



Złożenie pracy online: 2011-12-06 21:18:30 Kod pracy: 6540

Anna Smoleń
(nr albumu: 17983*Z/LIC)

Praca licencjacka

**Analiza procesów M & A na rynku FMCG na przykładzie transakcji
przejęcia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble**

**Analysis of M & A processes for the FMCG market on the example of
Procter & Gamble acquisition of The Gillette Company**

Wydział: Przedsiębiorczości i Zarządzania

Kierunek: Zarządzanie

Specjalność: zarządzanie biznesem

Promotor: dr Wiktor Cwynar

ABSTRAKT

Niniejsza praca jest poświęcona zagadnieniom fuzji i przejęć na rynku FMCG. Cel badawczy autora stanowiło poznanie przesłanek, korzyści oraz skutków największej w historii transakcji nabycia w branży FMCG- przejęcia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble. Szeroko opisany został kontekst rynkowy, w którym działały oba przedsiębiorstwa. Analizy przeprowadzono w oparciu o literaturę naukową, artykuły prasowe, roczne raporty obu spółek oraz studia przypadków opisujące transakcję. Autor wnioskuje, że przejęcie Gillette było częściowo stymulowane przez zmiany zachodzące w branży FMCG. Pozytywnie zweryfikował motywy transakcji po stronie nabywcy i sprzedawcy oraz stwierdził, że była on opłacalna i uzasadniona ekonomicznie. Potwierdzono też wpływ transakcji na zmiany w branży FMCG i podmioty w niej działające.

Słowa kluczowe: rynek FMCG, fuzje i przejęcia, efektywność fuzji, Procter & Gamble, Gillette

ABSTRACT

This Bachelor Thesis describes various aspects of mergers and acquisitions on Fast Moving Consumer Goods Industry market. The author's main objective was to define premises, advantages and results of the biggest takeover transaction in FMCG sector, which was the Procter & Gamble acquisition of Gillette. The stress was put on the specificity of the market both companies operated in. Analysis were based on scientific literature, articles in review journals, Internet news, companies' annual reports and cases. Author has concluded that the acquisition of Gillette was partly stimulated by the major changes in FMCG sector. The reasons for the transaction were defined for both parties and verified positively. The transaction was proved to be profitable and beneficial for the consolidated company. Finally, it had also an impact on the situation in FMCG sector and its parties.

SPIS TREŚCI

ABSTRAKT	3
SPIS TREŚCI.....	4
WSTĘP	6
ROZDZIAŁ 1. ISTOTA FUZJI I PRZEJĘĆ	8
1.1. Możliwe strategie wzrostu przedsiębiorstwa.....	8
1.2. Formy nabycia przedsiębiorstwa	13
1.2.1. Definicje fuzji i przejęcia	13
1.3. Klasyfikacja fuzji i przejęć	17
1.4. Motywy fuzji i przejęć przedsiębiorstw	20
1.4.1. Motywy nabywcy	21
1.4.2. Motywy sprzedawcy	25
ROZDZIAŁ 2. ANALIZA OPLACALNOŚCI FUZJI I PRZEJĘĆ.....	28
2.1. Kryterium opłacalności nabycia.....	28
2.2. Metody wyceny nabywanego przedsiębiorstwa.....	30
2.3. Efekt synergii	39
2.4. Efektywność fuzji i przejęć w świetle badań empirycznych.....	44
ROZDZIAŁ 3. PROCESY M&A NA RYNKU FMCG.....	50
3.1. Rozwój fuzji i przejęć w Polsce i na świecie.....	50
3.2. Charakterystyka rynku FMCG	60
3.3. Procesy M&A wśród producentów branży FMCG	62
ROZDZIAŁ 4. ANALIZA TRANSAKCJI NABYCIA FIRMY GILLETTE PRZEZ KONCERN PROCTER & GAMBLE.....	68
4.1. Założenia metodologiczne	68
4.2. Historia oraz charakterystyka porównawcza Gillette oraz P&G	70
4.3. Zmiany w branży jako stymulator konsolidacji producentów FMCG	76
4.4. Motywy transakcji	78
4.5. Opłacalność nabycia i efekty synergiczne	83
4.6. Wpływ transakcji na kształt branży FMCG	87

PODSUMOWANIE	91
SPIS TABEL I RYSUNKÓW	96
SPIS LITERATURY	99
SPIS ADRESÓW STRON INTERNETOWYCH	101

WSTĘP

Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw są jednymi z najważniejszych zjawisk gospodarczych współczesnego świata. W dobie globalizacji występują na skalę nigdy dotąd wcześniej niepotykaną. Są nie tylko elementem strategii wzrostu przedsiębiorstwa, ale miały ogromny wpływ na to, w jaki sposób kształtowały się poszczególne gałęzie światowej gospodarki. Współcześnie, jednym z najbardziej aktywnych sektorów pod względem konsolidacji działających w nim podmiotów jest branża dóbr szybkozbywalnych.

Tematyka niniejszej pracy obejmuje zagadnienia z obszaru procesów M&A na rynku FMCG. Głównym celem badawczym autora jest poznanie przesłanek, korzyści oraz skutków największej w historii transakcji nabycia w branży FMCG- przejęcia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble. Praca ma również dostarczyć odpowiedzi na szczegółowe problemy badawcze postawione przez autora:

- 1) Jakie były motywy przejęcia Gillette przez Procter & Gamble?
- 2) Jakie zjawiska w branży FMCG przemawiały za podjęciem decyzji o połączeniu?
- 3) Czy przejęcie było uzasadnione ekonomicznie i doprowadziło do wzrostu wartości przedsiębiorstwa?
- 4) Jakie korzyści synergii wynikały z połączenia obu podmiotów?
- 5) Jakie skutki dla sektora i konkurentów wywołała transakcja nabycia Gillette przez P&G?

Niniejsze opracowanie składa się z czterech rozdziałów. Pierwsze trzy traktują o zagadnieniach teoretycznych, natomiast ostatnia część ma charakter analizy empirycznej.

Rozdział pierwszy poświęcony jest rozważaniom teoretycznym na temat fuzji i przejęć. Opisano je w kontekście możliwych strategii wzrostu, jakie może przyjąć przedsiębiorstwo. Przedstawiono różne sposoby klasyfikacji form nabycia przedsiębiorstw występujące w literaturze przedmiotu. Opisano również motywy transakcji fuzji i przejęć po stronie sprzedawcy i nabywcy.

W dalszej części pracy zdefiniowano warunki, jakie muszą zaistnieć, aby nabycie było opłacalne. Omówiono sposoby wyceny przedsiębiorstw stosowane przy transakcjach fuzji i przejęć. Dokładnie opisano efekty synergiczne i ich rodzaje w kontekście nabycia przedsiębiorstw. Ponadto zanalizowano badania empiryczne dotyczące efektywności tych transakcji.

Rozdział III poświęcono omówieniu tematu procesów M&A na rynku FMCG. Składają się na to opis przebiegu procesu rozwoju fuzji i przejęć w Polsce i na świecie, charakterystyka rynku dóbr szybkozbywalnych oraz analiza procesów konsolidacji wśród producentów branży FMCG.

