własne potrzeby przez kierownictwo spółki), bądź jeśli już wystąpi, to zazwyczaj zostanie sprowadzona do uregulowania jej wysokości w gotówce. Kwestia ta wygląda zgoła odmiennie w odniesieniu do przejęć, gdzie zapłata za przejmowaną firmę może przybrać formę wymiany akcji, emisji instrumentów typu quasi kapitał własny (np. warranty, obligacje zamienne), finansowania ze środków obcych (bardzo popularna forma finansowania, jako alternatywa dla zakupów gotówkowych, z uwagi na korzyści podatkowe), bądź kupna walorów przejmowanej spółki za gotówkę. W przypadku gdy rozważana jest emisja akcji na wymianę, faktyczna cena zapłacona za przejmowaną spółkę zależy od korzyści, jakie po połączeniu obydwu biznesów będzie osiągała nowa jednostka, ponieważ akcjonariusze firmy przejmowanej będą partycypować w generowanych zyskach.

Dla zrozumienia implikacji, jakie rodzi powyższe z punktu widzenia kosztów nabycia kontrolnego pakietu akcji, spróbujemy dokonać analizy obszaru negocjowania ceny przejmowanego przedsiębiorstwa. Należy jednak podkreślić, że kwestia strategii ustalania

¹ Ciekawe rozważania na temat wyceny i określania obszaru negocjacji cenowych według „szkoły niemieckiej” znajdują się w: M.J. Matschke, G. Brosel: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Oficyna – Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011; T. Koller, M. Goedhardt, D. Wessels: *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, J. Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010.

ceny jest zagadnieniem bardzo złożonym, a jej rzetelna analiza wymagałaby rozpatrzenia kompleksu behawioralnych czynników i sięgnięcia do fachowej literatury z dziedziny psychologii, czy finansów behawioralnych. Biorąc pod uwagę ograniczone ramy niniejszego artykułu, a także specyfikę rozwiązań prawnych obowiązujących w poszczególnych krajach, omawiane zagadnienie nie będzie przedmiotem tak szczegółowych rozważań.

Określanie obszaru negocjacji cenowych

Cena jaką nabywca jest skłonny zapłacić za firmę „ofiara” jest uzależniona zarówno od formy płatności jak i efektu netto wynikającego z połączenia dwóch biznesów (w literaturze przedmiotu i języku potocznym termin „ofiara” używany jest także dla określenia firmy przejmowanej w drodze przyjaznego przejęcia oraz mniejszego partnera w przypadku fuzji firm; należy jednak podkreślić, że w wielu przypadkach prawdziwymi ofiarami okazują się akcjonariusze firmy przejmującej). Nie ulega wątpliwości, że im większy efekt synergii osiągnięty w wyniku połączenia przedsiębiorstw, tym szerszy obszar dla negocjowania ceny zakupu firmy. Wpływ samej formy dokonania płatności nie jest już jednak tak jednoznaczny i oczywisty. W przypadku przejęcia przedsiębiorstwa, wartość pojawiającego się efektu synergii jest bowiem wymierną wielkością do podziału pomiędzy kupującego a ofiarę. Z kolei forma płatności stwarza dla niektórych inwestorów implikacje podatkowe, gdyż płatność gotówką rodzi zobowiązania podatkowe dla udziałowców firmy ofiary z tytułu osiągniętych przez nich, w efekcie zbycia swoich akcji/udziałów, zysków kapitałowych, zaś w przypadku gdy firma kupująca inne przedsiębiorstwo finansuje operację ze środków obcych, np. zaciągając kredyty bankowe, bądź przeprowadzając emisję obligacji, może pojawić się cenna ochrona podatkowa, w postaci ponoszonych kosztów obsługi zadłużenia (co odegrało znaczącą rolę w okresie boomu na wykup przedsiębiorstw przez ich dotychczasowe kierownictwo, jaki miał miejsce na Zachodzie w latach 80.). Niezależnie od powyższego, pozostaje kwestia podziału efektów wynikających z połączenia biznesów, ponieważ w przypadku gdy rozważana jest wymiana akcji, akcjonariusze firmy ofiary oceniają efekty przejęcia ze swojego punktu widzenia – negatywnie, bądź pozytywnie².

Użytecznym punktem wyjścia jest określenie wzrostu zamożności akcjonariuszy wynikającego z połączenia biznesów, co można zdefiniować jako różnicę pomiędzy bieżącą wartością nowej firmy (PV_{AV}) a bieżącą wartością obydwu firm jako osobnych biznesów ($PV_A + PV_V$). Wypracowany wzrost wartości połączonego przedsiębiorstwa będzie częściowo wynikał z efektu synergii biznesów, a częściowo z korzyści podatkowych. W odniesieniu do tych ostatnich należy dodać, że będą to zarówno korzyści związane z ochroną podatkową (jeśli taka wystąpi), a także wynikające z rozliczania strat poniesionych przed połączeniem przez którąkolwiek z firm w okresach następnym powiększone o niewykorzystane ulgi podatkowe. Teoretycznie, rynkowa cena 1 akcji połączonej jednostki, P_{AV} , powin-

² Zob. A. Gregory: *Valuing Companies. Analysing Business Worth*, Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead 1992, s. 203–204.

na wynikać z ilorazu wartości firmy powstałej po połączeniu i ilości jej akcji. Analogicznie powinna być określona cena akcji firmy przejmującej (P_A) i firmy ofiary (P_V) przed dokonaniem przejęcia (chodzi tu o ceny akcji przed przeniknięciem do inwestorów informacji o planowanej fuzji czy przejęciu):

$$P_A = PV_A \div S_A$$

$$P_V = PV_V \div S_V$$

Powyższą zależność można wyrazić za pomocą znanego wskaźnika Cena/Zysk (PE)³:

$$P_A = PE_A \times EPS_A \quad (1)$$

$$P_V = PE_V \times EPS_V \quad (2)$$

gdzie:

- $P_{A,V}$ – rynkowa cena akcji odpowiednio firmy przejmującej (A) i ofiary (V – firmy przejmowanej),
- $PV_{A,V}$ – wartość bieżąca odpowiednio firmy przejmującej (A) i ofiary (V),
- $S_{A,V}$ – liczba akcji odpowiednio firmy przejmującej i ofiary,
- $PE_{A,V}$ – wskaźnik cena/zysk odpowiednio firmy przejmującej i ofiary,
- $EPS_{A,V}$ – zysk na akcję odpowiednio w firmie przejmującej i przejmowanej.

