

Anna Wawryszuk-Misztal

Płatność akcjami w transakcjach przejęcia. Analiza przypadku

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 47/3,
603-611

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ANNA WAWRYSZUK-MISZTAL

Płatność akcjami w transakcjach przejęcia. Analiza przypadku

Stock as a method of payment in acquisition. Case study

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, metoda zapłaty, efekty synergiczne

Key words: mergers and acquisitions, method of payment, synergistic benefits

Wstęp

Przejęcia i fuzje przedsiębiorstw są jednym ze sposobów zdobywania kontroli nad nowymi aktywami i jednocześnie rozszerzania prowadzonej działalności. Alternatywą dla wzrostu przedsiębiorstwa poprzez przejęcia i fuzje (tj. wzrostu zewnętrznego) jest wzrost wewnętrzny (organiczny), osiągany poprzez realizację inwestycji rzeczowych w ramach istniejącej struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa bądź w ramach powołanej dla realizacji tego celu jednostki [Frąckowiak (red.), 1998, s. 13–14].

Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, bez względu na ich rodzaj, wymagają przeprowadzenia rachunku ekonomicznego. Ocena opłacalności fuzji i przejęć jest zadaniem relatywnie trudniejszym niż ocena efektywności inwestycji rzeczowych. Wynika to przede wszystkim z konieczności oszacowania efektów synergicznych możliwych do wygenerowania w wyniku połączenia. Pojęcie synergii ma zatem kluczowe znaczenie w analizie opłacalności fuzji i przejęć¹. Synergia sprawia, że

¹ Pomimo istnienia różnic między procesami fuzji i przejęć, które zostały obszernie opisane w literaturze przedmiotu [Frąckowiak (red.), 1998, s. 18–22], w niniejszym opracowaniu pojęcia te będą zastępowane wspólnym terminem „konsolidacja”. Przejęcie jednego podmiotu przez drugi bardzo często w dalszej kolejności prowadzi do fuzji, stąd też rozważania prezentowane w publikacji można odnieść do obydwu tych procesów.

wartość połączonych przedsiębiorstw jest większa niż suma wartości owych podmiotów funkcjonujących jako odrębne przedsiębiorstwa, co można zapisać [Róžański (red.), 2006, s. 111]:

$$V_{AB} > V_A + V_B \quad (1)$$

gdzie:

V_A – wartość spółki A przed konsolidacją lub bez konsolidacji,

V_B – wartość spółki B przed konsolidacją lub bez konsolidacji,

V_{AB} – wartość spółek A i B po konsolidacji.

Wycena efektów synergicznych jest zatem kluczowa dla oceny opłacalności konsolidacji, a więc także zasadności przeprowadzenia tego procesu.

Warto również zauważyć, iż dzięki efektom synergicznym obydwie strony transakcji, tj. nabywający i sprzedający, mają możliwość uzyskania części lub całości korzyści wynikających z efektów synergicznych. Sposób podziału efektów synergicznych między sprzedającego a kupującego jest istotny dla ostatecznego wyniku negocjacji, tj. akceptacji lub odrzucenia propozycji złożonej przez oferenta. Proporcje, w jakich efekty synergiczne „przypadną” nabywającemu i sprzedającemu, zależą od wybranej metody zapłaty za nabywane przedsiębiorstwo.

W przypadku wzrostu zewnętrznego istnieją co najmniej trzy zasadnicze metody płatności za nabywane przedsiębiorstwo [Sudarsanam, 1998, s. 181; Lewandowski i inni, 2001, s. 178]:

- gotówka – akcjonariusze firmy przejmowanej otrzymują środki pieniężne w zamian za akcje podmiotu przejmowanego,
- akcje oferenta – akcjonariusze firmy przejmowanej otrzymują akcje podmiotu dokonującego przejścia w zamian za akcje podmiotu przejmowanego,
- obligacje zwykłe lub zamienne na akcje wyemitowane przez oferenta – akcjonariusze firmy przejmowanej w zamian za akcje podmiotu przejmowanego otrzymują obligacje wyemitowane przez podmiot dokonujący przejścia.

W praktyce często wykorzystywane są także mieszane formy płatności.

Metodologia oceny korzyści dla sprzedającego i nabywającego jest zróżnicowana ze względu na wybraną formę płatności. Celem niniejszego opracowania jest próba oceny korzyści osiągniętych przez sprzedającego, gdy zapłatę stanowią akcje podmiotu nabywającego. Ocena zostanie przeprowadzona na przykładzie spółek Emperia Holding SA (cel nabycia) i Eurocash SA (oferujący) – jako formę zapłaty w 2010 r. zaproponowano akcje oferenta.