Ostatnia, czwarta część pracy jest analizą transakcji przejęcia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble. Zawiera historię i charakterystykę obu firm ze szczególnym uwzględnieniem okresu przed realizacją transakcji. Dokonano próby zidentyfikowania czynników, które stymulują proces konsolidacji producentów branż FMCG oraz motywów, jakimi kierowały się Gillette oraz P&G w decyzji o połączeniu. Następnie zanalizowano korzyści synergiczne płynące z nabycia Gillette oraz określono wpływ transakcji na branżę FMCG oraz podmioty w niej działające.

Pracę kończy podsumowanie i spis publikacji, z których korzystano w trakcie opracowania tematu.

ROZDZIAŁ 1. ISTOTA FUZZJI I PRZEJĘĆ

1.1. Możliwe strategie wzrostu przedsiębiorstwa

Podstawowym celem istnienia i funkcjonowania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, aby w ten sposób generować większe zyski i powiększać bogactwo właścicieli. Realizacja tego celu jest możliwa tylko poprzez nieustanny rozwój i wzrost przedsiębiorstwa. Rozwój przedsiębiorstwa jest kategorią jakościową i następuje m.in. poprzez wprowadzanie innowacji produktowych, procesowych, strukturalnych oraz w dziedzinie organizacji i zarządzania. Wzrost jest natomiast pojęciem ilościowym i odzwierciedla się w zwiększeniu zasobów przedsiębiorstwa, udziału w rynku oraz zwiększeniu skali działania i jej dywersyfikacji¹. Wobec ogólnych tendencji wzrostowych w gospodarce, przedsiębiorstwo musi wzrastać co najmniej w tym samym tempie jak rynek na którym działa, aby na nim przetrwać. W przeciwnym razie jego udział rynkowy będzie się zmniejszał, aż w końcu zostanie z niego wyeliminowane. Wzrost jest zatem kluczowym czynnikiem sukcesu przedsiębiorstwa. To, w jaki sposób zostanie osiągnięty, zależy od tego jaką strategię wzrostu przyjmie przedsiębiorstwo. Istnieją dwie, podstawowe ścieżki ekspansji:

- wzrost wewnętrzny
- wzrost zewnętrzny

Wzrost wewnętrzny(endogeniczny) polega na stopniowym rozszerzaniu działalności przedsiębiorstwa i budowaniu jego potencjału w oparciu o zasoby wytworzone jako efekt własnych działań gospodarczych. Tworzenie nowych zdolności produkcyjnych, przerobowych oraz usługowych następuje poprzez inwestycje rzeczowe, które są finansowane kapitałem własnym lub długiem. Przedsiębiorstwo może inwestować w zasoby rzeczowe, ludzkie, finansowe, markę, wiedzę, relację czy kulturę. Wzrost ten może następować w ramach dotychczasowych struktur przedsiębiorstwa lub budowanych- najczęściej od podstawowych jednostek gospodarczych, czyli filii. Ponadto, wzrost organiczny obejmuje także działania racjonalizujące, które mają na celu harmonizację działalności przedsiębiorstwa oraz zwiększenie efektywności wykorzystania jego potencjału. Ta strategia ma jednak zarówno swoje wady jak i zalety. Z jednej strony, aby zbudować własną sieć dystrybucyjną , rozwinąć marketing, uzyskać wszystkie konieczne pozwolenia, atesty czy licencje, a następnie

¹ P. Szczepankowski, Fuzje i przejęcia: techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 21.

produkować na opłacalną skalę, potrzebne są wysokie nakłady inwestycyjne. Ich wielkość i dostępność stanowi poważną barierę na drodze ku wzrostowi wewnętrznemu dla wielu przedsiębiorstw. Z drugiej strony, budowanie własnych jednostek i filii gwarantuje, że będą one lepiej dopasowane do całego przedsiębiorstwa, a kierunek działań pozostanie adekwatny do rozwoju sytuacji w sektorach rynkowych.

Alternatywą dla wzrostu wewnętrznego jest realizacja działań w ramach strategii wzrostu na zewnątrz przedsiębiorstwa. Owe działania przejawiają się w różnych formach współdziałania z innymi przedsiębiorstwami w otoczeniu zewnętrznym danej jednostki gospodarczej. Przedsiębiorstwa mogą uczestniczyć w kooperacyjnych formach współdziałania, które mają doprowadzić do efektywniejszego wykorzystania ich potencjału i zasobów. Mogą się również zdecydować na jedną z form powiązania własności poprzez wykupienie kontrolnego pakietu akcji innej spółki bądź połączenie z innym przedsiębiorstwem². Działania w ramach wzrostu zewnętrznego(egzogenicznego) mają na celu zapewnić przedsiębiorstwu szybki wzrost jego siły rynkowej oraz pozycji konkurencyjnej, a więc skokowy wzrost jego potencjału i wartości. Ta strategia ma jednak swoje wady. Firma nabywająca może spotkać się z oporem czy wręcz przeciwdziałaniami przedsiębiorstwa, które chce nabyć. Nawet jeśli sama transakcja zakupu została sfinalizowana z sukcesem, ciągle nie gwarantuje to powodzenia całego procesu nabycia. Bardzo istotne są trudności napotymane po etapie zakupu, w fazie integracji spółek. Każda był bowiem zarządzana w inny sposób i działała w różnych strukturach.

Do najczęstszych i najbardziej spektakularnych metod realizacji zewnętrznych strategii wzrostu należą fuzje i przejęcia oraz alianse strategiczne. Zamiast stopniowo budować potencjał firmy od wewnątrz, przedsiębiorstwo może zapewnić sobie wzrost skokowy poprzez połączenie z inną spółką(fuzja), jej wcielenie(przejęcie) lub współdziałanie ze swoimi konkurentami(alianse)³. Choć transakcje te od dawna były znane na rynku(pierwsze transakcje fuzji i przejęć pojawiły się na przełomie XIX/XX wieku⁴) to w obecnych czasach można zaobserwować wyjątkowe nasilenie tych procesów, zwiększenie ich liczby oraz wartości. Fuzje i przejęcia tworzą jedną grupę transakcji, która w literaturze określana jest jako formy łączenia się przedsiębiorstw lub formy nabycia przedsiębiorstw. Zagadnienia z nimi związane zostaną szerzej zaprezentowane w kolejnych rozdziałach

² W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 19.

³ M. Marcinkowska, Kształtowanie wartości firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 169.

⁴ A. Zygula, Fuzje i przejęcia a strategia wzrostu przedsiębiorstwa [w:] Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2003, s. 119-123.

niniejszego opracowania. Alianse strategiczne są natomiast definiowane jako forma współdziałania konkurujących ze sobą przedsiębiorstw⁵. Firmy działające i konkurujące na tym samym rynku tworzą związek o długotrwałym charakterze, którego celem jest realizacja wspólnego przedsięwzięcia. W ten sposób dążą do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej na rynku. Innym powodem zawierania aliansów jest to, aby w efekcie doprowadzić do fuzji współdziałających ze sobą od dłuższego czasu przedsiębiorstw. Najczęściej są jednak traktowane jako alternatywa wobec fuzji i przejęć, ponieważ nie występuje wówczas prawdopodobieństwo pojawienia się problemów z integracją dwóch podmiotów w jedną całość.

