

**Мр Чедомир Глигорић**  
**асистент, Правни факултет, Универзитет у Београду**

## **Процена вредности пословних комбинација<sup>1)</sup>**

### **Резиме**

Стиварање пословних комбинација представљају карактеристичну појаву за све земље са развијеним тржиштем капитала, али и у нашој земљи све више добијају на значају. Мотиви и разлози стварања пословних комбинација су различити: повећање вредности предузећа, контролisanje предузећа, обезбеђење стабилних нето новчаних токова, виших стопа раста, дужег периода раста, остваривање оперативне синергије, финансијске синергије. Из процеса стварања пословних комбинација користи могу имати не само менаџери предузећа и запослени, већ се ефекти могу посматрати и у оквиру националне привреде. Боља ефикасност овако насталих предузећа доприноси бољим резултатима и води максимизацији вредности предузећа. Евалуација капитала оваквих облика организације се не разликује у великој мери у односу на процену вредности осталих предузећа. Имајући у виду одређене специфичности у процени, посебно везано за вредност синергије, учинило се сврсисходним да се пажња посвети, управо проблему утврђивања вредности пословних комбинација.

**Кључне речи:** аквизиција, преузимање, вредност контроле, оперативна синергија, финансијска синергија, рачуноводствена разматрања, правна регулативе.

---

1. Рад је резултат рада на пројекту Правног факултета у Београду.

## 1. Врсте пословних комбинација

Предузећа постају предмет стварања пословних комбинација из различитих разлога. Некада из разлога потребе за стварањем великих конгломерата, понекад зато што менаџмент предузећа сматра да ће реструктурирање довести до стварања потенцијалне вредности и користи за њих, а често и због могућности стварања користи од синергије било кроз виши раст или ниже трошкове. Оно што може бити проблем везан за стварање пословних комбинација је чињеница да се синергија врло тешко мери коришћењем методе дисконтовања новчаних токова. Такође, постоје сложени рачуноводствени и порески ефекти када се врши преузимање, а требало би имати у виду да често стварање пословне комбинације није добровољна трансакција.

Када је реч о аквизицијама и спајањима предузећа можемо разликовати више модела, односно јавља се већи број начина на који неко предузеће може бити преузета од стране неке друге компаније. У моделу мерџера управе два предузећа се договарају да изврше спајање њихових компанија, али морају имати одобрење од стране власника оба ентитета. Поступак консолидације нешто другачији у односу на мерџирање, јер подразумева стварање потпуно новог предузећа, а власници обе претходне фирме добијају акције тог новоформираног предузећа. Понуда путем тендера подразумева да једно предузеће нуди да купи акције неког другог предузећа по специфицираној цени и ову понуду обелодањује путем јавног огласа или директним контактом са власницима. Компанија која је предмет преузимања постоји све до момента док и последњи власник не прода своје акције. У овом случају, нема тражења дозвола од стране акционара да се изврши аквизиција.

Систем стицања средстава подразумева да једно предузеће стиче средства другог предузећа, иако је неопходна формална сагласност акционара предузећа чија се имовине стиче. Тиме се средства друго предузећа трансферишу у власништво првог, а друго предузеће на крају престаје да постоји. На крају, постоји још један начин стварања пословне комбинације који не потпада ни под једну, горе наведену, а то је преузимање предузећа преко тендерске понуде од стране сопственог менаџмента или групе инвеститора. Преузето предузеће, након овог поступка прераста из јавне у приватну компанију.

Из свега наведеног произилази да стварање пословних комбинација може бити добровољно или недобровољно. Уколико је у питању добровољно преузимање онда је менаџмент предузећа задовољан због самог поступка, док у другом случају менаџмент предузећа није имао жељу да предузеће буде преузето. Без обзира да ли је у питању добровољно или недобровољно стварање пословне комбинације увек ће се јавити мања или већа разлика између цене преузимања и тржишне цене што се објашњава термином премија преузимања. Уколико се ради о мерџеру или консолидацији онда ће цена преузимања бити она цена која ће се платити за сваку акцију преузимане фирме и цена ће бити предмет договора између два односна предузећа. Ако је у питању тендерска понуда то ће бити цена која ће омогућити

стицање контроле над преузетим предузећем. Такође би требало имати у виду да се јавља разлика и између цене која се плаћа за преузимање предузећа као ентитета и књиговодствене вредности предузећа. У зависности од метода преузимања ова разлика може или не може бити третирана као гудвил.

