

*Jakub Marszałek**

**EFEKTYWNOŚĆ FUZJI I PRZEJĘĆ A WYBÓR METODY
OPŁACANIA TRANSAKCJI KONSOLIDACYJNEJ**

WSTĘP

Określony sposób finansowania (i jego koszt) fuzji i przejęć wpływa nie tylko na opłacalność transakcji, ale także oddziałuje na kształt przyszłych stosunków własnościowych w skoncentrowanym podmiocie. Może on znacząco determinować kondycję finansową spółki przejmującej oraz przesądzić o powodzeniu lub porażce podjętej próby wzrostu przedsiębiorstwa. Zbyt duże obciążenie finansowe spółki przejmującej może skutkować bankructwem lub przejęciem przez inny, konkurencyjny podmiot nawet, gdy spółka przejmowana została wybrana właściwie. Może się bowiem okazać, że nadmierne zaangażowanie finansowe w procesie nabycia, pozbawia nabywającego środków na wdrożenie konsolidacji i tym samym uniemożliwia osiągnięcie korzyści synergicznych. Finansowanie konsolidacji jest z kolei zdeterminowane w dużej mierze sposobem opłacenia transakcji, to zaś zależy od indywidualnych okoliczności każdej z integracji. Inaczej bowiem będzie opłacane przejęcie wrogie, wymagające od nabywającego posiadania całej kwoty potrzebnej do nabycia kontrolnego pakietu akcji, inaczej zaś może być przeprowadzona zapłata za udziały w przypadku wspólnie przeprowadzonej fuzji, budowanej w warunkach współpracy między partnerami, dając obojgu możliwie szeroki wachlarz środków płatniczych. Ostateczny wybór formy płatności może ponadto być zdeterminowany istniejącą strukturą kapitału stron uczestniczących w transakcji, a zwłaszcza posiadanymi przez uczestników zasobami gotówkowymi. Nie bez znaczenia wydają się także obowiązujące warunki na rynku kapitałowym i wynikające z nich potencjalne zmiany wskaźników rynkowych łączących się podmiotów. Te z kolei pociągają za sobą kolejną

* Dr, adiunkt w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem Uniwersytetu Łódzkiego.

kategorię determinant wyboru metody płatności, jaką są preferencje akcjonariuszy konsolidujących się spółek. Wreszcie, każda działalność gospodarcza wiąże się pośrednio z obowiązkiem fiskalnym, dlatego konsekwencje podatkowe wyboru instrumentu finansującego konsolidację także mogą mieć istotne znaczenie.

Niniejszy artykuł prezentuje najczęściej wykorzystywane metody opłacania fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Wskazano ponadto potencjalne implikacje sytuacji finansowej skonsolidowanego przedsiębiorstwa ze szczególnym uwzględnieniem korzyści strony inicjującej konsolidację.

1. ZAPŁATA GOTÓWKOWA

Pomimo indywidualnych cech, jakimi charakteryzuje się każda transakcja nabycia spółki i które wpływają na wybór metody płatności, można się pokusić o sklasyfikowanie głównych form opłacania konsolidacji i wśród nich wyróżnić:

- gotówkę,
- akcje,
- obligacje,
- obligacje zamienne,
- płatność opóźnioną¹.

Zapłata gotówką polega najczęściej na opłaceniu akcji spółki nabywanej przez nabywcę określonymi środkami pieniężnymi. Sposób ten jest wykorzystywany w przypadku posiadania znacznych zasobów wolnych środków finansowych przez nabywającego, co wydaje się wątpliwe przy nabywaniu spółek o porównywalnej lub niewiele mniejszej wielkości od akwizytora. Zaletą wykorzystania gotówki jest prosty sposób oszacowania jej wartości, której nie pomniejszają koszty transakcyjne i brak wpływu na strukturę własnościową nabywającego. Jeśli założy się, że konsolidacja uważana jest za korzystną w sytuacji przyrostu wartości spółki nabywanej w wyniku realizacji transakcji, to istnieje dyskusja relacji ceny opłaconej w gotówce do wartości nabytego podmiotu. Cena ta może być równa sumie rzeczywistej wartości kupionej spółki i korzyści synergicznych powiększających jej wartość. Wówczas podmiot nabywający nie osiągnie korzyści z transakcji nabycia, gdyż przejmą je udziałowcy spółki przejętej. Przeciwna sytuacja nastąpi, gdy cena za spółkę równa będzie jej rzeczywistej wartości². Warto jednak za-