W zależności od tego, jak swoje cele zdefiniowało przedsiębiorstwo, powinno ono wybrać taką strategię wzrostu, która zapewni najlepszą realizację tych celów. Każda z nich ma swoje wady i zalety. Nie w każdej sytuacji da się też zastosować obie strategie. Przedsiębiorstwa, które planują ekspansję w nowym regionie geograficznym, osiągną ten cel szybciej i przy znacznie mniejszym ryzyku niepowodzenia tylko wtedy, jeśli zdecydują się na strategię wzrostu zewnętrznego poprzez nabycie innej spółki już działającej na tym rynku. Wzrost wewnętrzny jest bowiem procesem powolnym oraz niepewnym⁶. Na decyzję o wyborze właściwej drogi ekspansji mają wpływ zarówno czynniki o charakterze obiektywnym jak i subiektywnym. Literatura dotycząca fuzji i przejęć jest zgodna co do ich podziału na 4 grupy⁷:

- cechy sektorowe
- skłonność przedsiębiorstw do wzrostu zewnętrznego
- względy taktyczne
- rynkowa dostępność aktywów

Pierwsza grupa czynników odnosi się do charakterystyki sektora, w którym przedsiębiorstwo działa bądź chciałoby podjąć działalność. W dziedzinach dojrzałych generowane są spore nadwyżki finansowe, które można efektywnie zagospodarować poprzez zewnętrzny rozrost firmy i nabycia innych jednostek. Istotną cechą jest także wysokość i znaczenie barier wejścia: technologicznych, kompetencyjnych czy formalno-prawnych⁸. W

⁵ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 28.

⁶ A. Herdan, L. Antolak, *Przejęcia przedsiębiorstw: teoria i praktyka*, Księgarnia Akademicka, Kraków 2005, s. 31.

⁷ Strategor(pseud.), *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1999, s. cyt. za: A. Herdan, *Przejęcia przedsiębiorstw: teoria i praktyka*, Księgarnia Akademicka, Kraków 2005, s. 32.

⁸ M. Lewandowski, op. cit., s. 73.

tym wypadku jedyną możliwą drogą wejścia do sektora jest zastosowanie strategii wzrostu zewnętrznego.

Skłonność przedsiębiorstwa do wzrostu egzogenicznego zależy od jego kompetencji oraz nastawienia kierownictwa. Przedsiębiorstwa posiadają najczęściej doświadczenie wynikające z realizacji inwestycji wewnątrz firmy. Zdecydowanie rzadziej jest to doświadczenie w zakresie nabywania innych jednostek na rynku. Jeszcze niedawno dotyczyło to przede wszystkim firm przemysłowych, ponieważ skupiały się głównie na działalności operacyjnej. Obecnie również i one dążą do zdobywania wiedzy potrzebnej w realizacji strategii wzrostu zewnętrznego. O ostatecznym wyborze strategii wzrostu decyduje kierownictwo, więc jego skłonność do ryzyka i nastawienie też grają istotną rolę.

Względy taktyczne wiążą się z długością okresu, w jakim przedsiębiorstwo chce osiągnąć swoje cele strategiczne oraz z ich parametrami. W przypadku wzrostu wewnętrznego wydłuża się nie tylko czas oczekiwania na określone rezultaty. Na zwrot inwestycji trzeba czekać nawet półtora raza dłużej niż w przypadku wzrostu zewnętrznego⁹. Jeżeli przedsiębiorstwo ustala sobie bardzo ambitne cele i chce je osiągnąć w tempie skokowym, może zrealizować swój plan tylko w ramach strategii wzrostu egzogenicznego. Wybór strategii może też zależeć od tego, jak zostaną ocenione potencjalne lub rzeczywiste zagrożenia, które stwarzają konkurenci dla pozycji przedsiębiorstwa na rynku.

Dostępność do niektórych aktywów na rynku może być bardzo utrudniona ze względu na ich ograniczony lub specjalistyczny charakter. Wówczas jedyną drogą jest nabycie przedsiębiorstwa, które jest w posiadaniu takich zasobów. W ten sposób można sobie również zapewnić dostęp do zasobów unikatowych: technologii, marki, klientów czy lokalizacji. Decyzja o wyborze strategii wzrostu przez nabycie może dodatkowo wynikać z okazji, jakie pojawiają się na rynku, np. możliwości zakupu mocno niedoszacowanego przedsiębiorstwa.

Sposób realizacji strategii wzrostu przedsiębiorstwa zależy również od tego, w jakiej fazie cyklu życia przedsiębiorstwa się ono znajduje. Faza dojrzewania charakteryzuje się wysokimi nakładami inwestycyjnymi. Na tym etapie przedsiębiorstwa nie uczestniczą w procesach nabywania rynkowych, choć dobrze prosperujące jednostki mogą już wywołać zainteresowanie potencjalnych nabywców. W fazie wzrostu firma osiąga i przekracza swój próg rentowności, ale rozwój jest tak intensywny, że skupia się ona raczej na zaspokajaniu swoich potrzeb kapitałowych. Staje się wówczas atrakcyjnym obiektem nabycia dla innych

⁹ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 23.

firm. Dopiero w fazie dojrzałości może nastąpić powolne przechodzenie od strategii wzrostu wewnętrznego do strategii wzrostu zewnętrznego. Przesłanką do zmiany strategii staje się osiąganie znacznych nadwyżek finansowych i możliwości ich efektywnego reinwestowania. Taka sytuacja utrzymuje się również w fazie spadku. Powoli zmniejsza się sprzedaż i rentowność jednostki, dlatego poszukuje ona nowych sposobów zainwestowania kapitału: w akcje, obligacje, inne firmy lub nowe produkty.

Podobny wpływ na kształt strategii wzrostu przedsiębiorstwa ma również cykl życia produktu. We wczesnych fazach życia produktu przedsiębiorstwa stają się obiektem nabyć. Natomiast w fazie dojrzałości i spadku, kiedy generowane są znaczne nadwyżki gotówki, aktywnie włączają się w procesy fuzji i przejęć na rynku dla szybszego wzrostu lub obrony dotychczasowej pozycji na rynku.

Poniższa tabela stanowi podsumowanie i porównanie dwóch strategii wzrostu, jakie może obrać przedsiębiorstwo: strategię wzrostu endogenicznego oraz strategię wzrostu egzogenicznego z podziałem na podstawowe metody realizacji tej strategii: procesy M&A¹⁰ oraz alianse strategiczne.

Tabela 1.1. Syntetyczne porównanie możliwych ścieżek wzrostu przedsiębiorstwa

	Wzrost organiczny	M&A	Alianse strategiczne
Definicja	Rozwój przedsiębiorstwa następuje wykorzystując kapitały własne i ewentualnie zadłużenie bankowe, głównie poprzez umacnianie pozycji w segmentach rynku, w których przedsiębiorstwo już funkcjonuje.	Przejęcie lub połączenie z innym przedsiębiorstwem.	Kooperacja z innym przedsiębiorstwem lub przedsiębiorstwami w celu uzyskania obopólnych korzyści rynkowych.
Kiedy?	Dobrze rozpoznany rynek/sektor. Brak presji na szybką ekspansję przedsiębiorstwa.	Nasycenie rynku Gwałtowna konsolidacja rynku. Rzadkie zasoby znajdują się w posiadaniu konkurencji. Niskie koszty finansowe. Rynek konkurencyjny.	W przypadku wchodzenia na nowy rynek Przedsiębiorstwa zawierające alians strategiczny charakteryzują się odmienną strukturą. Szybko zmieniający się, bądź rozwijający rynek.