## 2. Рационална стратегија преузимања

Поступак стварања пословних комбинација подразумева да се цео процес обави кроз неколико фаза и да свака фаза мора бити добро анализирана и прецизно дефинисана како би преузимања довела до користи и ефеката.

На почетку је неопходно да се пажљиво изабере рационална стратегија преузимања. Предузеће може ући у процес преузимања јер сматра да је тржишна вредност предузећа које се преузима нижа у односу на стварну вредност. У том случају ће предузеће које преузима добити вишак у разлици ове две вредности. Да би могла да се примени оваква стратегија неопходно је да компанија буде способна да пронађе предузеће са таквим карактеристикама. То подразумева и да предузеће преузимач прикупи неопходна средства за преузимање и да ће то, свакако, бити лакши посао за већа предузећа због тога што имају лакши приступ тржишту капитала или другим изворима средстава него мање фирме.

Рационална стратегија преузимања предузећу омогућава да диверсификацијом смањи специфичан (нетржишни) ризик. Другим речима, предузећа куповином других предузећа која послују у другим делатностима смањују свој ризик, повећавајући потенцијалну вредност, а резултат је сличан као када се ризик разводњава ширењем портфеља акција. Наравно, питање које остаје отворено је да ли је диверсификација путем тржишта капитала јефтинија или скупља у односу на преузимање предузећа. Зато је неопходно да се пре уласка у процес преузимања упореде трансакциони трошкови инвеститора на тржишту капитала са премијом која се плаћа приликом преузимања.

Важно питање на које треба одговорити је да ли стварање пословне комбинације доводи до стварања синергетских ефеката. Другим речима, да ли је пословна комбинација два предузећа профитабилнија и да ли остварује вишу стопу раста у односу на прост збир тих појединачних предузећа. Да ли ће та синергија бити изражена кроз повећање пословног добитка и стопе раста, или кроз повећање нето новчаних токова и снижавање цене капитала, за предузеће преузимача је само важно да изабере такву стратегију преузимања која ће обезбедити синергију по било ком од наведених основа. Синергија може настати и по основу подизања квалитета организације и пословања предузећа због вођења новоформираног предузећа од стране менаџера компаније која преузима неко нефункционално предузеће са аспекта руковођења.

Пошто се синергија јавља као основни мотив преузимања, онда рационална стратегија преузимања мора, у својој основи, да се базира на њој. Зато је неопходно да преузимач добро размисли о томе које ће предузеће постати предмет њего-

вог интересовања односно које ће предузећа бити изабрано као циљно за процес преузимања. Ако је у питању мотив да се преузме предузеће по нижој цени у односу на процењену вредност предузећа, онда, уколико се предузеће процењује применом тржишног метода бива преузето оно предузеће које има мањи мултипликатор у односу на остала предузећа у тој грани, под условом да су остали показатељи као што су стопа приноса, стопа раста или степен ризика слични са другим предузећима. С друге стране, ако се предузеће процењује приносном методом, онда се преузима оно предузеће чија је процењена вредност дисконтовањем нето новчаних токова виша од цене по којој ће предузеће бити купљено.

Уколико се неко предузеће презима ради диверсификације, онда је, обично, предмет преузимања компанија која послује у некој другој грани, делатности или има различиту област пословања. Међутим, ако је мотив преузимања остваривање економије обима, подразумева се да се преузме предузеће у оквиру исте гране или делатности. Ако се поступком преузимања снижава цена капитала, онда се преузимају таква предузећа која омогућавају да новостворено предузеће повећа своју способност задуживања из чега ће произићи позитивни порески ефекти. Циљ преузимања може бити и повећање контроле над неким предузећем, када је предмет преузимања предузеће које је вођено неефикасним и неквалитетним менаџментом у оквиру гране индустрије која има перспективу са аспекта повећања стопе поврата. Мотив преузимања може бити и себичан интерес самих менаџера предузећа када врше преузимање сопственог предузећа. Очигледно је да, без обзира на сам мотив преузимања, мора бити дефинисана рационална стратегија која ће, у великој мери, зависити од самог циља преузимања.