W tym miejscu nie uwzględniamy indywidualnych efektów podatkowych, jakie dla akcjonariuszy spółki ofiary niesie ze sobą połączenie przedsiębiorstw, wobec czego należy podkreślić, że ograniczeniem obszaru ustalania ceny przejęcia firmy jest konieczność zapewnienia akcjonariuszom spółki ofiary nabycia ich akcji po cenie nie niższej od jej poziomu sprzed wystosowania oferty kupna spółki przez firmę przejmującą. Jeżeli przyjmujemy założenie, że menedżerowie firmy przejmującej mają na celu maksymalizację bogactwa akcjonariuszy firmy przez nich zarządzanej, to górna granica ceny zapłaconej przez oferenta nie może postawić jego akcjonariuszy w sytuacji gorszej od tej sprzed przejęcia. Natomiast gdy oferta przejęcia firmy wiąże się z wymianą akcji, to definicja obszaru negocjacji ceny przejęcia staje się bardziej złożona. Kluczowymi zmiennymi w takim przypadku są: wartość połączonych firm oraz **współczynnik (parytet) wymiany akcji** (ER). Parytet wymiany akcji określa liczbę akcji firmy przejmującej oferowanych za każdą akcję firmy ofiary. Tak więc jeśli oferowanych jest 5 akcji firmy A (firmy przejmującej) za każde 8 akcji firmy V (firmy ofiary), to oznacza, że parytet wymiany wynosi 0,625.

W praktyce, współczynniki wymiany akcji przyjmowane do realizacji transakcji przejęcia, są najczęściej wynikiem swobodnych negocjacji pomiędzy stronami. Poziom współczynników wymiany zależy więc w tych przypadkach od siły przetargowej partne-

³ *Ibidem*, s. 204.

rów, stopnia przygotowania do negocjacji i umiejętnego ich przeprowadzenia. Wysokość współczynników wymiany jest też nierzadko wynikiem decyzji podejmowanych w sytuacji braku autentycznych negocjacji cenowych. Ma to miejsce wtedy, gdy jedna ze stron jest spółką zależną. Spółka zależna nie zawsze ma odpowiednią autonomię decyzyjną umożliwiającą przeciwstawienie się spółce-matce⁴.

W celu określenia teoretycznego obszaru negocjacji cenowych w przypadku oferty wymiany akcji często stosowany jest model znany jako **model współczynnika wymiany akcji Larsona i Gonedes'a (LG Model)**. Oczekiwana wartość 1 akcji połączonej firmy, P_{AV} , jest określona wzorem⁵:

$$P_{AV} = PE_{AV} \times (E_A + E_V) / (S_A + S_V [ER]), \quad (3)$$

gdzie:

- P_{AV} – rynkowa cena akcji nowej jednostki (powstałej z A i V),
- PE_{AV} – wskaźnik cena/zysk odpowiednio firmy przejmującej i ofiary,
- $E_{A,V}$ – zyski po opodatkowaniu przynależne akcjonariuszom odpowiednio firmy przejmującej (A) i ofiary (V) (należy zauważyć, że są to zyski przynależne akcjonariuszom, czyli zyski służące do wyznaczenia EPS),
- $S_{A,V}$ – liczba akcji odpowiednio firmy przejmującej i ofiary,
- ER – współczynnik wymiany akcji, wyrażony jako liczba akcji firmy przejmującej oferowanych za każdą akcją firmy ofiary.

Należy zauważyć, że licznik ułamka po prawej stronie równania (3) możemy także określić jako rynkową wartość firmy po przejściu PV_{AV} .

Ponieważ bogactwo akcjonariuszy firmy przejmującej musi zostać utrzymane co najmniej na poziomie sprzed dokonania fuzji, warunkiem jej akceptacji jest wystąpienie następującej zależności:

$$P_{AV} \geq P_A \quad (4)$$

Podobnie, bogactwo akcjonariuszy firmy ofiary musi zostać utrzymane, tak więc otrzymujemy zależność:

$$P_{AV} \geq P_V / ER \quad (5)$$

Podstawiając (3) i (1) odpowiednio po lewej i prawej stronie wzoru (4) oraz wykorzystując relację równości, możemy zmienić warunki i rozwiązać równanie względem maksymalnej wielkości współczynnika wymiany akcji (ER_A), jaka jest możliwa do zaakceptowa-

⁴ L. Guatri: *The Valuation of Firms*, Blackwell, Cambridge (USA) 1996, s. 161.

⁵ K.D. Larson, N.J. Gonedes: *Business Combination: An Exchange Ratio Determination Model*, „The Accounting Review” 1969, October, s. 720–728.

nia przez akcjonariuszy firmy przejmującej (którzy będą zainteresowani wynegocjowaniem możliwie **najniższego** parytetu wymiany) i otrzymujemy:

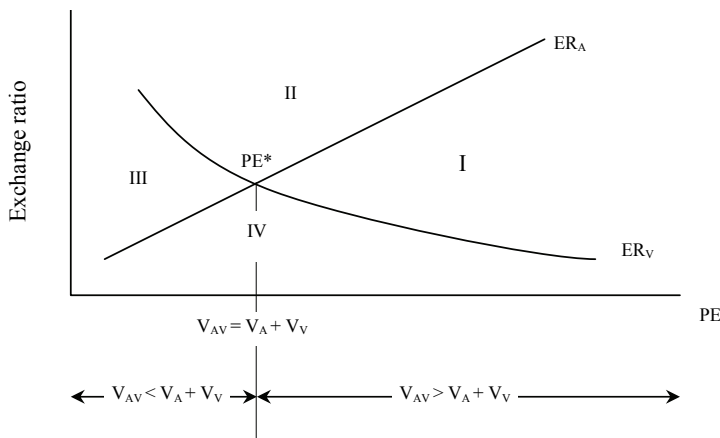
$$ER_A = \frac{PE_{AV}(E_A + E_V) - (PE_A \times E_A)}{PE_A \times E_A \times (1/S_A) \times S_V} \quad (6)$$

Licznik wyrażenia przedstawia wzrost wartości połączonych przedsiębiorstw w porównaniu z wartością samej firmy A z okresu przed przejęciem, podczas gdy mianownik określa stosunek ceny akcji A do ceny akcji V. Podobnie, możemy otrzymać wyrażenie na minimalną wartość współczynnika wymiany akcji, jaka jest akceptowalna przez akcjonariuszy firmy ofiary (którzy będą zainteresowani wynegocjowaniem możliwie **najwyższego** parytetu wymiany), podstawiając (3) i (2) po lewej i prawej stronie wzoru (5) i wykorzystując relację równości, otrzymujemy:

$$ER_V = \frac{PE_V \times EPS_V \times S_A}{PE_{AV}(E_A + E_V) - (PE_V \times E_V)} \quad (7)$$

W tym przypadku licznik określa cenę akcji spółki przejmowanej (V) pomnożoną przez liczbę akcji nabywcy (A), podczas gdy mianownik przedstawia różnicę pomiędzy wartością firmy po przeprowadzeniu połączenia a wartością firmy przejmowanej sprzed dokonania fuzji. Przy wykorzystywaniu powyższej formuły niezwykle istotne jest posiadanie pewności, że ceny akcji, zarówno nabywcy jak i firmy przejmowanej, są wolne od wpływu pogłosek o planowanej fuzji lub przejęciu.

