

## Vállalatértékelés a fúziókkal és felvásárlásokkal kapcsolatos döntési folyamatban

CZEHLÁR ILDIKÓ

*Az írás a fúziókkal és felvásárlásokkal kapcsolatos döntési folyamat egyetlen lépéséről számol be részletesen. Célja annak bemutatása, hogy a vállalatértékelés e folyamat talán legellentmondásosabb része: egyfelől a vállalatértékelés pénzügyi módszerei miatt roppant tárgyilagos, másfelől azonban olyan tényezők figyelembevételét is megköveteli, amelyek következtében már távolról sem nevezhető annak. A döntési folyamat rövid bemutatását követően elemzi a szerző a vállalatértékelés szakaszához kapcsolódó elméleti megfontolásokat és módszereket, majd a felvázolt gondolatokat két példával is alátámasztja. Ezek alapján belátható, hogy a szakértelmet, időt és gyakorlatot igénylő döntési folyamat igen összetett, s az adott ügylet szempontjából minden egyes szakasz – így a vállalatértékelés szakasza is – kulcsfontosságú lehet.\**

### Bevezető gondolatok

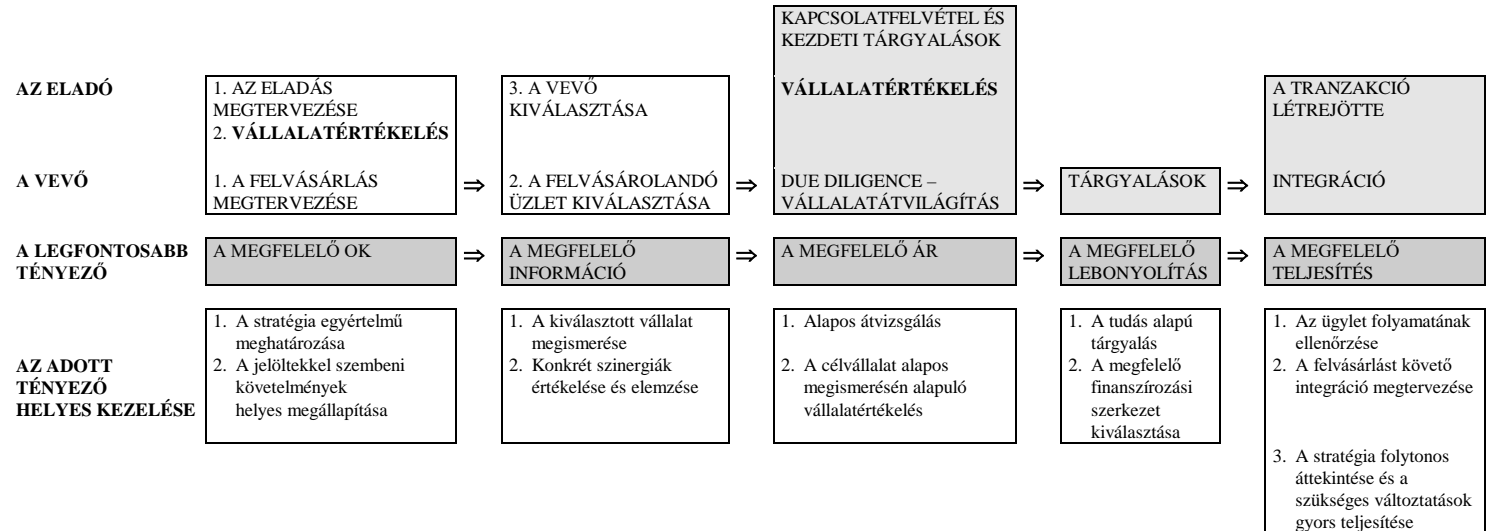
Ma már nem tekinthető olyan világgazdasági jelenségnek a fúziós és felvásárlási hullám, amely egyáltalán nem érinti Magyarországot. A gazdasági nagyhatalmak – az Európai Unió, az Egyesült Államok és Japán – vállalatai a globális méretű gazdasági versenyben akarják az ilyen tranzakciók nyújtotta előnyöket kihasználni, Magyarországon ezzel szemben az egyre erősödő vállalatok versenyképességüket azzal a céllal próbálják ily módon növelni, hogy regionális szinten jelentős gazdasági szereplőkké váljanak és felkészüljenek a közelgő uniós csatlakozásra.