¹⁰ Mergers & Acquisitions- z ang. fuzje i przejęcia.

Zalety	Forma rozwoju przedsiębiorstwa wymagająca mniejszych nakładów finansowych w porównaniu do innych form Przedsiębiorstwo zachowuje własną tożsamość i kulturę organizacyjną.	Szybki wzrost udziału w rynku Zdobycie stałego dostępu do zasobów i powiększenie posiadanego majątku o nowe aktywa Wykorzystanie nadarzającej się okazji rynkowej	Szybkość utworzenia aliansu Małe zaangażowanie kapitałowe stron aliansu Elastyczność działania.
Wady	Forma rozwoju przedsiębiorstwa wymagająca najdłuższego horyzontu czasowego.	Ryzyko błędnej oceny wartości przedsiębiorstwa oraz możliwość zaoferowania zbyt wysokiej ceny, niezgodnej z wartością rzeczywistą. Ryzyko pojawienia się problemów z integracją dwóch podmiotów.	Brak kontroli nad zasobami i majątkiem. Ryzyko ujawnienia informacji poufnych. Konflikt interesu pomiędzy partnerami.

Źródło: Ernst&Young, Jak zwiększyć konkurencyjność firmy na rynku UE poprzez strategię wzrostu zewnętrznego? [data odczytu: 12.09.2011]

Nie można jednoznacznie określić, która z tych dróg wzrostu jest najlepsza dla przedsiębiorstwa. To zależy od wielu zmiennych czynników i indywidualnej sytuacji firmy. Najważniejsze jest jednak to, aby wybrać taką drogę wzrostu, która zapewni realizację podstawowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest dążenie do wzrostu jego wartości.

1.2. Formy nabycia przedsiębiorstwa

1.2.1. Definicje fuzji i przejęcia

Fuzje i przejęcia należą do najbardziej rozpowszechnionych sposobów wzrostu zewnętrznego przedsiębiorstw. Najczęściej określa się je wspólnym mianem nabycia. Różnorodność tych procesów na rynku oraz trudność w zdefiniowaniu precyzyjnych kryteriów klasyfikacji sprawiają, że podział na fuzje i przejęcia jest w rzeczywistości umowny. Problematiczna staje się również kwestia nazewnictwa. W literaturze podmiotu uwidacznia się spora dowolność w stosowaniu terminów do opisanie podobnych zjawisk. W literaturze angielskiej, która jest znacznie bardziej obszerna w temacie fuzji i przejęć, na określenie tych procesów używa się ogólnego terminu *Mergers & Acquisition*. Często stosuje

się również pojęcia *takeover*- przejęcie, *consolidation*- konsolidacja i *buyout*- wykup¹¹. W literaturze polskiej najczęściej używa się określeń fuzje i przejęcia, rzadziej nabycia. W niektórych opracowaniach całość tych procesów nazywa się terminem „łączenia przedsiębiorstw” z podziałem na fuzje statutowe, zjednoczeniowe oraz fuzje firm zależnych finansowo¹². W polskim języku ekonomicznym wiele kwestii dotyczących stosowanej terminologii nie zostało jeszcze rozstrzygniętych. Istnieje potrzeba przypisania konkretnym zjawiskom i procesom jednoznacznych określeń. O ile pojęcie *merger*(fuzja) powszechnie utożsamia się z łączeniem, o tyle różnica w przekładzie pojęć *acquiistion*(akwizycja) i *takeover*(przejęcie) nie jest już oczywista. W języku angielskim obu pojęć używa się zamiennie na określenie transakcji przejęcia, natomiast w Polsce akwizycja kojarzona jest raczej z działalnością handlową.

Wobec potrzeby przyjęcia jednolitego nazewnictwa oraz usystematyzowania procesów integracji przedsiębiorstw, Waldemar Frąckowiak proponuje podział na dwie odmienne techniki integracji¹³(rys. 1.1):

- połączenie lub łączenie się przedsiębiorstw
- przejęcia

Znaczenie słowa fuzja jest definiowane jako połączenie się, zjednoczenie bądź zlanie stronnictw, przedsiębiorstw, spółek akcyjnych¹⁴. Jest to forma współpracy między konkurentami, producentami, dostawcami lub klientami, którzy połączyli swoje zasoby oraz umiejętności, by wspólnie prowadzić określone przedsięwzięcie lub pewien rodzaj działalności. Dochodzi do niej wówczas, kiedy dwa niezależne przedsiębiorstwa zawierają umowę w wyniku, której tracą swoją odrębność i tworzą nową spółkę. To połączenie przedsiębiorstw może się odbyć na dwa sposoby, jakie dopuszcza kodeks spółek handlowych: połączenie przez zjednoczenie oraz połączenie przez inkorporację¹⁵. W pierwszym przypadku firmy zawiązują umowę, w wyniku której powstaje nowa jednostka gospodarcza i nowy podmiot prawny. One natomiast tracą swoją dotychczasową osobowość prawną i zostają wypisane z rejestru przedsiębiorstw. Ich majątek i kapitał zostają przeniesione do nowego przedsiębiorstwa, a dotychczasowi akcjonariusze otrzymują w zamian za swoje udziały, akcje nowej spółki. Omawianą sytuację można przedstawić w postaci: $A+B=C$. Ten rodzaj połączenia określa się mianem fuzji, czyli konsolidacji.

¹¹ A. Herdan, L. Antolak, op.cit, s.15.

¹² J. Duraj, Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, PWE, Warszawa 1997, s. 252.

¹³ W. Frąckowiak, op. cit., s. 26.

¹⁴ W. Kopaliński, Słownik wyrazów obcych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 372.