1. Przyczyny i konsekwencje wyboru określonej metody zapłaty

W odniesieniu do wzrostu zewnętrznego należy wyraźnie odróżnić metody zapłaty wykorzystywane w tego rodzaju operacjach od źródeł finansowania fuzji i przejęć. Przez metodę (formę) zapłaty należy rozumieć rodzaj walorów otrzymywanych przez akcjonariuszy firmy przejmowanej w zamian za akcje podmiotu stanowiącego cel przejęcia. Źródła finansowania natomiast określają różnego rodzaju działania, które mają na celu pozyskanie środków finansowych w celu dokonania zapłaty gotówką za akcje nabywane od akcjonariuszy firmy przejmowanej. Generalnie pozyskanie środków pieniężnych może dokonać się w wyniku zwiększenia kapitału własnego firmy dokonującej przejęcia (np. emisja akcji) i/lub zwiększenia kapitału obcego (np. zaciągnięcie kredytu, emisja obligacji, itp.).

Nie można także wykluczyć sytuacji, gdy prowadzona dotychczas działalność jest na tyle rentowna, że umożliwi zgromadzenie znacznych nadwyżek środków pieniężnych, które zostaną wykorzystane w celu dokonania zakupu akcji firmy będącej celem przejęcia. W tym przypadku nie istnieje potrzeba sięgania po zewnętrzne finansowanie.

Środki pieniężne są najbardziej popularną formą zapłaty w transakcjach konsolidacji, aczkolwiek w praktyce wykorzystuje się także inne formy zapłaty, tj. akcje, obligacje czy też różne kombinacje niniejszych metod płatności. Wybór formy płatności zależy od różnorodnych czynników [Frąckowiak (red.), 1998, s. 253]:

- sytuacja ekonomiczna nabywcy i sprzedawcy,
- struktura kapitału nabywcy i sprzedawcy,
- sytuacja gotówkowa nabywcy i sprzedawcy,
- motyw nabywania,
- forma nabycia (przyjazna i wroga),
- możliwe reakcje rynku kapitałowego (P/E, C/WK),
- konsekwencje podatkowe,
- preferencje akcjonariuszy firmy nabywanej.

Wpływ poszczególnych czynników na wybór metody zapłaty jest przedmiotem licznych badań empirycznych. Warto w tym miejscu wspomnieć chociażby o wielu publikacjach poświęconych analizie reakcji rynku finansowego na wybór metody zapłaty [Emery, Switzer, 1999, s. 73–86] czy też badaniach, które wskazują m.in. na zależności między możliwościami wzrostu nabywcy a metodą zapłaty [Martin, 1996, s. 1227–1246].

Metoda zapłaty w istotny sposób kształtuje stosunki między spółką nabywającą a akcjonariuszami spółki będącej celem przejęcia. Zapłata środkami pieniężnymi powoduje zerwanie tych relacji. Otrzymane środki pieniężne akcjonariusze spółki stanowiącej cel nabycia mogą przeznaczyć na dowolne inwestycje. Kondycja finansowa podmiotu po przejęciu nie ma już wpływu na osiąganę przez nich dochody z inwestycji. W przypadku zapłaty akcjami akcjonariusze spółki nabywanej stają się akcjonariuszami spółki przejmującej. Warunki konsolidacji (a w szczególności parytet

wymiany akcji) określają ich udział w kapitale akcyjnym podmiotu po konsolidacji. Jako właściciele są oni zatem zainteresowani jego kondycją finansową i w efekcie cenami jego akcji, szczególnie tuż po konsolidacji, ale także w dłuższym okresie. W przypadku wyboru obligacji jako formy zapłaty akcjonariusze firmy będącej celem przejęcia stają się wierzycielami spółki nabywającej. Przedmiot zainteresowania wierzycieli powinna stanowić zdolność nabywcy do generowania na tyle wysokich przepływów pieniężnych, aby możliwa była obsługa zadłużenia.