Jeśli współczynnik wymiany akcji (ER) naniesimy na wykres jako funkcję wskaźnika PE po połączeniu firm (zob. rys. 1), to zauważamy, że obszar racjonalnego negocjowania



Rys. 1. Współczynnik wymiany akcji ER a korzyści z fuzji

Źródło: A. Gregory: *op.cit.*, s. 206.

ceny leży na prawo od linii współczynnika ER zarówno oferenta (ER_A), jak i firmy przejmowanej (ER_B) (I ćwiartka wykresu); wszystkie wartości PE_{AV} na prawo od wartości PE^* , dla której nie oczekuje się wystąpienia efektu synergii w wyniku połączenia firm (wtedy wartość firmy po przejęciu jest sumą wartości oferenta i przejmowanego przed dokonaniem połączenia, żadna ze stron nie zyskuje ani nie traci), oznaczają, że połączenie jest korzystne dla akcjonariuszy obu firm. Ćwiartka II pokrywa obszar, w którym zyskują akcjonariusze firmy przejmowanej, ale tracą akcjonariusze nabywcy, ćwiartka IV obszar, w którym nabywca zyskuje, a ofiara traci, natomiast ćwiartka III obejmuje obszar, w którym obie strony tracą na przejęciu.

Przykład zastosowania podstawowego modelu współczynnika wymiany akcji

Praktyczne zastosowanie modelu LG zostanie przedstawione na prostym przykładzie zaprezentowanym przez A. Gregory. Przyjmijmy na wstępie założenie, że doradzamy spółce Megapredator w próbie przejęcia spółki Gnome Manufacturing, największego na świecie producenta krasnali ogrodowych. Dane obu firm z okresu przed przejęciem zawarte są w tabeli 1.

Tabela 1

Dane dotyczące firm Megapredator i Gnome Manufacturing z okresu przed przejęciem

Wyszczególnienie	Megapredator	Gnome Manufacturing
Liczba akcji zwykłych (S)	250 000 000	250 000 000
Cena akcji (P)	£4,00	£ 2,00
Zysk netto (E)	£ 100 000 000	£ 62 500 000
Zysk na 1 akcję (EPS)	£0,40	£ 0,25
Wskaźnik PE	10	8
Kapitalizacja rynkowa	£ 1 000 000 000	£ 500 000 000

Źródło: A. Gregory: *Valuing Companies. Analysing Business Worth*, Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead 1992, s. 206.

Jako doradcy firmy Megapredator uważamy, że bieżąca kapitalizacja rynkowa firmy Gnome Manufacturing (£ 500 mln) jest sprawiedliwym indykatorem jej wartości jako **biżnesu w działaniu**, lecz poprawa wydajności mogłaby dodać następnych £ 50 mln wartości, a efekty synergii, wynikające z połączenia biznesów, kolejnych £ 50 mln. Tak więc firma Gnome przedstawia dla firmy Megapredator wartość określoną górną granicą £ 600 mln. Maksymalny poziom współczynnika wymiany akcji (ER) można wyprowadzić, przyjmując, że zostaną spełnione następujące założenia: rynek kapitałowy racjonalnie wyceni firmę powstałą w wyniku połączenia biznesów na £ 1,6 mld (co stanowi sumę wartości obu

firm przed połączeniem powiększoną o spodziewane korzyści z tytułu wzrostu wydajności i wystąpienia pozytywnych efektów synergii); jako że zyski powstałej firmy w okresie bezpośrednio po przejęciu będą sumą zysków obu firm przed połączeniem⁶ (£ 162,5 mln), wskaźnik PE będzie wyrażony relacją £ 1,6 mld do £ 162,5 mln i wyniesie 9,846. Wobec powyższego maksymalny poziom współczynnika wymiany akcji (ER), jaki jest akceptowalny przez akcjonariuszy nabywcy, przyjmuje wartość wynikającą z obliczenia (zob. wzór 6):

$$ER_A = \frac{9,846(100 + 62,5) - (10 \times 100)}{10 \times 100 \times (1/250) \times 250} = 0,6.$$

Analogicznie, minimalna oferta wymiany akcji, jaka może zostać zaakceptowana przez akcjonariuszy firmy przejmowanej (Gnome) wynosi (zob. wzór 7):

$$ER_V = \frac{8 \times 0,25 \times 250}{9,846(100 + 62,5) - (8 \times 62,5)} = 0,4545.$$

Powyższe nakreśla istotę oferty wymiany akcji z punktu widzenia akcjonariuszy firmy ofiary, która polega na umożliwieniu im partycypowania w zyskach wynikających z fuzji firm. Naiwna analiza tej kwestii mogłaby doprowadzić do stwierdzenia, że minimalny, możliwy do zaakceptowania przez akcjonariuszy firmy Gnome (firmy ofiary), poziom współczynnika wymiany akcji (ER) zostałby wyznaczony stosunkiem ceny akcji Gnome do ceny akcji Megapredator, i wyniósłby 0,5 (£ 2 ÷ £ 4). Jeśli jednak w rzeczywistości współczynnik wymiany akcji (ER) ukształtowałyby się na poziomie niższym, np. 0,49; to akcjonariusze firmy Gnome i tak znaleźliby się w sytuacji lepszej niż przed ofertą przejęcia, ponieważ cena akcji firmy powstałej w wyniku połączenia obydwu biznesów powinna wynieść £ 4,30 (liczba akcji spółki Megapredator po przejęciu wynosi 250 mln oryginalnych akcji plus 250 mln starych akcji Gnome przemnożonych przez współczynnik wymiany akcji 0,49 – co w sumie stanowi 372,5 mln akcji z kapitalizacją rynkową na poziomie £ 1,6 mld); a w warunkach kiedy akcjonariuszom Gnome przynależne jest z tego 49% za każdą posiadaną przez nich starą akcję, to zyskują oni £ 0,11 na każdej starej akcji, które po przejęciu są warte £ 2,11 każda (w porównaniu do £ 2 przed przejęciem).