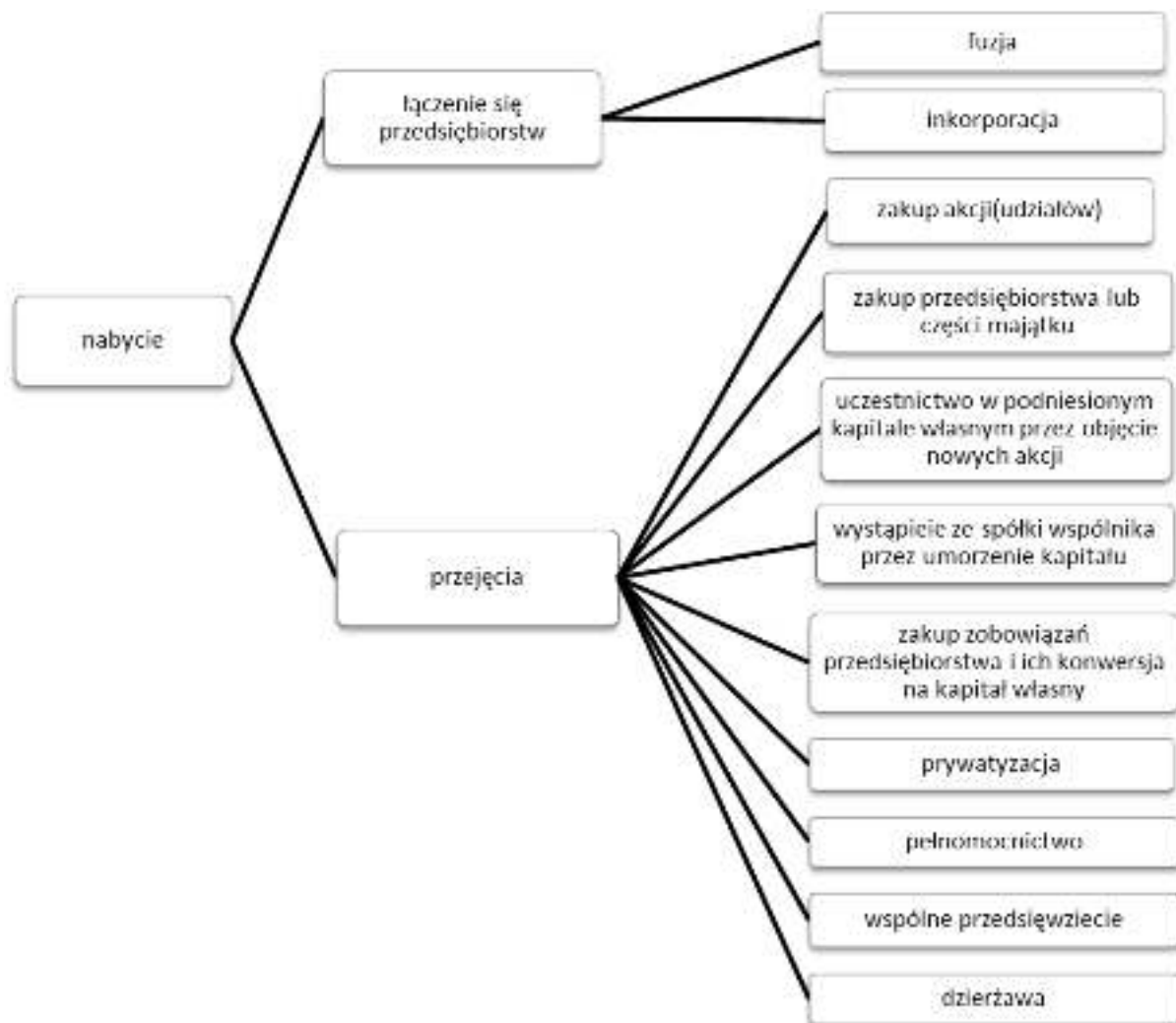
¹⁵ Art. 492 ustawy z dnia 15 września 2000, Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037).

W drugim przypadku również dochodzi do połączenia jednego lub więcej przedsiębiorstw w jeden podmiot gospodarczy, przy czym jedna ze spółek(nabywająca) zachowuje swoją osobowość prawną, a druga zostaje do niej wcielona. Akcjonariusze spółki nabytej otrzymują wówczas zapłatę za akcje swojej spółki, w postaci nowo wyemitowanych akcji spółki nabywającej. Tę sytuację można zobrazować jako $A+B=A$, gdzie A jest nabywcą, a B sprzedawcą¹⁶. Mamy wówczas do czynienia z połączeniem przez inkorporację(wcielenie).

Cechami fuzji jest to, iż najczęściej są one działaniami dobrowolnymi, podejmowanymi przez partnerów o podobnych rozmiarach, działających w tym samym sektorze rynku. W przypadku inkorporacji siły ekonomiczne nie są wyrównane, dlatego silniejszy wchłania w swoje struktury słabszy podmiot.

Przejęcie polega na tym, iż spółka przejmująca uzyskuje decydujący wpływ na spółkę przejmowaną. Transfer kontroli następuje poprzez objęcie wystarczającej liczby akcji(pakiet kontrolny), które uczynią jedną spółkę zależną od drugiej. We najnowszej literaturze zwraca się uwagę na to, że posiadanie 51% głosów nie zawsze wystarczy do swobodnego decydowania o firmie. Znane są bowiem przypadki sprawowania kontroli przy mniejszej ilości posiadanych głosów. Przejęcie kontroli może nastąpić na wiele sposobów, które dokładniej prezentuje wykres 1.1. Samo sprawowanie kontroli odnosi się natomiast do działalności gospodarczej przejmowanego przedsiębiorstwa oraz kontroli nad przedsiębiorstwem. Wyjątek stanowi jedynie zakup majątku spółki, kiedy przejmujący uzyskuje kontrolę tylko nad działalnością gospodarczą, a nie samym przedsiębiorstwem. W procesie przejęcia żaden z podmiotów uczestniczących w transakcji nie traci osobowości prawnej. Ustalają się natomiast zależności pomiędzy podmiotem silniejszym(spółka przejmująca) a słabszym(podmiot przejęty). Jest to główny aspekt, jakim różnią się od siebie połączenia i przejęcia.

¹⁶ W. Frąckowiak, op. cit., s. 25.



Rysunek 1.1. Rodzaje nabycia przedsiębiorstwa (Źródło: W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 28).

Istnieją też inne różnice, które sprawiają, że fuzje i przejęcia są rozpatrywane jako odrębne zagadnienia teoretyczne. Do głównych różnic należą: odmienny sposób przygotowania i realizacji obu transakcji, dodatkowe możliwości przejęcia przedsiębiorstwa w ramach różnych form wykupów menedżerskich i pracowniczych. Ponadto fuzje dotyczą najczęściej podmiotów z tego samego sektora, natomiast w przejęciach struktura rodzajowa jest dowolna¹⁷.

¹⁷ Cz. Zajac, Społeczne i organizacyjne problemy przejęć i fuzji przedsiębiorstw, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego, Wrocław 2006, s. 47.

Z drugiej strony, granice między transakcjami jednego i drugiego typu są czasami bardzo nieostre. Często integracja przedsiębiorstw przebiega dwustopniowo. Najpierw następuje przejęcie jednego przedsiębiorstwa przez drugie, aby w dalszej perspektywie doprowadzić do sprawnej fuzji obu podmiotów. W praktyce na rynku M&A najczęściej dochodzi do przejmowania własności i transferu kontroli od jednych inwestorów do innych, nawet w przypadku typowych procesów łączenia spółek. Dlatego przejęcia traktuje się jako podstawowe formy integracji przedsiębiorstw, natomiast fuzje są traktowane jako szczególne rodzaje przejęć.

1.3. Klasyfikacja fuzji i przejęć

Różnorodność procesów fuzji i przejęć powoduje, że ich klasyfikacja ma charakter umowny, podobnie jak podział na różne formy nabycia przedsiębiorstw. Najczęściej dana transakcja jest zaliczana do kilku, różnych grup działań. W literaturze można spotkać wiele sposobów klasyfikacji tych procesów, z których jedno w większym, a inne w mniejszym stopniu wyczerpują typologię fuzji i przejęć.

Szczepankowski dokonuje osobnej klasyfikacji dla fuzji i przejęć, uznając, że są na tyle odmiennymi procesami, iż nie można ich wspólnie rozpatrywać. Poszczególne działania są dzielone na formy oraz typy. Formy opisują strukturę zjawiska, natomiast typy odpowiadają rodzajom fuzji i przejęć w ramach różnych form. Formami procesów łączenia się przedsiębiorstw są¹⁸:

- koncentracja
- koordynacja
- integracja działań przedsiębiorstw

Wyróżnia też typy łączenia się przedsiębiorstw:

- wertykalne
- horyzontalne
- produktowe
- konglomeratowe
- geograficzne

¹⁸ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 61.

W niniejszym opracowaniu zostanie głębiej omówiona klasyfikacja procesów, która jest oparta o wiele różnorodnych czynników i ma charakter przekrojowy, co pozwoli pokryć znaczą część typologii fuzji i przejęć występujących w literaturze.