2. Korzyści nabywającego i sprzedającego w transakcjach konsolidacji

Korzyści osiągnane przez strony transakcji (tj. udziałowców sprzedającego i udziałowców nabywającego) zależą przede wszystkim od wartości efektów synergicznych powstałych dzięki konsolidacji. Efekty synergiczne są następnie „dzielone” pomiędzy strony transakcji, aczkolwiek proporcje tego podziału wyznaczają parametry związane z wybraną metodą płatności. Funkcję owych parametrów pełnią zatem [Róžański (red.), 2006, s. 115–118]:

- w przypadku płatności gotówkowej – cena zapłacona za nabywany podmiot;
- w przypadku zapłaty akcjami – parytet wymiany akcji, czyli liczba akcji nabywcy, które otrzymują akcjonariusze za jedną akcję spółki będącej celem przejęcia;
- w przypadku zapłaty obligacjami zwykłymi – cena za nabywany podmiot, która określa liczbę i wartość nominalną wyemitowanych obligacji (metodologia wyceny korzyści jest identyczna jak w przypadku płatności gotówkowej).

Sytuacja ulega komplikacji, gdy w transakcji zastosowano mieszane formy płatności.

Zakładając, że transakcja konsolidacji generuje pozytywne efekty synergiczne, korzyści dla nabywcy wyraża różnica między ceną, którą gotów jest on zapłacić za nabywany podmiot (tzw. ceną maksymalną, która stanowi sumę rzeczywistej wartości podmiotu nabywanego i efektów synergicznych), a ceną, jaką faktycznie zapłacił. W przypadku sprzedającego korzyści te wyraża różnica między ceną, jaką uzyskał, dokonując sprzedaży przedsiębiorstwa, a wartością, jaką miało dla niego przedsiębiorstwo (tj. ceną minimalną, po której gotów był dokonać zbycia firmy). Owa cena minimalna to wartość rzeczywista podmiotu przy założeniu, że przedsiębiorstwo nie będzie przedmiotem konsolidacji. Cena zapłaty zostaje ustalona w wyniku prowadzonych negocjacji i powinna mieścić się w przedziale między ceną maksymalną a minimalną². Oczywiście cena zapłaty może być także równa cenie maksymalnej lub minimalnej. Wówczas tylko jedna ze stron osiąga korzyści. Można zatem wskazać dwa skrajne przypadki, gdy [Róžański (red.), 2006, s. 115–116; Frąckowiak (red.), 1998, s. 253–254]:

² Możliwe są jednak sytuacje, gdy cena zapłacona za nabywany podmiot jest wyższa od maksymalnej lub niższa od minimalnej. Więcej na ten temat pisze A. Rappaport [1999, s. 153–165].

- 1) podmiot nabywający nie osiąga korzyści (cena, jaką zapłacił, jest wówczas równa cenie maksymalnej), a całość korzyści wynikających z synergii przejmuje sprzedający;
- 2) podmiot sprzedający nie osiąga korzyści (cena, jaką otrzymał za sprzedane przedsiębiorstwo, jest równa cenie minimalnej), a całość korzyści wynikających z synergii przejmuje nabywający.

Inaczej wygląda metodologia wyceny korzyści nabywającego i sprzedającego w sytuacji, gdy jako metodę wykorzystano zapłatę akcjami podmiotu nabywającego. Kluczowe znaczenie dla korzyści osiąganych przez obie strony transakcji ma ustalenie w wyniku negocjacji stopy wymiany akcji (tj. parytetu). Parytet wymiany jest ustalany jako relacja wartości rynkowej spółki nabywającej do wartości rynkowej spółki nabywanej.

Określa on bowiem udział akcjonariuszy podmiotu przejmowanego w kapitale akcyjnym podmiotu przejmującego i tym samym ich udział w powstających dzięki konsolidacji efektach synergicznych. Oszacowanie proporcji, w jakich będą dzielone efekty synergiczne pomiędzy strony transakcji, wymaga oszacowania prognozowanych wielkości pewnych kategorii finansowych, a zwłaszcza wskaźnika cena/zysk po konsolidacji³.

3. Metody zapłaty oferowane w transakcji przejęcia Emperia Holding SA przez Eurocash SA

13 września 2010 r. zarząd firmy Eurocash SA przedłożył zarządowi spółki Emperia Holding SA propozycję połączenia obu spółek. Procedura ta miała polegać na przeniesieniu aktywów i zobowiązań Emperia na Eurocash w zamian za akcje połączeniowe wyemitowane przez Eurocash, które miały zostać wydane akcjonariuszom Emperii. Propozycja Eurocash określała parytet wymiany na poziomie 3,76, co oznaczało, że akcjonariusze Emperii mogli otrzymać 3,76 akcji spółki Eurocash za jedną akcję Emperii.