Model współczynnika wymiany akcji z alternatywą gotówkową

Model LG, choć znajduje zastosowanie w odniesieniu do wielu przejęć (np. w Wielkiej Brytanii), to jednak nie dotyczy sytuacji, w których alternatywą dla oferty wymiany akcji jest oferta przejęcia za gotówkę. Dziewiąta zasada brytyjskiego Kodeksu City dotyczącego fuzji i przejęć (The UK City Code on Takeovers and Mergers) nakłada na nabywcę obo-

⁶ Należy zauważyć, że wysokość zysków, jakie faktycznie wystąpią w pierwszym okresie obrachunkowym po dokonaniu połączenia, będzie zależała od momentu przeprowadzenia przejęcia oraz od tego, czy w okresie pomiędzy przejęciem a końcem roku obrachunkowego zostanie osiągnięta poprawa wydajności i wystąpią pozytywne efekty synergii.

wiązek przedstawienia oferty zawierającej opcję gotówkową w przypadku nabycia przez niego za gotówkę akcji spółki będącej przedmiotem oferty w okresie dwunastu miesięcy poprzedzających złożenie oferty. W roku 1991 Cooke i Gregory rozszerzyli model LG na opisaną wyżej sytuację. Jeśli przez p oznaczymy odsetek akcjonariuszy firmy przejmowanej (ofiary), w odniesieniu do których oczekuje się, że zaakceptują ofertę wymiany akcji, a przez $(1 - p)$ określimy część akcjonariuszy gotowych zaakceptować opcję gotówkową w zamian za akcje, wówczas wzór 3 przyjmie następującą postać⁷:

$$P_{AV} = PE_{AV} \times (E_A + E_V) / [S_A + S_V (ER \times p)]. \quad (8)$$

Podstawiając (8) i (1) odpowiednio po lewej i prawej stronie wzoru 4 oraz wykorzystując relację równości wyznaczamy maksymalną wielkość współczynnika wymiany akcji (ER_A):

$$ER_A = \frac{PE_{AV} (E_A + E_V) - (PE_A \times E_A)}{PE_A \times E_A \times (1/S_A) \times S_V \times p}. \quad (9)$$

Celem przeanalizowania sytuacji, w jakiej w takim przypadku znajduje się akcjonariusz firmy przejmowanej, założmy, że oferta przejścia akcji z alternatywą gotówkową nie jest bardziej korzystna od oferty wymiany akcji, pod warunkiem, że zgodnie ze wzorem (5) oczekuje się, że bogactwo akcjonariuszy zostanie utrzymane co najmniej na poziomie sprzed dokonania połączenia. Należy zauważyć, że w przeciwnym wypadku (gdy brak jest gwarancji pomyślnego przeprowadzenia połączenia), p będzie równe 0, a przejście zostanie dokonane za gotówkę⁸. Podstawiając, tak jak uprzednio, (8) i (2) po lewej i prawej stronie wzoru (5) i wykorzystując relację równości, otrzymujemy:

$$ER_V = \frac{PE_V \times EPS_V \times S_A}{PE_{AV} (E_A + E_V) - p(PE_V \times E_V)}. \quad (10)$$

Jednakże, przy minimalnym poziomie współczynnika wymiany akcji, ograniczenie wysokości oferty z alternatywą gotówkową jest równoznaczne z przedstawieniem oferty gotówkowej na poziomie nie przekraczającym obecnej ceny akcji firmy przejmowanej. W przypadkach kiedy oferta gotówkowa będzie wyższa od tego poziomu, wzór (5) możemy zapisać w postaci:

$$P_{AV} \times ER = c$$

⁷ Pełna wersja tego modelu zob.: T.E. Cooke, A. Gregory: *A UK Empirical Test of the Larson-Gonedes Exchange Ratio Model*, International Accounting and Finance Research Group Discussion Paper, No 9011, University of Exeter 1991, zarys modelu można znaleźć w cytowanej wcześniej pracy A. Gregory'ego: A. Gregory: *op.cit.*

⁸ Taka sytuacja jest całkowicie prawdziwa jeśli pominięte zostaną aspekty podatkowe. Istotę wspomnianego warunku stanowi posiadanie pewności, że oferta wymiany akcji (lub też opcja gotówkowa) nie jest jedynie zabiegiem kosmetycznym, a dla przeciętnego racjonalnie postępującego inwestora wybór określonej formy płatności nie pociąga za sobą ewidentnych korzyści w porównaniu do przyjęcia alternatywnego rozwiązania.

Podstawiając do wyrażenia powyżej odpowiednio (8) i (2), wyznaczamy minimalną wartość współczynnika wymiany akcji, przy założeniu, że oferta gotówkowa jest wyższa od obecnej ceny akcji firmy przejmowanej (oczywiście będzie to przypadek najczęściej spotykany w praktyce):

$$ER_V = \frac{c \times S_A}{PE_{AV}(E_A + E_V) - p(S_V \times c)}. \quad (10a)$$

Powyższą zależność przeanalizujemy na przykładzie. Przypuśćmy, że spółka Megapredator zamierza przejąć spółkę GNOME Manufacturing i występuje z ofertą wymiany akcji z opcją gotówkową po cenie £ 2,30 za akcję GNOME. Zakładając, że oferta wymiany akcji – na akceptowalnym poziomie – jest możliwa do zrealizowania, przewiduje się, że około 20% akcjonariuszy firmy GNOME wybierze alternatywę gotówkową ($p = 80\%$). Analiza tej sytuacji zostanie przeprowadzona w taki sam sposób jak we wcześniejszym przykładzie. Dodatkowo założymy, że rynkową wartość połączonej firmy, uwzględniającą efekty synergii, w tym przypadku należy skorygować o wysokość gotówki, jaka została zapłacona akcjonariuszom przejmowanej firmy w zamian za ich akcje, czyli o £ 115 mln, co wynika z następującego obliczenia: 250 mln akcji GNOME \times 20% \times £ 2,30. To z kolei wskazuje, że wskaźnik PE połączonej firmy ukształtuje się w tym przypadku na poziomie 9,14 ([£ 1,6 mld – £ 115 mln] \div £ 162,5 mln). Wobec powyższego maksymalny poziom współczynnika wymiany akcji (ER), jaki jest akceptowalny przez akcjonariuszy nabywcy (zob. wzór 9), wyniesie:

$$ER_A = \frac{9,14(100 + 62,5) - (10 \times 100)}{10 \times 100 \times (1/250 \times 250 \times 0,8)} = 0,6063.$$

Jako że alternatywna forma zapłaty w postaci gotówkowej jest wyższa od obecnej ceny akcji GNOME, minimalny poziom współczynnika wymiany akcji, jaki będzie akceptowalny przez akcjonariuszy GNOME (zob. wzór 10a), będzie równy:

$$ER_V = \frac{2,30 \times 250}{9,14(100 + 62,5) - 0,8(250 \times 2,3)} = 0,561.$$

Założmy dalej, że rzeczywista oferta wymiany akcji z opcją gotówkową będzie określona współczynnikiem wymiany akcji trzy do pięciu i £ 2,30 w gotówce za akcję firmy przejmowanej oraz że 20% jej akcjonariuszy faktycznie zaakceptuje ofertę gotówkową. Wówczas rynkowa wartość spółki Megapredator po przejęciu powinna wynieść £ 1,485 mld, co podzielone przez liczbę akcji połączonego podmiotu w ilości 370 milionów (250 milionów oryginalnych akcji Megapredator plus 250 mln starych akcji GNOME \times 80% \times 3/5), ukształtuje cenę pojedynczego waloru połączonej firmy na poziomie £ 4,01, stanowiąc krańcową korzyść akcjonariuszy spółki Megapredator, wobec £ 2,41 (£ 4,01 \times 3/5) dla byłych akcjonariuszy GNOME.