### 3. Синергија у пословним комбинацијама

Поступак процене вредности пословних комбинација се не разликује у великој мери од класичне евалуације било ког предузећа. Постоји могућност за примену свих познатих метода као што су приносни метод, тржишни метод, трошковни приступ као и остале методе, али се специфичности јављају са аспекта сложености процене, јер је неопходно извршити процену вредности синергије као битног елемента вредности и мотива преузимања. Зато је неопходно да се процена изврши у више корака, где се увек полази од вредности предузећа пре било какве промене, а затим израчунава вредност контроле, и оперативна и финансијска синергија.

Већ смо нагласили да синергија у поступку преузимања може настати по више основа. Уколико предузеће није вођено квалитетним менаџментом што доводи до лоших перформанси предузећа, такве фирме радо улазе у процес стварања пословних комбинација, јер сматрају да ће, када буду преузете, побољшати своје пословање, постати вредније, вођене менаџментом предузећа које преузима. Да би заиста дошло до стварања ове врсте синергије неопходно је да су лоше перформансе предузећа настале лошим руковођењем менаџмента, а не због деловања неких других привредних фактора. Такође, ако дође до преузимања, синергија мора

настати по основу промена у практичном раду менаџера које ће изазвати увећање вредности комбинације или повећањем нето новчаних токова, стопе раста, периода раста или кроз смањење цене капитала. Тржишна цена преузимања мора бити одраз постојећег стања у фирми и лоше пословне праксе менаџера. Другим речима, премија контроле не би смела бити укључена у цену, јер би то демотивисало преузимача да уопште уђе у поступак стварања пословне комбинације.

Пракса показује да су инвеститори спремни да плате високе премије за преузимање неког предузећа само да би контролисали менаџмент посебно ако је он не-ефикасан. Зато је цена преузимања контроле над неким предузећем обрнуто сразмерна квалитету менаџмента и њиховој способности да максимизирају вредност предузећа. Аналитичар мора да процени вредност контроле која произилази из промена које ће се догодити у менаџменту предузећа, када оно буде преузето, у смислу да ће промене у финансијском миксу, политици дивиденди и генералне промене у раду менаџмента које ће бити уведене од стране преузимача водити ка максимизирању вредности фирме. Када предузеће које врши преузимање утврди промене које могу настати процесом преузимања до вредности контроле која представља мотив преузимања се долази веома једноставно.

$$\begin{aligned} \text{Вредност контроле} &= \text{вредност оптимално вођеног предузећа} \\ &- \text{вредност предузећа без промена у менаџменту} \end{aligned}$$

Другим речима, неопходно је да проценитељ израчуна вредност предузећа без промена у менаџменту, а да, затим, предвиди промене у менаџменту које ће довести до побољшања перформанси предузећа, те израчуна вредност оптимално вођеног предузећа и упореди ове износе. Јасно је да оптимално вођено предузеће своју побољшаност показује преко снижавања цене укупно инвестираног капитала и веће стопе раста у пројектованом периоду, што са аспекта најчешће коришћене, приносне методе, значи повећавање вредности пројектованих нето новчаних токова, снижење бета коефицијента и смањења дисконтне стопе.

Као чест мотив преузимања јавља се и оперативна синергија. Она подразумева да спајање два предузећа доводи до повећања пословног добитка и стопе раста. Последице оперативне синергије се могу систематизовати на следећи начин:

1. постизање економије обима доводи до веће профитабилности и нижих трошкова пословања
2. долази до повећања компаративних предности, јер се смањује конкуренција и повећава тржишни потенцијал што доводи до повећања пословног добитка
3. долази до повећања укупног потенцијала комбинације зато што се спајају предузећа из различитих пословних делокруга (нпр. предузеће које има развијену тржишну позицију са предузећем које има развијене производне линије)
4. повећава се стопа раста на новом или већ постојећем тржишту.

Оно што би требало имати у виду је чињеница да се ова синергија може јавити тренутно, али уобичајено је да се њени ефекти појаве током времена. Ефекти подразумевају смањење трошкова као процента од продаје и увећање профитне

маргине, али и повећање будуће стопе раста (преко пораста тржишног учешћа) или дужине периода раста.