A jelenség fontosságát számok is megerősítik. Az Európát érintő tranzakciók száma 1998-ban megközelítette a 7000-et, a tranzakciók értéke 1995 és 1998 között több mint kétszeresére emelkedett, meghaladva a 497 milliárd dollárt – a tranzakciók átlagos értéke körülbelül 73 millió dollár. Magyarországon szintén folyamatosan emelkedik mind a tranzakciók száma, mind a tranzakciók értéke, noha a piac az európai adatokkal összevetve igen kicsinek bizonyul. 1996 és 1999 között a tranzakciók száma közel

\* A cikk *Czehlár Ildikó*: Decision-making on mergers and acquisitions – why and how advisors can help in transactions című szakdolgozata alapján készült.

Czehlár Ildikó közgazdász.

### A döntési folyamat és a tranzakció sikerének szempontjából kulcsfontosságú tényezők



*Forrás:* Az Acquisitions Monthly Conference 1997 és *Pearson, Barrie* [1995] alapján saját összeállítás.

háromszorosára emelkedett, és 2000 végére eléri a körülbelül 250-et. Az előrejelzések szerint az átlagos tranzakció értéke 17 millió dollár is lehet.<sup>1</sup>

## A döntési folyamat – hol rejtőzhet a siker kulcsa?

Az adott vállalat számára döntő jelentőségű, hogy a döntési folyamat minden egyes szakasza megfeleljen a stratégiában megfogalmazott céloknak és elképzeléseknek. Egyfelől a stratégiával való mindenkori megfelelés a siker kulcsa, másfelől azonban az, valóban helyesen ítéljük-e meg a vállalat helyzetét akkor, amikor fúzió, felvásárlás vagy éppen az eladás mentén alakítjuk ki a vállalati stratégiát.

A döntési folyamat a következő szakaszokat öleli fel: tervezés, a megfelelő tranzakciós partner kiválasztása, kapcsolatfelvétel és a kezdeti tárgyalások, vállalatértékelés, due diligence-átvilágítás, végső tárgyalások (amelynek keretében születik döntés a vételárról is), a tranzakció létrejötte és a vállalatok integrálása. Az 1. ábra felvázolja, hogy melyek lehetnek azok a legfontosabb szempontok, amelyeket az egyes lépések kapcsán figyelembe kell venni.

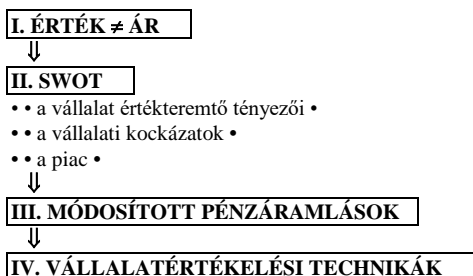
Az 1. ábra rámutat arra is, hogy a döntési folyamaton belül a vállalatértékelés szakasza attól is függ, hogy ki végzi az értékelést. A vevő és az eladó különböző módon értékeli az adott vállalatot (amely vállalat természetesen az eladó vállalata), és ezt az értékelést a döntési folyamat különböző szakaszában végzi el, a következőkben részletezett okok miatt.

## A vállalatértékelés

A vállalatértékelés folyamatának bemutatásakor a 2. ábra gondolatmenetét követem. A gondolatmenet egyes lépései az általánostól a konkrét megközelítési szempontokig mutatják be a folyamatot, egészen a tranzakciók értékelésekor leggyakrabban használt két értékelési technikáig.

### 2. ábra

#### Vállalatértékelés



Forrás: Pearson, Barrie [1995] alapján saját összeállítás.

<sup>1</sup> Az adatok forrása: az IFR Securities Data által közölt adatok – *Acquisitions Monthly*, 1999. február, 76. oldal; valamint a Vállalatfelvásárlások és egyesülések Közép-Európában, 1997–1998. PwC.