Model mieszanych form płatności

Ostatnią z form zapłaty, dla których możliwe jest zaadoptowanie modelu LG, jest oferta z mieszaną formą płatności obejmująca połączenie wymiany akcji i zapłaty gotówką. W takim przypadku warunek konieczny, jaki musi być spełniony, celem zaakceptowania połączenia przez akcjonariuszy nabywcy jest tożsamy z występującym w przypadku oferty wymiany akcji, wobec czego mechanizm ustalenia maksymalnej wartości współczynnika wymiany ER_A pozostaje niezmienny (zob. wzór 6). Modyfikacji podlega natomiast warunek określający obszar akceptacji akcjonariuszy firmy przejmowanej (wzór 5). Zatem, wykorzystując relację równości, wzór przyjmuje postać:

$$P_{AV} = (PV - K)/ER, \quad (11)$$

gdzie: K – gotówkowa część oferty przypadająca na 1 akcję firmy przejmowanej (np. jeśli oferta złożona spółce przejmowanej miała postać: „1 akcja plus £ 1 za 5 akcji spółki przejmowanej”, to $ER = 0,2$ a $K = £ 0,20$).

Podstawiając (3) i (2) odpowiednio po lewej i prawej stronie wzoru (11) i rozwiązując równanie względem minimalnej wielkości współczynnika wymiany akcji (ER_V), jaki jest akceptowalny przez akcjonariuszy przejmowanej spółki, otrzymujemy:

$$ER_V = \frac{(PE_V \times EPS_V \times S_A) - (K \times S_A)}{PE_{AV}(E_A + E_V) - S_V([PE_V \times EPS_V] - K)}. \quad (12)$$

Wracając do przykładu spółki Megapredator, przypuśćmy, że tuż przed złożeniem wcześniejszej oferty rozpatrywaliśmy możliwość przedstawienia alternatywnej propozycji opartej na mieszanej formie zapłaty, w ramach której warunki zapłaty gotówką określono w kwocie £ 1 za każdą akcją Gnome. Tak jak w przypadku opcji gotówkowej, obliczoną uprzednio wartość spółki po połączeniu, która wyniosła £ 1,6 mld, należy skorygować o wypłaty gotówkowe, które w tym przypadku wyniosą £ 250 mln (£ 1×250 mln akcji Gnome). Wobec powyższego, rynkowa wartość spółki po przejęciu powinna ukształtować się na poziomie £ 1,350 mld, a mnożnik zysku powinien przyjąć wartość 8,308 (£ 1,350 mld / £ 162,5 mln). Podstawiając odpowiednie liczby do wzoru (6) i (12), otrzymujemy maksymalny i minimalny poziom współczynnika wymiany akcji, możliwy do zaakceptowania przez akcjonariuszy, odpowiednio, nabywcy (ER_A) i spółki przejmowanej (ER_V).

$$ER_A = \frac{8,308(100 + 62,5) - (10 \times 100)}{10 \times 100 \times (1/250) \times 250} = 0,35,$$

$$ER_V = \frac{(8 \times 0,25 \times 250) - (1 \times 250)}{8,308(100 + 62,5) - 250([8 \times 0,25] - 1)} = 0,2273.$$

Zatem najniższa oferta spółki Megapredator może mieć postać: „227 akcji plus £ 1 000 za każde 1 000 akcji spółki Gnome”, podczas gdy maksymalnie Megapredator może zaproponować: „35 akcji plus £ 100 za każde 100 akcji spółki Gnome”.

Postępując analogicznie można wykazać, że w przypadku, gdy do oferty mieszanej dołączona jest opcja gotówkowa (all-cash alternative), to maksymalny poziom współczynnika wymiany określony jest wzorem (9), natomiast jego akceptowalne minimum przedstawia wyrażenie poniżej:

$$ER_V = \frac{PE_V \times EPS_V \times (S_A - K) \times S_A}{PE_{AV}(E_A + E_V) - S_V([PE_V \times EPS_V] - K)} \quad (13)$$

Praktyczna weryfikacja modelu LG

W poprzednich punktach zostały omówione modele określające obszary ustalania ceny przejęcia w przypadku prostej wymiany akcji, przejęcia z opcją gotówkową, czy przy zastosowaniu mieszanej formy zapłaty. Jednakże pojawia się pytanie o ich faktyczną użyteczność przy określaniu współczynników wymiany akcji w praktyce gospodarczej. Badania przeprowadzone przez Amerykanów Conna i Nielsena potwierdziły przydatność tych podstawowych modeli⁹. Z kolei Cooke i Gregory, którzy prowadzili badania empiryczne w Wielkiej Brytanii, podkreślają znaczenie, jakie przy ustalaniu współczynników wymiany akcji ma uwzględnianie powszechnych trendów rynkowych. Zaobserwowano bowiem, że jeśli warunek ten jest spełniony, to około połowa próbki badawczej złożonej z 95 brytyjskich przejęć, w ramach których przeprowadzono wymianę akcji, plasuje się w racjonalnej ćwiartce modelu LG bądź jego modyfikacji, a w znaczącej liczbie przypadków okazuje się, że akcjonariusze firmy przejmowanej zyskują kosztem nabywcy¹⁰. Powyższe wydaje się zgodne z wynikami innych badań dotyczących fuzji i przejęć, z których praktycznie wszystkie potwierdzają fakt, że średnio akcjonariusze firmy przejmowanej zyskują na przejęciu, natomiast wyniki badań dotyczących wpływu przejęć na bogactwo akcjonariuszy firm przejmujących nie są jednoznaczne i stanowią przedmiot ożywionej debaty w licznych publikacjach. Na przykład Franks i Harris nie wskazują, jakoby firma przejmująca traciła w wyniku przejęcia¹¹, podczas gdy Limmack dowodzi słuszności przeciwnego poglądu, że przeciętnie akcjonariusze firmy przejmującej jednak tracą i w większości przypadków straty pojawiają się 12 do 24 miesięcy po ogłoszeniu fuzji czy przejęcia¹². Co ciekawe, jak zauważa Limmack: „akcjonariusze nabywcy wydają się ponosić straty ze względu na

⁹ R.L. Conn, J.F. Nielsen: *An Empirical Test of the Larson-Gonedes Exchange Ratio Determination Model*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32, No. 3, June.