Ze względu na profil działalności połączenia spółek mogą mieć formę poziomą, pionową lub koncentryczną. W połączeniu poziomym, biorą udział przedsiębiorstwa działające na tym samym rynku lub w tej samej branży, a więc bezpośrednio ze sobą konkurujące. Mogą to być dla przykładu producenci samochodów. Celem takiego połączenia jest zwiększenie udziałów na rynku, wyeliminowanie konkurencji i osiągnięcie korzyści skali. Połączenie pionowe obejmuje podmioty, które stanowią kolejne ogniwa wartości dodanej, poczynając od producenta, jego dostawcy, a kończąc na dystrybutorze i jego odbiorcach. Dzięki objęciu całego procesu technologicznego uczestnicy połączenia uzyskują korzyści synergiczne i są w stanie go kontrolować. W połączeniach konglomeratowych mogą uczestniczyć spółki z różnych branż i rynków. W związku z tym ich integracja nie jest głęboka i zachowują sporą autonomię. Najważniejsze są korzyści finansowe. W ramach konglomeratów można dodatkowo wyróżnić typ finansowy, w którym steruje się przepływem strumieni finansowych i podejmuje decyzje strategiczne w odniesieniu do wchłoniętych przedsiębiorstw oraz typ zarządczy, gdzie kładzie się nacisk na sterowanie działaniami operacyjnymi. Głównym motywem do tworzenia konglomeratów jest dywersyfikacja asortymentu produkcji i tworzenie wielobranżowych podmiotów.

Ze względu na stosunki, jakie łączą strony transakcji, możemy wyróżnić przejęcie przyjazne(*friendly takeover*) oraz wrogie(*hostile takeover*). Przejęcie przyjazne ma miejsce wówczas, kiedy zarządy obu spółek biorą pod uwagę możliwość zawarcia transakcji oraz uzgadniają wspólnie jej warunki. Następnie tak przygotowana transakcja zostaje zaakceptowana przez akcjonariuszy obu przedsiębiorstw. Z przejęciem wrogim ma się do czynienia wówczas, gdy transfer kontroli następuje wbrew woli zarządu spółki przejmowanej. Może to nastąpić albo poprzez wystosowanie bezpośredniej oferty do akcjonariuszy spółki-celu, bądź poprzez stopniowe wykupowanie akcji spółki w obrocie publicznym. Przejęcia wrogie występują rzadko i są bardzo spektakularne. Dodatkowo, w przypadku spółek publicznych wszystkie działania są jawne od momentu, kiedy dana spółka obejmie co najmniej 5% udziałów w innej spółce. Dlatego najczęściej spółki nabywające starają się o zgodę zarządu firmy przejmowanej.

W zależności od tego, jakimi motywami kierują się firmy, można wyróżnić przejęcia strategiczne i okazyjne. Przejęcia strategiczne są przejawami realizacji wcześniej

opracowanego przez spółkę planu strategicznego. Takie przejęcia mają na celu poprawienie długookresowej pozycji przedsiębiorstwa na rynku i osiągnięcie korzyści skali. Przejęcia okazyjne mają miejsce, kiedy firma zauważa na rynku szanse do nabycia niedoszacowanych aktywów, które potem będzie mogła szybko zrestrukturyzować i osiągnąć korzyści finansowe, które poprawią jej wyniki.

Podział na nabycia obronne i agresywne opiera się o kryterium celu, jaki firma chce osiągnąć poprzez połączenie. Nabycia obronne mogą być wykorzystywane jako forma obrony przed konkurencyjnym przedsiębiorstwem, jako szansa na utrzymanie się na rynku, poprzez połączenie z silniejszym ekonomicznie partnerem lub jako forma zneutralizowania niebezpiecznego konkurenta poprzez jego wchłonięcie. Nabycia agresywne są stosowane przez przedsiębiorstwa jako metoda szybkiego osiągnięcia założonych celów: zdobycia konkurencyjnej pozycji na rynku czy zwiększenia wartości dodanej¹⁹.

W zależności od tego, jaki zasięg terytorialny obejmuje połączenie możemy wyróżnić nabycia krajowe oraz nabycia międzynarodowe. Nabycia krajowe są realizowane w obrębie jednego kraju. Nabycia międzynarodowe mają charakter ponadnarodowy i wiążą się z podobnymi problemami kulturowymi, prawnymi i walutowymi. W dobie globalizacji ten rodzaj nabyć jest właściwy już nie tylko wielkim korporacjom, ale uczestniczą w ich także średnie i małe przedsiębiorstwa. Obecnie transakcje transgraniczne stanowią aż od 30 do 40% ogółu zawieranych transakcji²⁰.

W ramach samego już przejęcia można wyróżnić różne odmiany techniki wykupu przedsiębiorstwa, tzw. *buyout*²¹. Przedsiębiorstwo zostaje wówczas wykupione przez inny podmiot bądź swoich menadżerów i pracowników. Charakterystyczną cechą tych transakcji jest finansowanie ich długiem zewnętrznym pod zastaw zakupionych aktywów. Noszą wówczas nazwę wykupu wspomaganego długami *leveraged buyout* (LBO). Jeżeli przedsiębiorstwo jest przejmowane przez grupę inwestorów, w której kluczową rolę odgrywa kierownictwo nabywanej spółki, taką transakcję określa się jako *management buyout* (MBO).

Ostatnim prezentowanym sposobem klasyfikacji fuzji i przejęć będzie ciekawe ujęcie jakie można znaleźć w literaturze Szczepankowskiego, a mianowicie podział na transakcje typu²²:

¹⁹ W. Frąckowiak, op. cit., s.31.

²⁰ Ł. Komuda, Piąta fala już za nami, „BOSS Gospodarka” 2003, nr 3, s. 45.

²¹ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 97.

²² Ibidem, s. 61.

- *many-at-once*(„wszyscy na jednego”), kiedy kilka różnych firm w tym samym czasie stara się kupić ten sam podmiot, by szybko wzmocnić swoją pozycję w sektorze
- *one-at-a-time*(fuzja „jedna na jakiś czas”), która jest reakcją na zagrożenia pojawiające się w konkurencyjnym otoczeniu firmy lub wiąże się z wchłonięciem mniejszego podmiotu
- *one-by-one*(„jedna na jedną firmę”), ma miejsce w przypadku połączenia dwóch przedsiębiorstw podobnych do siebie pod względem struktury i wielkości.

W efekcie zaprezentowania różnorodnych ujęć typologii procesów nabycia, uzyskano przekrojowy przegląd różnych sposobów klasyfikacji fuzji i przejęć, jakie występują w polskiej literaturze podmiotu.

1.4. Motywy fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Motywy fuzji i przejęć należy rozpatrywać w ścisłym powiązaniu ze strategią oraz polityką, jaka została wypracowana przez zarządzających i właścicieli firm. Nadrzędnym motywem połączeń jednostek gospodarczych powinna być maksymalizacja zysku z działalności, a poprzez to podnoszenie wartości całego przedsiębiorstwa. Pozostałe motywy mają charakter pośredni i w większym bądź mniejszym stopniu wpływają na zwiększenie zysku z funkcjonowania przedsiębiorstwa. W praktyce część motywów stanowi element strategii przedsiębiorstwa, a część element strategii kariery kadry zarządzającej.