¹ S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG Press, Warszawa 1998, s. 181.

² Matematyczną ilustrację tych rozważań zawiera: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 253–254.

uważyć, że analizowana sytuacja ma miejsce w bardzo krótkim czasie i jej możliwą realizacją byłyby zmiany wartości rynkowej spółek spowodowanych konsolidacją. Wówczas można by ocenić, czy suma wartości podmiotów przed nabyciem jest mniejsza od wartości zintegrowanej jednostki i na tej podstawie oszacować korzyści stron związane z opłaceniem transakcji w określonej kwocie gotówki. W przypadku wydłużenia okresu obserwacji zmian wartości należałoby uwzględnić dodatkowe czynniki determinujące opłacalność (związane ze zmianą wartości pieniądza w czasie), co czyniłoby ją coraz bardziej wieloznaczną.

2. ZAPŁATA AKCJAMI

Opłacenie transakcji akcjami spółki przejmującej (stosowana głównie w transakcjach fuzji) opiera się na ustalonej w procesie negocjacji stopie wymiany, zdeterminowanej przez relację wartości rynkowej spółki nabywającej do wartości rynkowej spółki nabywanej. Wielkość stopy wymiany wydaje się elementem kluczowym dla opłacalności transakcji konsolidacyjnej, chociaż stwierdzenie to dotyczy podziału korzyści między łączącymi się organizacjami niż ogólnej rentowności projektu. Szczególnie widoczne jest to w przypadku fuzji inkorporacyjnej i wynika z faktu połączenia zysków obu podmiotów, dlatego też wartość scalonego podmiotu można wyznaczyć, mnożąc zsumowany zysk netto obu spółek przez współczynnik wymiany i relację cena/zysk skoncentrowanego przedsiębiorstwa³. Tak ustalona wartość rynkowa nie będzie zależała od współczynnika wymiany, gdyż ten determinuje relację cena/zysk i tym samym iloczyn obu wielkości pozostaje stały. Identyczną wartość połączonej spółki można uzyskać, mnożąc cenę akcji po fuzji przez liczbę wszystkich akcji spółki przejmującej (łącznie z nową emisją)⁴. W tym przypadku współczynnik wymiany także nie wpływa na wartość spółki, gdyż wielkość nowej emisji determinuje wartość wskaźnika zyskowności jednej akcji po połączeniu. Jeśli oczekiwania inwestorów odnośnie do zmian cen akcji będą identyczne ze stopą wymiany, to jej wysoka wartość spowoduje wzrost wartości waloru⁵. Oznacza to, że im wyższy współczynnik wymiany, tym wyższa wartość akcji i tym mniejsza liczba nowych akcji użytych do finansowania transakcji. W przeciwnym wypadku wymiany – sztuka za sztukę – liczba akcji w obiegu nie zmieni się, co nie zmodyfikuje ich wartości rynkowej, ale będzie wymagało nowej emisji akcji

³ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 257.

⁴ *Ibidem*.