A vállalatértékelés a döntési folyamat során a végső tárgyalások szakaszának alapját képezheti, segítheti a tárgyalási technika kialakítását, hiszen iránymutatást nyújt abban a tekintetben, hogy mekkora legyen a maximális vételár egy felvásárlás esetében és abban, hogy mekkora legyen a minimális eladási ár egy eladás esetében. Az érték nem feltétlenül azonos a vételárral, hiszen a vételár azt az összeget tükrözi, amit a szerződő fél kész kifizetni a vállalatért. Részletesebben megfogalmazva azt mondhatjuk, hogy a vételár kifejezi, hogy

- mekkora értéket képvisel a vállalat a szerződő feleknek;
- a potenciális vevő számára milyen források állnak rendelkezésre;
- a potenciális vevő számára mennyire fontos a tranzakció;
- a potenciális vevő mennyire kockázatérzékeny;
- az eladó más potenciális vevővel is kapcsolatban áll-e.

A *vállalatértékelés* tehát nemcsak azt jelenti, hogy a vállalatok valamelyik pénzügyi számítási technikát alkalmazva határozzák meg a vállalat számszerű értékét, hanem azt is, hogy bizonyos tényezők figyelembevételével a felek módosítják ezt a számot, és így határozzák meg az árat. Azt a tényt tehát, hogy létezik különbség érték és ár között, a vállalatértékelés során mindig szem előtt kell tartani.

A következőkben először sorra vesszük azokat a tényezőket, amelyeket figyelembe kell venni a vételár meghatározásánál, majd ismertetem a tranzakciók esetében leggyakrabban használt két értékelési technikát.

### *Három további terület*

A fent említett alapvető fontosságú tényből következik, hogy a vállalatértékelés valóban nem lehet pusztán számok függvénye. Az érték és az ár közötti különbség figyelembevétele mellett mind a potenciális vevőnek, mind az eladónak további három olyan területen kell elemeznie az eladó vállalatát, amelyek kvalitatív tényezőkre hívják fel a figyelmet, s amelyek jelentősen befolyásolhatják a pusztá számokat.

Ez a három terület a következő:

- a vállalat értékteremtő tényezői,
- a vállalati kockázatok,
- a piac.

E három terület vizsgálata a döntési folyamat korábbi szakaszainak keretében (tervezés, tranzakciós partner kiválasztása, kezdeti tárgyalások) elvégzett vizsgálatokhoz vezetnek vissza, hiszen nemcsak a vállalatértékelésnél, hanem már a korábbi szakaszoknál is elengedhetetlen a potenciális tranzakciós partner, illetve a saját vállalat erősségeinek, gyengeségeinek és az üzleti környezet lehetőségeinek és veszélyeinek ismerete.

– *A vállalat értékteremtő tényezői – erősségek:* amennyiben a tranzakció lehetővé teszi, hogy a felek erősségeiket integrálhassák, és ezekre építve fejlődhessenek tovább, abban az esetben az adott vállalat értékesebb lesz a potenciális vevő számára, ezért magasabb vételárat ajánlhat fel, mint különben.

– *A vállalati kockázatok – gyengeségek:* a feleknek olyan tranzakciós partnert kell keresniük, hogy lehetővé váljon számukra az, hogy gyengeségeiket a tranzakciós partner erősségei ellensúlyozhassák. Így valósul meg az olyan stratégiai megfelelés, amelynek következtében a létrejövő vállalati egység értéke magasabb lesz, mint az egyes vállalatok értékének összege.

– *A piac – az üzleti környezet lehetőségei és veszélyei:* a makrokörnyezet elemzése is fontos, hiszen a felek erősségeinek kell lehetővé tenniük az üzleti környezet lehetőség-

geinek kihasználását és veszélyeinek elhárítását; ugyanakkor a makrokörnyezet lehetőségei segíthetik a feleket abban, hogy gyengeségeiket erősségekké alakíthassák át.

### *A pénzáramlások*

Az érték és az ár közötti alapvető különbséget és az említett három területet figyelembe véve végzik el a vállalatok a vállalatértékelés következő lépését, elsősorban a pénzáramlások alapján. Az eladó saját vállalatát a rendelkezésére álló pénzáramlás- és nyereség-előrejelzések alapján értékeli, míg a potenciális vevőnek ezeket az előrejelzéseket módosítani kell. A módosítások alapjául az a tény szolgál, hogy a pénzáramlások módosulnak akkor, ha a célvállalat az új tulajdonoshoz kerül. Egyes tényezők megnövelhetik, mások csökkenthetik az előre jelzett pénzáramlást és nyereséget.