Określenie motywów nabycia oraz oczekiwanych korzyści jest bardzo istotne z punktu widzenia powodzenia transakcji. Dokładna analiza spółki-celu oraz identyfikacja szans i zagrożeń w procesie integracji przedsiębiorstwa pozwala na weryfikację motywów oraz określenie realności zakładanych korzyści. Pomoże również wybrać właściwą formę połączenia przedsiębiorstw, która zapewni jak najlepsze wykorzystanie efektu synergii, przy jak najmniejszych kosztach i ewentualnych stratach.

Motywy towarzyszące procesom M&A najczęściej rozpatruje się z punktu widzenia nabywcy oraz sprzedawcy.

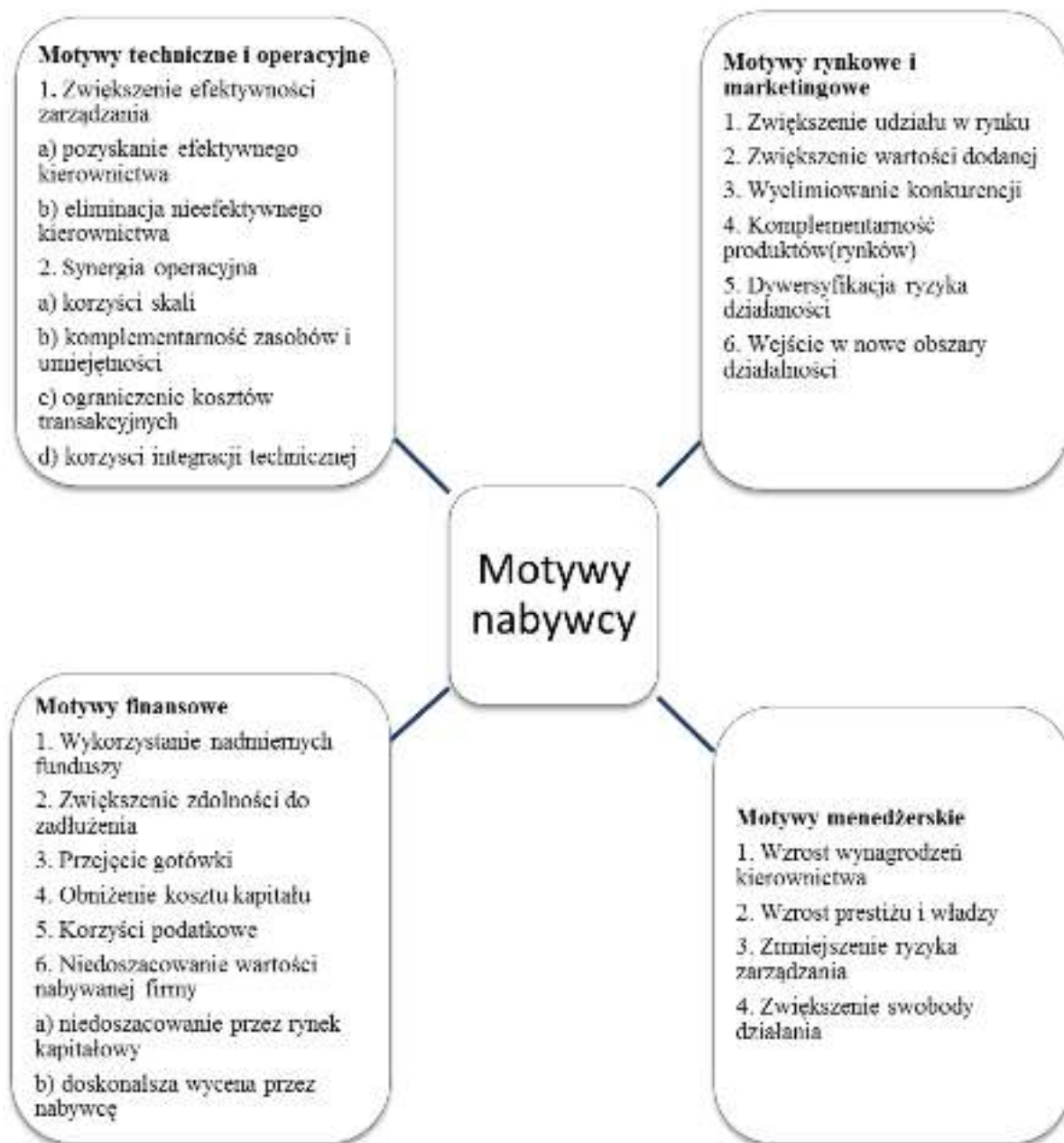
1.4.1. Motywy nabywcy

Motywy nabywcy można pogrupować w cztery kategorie²³:

- techniczne i operacyjne
- rynkowe i marketingowe
- finansowe
- menedżerskie

Dokładną klasyfikację motywów nabywcy przedstawia rysunek 1.2.

²³ W. Frąckowiak, op. cit., s. 32.



Rysunek 1.2. Motywy nabywcy w procesie fuzji lub przejęcia (Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 32-33).

Jednym z najczęstszych motywów fuzji i przejęć jest dążenie do zwiększenia operacyjnej efektywności przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo może osiągnąć ten cel realizując konkretne działania naprawcze i restrukturyzacyjne. Aby zwiększyć efektywność zarządzania, spółka nabywająca może pozbyć się zbędnych aktywów lub dokonać ich przesunięć w celu bardziej efektywnego wykorzystania, zredukować dublujące się stanowiska lub obszary działalności. Dzięki temu poprawi się rentowność połączonych firmy. Kolejnym

działaniem naprawczym może być pozyskanie z firmy nabywanej wykwalifikowanego kierownictwa oraz wyspecjalizowanych pracowników oraz wyeliminowanie tej części kadry menedżerskiej i personelu, który nie potrafił wykorzystać szans, które stały przed przedsiębiorstwem i rozbudować jego potencjału. W ten sposób również usprawni się proces zarządzania zespółoną jednostką biznesową. Najważniejszą korzyścią jest jednak uzyskanie efektu synergii²⁴ operacyjnej. W odniesieniu do połączonych przedsiębiorstw oznacza on, że dzięki połączeniu powstała dodatkowa wartość netto, która jest różnicą między wartością firmy powstałej poprzez nabycie, a sumą wartości tych podmiotów działających oddzielnie. Takie korzyści synergiczne osiąga się poprzez²⁵:

- korzyści skali
- korzyści integracji technicznej
- ograniczenie kosztów związanych z obsługą transakcji
- komplementarność zasobów i umiejętności

Grupa motywów rynkowych i marketingowych odnosi się do korzyści związanych z pozycją rynkową przedsiębiorstwa. W sytuacji połączeń pionowych, nowe podmioty zwiększają swoją siłę rynkową oraz siłę przetargową wobec dostawców i sieci handlowych. To pozwala im osiągnąć korzyści skali w wyniku masowych dostaw, a także skutecznie negocjować politykę cenową, terminy dostaw i ich warunki. Połączenia poziome dają natomiast możliwość kontrolowania poszczególnych ogniw łańcucha wartości dodanej i jednocześnie stwarzają bariery wejścia do sektora dla innych podmiotów. Istotną korzyścią płynącą z fuzji i przejęć jest możliwość wyeliminowania swoich konkurentów poprzez ich wchłonięcie lub umocnienie swojej pozycji konkurencyjnej względem innych podmiotów działających na rynku. Z kolei połączenie ofert rynkowych spółek prowadzi do tzw. korzyści zakresu. Produkty bądź usługi oferowane przez obie jednostki wzajemnie się uzupełniają(zjawisko komplementarności), dzięki czemu możliwe jest pokrycie całego spektrum rynkowego. Unika się także kanibalizmu produktów i usług obu spółek, który polegałby na rywalizowaniu tych produktów o te same zasoby tych samych klientów. Poza korzyściami, jakie przedsiębiorstwo odnosi na dotychczasowym rynku, otwierają się przed nim możliwości szybkiego wejścia w nowe sektory. Jest to istotna korzyść, dająca możliwość dywersyfikacji ryzyka swojej działalności lub przeniesienia działalności do nowych, bardziej atrakcyjnych obszarów. Może to być szczególnie istotne dla firm, które działają w

²⁴ Efekt synergii- sytuacja, w której efekt wspólnego działania określonych czynników jest większy niż suma efektów działania poszczególnych czynników pracujących oddzielnie.