Када се утврде могући ефекти оперативне синергије приступа се израчунавању вредности оперативне синергије обично коришћењем метода дисконтовања нето новчаних токова (приносне методе). Прво је неопходно да се израчуна вредност дисконтованих пројектованих нето новчаних токова за оба предузећа засебно и пондерисану просечну цену капитала за сваки ентитет.<sup>2)</sup> Приликом обрачуна вредности појединачних ентитета требало би узети у обзир и већ израчунату вредност контроле, односно узети у обзир да је вредност једног од два ентитета вредност капитала оптимално вођеног предузећа од стране менаџмента. Следећа фаза подразумева израчунавање укупне вредности пословне комбинације, без узимања у обзир синергије, простим сабирањем појединачних вредности ова два ентитета.

Међутим, спајање предузећа доводи до појаве оперативне синергије. Она се обично јавља у виду економије обима што подразумева смањење фиксних трошкова по јединици производа, што, даље, доводи до пораста оперативне маргине (учешћа пословног добитка у пословним приходима предузећа). Овакав ланчани процес се наставља, јер долази до пораста стопе раста прихода, пословног добитка и нето новчаних токова у пројектованом периоду али и до промена вредности бета коефицијента. То значи да се у пројектовану вредност укупно инвестираног капитала уграђују ефекти оперативне синергије, што значи да ће се вредност пословне комбинације сада израчунати као вредност капитала ентитета као целине, а не као збира појединачних елемената.

На бази процењених нето новчаних токова пословне комбинације (као ентитета) који су ефектовани оперативном синергијом резидуалне вредности добија се процењена вредност овог мерцера која је већа од простог збира комбинованих предузећа, управо за износ оперативне синергије. Овако израчуната вредност оперативне синергије одражава њен утицај уколико је настала непосредно после завршетка процеса преузимања. Оно што је реалније је да се ефекти синергије осете након одређеног периода тако да је неопходно да се израчуна садашња вредност оперативне синергије тако што се изврши дисконтовање добијене вредности оперативне синергије где се пондерисана просечна цена капитала користи као дисконтна стопа, а експонент дисконтне стопе је број година након којих почињу да се осећају ефекти оперативне синергије.

Врло често комбиновање два предузећа доводи до повећања нето новчаних токова или снижавања цене капитала односно дисконтне стопе услед деловања финансијске синергије. Када долази до коришћења ефеката финансијске синергије? Уколико неко предузеће има велике нето новчане токове, али ограничене могућности за реализацију пројеката, може се спојити са предузећем које има лими-

2. Јасно је да се ради о процени приносном методом коришћењем приступа "пре сервисирања дугова" када се као дисконтна стопа користи пондерисана просечна цена капитала као цена укупно инвестираног капитала, што је у потпуној корелацији са чињеницом да предузеће преузима и дугове другог предузећа.

тиране нето новчане токове али одличне шансе на плану пројеката тј. велики обрт настао реализацијом многобројних пројеката. Спајање два предузећа сигурно ће довести до стварања финансијске синергије и по основу повећања способности задуживања пословне комбинације као целине у односу на њихове појединачне могућности пре преузимања. Новчани ток пословне комбинације ће постати стабилнији и предвидљивији. То даље значи да ће комбинација моћи више да позајмљује средства него што је био случај када су предузећа били посебни ентитети, а то ће, надаље довести до додатних олакшица по основу пореза због увећања фиксних расхода на име камате, што ће, опет ланчано, изазвати повећање нето новчаних токова и смањење цене капитала.

Уколико је мотив преузимања предузећа диверсификација неће доћи до стварања позитивних ефеката по основу финансијске синергије, претпостављајући да оба предузећа котирају своје акције на тржишту капитала. Цена сопственог и укупно инвестираног капитала такве пословне комбинације ће се добити као пондерисани просек појединачних цена сопственог и позајмљеног капитала, где ће као пондер служити тржишна вредност имовине и дугова. Другим речима, вредност ове пословне комбинације биће једнака збиру појединачних вредности ових предузећа, јер није створена нова вредност услед диверсификације.

Ако кретање нивоа добити два предузећа која улазе у процес мерџирања немају висок степен корелације, онда ће варијанса у добицима, када се ова предузећа споје, бити мања, него када би ови ентитети пословали појединачно. Пошто је у питању специфични ризик фирме, ова промена у варијанси не може имати утицаја на очекиване поврате. С друге стране, умањење варијансе у добицима има утицаја на повећање способности задуживања, зато што предузећа са мањом промењљивошћу добитака могу повећати своју способност задуживања, а тиме и вредност фирме. То значи да чак и у случајевима диверсификације, могу настати индиректни ефекти финансијске синергије.