Decyzję o zamiarze koncentracji obydwu podmiotów zarząd Eurocash uzasadniał możliwością wystąpienia efektów synergicznych takich jak poprawa warunków zakupu, optymalizacja kapitału obrotowego, ograniczenie kosztów poprzez integrację i centralizację logistyki, cross-selling w zakresie oferty produktowej. Działania te miały przyczynić się do zwiększenia wartości dla akcjonariuszy obydwu podmiotów. Jednym z warunków dokonania połączenia było m.in. uzyskanie zgody prezesa UOKiK na koncentrację. Jednocześnie termin ważności oferty dotyczącej połączenia określono na dzień 27 września 2010 r. [Raporty bieżące Emperia..., 37/2010].

Już następnego dnia propozycja Eurocash „zarówno w zakresie parytetu wymiany, jak i dodatkowych warunków transakcji” została przez zarząd Emperii uznana za

³ Szerzej na ten temat pisze J. Różański [2006, s. 111–121].

„rażąco niekorzystną” dla jej akcjonariuszy [Raporty bieżące Emperia..., 37/2010]. Dlatego też dalsze działania podejmowane przez zarząd Emperii miały na celu obronę przed próbą wrogiego przejęcia⁴.

Jednocześnie zarząd spółki Eurocash przygotował prospekt emisyjny w związku z ofertą publiczną akcji serii K Eurocash SA oferowanych akcjonariuszom spółki Emperia Holding SA [*Prospekt emisyjny...*, 2010]. Prospekt, zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego (8 października 2010 r.), został opublikowany 11 października 2010 r. [Raporty bieżące Eurocash..., 64/2010]. Jednakże już 10 listopada 2010 r. Eurocash zawiesił ofertę publiczną akcji „do czasu wydania przez prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów zgody na dokonanie koncentracji w związku z zamiarem przejęcia Emperii” [Raporty bieżące Eurocash..., 70/2010].

Ostatecznie spółce Eurocash nie udało się zdobyć kontroli nad spółką Emperia, ale negocjacje między stronami doprowadziły do podpisania dwóch umów inwestycyjnych, w ramach których Emperia zbyła na rzecz Eurocash akcje i udziały w siedemnastu spółkach prowadzących działalność obejmującą hurtową dystrybucję artykułów spożywczych oraz detaliczną sieć franczyzową (tzw. spółki dystrybucyjne). Pierwsza umowa inwestycyjna została podpisana 21 grudnia 2010 r. [Raporty bieżące Emperia..., 1/2011], a jej finalizacja miała nastąpić z końcem czerwca 2011 r. Jednakże wobec braku zgody prezesa UOKiK oraz braku zapłaty za nabywane walory Emperia 9 sierpnia 2011 r. odstąpiła od umowy inwestycyjnej [Raporty bieżące Emperia..., 47/2011]. W następstwie dalszych negocjacji 21 grudnia 2011 r. podpisano tzw. drugą umowę inwestycyjną [Raporty bieżące Emperia..., 95/2011], co miało miejsce po uzyskaniu zgody prezesa UOKiK 27 października 2011 r. [Raporty bieżące Eurocash..., 48/2011].

Warto zauważyć, iż w ramach tzw. pierwszej umowy inwestycyjnej cena za nabywane walory została określona na poziomie 926 mln zł, przy czym zastrzeżono, iż w przypadkach określonych w umowie może ona ulec zmianie. Umowa zawierała dwa warianty płatności. Pierwszy przewidywał emisję akcji Eurocash, które miały być objęte przez Emperię po cenie emisyjnej wynoszącej 22,21 zł (akcje te mogły reprezentować do 14% kapitału zakładowego Eurocash) i zapłatę gotówką za pozostałą część akcji i udziałów spółek dystrybucyjnych. W drugim wariantcie, możliwym do zrealizowania w określonych w umowie przypadkach, nastąpiłaby zapłata gotówką za wszystkie akcje/udziały nabywane od Emperii [Raporty bieżące Emperia..., 1/2011].

Zgodnie z postanowieniami tzw. drugiej umowy inwestycyjnej Eurocash nabył akcje i udziały spółek dystrybucyjnych za kwotę 1,096 mld zł [Raporty bieżące Emperia..., 95/2011]. Transakcja została opłacona przez Eurocash gotówką pozyskaną w wyniku podpisania umowy kredytowej z konsorcjum banków ING Bank Śląski oraz BZ WBK [Raporty bieżące Eurocash..., 54/2011].