¹⁰ A. Gregory: *op.cit.*, s. 210.

¹¹ J.R. Franks, R.S. Harris: *Shareholders' Wealth Effects of Corporate Takeovers; the UK Experience 1955–1985*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 23, s. 225–249.

¹² R.J. Limmack: *Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977–1986*. „Accounting and Business Research” 1991, Summer, s. 239–252.

zbyt wysoką cenę płaconą za korzyści uzyskiwane w wyniku połączenia”. Powyższe potwierdza wyniki badań uzyskane przez innych brytyjskich badaczy¹³. Zgodnie z opinią Limmack’a, cena przejęcia stanowi premię, która może wynieść nawet 37%, zależnie od sposobu liczenia. Jednakże Franks, Harris i Mayer zauważają, że w zależności od ustalonego sposobu zapłaty, istnieją znaczne rozbieżności w wysokości tej premii. Na podstawie analiz przeprowadzonych w latach 1955–1985 autorzy ci wskazują, że premia wynosi 30,5% w przypadku oferty gotówkowej, 18,2% w przypadku wymiany akcji, 28,2% jeśli jest to oferta wymiany akcji z opcją gotówkową, a 27,1% w odniesieniu do mieszanej formy zapłaty¹⁴. Ponadto wspomniani autorzy podkreślają, że z punktu widzenia nabywcy istotne jest oszacowanie wyników osiągniętych przez firmę w okresie po połączeniu – w przypadku gdy oczekuje się znacząco dodatnich wyników, uzasadnione jest przedstawienie oferty gotówkowej, natomiast jeśli prognozuje się, że spodziewane zyski będą niewielkie, istnieją powody, aby zaproponować sfinansowanie przejęcia za pomocą wymiany akcji, choć jest to zależne od zastosowanego sposobu mierzenia wyników spółki uzyskiwanych po przejęciu.

Na zakończenie rozważań na temat badań nad zastosowaniem modeli ustalania współczynników wymiany akcji w praktyce, należy po części zgodzić się z uwagą cytowanych wyżej autorów (Franks, Harris i Mayer), że: „nierozwiązaną kwestią pozostaje, czy wyniki spółek powstałych przez połączenie oparte wyłącznie na wymianie akcji (all-equity takeovers) były mniejsze od zera” („zero” oznacza tutaj niestandardowe wyniki, czyli tzw. abnormal performance), bowiem można dodać, że istnieje przynajmniej kilka powodów, aby przypuszczać, że powyższe wątpliwości będą dotyczyły wszystkich spółek niezależnie od sposobu dokonania przejęcia. Interesujące są również wnioski z przeprowadzonych badań, które sugerują, że pomimo, iż premia w przypadku przejęcia gotówkowego jest wyższa, to kondycja takiej firmy po połączeniu jest lepsza. Autorzy wskazują, że może to wynikać z faktu, że firmy decydują się na emisję akcji na wymianę w przypadkach, gdy ich kierownictwo jest przekonane o przewartościowaniu firmy na rynku; z kolei rynek odbiera ten sygnał i odpowiednio obniża wycenę firmy. I odwrotnie, oferta gotówkowa daje sygnał o niedowartościowaniu spółki; co więcej, ponieważ oferta taka jest z reguły gwarantowana, to pogląd ten (o niedowartościowaniu spółki) zdają się tym samym potwierdzać podmioty zewnętrzne. Niezależnie od stopnia prawdziwości powyższego stwierdzenia, Franks, Harris i Mayer nie badają sposobu finansowania oferty gotówkowej. Jest to jednak niezwykle istotne, z uwagi na fakt, że w przypadku jeśli środki na sfinansowanie oferty gotówkowej pochodzą z kredytu bankowego (debt issue) lub zysków zatrzymanych, lokowanych w banku, rodzi to implikacje dla ochrony podatkowej (w obu przypadkach powyższe ma pozytywny wpływ, ponieważ odsetki od depozytów stanowią przychody finansowe spółki

¹³ M. Firth: *Takeovers, Shareholders' Return and the Theory of the Firm*, „Quarterly Journal of Economics” 1980, March, s. 225–249.

¹⁴ J.R. Franks, R.S. Harris, C. Mayer: *Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States*, [w:] *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, red. A.J. Auerbach, University of Chicago Press, Chicago 1988.

i zwiększając podstawę do opodatkowania). Tak więc może się okazać, że to użyteczność ochrony podatkowej a nie reakcje rynku kapitałowego mają decydujący wpływ na przeszacowanie bądź niedoszacowanie akcji spółki. Należy zauważyć, że wnioski wysunięte przez Franksa, Harrisa i Mayera są sprzeczne z hipotezą efektywnego rynku, podczas gdy ostatni pogląd nie.

Implikacje dla podmiotów przejmujących

Wszystkie kwestie omówione powyżej stwarzają implikacje dla nabywcy-podmiotu przejmującego. Istnieje wiele dowodów wskazujących na to, że firmy dokonujące przejęcia wykazują tendencję do przepłacania za nabywane podmioty. Zgodnie z hipotezą wysuniętą przez Rolla może to wynikać z faktu, że menedżerowie są skłonni przepłacać za przejmowaną firmę, ponieważ przeceniają swoje możliwości w zakresie kreowania wartości w wyniku przejęć (the hubris hypothesis) bądź realizowanie swoich własnych celów stawiając ponad maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy firmy przez nich zarządzanej¹⁵. Z kolei rezultaty amerykańskich badań prowadzonych przez Morcka, Shleifera i Vishny'ego wskazują, że słabe wyniki uzyskiwane po przejęciu są związane z łączeniem różnych podmiotów celem dywersyfikacji działalności, nabywaniem firm odznaczających się gwałtownymi wskaźnikami wzrostu oraz niezadowalającą kondycją firm dokonujących przejęcia w okresie sprzed wystosowania oferty. Jest to szczególnie interesująca analiza z uwagi na fakt, iż jakkolwiek wydaje się oczywistym dążenie menedżerów do dywersyfikacji biznesu, to zgodnie z nowoczesną teorią finansów nie leży to w interesie akcjonariuszy. Z ich punktu widzenia nie ma konieczności, aby spółka płaciła 30 % premię za różnicowanie obszaru działalności, skoro oni sami mogą osiągnąć ten cel płacąc prowizję brokerską plus różnica między ceną kupna a sprzedaży (bid-ask spread)¹⁶.