Већ смо рекли да финансијска синергија може настати и због тога што неко предузеће има вишак новчаних средстава које због недовољно разрађених шанси за улагање не обрће, па због тога преузимају фирме са дефицитом новчаних средстава али одличном позицијом у области инвестирања. То објашњава честу појаву да велика предузећа купују мање фирме које имају брз обрт капитала.

Финансијска синергија врло често настаје и на плану позитивних ефеката са аспекта опорезивања. Предузеће у некој области пословања може имати могућност великих пореских одбитака, али их не користи, а неко друго које нема ту могућност плаћа велики износ пореза на добит. Тада се мерџирањем два предузећа стварају пореске олакшице које се деле између оба предузећа. Вредност финансијске синергије је у том случају једнака садашњој вредности уштеђених пореских давања који резултирају из формираног мерџера. Овакав облик стварања пословних комбинација може довести до уштеда у порезима и по основу амортизације у наредним годинама. То јасно произилази из чињенице да мерџер након преузимања поседује већу тржишну вредност основних средстава (посебно ако су оба предузе-

ћа капитално интезивна), што води већим отписима по основу амортизације и самим тим већим уштедима у порезу. Након одређеног броја година различити планови амортизације почињу да конвергирају, те по том основу престају уштеде у порезима.

Према томе, стварање пословне комбинације доводи до стварања мање варијансе заједничког нето новчаног тока, али се вредност укупно инвестираног капитала не мења и једнака је збиру појединачних износа. Међутим, смањење у варијанси заједничког нето новчаног тока увећава способност задуживања, што увећава вредност предузећа као комбинације. Пораст дугова заједничког предузећа, повећава вредност бета коефицијента, а под условом да цена позајмљеног капитала остаје иста, вредност укупно инвестираног капитала комбинације почиње да расте, што је у потпуној корелацији са ефектом финансијског левериџа, који у великој мери и опредељује финансијску синергију.

Ако се предузеће преузима од стране сопственог менаџмента или групе инвеститора, такво предузеће прераста у приватно предузеће. Међутим, овакав облик неklasичног преузимања не оставља могућност настанка било које врсте синергије, јер и нема никаквог спајања, тако да се она и не процењује, односно не чини део пројектоване вредности предузећа. У овом случају се, првенствено, јавља корист за менаџера у смислу да је мотив куповина предузећа чија је вредност потцењена у односу на реалну вредност. Међутим, посматрано са аспекта предузећа могу се јавити користи и за само предузеће зато што менаџери, након преузимања, постају власници, и самим тим, много више заинтересовани за пословање предузећа, те мењају начин одлучивања у вези са инвестицијама, финансирањем и дивидендама.

То значи да се очекује да ће повећање ефикасности предузећа, услед веће заинтересованости менаџера (сада власника), дугорочно посматрано, увећати вредност пројектованих нето новчаних токова и пословне маргине. То даље доводи до више стопе приноса на капитал и веће стопе раста предузећа. Уколико се предузеће преузима финансирањем из дугова онда је у питању куповина путем коришћења левериџа. Висок ратио дугова, је у овом случају, привремен, зато што се смањује када предузеће плаћа рате задужења. Основни проблем који се јавља у процени у овом случају настаје услед тога да висок финансијски левериџ доводи до повећања ризичности нето новчаних токова за власнике сопственог капитала, јер се увећавају фиксна плаћања повериоцима, и зато се у процени цена сопственог капитала мора кориговати за износ вишег финансијског ризика. С друге стране, током времена, долази до отплате дугова, што захтева да се се цена сопственог капитала коригује на доле. Процена вредности капитала у овим ситуацијама се врши на исти начин као у претходним случајевима, само што се за сваку наредну годину процене мора мењати цена сопственог капитала која је под директним утицајем ратио дугова тог предузећа. То значи да ће са сваком отплатом дела дуга, цена сопственог капитала опадати, услед смањења финансијског ризика и смањења бета коефицијента.