⁵ Zjawisko to określa się mianem boot strappingu, P. J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, PWN, Warszawa 2000, s. 236.

w największej ich liczbie. Oczywiście, te sformułowania mogą zostać podważone w przypadku innego, od założonego zachowania inwestorów. Należy jednak zauważyć, że podane prawidłowości zachowują poprawność w przypadku braku obrotu akcjami przez osoby z zewnątrz lub gdy inwestorzy zareagują bardziej optymistycznie niż to założono. W każdym z tych przypadków nastąpi wzrost wartości połączonych spółek ponad ich wartości sprzed konsolidacji⁶. Nadwyżka ta podlega podziałowi między strony biorące udział w transakcji, którego proporcje zależą od ceny, jaką nabywca zapłaci za spółkę. W tym przypadku wystąpią dwie sytuacje krańcowo różne pod względem przejmowania przez strony efektu synergicznego. Gdy wartość transakcji będzie równa wartości rynkowej spółki nabywanej, całość korzyści synergicznych przejmie podmiot konsolidujący. Gdy zaś cena za spółkę wyniesie równowartość sumy jej wartości rynkowej i przyrostu wartości połączonych spółek, korzyści z połączenia obejmą akcjonariusze spółki przejmowanej. Różnica między wymienionymi stanami wskazuje na możliwości negocjacji między stronami, które są tym większe, im wyższa jest wartość korzyści synergicznych⁷.

Istotnym elementem, odróżniającym analizę rozkładu korzyści z konsolidacji finansowanej akcjami od tej opłaconej gotówką, jest ewentualny koszt nabycia ponoszony przez spółkę przejmującą. Ustalając bowiem określoną stopę wymiany akcji, nabywający determinuje przyszły kształt akcjonariatu. Udział spółki przejętej w kapitale akcyjnym zintegrowanego podmiotu determinuje nową wartość tychże akcji wynikającą z fuzji. Dodatkowo wzrost liczby akcji może spowodować obniżenie ich zyskowności. Zapobiec temu może jedynie utrzymanie dotychczasowej liczby akcji obu spółek. Można zatem stwierdzić, że wielkość dodatkowych kosztów, jakie poniesi podmiot przejmujący, gdy zdecyduje się opłacić transakcję nową emisją akcji, będzie tym większy, im więcej udziału w nowej spółce przypadnie podmiotowi przejmowanemu. Oczywiście jest, że z punktu widzenia spółki nabywanej wyższy udział w połączonym podmiocie oznacza większą nadwyżkę wartości przechodzącą w posiadanie jej akcjonariuszy.

Powstaje zatem problem ustalenia takiej stopy wymiany akcji, aby obie strony transakcji zyskały na niej jak najwięcej. Zagadnienie to jest przedmiotem rozważań modelu finansowego Larsona-Gonedesa. Jego założenia przewidują krótki czas oceny efektywności transakcji nabycia, ujęcia wskaźnika cena/zysk jako średniej ważonej analogicznych miar podmiotów konsolidujących się oraz przyjęcia stopy wzrostu połączonej spółki jako średniej ważonej tychże wielkości spółek łączonych⁸. Model ten zakłada, że stopa

⁶ Opis tego zjawiska zawiera przykład w: J. Duraj, *op. cit.*, s. 254–258.

⁷ W. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 259–260.

⁸ R. L. Conn, J. Nielsen, *An Empirical Test of The Larson – Gonedes Exchange Ratio Determination Model*, „The Journal of Finance”, June 1997, s. 749–750.

wymiany akcji wiąże się z oczekiwaniami integrujących się odnośnie do wartości wskaźnika cena/zysk, co wynika z ich dążenia do osiągnięcia korzyści wyrażonej właściwym współczynnikiem wymiany. Pozwala to na wskazanie minimalnego poziomu relacji wymiany, satysfakcjonującego każdą ze stron oraz obszaru negocjacji zawartego między tymi aprobowanymi wielkościami współczynnika. Maksymalny współczynnik wymiany akcji dla strony nabywającej wyraża się wzorem⁹:

$$ER_A = \frac{S_A}{S_B} + \left[-1 + \frac{(E_A + E_B)}{P_A S_A} \times P/E_{AB} \right],$$

gdzie:

ER_A – maksymalny współczynnik wymiany akceptowany przez nabywającego,

S_A, S_B – liczba akcji spółek przejmującej i przejmowanej przed transakcją,

E_A, E_B – zysk netto spółek przejmującej i przejmowanej przed transakcją,

P/E_{AB} – oczekiwany współczynnik cena/zysk po konsolidacji,

P_A – cena akcji spółki przejmującej przed transakcją;

zaś analogiczna formuła wskazująca na minimalny poziom współczynnika wymiany akcji dla podmiotu nabywanego może być przedstawiona w postaci poniższego ilorazu:

$$ER_B = \frac{P_B S_A}{(P/E_{AB})(E_A + E_B) - P_B S_B},$$

przy czym:

ER_B – minimalny współczynnik wymiany akceptowany przez nabywanego,

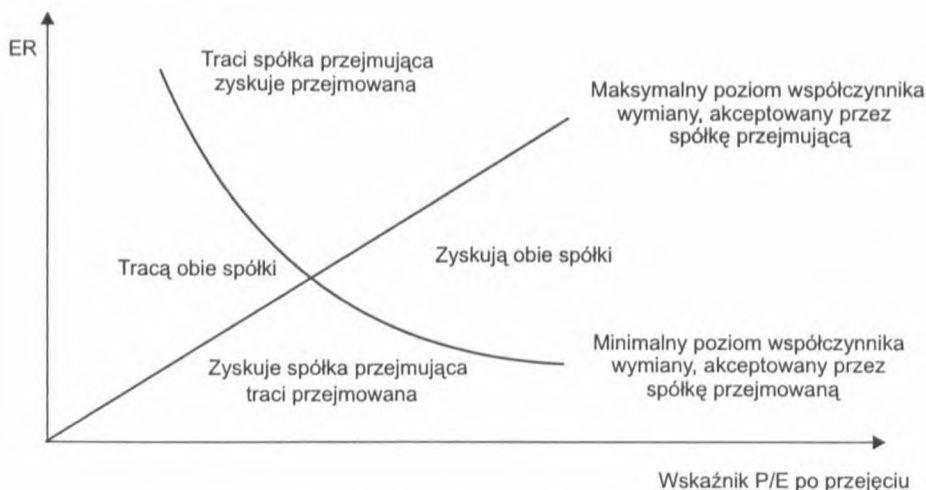
P_B – cena akcji spółki przejmowanej przed transakcją,

a pozostałe oznaczenia objaśnia poprzednia formuła.

Na podstawie tych wzorów można wyznaczyć graniczne wartości wskaźnika wymiany akcji i na tej podstawie rozważać krótkoterminowe korzyści lub ich brak dla uczestników konsolidacji. Graficzna ilustracja modelu Larsona-Gonedesa zaprezentowana jest na rys. 1. Analizowany model wskazuje zależności między korzyściami z konsolidacji a relacją współczynnika wymiany akcji do wskaźnika cena/zysk po integracji. Niewątpliwą zaletą tego podejścia jest uwypuklenie związków, jakie zachodzą między minimalnym i maksymalnym, akceptowalnym współczynnikiem wymiany akcji. Wyznaczone zależności wskazują nie tylko, jak kształtują się wspomniane wielkości, ale przede wszystkim, jakie możliwości negocjacji mają uczestnicy konsolidacji, dążący do osiągnięcia korzyści. Wykres przedstawiony na rys. 1

⁹ *Ibidem*, s. 750.

uwidacznia złożoność problemu ustalania stopy wymiany akcji, satysfakcjonującej obie strony, ponieważ każdy punkt przedstawionej przestrzeni wiąże się z innym poziomem korzyści dla każdej ze stron. Trudność ta może przybrać na sile w przypadku włączenia w proces analizy opłacalności aspektów decyzyjnych. Należy sobie bowiem uświadomić, że zapłata akcjami nabywcy zmienia jego strukturę władzy. Oznacza to, że niedobór korzyści konsolidacyjnych dla którejś ze spółek może zostać zrekompenzowany przywilejami decyzyjnymi.