Jak dotąd negocjowanie ceny przejęcia było omawiane z punktu widzenia bogactwa akcjonariuszy i ustalono, że w przypadku łączenia spółek notowanych na giełdzie akcjonariusze firmy przejmowanej w praktyce zdają się otrzymywać większą część zysków. W jaki sposób firma przejmująca może zagwarantować, że transakcja okaże się dla niej bardziej korzystna? W jednym z pierwszych badań ankietowych dotyczących fuzji przedsiębiorstw, jakie zostało przeprowadzone przez Newboulda, stwierdza on, że płacona premia jest niższa w przypadku przyjaznych przejęć, co może wynikać z faktu, że menedżerowie przedsiębiorstwa stanowiącego cel przejęcia, mając zabezpieczone własne interesy, zalecają akceptację oferty przejęcia akcjonariuszom¹⁷. Tak więc okazuje się, pod warunkiem, że kierownictwo firmy przejmującej pokłada nadzieje w menedżerach potencjalnego kandydata

¹⁵ R. Roll: *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, [w:] *Readings in Mergers and Acquisitions*. red. P. Gaughan, Blackwell Finance, Cambridge (USA) 1994, s. 44–47 i 57–58.

¹⁶ R. Morck, A. Shleifer, R.W. Vishny: *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* „Journal of Finance” 1990, March, s. 31–48.

¹⁷ B.G. Newbould: *Management and Merger Activity*. Guthshead, Liverpool 1970.

do przejęcia, że przyjazne podejście stanowi na początek rozsądne narzędzie. Kluczowym czynnikiem w procesie negocjacji będzie zatem „przecignięcie” menedżerów przejmowanej spółki na swoją stronę poprzez zagwarantowanie im utrzymania stanowisk. W wielu krajach powyższe kwestie znajdują uregulowanie prawne; w Wielkiej Brytanii Kodeks City dotyczący fuzji i przejęć stanowi, że jakiegokolwiek informacje udzielone przyjaznemu oferentowi, muszą być dostępne również pozostałym oferentom, na ich wniosek. Ponadto akcjonariusze muszą być informowani o wszelkich istotnych sprawach dotyczących proponowanej transakcji, z ujawnieniem rekompensat dla kierownictwa włącznie, jakkolwiek byłyby one sformułowane. Powyższe oczywiście nie odnosi się do przejęć przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie. Niektóre kwestie wiążące się z wyceną firm niepublicznych zostaną zasygnalizowane w dalszej części opracowania.

Drugim czynnikiem, obok przyjaznego podejścia oferenta, decydującym o podniesieniu atrakcyjności oferty przejęcia dla jego akcjonariuszy, jest określenie górnej granicy wartości przedsiębiorstwa stanowiącego cel przejęcia i nieprzekroczenie tego poziomu przy ustalaniu płatności. Znane są jednak liczne przypadki, kiedy w grę wchodziły czynniki behawioralne i nabywca był gotowy przejąć kontrolę niemalże za każdą cenę. Stanowi to szczególnie niebezpieczeństwo w przypadku zaciętej rywalizacji pomiędzy oferentami, na co niezwykle interesujące przykłady można znaleźć w Wielkiej Brytanii. Wracając jednak do wspomnianej górnej granicy wartości przejmowanego podmiotu, należy podkreślić, że powinna ona zostać określona w drodze przeprowadzenia rzetelnej wyceny i analizy efektów synergii wynikających z połączenia. Powyższą kwestię trafnie ujmuje na swoich łamach „Financial Times” stwierdzając: „potrzeba bardziej sceptycznego podejścia menedżerów do problemu fuzji i przejęć wydaje się być oczywista”¹⁸.

Przejmowanie przedsiębiorstw prywatnych

W odniesieniu do firm prywatnych przeprowadzenie wrogiego przejęcia jest niezwykle trudne, jeśli nie niemożliwe. W takim przypadku z całą pewnością konieczne byłoby przekonanie głównych udziałowców o potrzebie dokonania przejęcia. Może do tego dojść, jeśli w ogóle będą oni skłonni sprzedać firmę, oczywiście za możliwie najwyższą cenę, bądź jeśli uda się ich przekonać, że w długookresowej perspektywie sprzedaż firmy leży w ich najlepszym interesie. Ostatnie może wystąpić w przypadku biznesów niedoinwestowanych lub też biznesów, gdzie wiedza na temat rynku, możliwości i kierunków rozwoju produktu, czy wejścia na większe rynki zbytu itp. jest niewystarczająca. Wówczas właściciele mogą zażądać zarówno udziałów w połączonej firmie, jak i pełnienia funkcji zarządczych oraz gwarancji dożywotniego utrzymania posady. Kolejnym kluczowym czynnikiem w odniesieniu do przejęć firm prywatnych jest znaczenie, jakie ma pozyskanie „na swoją stronę” menedżerów przejmowanego przedsiębiorstwa (zakładając, że funkcje zarządzania

¹⁸ „Financial Times” 1991, 27 September.

i kontroli są rozdzielone), co jest o wiele bardziej istotne niż w przypadku spółek giełdowych. Powodem takiego stanu rzeczy jest fakt, że krnąbrny zarząd może z łatwością zerwać dotychczasowe negocjacje, szczególnie jeśli ma do wyboru konkurencyjne oferty. Ponadto sami menedżerowie mogą występować jako oferenci, wykorzystując drogę wykupów menedżerskich (management buyout). Zatem dobrze przemyślana oferta potencjalnego nabywcy będzie zawierała odpowiednie bodźce motywacyjne dla menedżerów (gwarancje zatrudnienia, bonusy i/lub udziały/akcje firmy) mające na celu uzyskanie ich poparcia. Jednakże nie należy zapominać, że kadra kierownicza niekoniecznie musi stanowić jednorodną grupę. Wobec tego strategia oferenta powinna obejmować podjęcie próby oszacowania jedności kierownictwa i wykorzystanie jego słabości. Można nawet założyć, że grupa niechętnych przejęciu senior menedżerów zostanie pozbawiona władzy przez bardziej przychylnych przejęciu ich młodszych kolegów („young turk” element)¹⁹.