Az előre jelzett pénzáramlást és nyereséget *csökkenthetik* például a következők:

- a két vállalat dolgozói közötti esetleges munkabérszint-különbségek megszüntetése,
- a tranzakciót követően egyes képviselvek vagy gyárak bezárásának költségei,
- egy új termék bevezetésének költségei.

Az előrejelzéseket ugyanakkor *növelhetik* például a következők:

– az eszközök, a munkaerő és a telephelyek racionalizálásából és integrálásából adódó megtakarítások,

– annak a lehetősége, hogy az egyik vállalat már meglévő piacain megjelenhetnek a másik vállalat termékei és szolgáltatásai.

A vállalatértékelés folyamatát természetesen az is befolyásolja, hogy a potenciális vevő számára a tranzakció a gyors növekedés érdekében tett proaktív lépés vagy pusztán védekező reakció, annak érdekében, hogy a vállalat képes legyen lépést tartani az adott iparágban zajló folyamatokkal.

### *A vállalatértékelés technikái*

A fúziók, felvásárlások és eladások esetében talán leggyakrabban alkalmazott technika a diszkontált cash flow módszer és a „capitalised earnings basis” módszer. A következőkben arra térek ki, hogy vajon miért pont ezek a módszerek lehetnek a legalkalmasabbak arra, hogy a korábbiakban elemzett tényezőket is figyelembe véve lehetővé tegyék mind az eladó, mind a vevő számára az eladó vállalatának helyes értékelését, következésképpen a helyes ár meghatározását.

A *diszkontált cash flow technika* lehetővé teszi, hogy a pénzáramlások értékelésekor figyelembe vegyünk a pénz időértékét, a hozam/kockázat összefüggéseit. Mivel az egyes pénzáramlások meghatározásakor a vevő figyelembe tudja venni a várt szinergiák kedvező hatásait, illetve az esetleges negatív hatásokat, ez a technika segítheti a megfelelő tárgyalási pozíció kialakítását is.

Az előre jelzett és módosított pénzáramlások meghatározása után a megfelelő diszkontrátát kell kiválasztani. A diszkontráta teszi lehetővé a hozam/kockázat összefüggéseinek áttekintését. A diszkontráta, vagyis a súlyozott átlagos tőkeköltség megállapításakor azt kell figyelembe venni, hogy a hozamnak meg kell felelnie mind a tulajdonosok, mind a hitelezők igényeinek. (A vállalkozás teljes értéke = a kötelezettségek piaci értéke + a saját tőke piaci értéke.)

A „*capitalised earnings basis*” technika esetén a P/E (Price/Earnings = Ár/Eredmény) mutató nyújt lehetőséget arra, hogy az adott vállalatot, olyan értéktőzsdén jegyzett vállalattal lehessen összehasonlítani, amely:

- ugyanabban az iparágban van jelen, hasonló termékekkel foglalkozik,
- hasonló nagyságú nyereséggel rendelkezik,

- igen hasonló méretű és igen hasonló nagyságú forgalommal rendelkezik,
- nincs rendkívüli helyzetben, vagyis nem tranzakció részese és nem zajlik ellene eljárás.

A megfelelően kiválasztott értéktőzsdén jegyzett vállalat P/E mutatója azt mutatja meg, hogy az előző pénzügyi évben a részvényenkénti adózás utáni nyereség hányszorosáért kereskednek a papírral. Más szavakkal ez azt jelenti, hogy a befektetők a múltbeli adatok alapján átlag feletti növekedést várnak-e a vállalattól.

Ezt a P/E mutatót kell módosítani úgy, hogy az az eladó vállalatának értékére nyújtson információt. A módosítások százalékos formában történhetnek és többek között figyelembe vehetik azt, hogy:

- a vállalat értéktőzsdén jegyzett-e vagy nem,
- a vállalat termékei diverzifikáltak-e vagy sem,
- a vállalat mekkora adóssággal rendelkezik,
- a vállalat milyen eszközállománnyal rendelkezik.