Rys. 1. Model Larsona-Gonedesa

Źródło: R. L. Conn, J. F. Nieisen, *An Empirical Test of The Larson – Gonedes Exchange Ratio Determination Model*, „The Journal of Finance”, June 1997, s. 750.

Ich przejawem może być uprzywilejowanie akcji nowej emisji, dające większy udział w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub podziale dywidendy. Spółka przejmowana może wówczas przyjąć mniej opłacalny parytet wymiany, licząc na przyszłe korzyści. Z drugiej strony, podmiot przejmujący może zaoferować mniej korzystny dla siebie wskaźnik wymiany, aby zrekompenzować to sobie zyskami osiągniętymi w przyszłości.

3. ZAPŁATA OBLIGACJAMI

Kolejną metodą płatności są obligacje (zwykle lub gwarantowane), dzięki którym właściciele walorów nabywanej spółki w zamian za nie otrzymują dochód wynikający z kuponu obligacji wraz z możliwością ich sprzedaży.

Aby zatem pozyskać udziały, spółka musi zaoferować na tyle wysoką stopę dochodu, aby była ona konkurencyjna w stosunku do średniej dochodowości pozostałych instrumentów rynku kapitałowego.

Ten oczywisty wydatek ponoszony przez emitenta ma jednak zaletę w postaci swojej niezmienności, co pozwala na precyzyjne zaprojektowanie kosztów konsolidacji. Emitując obligacje o stałym oprocentowaniu, spółka może dodatkowo zmniejszyć rzeczywisty stan swojego zadłużenia dzięki inflacji. Jest jednak mało prawdopodobne, aby efekt ten był możliwy do utrzymania w dłuższym okresie, gdyż akcjonariusze przejmowanej spółki będą próbowali unikać ryzyka zmian stopy procentowej.

Wygodną dla przejmującego formą pozyskania środków na opłacenie fuzji lub przejęcia jest emisja obligacji zerokuponowych. Ta forma długu pozabankowego pozwala na korzystanie z kapitału obcego bez konieczności płacenia odsetek przez określony czas¹⁰. Obligacje te sprzedawane z dyskontem, a więc poniżej swojej wartości nominalnej, wniosą co prawda mniejszą nominalnie kwotę pieniężną (pomniejszoną o wartość dyskonta), ale pozwalają emitentowi na takie ulokowanie kapitału, by ten przyniósł zadowalającą stopę zwrotu. Brak konieczności ponoszenia stałych kosztów finansowych przy zastosowaniu tego instrumentu wydaje się o tyle istotny, że transakcja konsolidacyjna wymaga znacznych nakładów na początku swego trwania, a dopiero po pewnym czasie mogą uwidocznic się nadwyżki finansowe wynikające z jej powodzenia. Stosując obligacje zerokuponowe spółka nie przeciąża swoich zdolności do spłacania zobowiązań w początkowym stadium transakcji, przerzucając koszty długu na późniejsze, bardziej dochodowe okresy.

4. ZAPŁATA OBLIGACJAMI ZAMIENNYMI

Szczególną formą obligacji mogą być obligacje zamienne, które dają akcjonariuszom przejmowanego przedsiębiorstwa, w zamian za jego akcje, prawo do dochodu charakterystycznego dla obligacji lub możliwość wymiany tych papierów wartościowych na określoną stopą konwersji liczbę akcji skonsolidowanej spółki. Dodatkowo, udziałowcy nabywanego podmiotu mogą w procesie wymiany stać się akcjonariuszami uprzywilejowanymi, zachowując dzięki temu część mocy decyzyjnej w nowo powstałym podmiocie.