Aspekty podatkowe

Niezwykle ważną kwestią jest rozważenie implikacji podatkowych, jakie rodzi wykup przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy firmy będącej jego przedmiotem. Rola tego czynnika może okazać się znacząca w przypadku przejęć firm nienotowanych na giełdzie, bowiem zapłata gotówkowa może spowodować powstanie natychmiastowego zobowiązania właścicieli przejmowanej firmy do uiszczenia podatku od zysków kapitałowych (capital gains tax). Z drugiej strony, jeśli właściciel przejmowanej firmy zamierza przejść na emeryturę, to może nie być skłonny do inwestowania dużej sumy w akcje spółki dokonującej przejęcia. Jednym z rozwiązań, zależnym od ratingu nabywcy, może okazać się wyemitowanie obligacji (loan notes) o stałym bądź zmiennym oprocentowaniu, które mogłyby zostać wprowadzone do obrotu giełdowego w przypadku bardzo dużych przejęć, bądź wykupywane według ustalonego harmonogramu, jeśli fuzja miałaby stosunkowo niewielkie rozmiary. Natomiast w odniesieniu do przejęć spółek giełdowych, niekiedy na nabywcy wywierana jest presja, aby przedstawił ofertę emisji obligacji, jako alternatywę dla zapłaty gotówkowej, z uwagi na większe możliwości manewru jakie ta forma płatności niesie ze sobą dla akcjonariuszy firmy przejmowanej; dobrym przykładem zastosowania omówionej techniki jest przypadek przejęcia firmy Brooke Bond przez Unilever²⁰.

Inną kwestią podatkową jest sposób potraktowania straty spółki przy fuzji. W Polsce odpowiednie przepisy stanowią, że straty przedsiębiorców przekształcanych, łączonych, przejmowanych lub dzielonych (z wyjątkiem przekształcenia spółki akcyjnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę

¹⁹ A. Gregory: *op.cit.*, s. 212.

²⁰ *Ibidem*, s. 212–213.

akcyjną), nie mogą być pokrywane z dochodów ich następców prawnych. Oznacza to, że w przypadku fuzji i przejęć strata – z podatkowego punktu widzenia – przepada²¹.

Obszar negocjowania ceny przejęcia firm prywatnych a spółek publicznych

Podsumowując dotychczasowe rozważania na temat ustalania obszaru negocjowania ceny przejęcia, należy stwierdzić, że obszar ten jest o wiele większy w przypadku przejęć firm nienotowanych na giełdzie niż w przypadku spółek publicznych. W odniesieniu do tych ostatnich, poziom najniższej możliwej do zaakceptowania ceny będzie wyznaczony obecną wartością spółki na giełdzie. Zważywszy, że powyższa reguła nie znajduje zastosowania do przedsiębiorstw nie będących przedmiotem obrotu giełdowego, to w ich przypadku wartość najniższej oferty będzie uzależniona od poziomu wskaźnika PE przyjętego z rynku kapitałowego jako podstawa odniesienia, który jednak powinien zostać odpowiednio zdyskontowany, ze względu na brak możliwości obrotu akcjami firmy nienotowanej²². Ewentualnie wskaźnik PE może być wyznaczony na bazie transakcji zawieranych w obrocie pozagiełdowym, jednakże najczęściej szczegółowe warunki takich transakcji nie są podawane do publicznej wiadomości.

Literatura

- Conn R.L., Nielsen J.F.: *An Empirical Test of the Larson-Gonedes Exchange Ratio Determination Model*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32, No. 3, June.
- Cooke T.E., Gregory A.: *A UK Empirical Test of the Larson-Gonedes Exchange Ratio Model*, International Accounting and Finance Research Group Discussion Paper, No 9011, University of Exeter 1991.
- „Financial Times” 1991, 27 September.
- Firth M.: *Takeovers, Shareholders' Return and the Theory of the Firm*, „Quarterly Journal of Economics” 1980, March.
- Franks J.R., Harris R.S., Mayer C.: *Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States*, [w:] *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, red. A.J. Auerbach, University of Chicago Press, Chicago 1988.
- Franks J.R., Harris R.S.: *Shareholders' Wealth Effects of Corporate Takeovers; the UK Experience 1955–1985*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 23.
- Gaughan P.A.: *Introduction: The Fourth Merger Wave and Beyond*, [w:] *Readings in Mergers and Acquisitions*, red. P. Gaughan, Blackwell Finance, Cambridge (USA) 1994.

²¹ H. Litwińczuk: *Podatkowe aspekty fuzji i przejęć* [w:] *Fuzje i przejęcia. Grupy kapitałowe – praktyka, tendencje, zmiany*. Materiały konferencyjne, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 22–23 kwietnia 1999.

²² Dyskonto z tytułu braku płynności wynosi zwykle od kilkunastu do kilkudziesięciu procent wartości spółki notowanej (tj. spółki będącej bazą odniesienia dla wycenianej spółki nienotowanej). Zob. D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 237–242.

- Gregory A.: *Valuing Companies. Analysing Business Worth*, Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead 1992.
- Guatri L.: *The Valuation of Firms*, Blackwell, Cambridge (USA) 1996.
- Koller T., Goedhardt M., Wessels D.: *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, J. Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010.
- Larson K.D., Gonedes N.J.: *Business Combination: An Exchange Ratio Determination Model*, „The Accounting Review” 1969, October.
- Limmack R.J.: *Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986*. „Accounting and Business Research” 1991, Summer.
- Litwińczuk H.: *Podatkowe aspekty fuzji i przejęć*, [w:] *Fuzje i przejęcia. Grupy kapitałowe – praktyka, tendencje, zmiany*, Materiały konferencyjne, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 22–23 kwietnia 1999.
- Matschke M.J., Brosel G.: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Oficyna – Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W.: *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* „Journal of Finance” 1990, March.
- Newbould B.G.: *Management and Merger Activity*, Guthshead, Liverpool 1970.
- Roll R.: *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, [w:] *Readings in Mergers and Acquisitions*, red. P. Gaughan, Blackwell Finance, Cambridge (USA) 1994.
- Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

dr hab. Dariusz Zarzecki prof. US
Uniwersytet Szczeciński
Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw
dr Magdalena Kisielewska
Doradztwo Ekonomiczne Dariusz Zarzecki

Streszczenie

Artykuł jest poświęcony kluczowym aspektom określania obszaru negocjacji cenowych w transakcjach fuzji i przejęć. Zaprezentowano i przedyskutowano różne metody płatności stosowane w procesach fuzji i przejęć. Przeanalizowano i zilustrowano zastosowanie modelu Larsona-Gonedesa.

DETERMINATION OF BARGAINING AREA IN MERGERS AND ACQUISITIONS**Summary**

Paper deals with the key aspects of determination of bargaining area in merger and acquisition transactions. Various means of payment in M&A are presented and discussed. The Larson-Gonedes Exchange Ratio Determination Model is analysed and exemplified.