A két különböző vállalatértékelési módszer eredményeit összevetve a tranzakciós partnerek átfogó képet kaphatnak az eladó vállalatának értékéről. Míg a *diszkontált cash flow* módszer a múltbeli adatok alapján, az adott vállalat által megállapított jövőbeli adatokat használja fel, a „*capitalised earnings basis*” módszer szintén a múltbeli adatokat használja fel az előrejelzéshez, de ezt az előrejelzést a befektetők végzik el, így azok a piaci várakozásokat tartalmazzák. A két vállalatértékelési módszer által nyújtott eredményeket kell a leendő tranzakciós partnereknek úgy módosítaniuk, hogy azok az érték és az ár közötti különbségeket és a két vállalat erősségeit, gyengeségeit, az üzleti környezet lehetőségeit és veszélyeit is magukban hordozzák.

### Vállalatértékelés – két gyakorlati példa

A bemutatandó két eset leírásához kizárólag a sajtóban megjelent információkat használtam fel.<sup>2</sup> A publikált tények segítségével elkészített elemzések és a felvázolt elmélet és a két tranzakció részletei közötti párhuzamok személyes véleményemet és értékelésemet tükrözik, nem felelnek meg tehát teljes bizonyossággal a szóban forgó négy vállalat által képviselt véleményeknek.

Franciaországban 1998 decemberében jelentették be a gyógyszeripart érintő Sanofi – Synthelabo egyesülést. A másik tranzakció 1999 szeptemberében dőlt el, a kérdés az volt, hogy ki vásárolhatja meg az Elender internetszolgáltató vállalatot Magyarországon.

#### *Sanofi – Synthelabo*

A 106,84 milliárd frank piaci értékű Sanofi és az 58,6 milliárd piaci értékű Synthelabo esetében sem tekinthető a fúzió teljes mértékben az „egyenlő felek” tranzakciójának. Az 1998 decemberében nyilvánosságra hozott tervek alapján a 10 milliárd dollár értékű tranzakciót részvénycsere keretében tervezték lebonyolítani: 13 Sanofi részvényért 10 Synthelabo részvényt adtak. Vajon lehetséges-e az – az eddigiekben felvázolt vállalatértékelési szempontok és módszerek alapján –, hogy a piaci értékből egyértelműen látható különbségen túl más is befolyásolhatta a 13:10 arányú részvénycsere tervének kialakítását.

<sup>2</sup> Ebben a részben a *Napi Gazdaságban*, a *Világ gazdaságban*, a *Budapest Business Journalban*, valamint az *Economistban* (Intelligence Unit) megjelent frásokra támaszkodtam.

Minden bizonnyal, hiszen ha pusztán a piaci értéket vesszük alapul, arra a következtetésre juthatnánk, hogy a részvéncsere aránya akár 18:10 is lehetett volna. Az a tény azonban, hogy 1998-ban a Sanofi gyógyszerforgalma 1,92 milliárd frank volt, míg a Synthelabo esetében ez elérte az 1,1 milliárd frankot, a számok terén nyújt esetleges magyarázatot – a Sanofi forgalma nagyobb volt ugyan, de mértéke nem közelítette meg a piaci érték terén elért különbözetet.

Nyilvánosságra került még egy tény, amely további magyarázattal szolgálhat. A Sanofi tervei szerint a fúzióval párhuzamosan megválnak az Yves Saint-Laurent márkát is magáénak tudható kozmetikai üzletágtól. Az ebből származó bevételt a kutatási és fejlesztési tevékenység erősítésére használják majd fel. A legtöbb tranzakció esetében megfigyelhető hasonló lépés: mindamellett, hogy a tranzakció elősegítheti az alaptervékenység esetében a méretgazdaságosság egyre növekvő előnyeinek kihasználását, sok esetben szükségszerűvé teszi egyes melléktevékenységek megszüntetését. A vállalatértékeléskor ezen lépések rövid távú költségeit és az esetleges hosszú távon jelentkező előnyöket együttesen célszerű figyelembe venni, hiszen egy ilyen lépés megváltoztatja az előre jelzett pénzáramlások mennyiségét és módosítja az adott tranzakciós partner erősségeit és gyengeségeit. Lehetséges, hogy a Sanofi esetében a kozmetikai üzletág a vállalat erősségét képezte a melléktevékenységek körében, a stratégia azonban – amelynek minden bizonnyal szerves része az egyesülés, és ebből következően a főtevékenységre történő összpontosítás – szükségessé tette azt a lépést, hogy a kozmetikai üzletág megszűnéséből jelentkező rövid távú hátrányt a vállalat a kutatás és fejlesztés javára fordítsa úgy, hogy az hosszú távon erősséget jelenthessen a már újonnan létező vállalati egységeknek.