Możliwość zamiany obligacji na akcje wiąże się z ustaleniem ceny (ceny zamiany), przy której może dojść do konwersji. Wysokość ceny zamiany powinna być uzależniona od potencjału wzrostu emitenta¹¹. Jeżeli jest on

¹⁰ F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001, s. 52.

¹¹ W. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 281.

przewidywany na wysokim poziomie, wysoka powinna być też cena wymiany, czyniąc tym samym atrakcyjną lokatę w obligację. Nabycie obligacji zamiennej może okazać się korzystne głównie za sprawą konstrukcji tego instrumentu finansowego, który nie traci swojej wartości poniżej pewnego poziomu, określanego jako wartość inwestycyjna, tożsamego z sumą zaktualizowanych wpływów wynikających z oprocentowania obligacji oraz jej zdyskontowanej wartości nominalnej w momencie wykupu¹². Akcjonariusze przejmowanego podmiotu uzyskują więc dochód nawet przy niskim kursie akcji przejmującego. Dodatkową zachętą może okazać się znaczna nadwyżka między ceną emisyjną a wartością konwersji, gdyż świadczy to o optymistycznych prognozach wzrostu rynkowej wartości przedsiębiorstwa.

Należy jednak zauważyć, że zbyt duży wzrost wartości akcji i związane z tym korzyści dla posiadacza obligacji świadczą o nieefektywnej polityce finansowania emitenta. Jeśli bowiem przyrost wartości jest znaczny, to można przypuszczać, że lepszym sposobem opłacenia konsolidacji byłyby emisja akcji. Wynika to z wysokich dochodów, jakie dałaby taka inwestycja akcjonariuszom i braku konieczności regulowania zobowiązań związanych z obligacją dla emitenta. Stawia to przejmującego przed koniecznością ustalenia takiej ceny zamiany, która nie pozwoli właścicielom spółki przejmowanej na osiągnięcie nadmiernej nadwyżki kapitałowej i jednocześnie przekona ich do możliwości osiągnięcia przez akcje wartości pozwalającej na zamianę. Niepowodzenie drugiego z celów można ograniczyć dostatecznym oprocentowaniem obligacji. Należy jednak pamiętać, że oprocentowanie obligacji zamiennych powinno być sprzężone z oczekiwaną stopą zwrotu z konsolidacji przy jednoczesnym uwzględnieniu rynkowej ceny kapitału. Instrument ten jest szczególnie opłacalny, gdy wartość rynkowa emitenta jest bardzo niska i konsolidacja daje nadzieję na jej szybki wzrost. Wówczas wyznaczenie ceny zamiany powyżej aktualnej ceny rynkowej skutkuje zamianą na mniejszą liczbę akcji w przyszłości, niż miałyby to w chwili emisji¹³.

W świetle przedstawionej prezentacji obligacji zamiennych wydaje się, że instrumenty te mogą być bardzo pomocne w zdobywaniu kapitału dla opłacenia nabycia. Emitent może bowiem pozyskać środki w momencie niskiej wyceny rynkowej, co nie byłoby możliwe w tym samym stopniu w przypadku emisji akcji. Warto jednak przytoczyć pogląd przeciwny, zgodnie z którym podmiot zawsze traci, emitując obligacje zamienne, w przypadku bowiem niskich cen jego akcji konwersja nie dojdzie do skutku, co zmusza go do płacenia kuponu. Gdy wartość rynkowa wzrasta, wymienia on obligacje o niższej wartości na akcje o wartości wyższej. Opinia ta, znana jako teoria „małej porcji kurczaka”, wynika z długoterminowego

¹² S. Antkiewicz, *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2002, s. 80.