⁴ Więcej na ten temat pisze A. Wawryszuk-Miształ [2013, s. 864–866].

4. Oferowany i rynkowy parytet wymiany akcji spółek Eurocash i Emperia

Mimo że ostatecznie przejęcie części aktywów Emperii zostało opłacone gotówką, to warto zastanowić się, czy rzeczywiście pierwotna oferta Eurocash dotycząca wymiany akcji była niekorzystna dla akcjonariuszy Emperii, jak stwierdził zarząd tej spółki.

Prospekt emisyjny Eurocash zakładał emisję nowych akcji serii K w liczbie 51 096 800 sztuk o wartości nominalnej 1 zł każda. Na 31 sierpnia 2010 r. spółka miała wyemitowanych 136 328 763 akcji. W przypadku Emperii było to 15 115 161 akcji. Nowe akcje Eurocash mogły zatem umożliwić pozyskanie w drodze wymiany 13 589 575 akcji Emperii (zakładając parytet na poziomie 3,76), co stanowiło 89,9% kapitału zakładowego tej spółki. W określonych sytuacjach przewidywano również emisję „11 285 056 warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia nie więcej niż 11 285 056 akcji serii L” celem umożliwienia wszystkim akcjonariuszom Emperii dokonania zamiany akcji Emperii na akcje Eurocash [*Prospekt emisyjny...*, 2010, s. 12]. Gdyby akcjonariusze Emperii skorzystali z oferty Eurocash, staliby się dzięki objęciu akcji nowej emisji właścicielami 27,3% kapitału akcyjnego tej spółki (tym samym zmniejszyłby się udział dotychczasowych właścicieli Eurocash do 72,7%) [*Prospekt emisyjny...*, 2010, s. 10].

Parytet wymiany zaofferowany przez Eurocash na poziomie 3,76 został ustalony jako relacja 3-miesięcznej średniej ceny rynkowej ważonej wolumenem akcji Emperii (83,59 zł) do średniej ceny rynkowej ważonej wolumenem akcji Eurocash (22,21 zł) [*Raporty bieżące Emperia...*, 37/2010]. W tym kontekście interesujące może wydawać się zestawienie rynkowego i oferowanego parytetu wymiany (rysunek 1).



Rysunek 1. Rynkowy i oferowany parytet wymiany akcji spółek Emperia i Eurocash w okresie od 13.09.2010 do 30.12.2010 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie kursów akcji Emperia i Eurocash.

Rynkowy parytet wymiany otrzymano przez podzielenie ceny jednej akcji Emperii przez cenę jednej akcji Eurocash. Jeśli rynkowy parytet wymiany kształtuje się powyżej poziomu 3,76, oznacza to, że akcjonariusz Emperii zainteresowany sprzedażą akcji Emperii na giełdzie i nabyciem akcji Eurocash za uzyskaną ze sprzedaży kwotę mógłby nabyć więcej niż 3,76 akcji Eurocash. W okresie od 13 września 2010 do 27 września 2010 r., czyli w czasie obowiązywania oferty złożonej zarządowi Emperii, była ona nieatrakcyjna dla akcjonariuszy Emperii. Po dniu 27 września 2010 r. rozmowy na temat oferty wymiany akcji prowadzono bezpośrednio z akcjonariuszami Emperii. W tym okresie wycena rynkowa parytetu była zarówno wyższa, jak i niższa od oferowanej.

Jednak w tego rodzaju analizach należy uwzględnić fakt, iż konsolidacja spółek miała przynieść efekty synergiczne i w rezultacie przyczynić się do wzrostu kursów akcji Eurocash w dłuższym okresie. Zarząd Eurocash szacował, iż dzięki efektom synergicznym korzyści wynikające ze wzrostu wartości spółki po konsolidacji będą wynosiły około 30 zł na jedną akcję znajdującą się w posiadaniu akcjonariuszy Emperii⁵.