Ezek a szempontok mind szerepet játszhattak a részvéncsere arányainak megállapításakor, főleg akkor gondolhatjuk ezt így, ha figyelembe vesszük azt a tény, hogy a gyógyszeriparban egyre inkább kulcsfontosságú a méretgazdaságosság kihasználásának lehetősége abban az egyre erősödő versenyben, ahol a kutatás és fejlesztés a versenyképesség másik motorja.

*Elender – PSINet*

Az 1999 szeptemberében létrejövő tranzakciót megelőzően az Elender internetszolgáltató egyharmada már külföldi befektetők kezében volt, a többségi tulajdon azonban három magyar magánszemély kezében összpontosult.

A fúzióval és felvásárlásokkal kapcsolatos döntési folyamat és a vállalatértékelés szakaszának már felvázolt lépései és összefüggései már elméletben rámutattak arra, hogy bár a vállalatértékelés a folyamat egyik sarokköve, az egyes szakaszok szervesen összefüggenek, és a tranzakció sikeréhez az egyes szakaszok megfelelő kivitelezése elengedhetetlen.

A tranzakció esetében csak a körülbelüli vételár került nyilvánosságra: 32 millió dollár. A nemzetközi piacok tapasztalatai alapján megállapítható előfizetőkénti lehetséges vételár 1200–1800 dollár. A következőkben arra teszünk kísérletet, hogy az Elenderről nyilvánosságra hozott információk alapján megítéljem, a PSINet mint felvásárló vajon milyen szempontok figyelembevételével ajánlhatta fel az említett körülbelüli vételárat.

A PSINet stratégiájának megfelelően a világ húsz legnagyobb piacán igyekszik elősorban megjelenni, és emellett figyeli a fejlődő országok nyújtotta lehetőségeket. Ebben a fejlődő iparágban a versenyképesség kulcsa az, hogy az adott vállalatnak minél több előfizetője legyen, és minél több piacon tudjon megjelenni. A vállalatok nem nyereségre törekzenek, hanem a versenyben maradásra. A PSINet-nek tehát igen fontos

lehetett (noha nem elsődleges stratégiai cél) a magyar piacon való megjelenés, amely piac a sajtóban megjelent információk alapján a vállalat szerint Közép-Kelet-Európában a legfejlettebb.

Annak ellenére, hogy a magyar piac viszonylag kicsi, az Elender – mint az egyetlen többségi magyar tulajdonban lévő internetszolgáltató vállalat – felvásárlásával a PSINet a régióban stabil jelenléthez jutott. A régiós jelenlét, illetve az a tény, hogy az Elender országos lefedettséggel rendelkezett, magában rejti a növekedés (bár ez a piac méretei miatt Magyarországon korlátozott) lehetőségét. Ezt a számok is alátámasztják. Az Elender előfizetőinek száma az 1999. szeptemberi adatok szerint 26 000, a Sulinet programon keresztül azonban eljut 158 iskolához, vagyis 200 000 tanárhoz és diákhöz. A második legnagyobb internetszolgáltató tehát 28 százalékos részesedéssel rendelkezik a piacon, és a 200 000 tanár és diák potenciális előfizetők lehetnek a jövőben. A vállalat forgalma 1998-ban elérte a 2 milliárd forintot (körülbelül 8,2 millió dollár), az előrejelzések 1999-re 4 milliárd forintot (körülbelül 16,4 millió dollár) terveztek.