¹³ W. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 283.

ujęcia zapotrzebowania na kapitał i zakłada możliwość ustalenia optymalnych warunków emisji¹⁴. Wydaje się jednak, że cel ten jest niezwykle trudny do zrealizowania, co przy uwzględnieniu konieczności szybkiego zdobycia kapitału, jaka często towarzyszy konsolidacji, pozwala na pozytywną ocenę obligacji zamiennych jako źródła środków służących opłaceniu nabycia. Dodatkowym argumentem przemawiającym za taką opinią jest fakt, że obligacje zamienne dają możliwość wykorzystania tarczy podatkowej na początku finansowania, zapobieżenie rozdrobnienia akcjonariatu w kluczowym dla przejmującego momencie z ewentualnym wyeliminowaniem tego efektu w przypadku zawarcia opcji przedterminowego wykupu obligacji.

5. CZASOWE METODY PŁATNOŚCI

Interesującym sposobem płatności za przedsiębiorstwo wydaje się być płatność opóźniona, polegająca na rozłożeniu całego zobowiązania w czasie i spłaty ratami. Długość spłaty kolejnych rat może być często uzależniona od wyników finansowych osiąganych przez skonsolidowany podmiot. Niewątpliwą zaletą tej formy płatności jest możliwość weryfikacji oszacowania wartości nabytej spółki *ex post* i weryfikacja analogicznych rachunków przed fuzją. Płatność opóźniona, określana także jako *earn-out*, umożliwia dzięki temu optymalizację finansowania nabycia, poprzez precyzyjniejsze dopasowanie kwoty potrzebnych na wdrożenie fuzji środków. Dodatkowo dzięki opóźnieniu zapłaty za spółkę, przejmujący ma możliwość czerpać korzyści z konsolidacji przed poniesieniem całkowitych nakładów na ten cel, co pozwala na zmniejszenie wielkości potrzebnego na wzrost kapitału.

Istnieje ponadto modyfikacja płatności opóźnionej – tzw. płatność uwarunkowana, która polega na zapłacie za spółkę dopiero po wystąpieniu określonych umową zdarzeń i okoliczności, np. sukcesu przejęcia¹⁵.

ZAKOŃCZENIE

Środki potrzebne do opłacenia fuzji lub przejęcia determinują sposoby finansowania takiej transakcji. Oczywiście nie bez znaczenia jest sytuacja finansowa nabywcy lub obiektu przejęcia bądź fuzji oraz perspektywę

¹⁴ S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 87–88.

¹⁵ M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 182.

rozwojowe zintegrowanego podmiotu. Należy jednak pamiętać, że niski stopień współpracy między spółkami może znacznie ograniczać możliwości wykorzystania określonych instrumentów finansowych. Ponadto istotne wydają się preferencje nabywcy dotyczące pożądanej struktury kapitałów, gdyż mogą one znacząco wpływać na zdolność do podejmowania ryzyka wynikającego z kapitału obcego oraz kosztu z nim związanego. Wielkość podmiotu dokonującego konsolidacji także nie jest bez znaczenia, gdyż dla małych spółek pewna grupa instrumentów finansowych może być nieosiągalna, chociażby ze względu na niewielką kwotę aktywów mogących stanowić zabezpieczenie dla kapitałodawcy. Wreszcie w warunkach permanentnej konkurencji istotnym czynnikiem decydującym o sukcesie inwestycji jest czas. Dlatego czas potrzebny na pozyskanie konkretnego źródła finansowania może okazać się ważną determinantą kształtującą strukturę finansowania fuzji lub przejęcia.

Jakub Marszałek

INFLUENCE OF PAYMENT METHOD ON MERGER AND ACQUISITION EFFICIENCY

Choosing the way of financing merger or acquisition, company can plan its further financial situation and possible influence of managing the consolidated entity. There is another problem besides the financing decision during every consolidation: how to pay for a taken over company. There are many ways to do it. The most taken advantage of them are presented in this paper. Decision which of them should be used depends on one situation: hostility of consolidation. During friendly merger all participants can adjust payment method to best conditions for all of them. When the company plans to take over another in hostile way, all necessary assets have to be accumulated proper attack. This paper tries to describe which of presented payment methods are advisable in specific consolidation situation.