Zakończenie

Ocena korzyści w transakcjach konsolidacji wymaga najpierw określenia prognozowanych wartości efektów synergicznych. W dalszej kolejności efekty synergiczne są „dzielone” pomiędzy strony transakcji. Sposób, w jaki się tego dokonuje, zależy od wybranej metody zapłaty. O ile w przypadku zapłaty gotówką wartość efektów synergicznych dla sprzedającego zostaje określona i przekazana w momencie dokonywania transakcji, to przy zapłacie akcjami sprzedający ponosi ryzyko wynikające z faktu, iż rzeczywiste wartości efektów synergicznych mogą być różne od prognozowanych. Dlatego też tak istotne jest właściwe określenie współczynnika konwersji⁶ – determinuje on bowiem udział akcjonariuszy firmy nabywanej w kapitale akcyjnym podmiotu nabywającego i w efekcie udział w przyszłych korzyściach, wynikających z efektów synergicznych, o ile takowe wystąpią. Można oczekiwać, że dzięki efektom synergicznym cena akcji spółki nabywającej w przyszłości wzrośnie.

Asymetria informacji sprawia, że strony transakcji mogą w różny sposób szacować efekty synergiczne konsolidujących się podmiotów, co w efekcie uniemożliwia ustalenie satysfakcjonujących warunków konsolidacji. W przypadku spółek Emperia i Eurocash trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy oferta wymiany akcji złożona

⁵ W wywiadzie telewizyjnym, jakiego 28 września 2010 r. udzielił członek Zarządu Eurocash SA J. Owczarek, wielkość ta została oszacowana w sposób następujący: wartość synergii (150 mln zł) pomnożono przez mnożnik rynkowy wynoszący 10, potem pomnożono przez około 30% (taki miałby być maksymalnie udział akcjonariuszy Emperii w kapitale akcyjnym Eurocash), a następnie podzielono przez liczbę akcji Emperii, tj. około 15,1 mln sztuk. Zob. <http://www.tvnencb.pl/eurocash-upiera-sie-przy-swoim,224202.html> (08.06.2013).

⁶ Warto także zauważyć, iż współczynnik konwersji jest określany na podstawie historycznych notowań cen akcji obu spółek działających jako niezależne podmioty.

przez Eurocash była korzystna dla akcjonariuszy Emperii. Transakcja na proponowanych pierwotnie warunkach nie doszła do skutku, stąd nie wiadomo, jak kształtowałyby się ceny skonsolidowanego podmiotu i czy rzeczywiście akcjonariusze Emperii osiągnęliby korzyści wynikające z synergii. Warto zauważyć natomiast, iż rynkowy parytet wymiany, przynajmniej w początkowym okresie, był wyższy niż proponowany przez spółkę Eurocash.

Bibliografia

1. Emery G.W., Switzer J.A., *Expected Market Reaction and the Choice of Method of Payment for Acquisitions*, "Financial Management" 1999, vol. 28, no. 4.
2. Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.
3. <http://www.tvnbc.pl/eurocash-upiera-sie-przy-swoim,224202.html> (08.06.2013).
4. Lewandowski M., Kamiński M., Kulpa N., Olechowski W., Rybacki R., Stryśnik J., Steindel M., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001.
5. Martin K.J., *The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership*, "The Journal of Finance" 1996, vol. 51, no. 4.
6. Prospekt emisyjny z dnia 11.10.2010 r. – oferta akcji serii K skierowana do akcjonariuszy Emperia Holding SA z siedzibą w Lublinie, <http://eurocash.pl/relacje-inwestorskie/prospekty-emisyjne.html> (22.05.2013).
7. Raporty bieżące Emperia Holding SA nr: 37/2010, 37/2010, 1/2011, 47/2011, 95/2011, 1/2011, 95/2011.
8. Raporty bieżące Eurocash SA nr: 64/2010, 70/2010, 48/2011, 54/2011.
9. Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
10. Różański J. (red.), *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Difin, Warszawa 2006.
11. Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, Wig-Press, Warszawa 1998.
12. Wawryszak-Misztal A., *Dezinwestycje przedsiębiorstw na przykładzie Grupy Handlowej Emperia*, Annales UMCS, sectio H: Oeconomia, vol. XLVI, z. 4, Lublin 2012.

Stock as a method of payment in acquisition. Case study

The article presents payment methods used in mergers and acquisitions. The method of payment in acquisition is an important factor affecting synergetic benefits for the shareholders of target and bidder firms. In the case of stock-financed acquisitions, contrary to cash-financed, the shareholders of the target are at great risk as synergistic effects may never occur. In this context, the case study of Emperia and Eurocash is presented. The article attempts to assess the benefits for the Emperia shareholders in stock-financed acquisition. As the transaction was not conducted, it is difficult to state whether stock offer was profitable for Emperia shareholders.