Az adatok alapján tehát azt mondhatjuk, hogy a PSINet növekedési stratégiájának megfelelnek az Elender erősségei és a gazdasági környezet lehetőségei. A lehetséges vételár megítéléséhez szükséges figyelembe vennünk azt is, hogy a PSINet tervei között 20-25 millió dollárnyi befektetés és létszámbővítés is szerepel, s ezek mindenképpen az Elender számára jelenthettek stratégiai megfelelést. Ezek ellensúlyozhatták azt a tényt, hogy a vételár az előfizetőnkénti 1200 dolláros alsó határhoz esik közelebb.

Nem szabad elfelejtenünk azonban a következőket sem: noha az Elender és a PSINet erősségei stratégiai megfelelést mutatnak, a vételár kialakításában mindenképpen szerepet játszhattak a környezet korlátozott lehetőségei, és természetesen az ipar kedvezőtlennek minősíthető sajátosságai.

## **Befejező gondolatok**

A felvázolt két példa is alátámasztja azokat a gondolatokat, hogy a vállalatértékelés folyamata valóban nemcsak a pusztán számok függvénye, hanem szerteágazó kvalitatív elemzést is igényel: a vállalatok erősségeinek és gyengeségeinek, a piaci környezet veszélyeinek és lehetőségeinek, a várható és módosított pénzáramlásoknak a figyelembevételével alakul ki a vállalatértékelési technikák eredményeként létrejött értéken alapuló vételár. Az elemzésnek továbbá összhangban kell állnia a tranzakcióval kapcsolatos döntési folyamat egyes szakaszaival annak érdekében, hogy a tranzakciós partnerek valóban stratégiai elképzeléseiknek megfelelő ügyletet hozzanak létre. A vállalatértékelési szakasz a döntési folyamat egyik olyan lépése, amely a vállalatvezetés és a befektetők számára valószínűleg a legfontosabb szempontok megvitatására ad lehetőséget. Látnunk kell az eddigiek alapján azt, hogy a döntési folyamatban a vállalatértékelést megelőző szakaszok az előkészítés szakaszai, azaz elősegítik a stratégiai megfelelés és a tárgyalási pozíciók kialakítását is mindkét tranzakciós partner számára. A vállalatértékelést követő szakaszok már a részletek kidolgozását jelentik. A folyamat ezen részében talán a tranzakciót követő integráció a legfontosabb szakasz, amelyet szintén alapos előkészítési munka kellene, hogy megelőzzön a korábbi szakaszok keretén belül. Mivel az integráció a munkavállalók és a makrogazdasági környezet érdekeire hívják fel a figyelmet, remélhetőleg egyre több vállalat esetében játszik az integráció a vállalatvezetés és a befektetők érdekeire összpontosító vállalatértékeléshez hasonlóan fontos szerepet.

#### Felhasznált irodalom

- Acquisitions Monthly* [1999a]: Valuations: Never Merely a Calculation. Január, 91–92. o.
- Acquisitions Monthly* [1999b]: From Deal to Delivery – Post Merger Integration. Augusztus, 29–30. o.
- Acquisitions Monthly* [1999c]: Leaner and Fitter – but Still Need a Coach. Április, 82–86. o.  
The Acquisitions Monthly Conference on Strategies for Selling and Buying a Company, 9–10. July, 1997.
- Budapest Business Journal* [1999]: Elender Sold to American Firm. Szeptember 20.
- Czehlár Ildikó* [1999]: Decision-making on mergers and acquisitions – why and how advisors can help in transactions. BGF–KKF, Budapest és University of Lincolnshire and Humberside, Hull, England, diplomadolgozat.
- Economist Intelligence Unit* [1999]: American Based PSINet Acquires Elender. Október 13.
- Gabriel, C.* [1998]: How to Sell Your Business and Get What You Want. Gwent Press Inc.
- Napi Gazdaság* [1999a]: Az Elender új tulajdonosa 25 millió dolláros fejlesztésbe kezd. Szeptember 16.
- Napi Gazdaság* [1999b]: Már csak öten versenyeznek az Elenderért. Július 20.
- Pearson, Barrie* [1995]: How to Buy and Sell a Business. Director Books.
- Rock, M. L.* [1994]: The Merger and Acquisition Handbook. McGrawHill.
- Világgazdaság* [1998]: Sanofi – Synthélabo egyesülés. December 4.