#### 4. Рачуноводствени и правни третман процене пословних комбинација

Веома важан фактор који менаџмент мора узети у разматрање је рачуноводствени третман преузимања пошто, у великој мери, може имати утицаја и ефеката на пословну комбинацију која се ствара. Овај третман зависи од начина преузимања, а рачуноводство га може третирати на два различита начина:

1. Уколико предузеће примењује концепт набавне вредности (purchase accounting) онда се целокупна вредност преузимања читава у билансу стања предузећа које врши преузимање, а разлика између цене која је плаћена за преузимање и фер вредности преузете фирме (или књиговодствене вредности) књижи као гудвил на страни активе биланса стања. Неопходно је да се износ гудвил отпише у периоду до 40 година, што доводи до умањења добити сваке године за износ амортизације ове ставке. С обзиром на порески третман отписа везаног за гудвил, овај отпис нема ефеката на нето новчане токове предузећа.

2. Уколико долази до добровољног удруживања два предузећа (pooling accounting) онда се врши агрегација књиговодствене вредности два предузећа, па се премија која се плаћа изнад фер вредности не приказује у билансу стања новоформираног предузећа. Да би могао да се примени овакав рачуноводствени третман неопходно је да једно од та два предузећа није било дивизија овог другог у последње две године. Такође, као покриће ове трансакције може служити само емисија редовних акција, али не и преференцијалних. Пре извршеног мерџирања није дозвољено мењати структуру капитала, а трансакција која се обавља не сме бити од интереса само некој групи акционара, већ свима који обављају дату трансакцију.

Врло је важно обратити пажњу на рачуноводствени третман без обзира да ли он има или нема утицаја на кретање новчаних токова. Менаџери су свесни чињенице да отписи по основу амортизације гудвила умањују резултате предузећа и да је питање у којој ће мери финансијско тржиште узети у обзир постојање ове позиције. Међутим, овај проблем се може решити ако се отпис гудвила учини транспарентним, тако што ће се приказати добитак пре и после отписа гудвила. Предузеће преузимаач је често спремно да плати и већу премију преузимања од реалне, само да би се квалификовало за погоднији рачуноводствени третман, што само указује на чињеницу колико је за предузеће важан рачуноводствени третман преузимања.

Када је реч о правном третману процене вредности пословних комбинација, не постоји одређено законско решење које је у потпуности посвећено овом феномену. Требало би имати у виду да своју основу за правно регулисање процена извлачи из *Закона о приватизацији* ("Сл. гласник РС", број 38/2001) и то из члана 24. става 5.

На бази тога Влада Републике Србије донела је *Уредбу о методологији за процену вредности капитала и имовине* ("Службени гласник РС", број 45/2001). Ова Уредба дефинише методе који се могу користити за евалуацију капитала пре-

дузећа која припремају програм приватизације. Одавде произилази да нема посебног подвојања предузећа између оних која се класично продају и преузимају.

Међутим, ако пођемо од претпоставке да стварање пословних комбинација подразумева настајање новог предузећа (правног лица) и промену у висини капитала, јасно је да се овакве случајеве може применити III параграф ове уредбе – *Процена вредности капитала и имовине код синџирских промена*. Члан 21. ове Уредбе не предвиђа утврђивање доње и горње границе распона процењене вредности капитала и имовине што је различито у односу на случајеве на које се примењује I и II параграф Уредбе. Пословну комбинацију је могуће проценити по методу дисконтовања нето новчаних токова или методи ликвидационе вредности а као процењена вредност се узима већа од ове две утврђене вредности. Правна лица која врше статусну промену морају да искажу власничку структуру. Када се изврши процена вредности новоформираног предузећа неопходно је приказати биланс стања учесника статусних промена уз примену постојећих прописа везаних за рачуноводствено извештавање.

**Čedomir Gligorić, LL.M**  
**Junior Faculty Member, University of Belgrade School of Law**

## VALUATION OF AQUISITIONS AND TAKEOVERS

### Summary

*Aquisitions and takeovers are usual phenomenon in countries with developed capital markets, and become important factor in our country, too. There are many sources of motivation and reasons to make this kind of businesses: to increase the value of enterprise, to control business, to make net cash flow more stable, to rise grow rates, to provide the longer period of grow, to use operating and financial strategy, etc. The usefulness of aquisitions and takeovers can be divided between managers and employees, and it can be considered in the sense of national economy as a whole. The better efficiency of this enterprises provide the higher results and maximize the value of business. There are no considerable differences between the capital valuation of aquisitions and takeovers against other organizations. Some specific items in valuation, especially in valuing of synergy, are the reason to explain the mehanism of valuing aquisitions and takeovers.*

**Key words:** *aquisitions, takeovers, the value of control, operating synergy, financial synergy, accounting considerations, legal regulation.*