²⁵ W. Frąckowiak, op. cit., s. 34.

niestabilnych branżach, gdzie występuje zjawisko cykliczności i chcą zmniejszyć ryzyko działalności, bądź też dla jednostek, które chcą opuścić branżę schyłkową i rozpocząć działalność w innym obszarze rynku bez konieczności ponoszenia wewnętrznych inwestycji.

Motywy finansowe to najważniejsze przesłanki do zawierania transakcji fuzji i przejęć. Dla firm działających w sektorach dojrzałych, gdzie generowane są znaczne zyski i jednocześnie ograniczone są możliwości ich inwestowania, motywem do nabyć jest efektywne wykorzystanie nadwyżki finansowej. Dla nowopowstałego podmiotu korzyścią jest zwiększenie jego zdolności do zadłużania. Ponieważ jest dużo większym podmiotem, zmniejsza się ryzyko kredytodawcy, a to pozwala na zwiększenie finansowania ze źródeł zewnętrznych. Co więcej, prowadzi także do obniżenia kosztu kapitału, dzięki możliwości uzyskania tańszego kredytu. Dla firmy nabywającej motywem przejęcia może być pozyskanie firmy, która dysponuje sporymi nadwyżkami gotówki, a więc ma wysoką płynność. Dzięki temu może wykorzystać gotówkę spółki nabytej jako dodatkowe źródło finansowania. Może również dążyć do przejęcia innej firmy ze względu na korzyści podatkowe. Jeśli przejęta firma ponosiła straty, to po skonsolidowaniu sprawozdań obu spółek, nowy podmiot zapłaci niższy podatek dochodowy. Czysto finansowym motywem nabycia spółki notowanej na giełdzie, może być jej niedoszacowanie przez rynek kapitałowy, co wynika z założenia o niedoskonałości rynku kapitałowego. Jeżeli ceny akcji są niskie, to ich nabycie może się okazać atrakcyjniejszą finansowo alternatywą wobec inwestycji w inne aktywa. Firma nabywająca, która ocenia potencjał kandydata do przejęcia może też uznać, że korzyści możliwe do osiągnięcia na skutek efektu synergii czynią tę spółkę wartą dla nabywcy dużo więcej niż wynosi jej wartość na rynku.

Kadra menedżerska jest zainteresowana nie tylko realizacją celów przedsiębiorstwa, ale również własnym sukcesem. Motywy menedżerskie dokonywania fuzji i przejęć wynikają z ich osobistych przesłanek, nie zawsze zbieżnych z interesami właścicieli. Kierownictwo może upatrywać w nabyciu przedsiębiorstwa szanse na zwiększenie swojego wynagrodzenia lub premii, jako że połączone spółki miałyby generować większe przychody i zyski. Co więcej, im większe i bardziej międzynarodowe przedsiębiorstwo, tym bardziej wzrasta prestiż związany z pracą lub zarządzaniem takim podmiotem. Stabilizuje się również sytuacja finansowa firmy i zmniejsza ryzyko prowadzonej działalności, a to wpływa na zwiększenie bezpieczeństwa zatrudnienia oraz ogranicza możliwość nabycia firmy przez inną jednostkę. To natomiast mogłoby się wiązać ze zmianami personalnymi. Z kolei powiększenie

rozmiarów firmy wiąże się z uzyskaniem większej niezależności kadry kierowniczej, ponieważ po dokonaniu transakcji następuje znaczne rozproszenie własności.

1.4.2. Motywy sprzedawcy

Uczestnikami rynku kontroli²⁶ są nie tylko te przedsiębiorstwa, które dążą do maksymalizacji swojej wartości poprzez fuzje i przejęcia. Część firm bierze udział w procesach dezinwestycji. Dzięki temu na rynku kontroli powstaje „popyt na przedsiębiorstwa” tworzony przez pierwszą grupę oraz „podaż przedsiębiorstw”, którą reprezentuje druga grupa firm. Dobrze zaplanowane i poparte racjonalnymi przesłankami procesy dezinwestycji mogą przynieść firmie sporo korzyści w procesie jej restrukturyzacji. To jakie motywy towarzyszą sprzedawcy w wyborze procesów dezinwestycji, i jakie korzyści w nich dostrzega przedstawia rysunek 1.3. Motywy te można pogrupować następująco²⁷:

- finansowe
- strategiczne
- administracyjne
- menedżerskie

Do najczęstszych motywów finansowych dokonywania dezinwestycji przez sprzedawcę należy ponoszenie strat przez spółkę. Mogą one wynikać z tego, że spółka jest zadłużona bądź z tego, że nie osiąga zakładanych celów. W przypadku grup kapitałowych, do dezinwestycji dochodzi najczęściej na skutek reorganizacji portfela inwestycyjnego po to, aby zaangażować się bardziej opłacalne projekty. Sprzedanie spółki zależnej może też wynikać ze strategii grupy kapitałowej i angażowania się w pewne inwestycje tylko do momentu osiągnięcia założonych celów. Z punkty widzenia akcjonariuszy sprzedaż może być korzystna w momencie, kiedy zmienia się profil działalności firmy albo wówczas, gdy nabywca wystosował bardzo opłacalną ofertę kupna. Przedsiębiorstwa o bardzo zdywersyfikowanej działalności mogą zdecydować się na sprzedaż spółki zależnej po to, aby wzrosła wartość akcji przedsiębiorstwa. Taka forma działalności utrudnia bowiem właściwą wycenę akcji, i na skutek występowania czynnika niepewności, przedsiębiorstwa bywają niedoszacowane. Natomiast sprzedaż pobocznych sfer działalności i skupienie na kluczowych biznesach pozwala inwestorom dokonać bardziej adekwatnej oceny.

²⁶ Rynek kontroli(ang. *market for corporate control*)- istotny element rynku kapitałowego , na którym dokonuje się transfer własności między różnymi grupami interesów i przedsiębiorstw.

²⁷ A. Herdan, L. Antolak, op. cit., s. 39.



Rysunek 1.3. Motywy sprzedawcy (Źródło: W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Wrocław 2009, s. 45).

Motywy strategiczne wynikają naturalnie ze strategii i polityki przejętej przez przedsiębiorstwo. Sprzedaż spółki może nastąpić w skutek tego, że nie pasuje ona strategicznie do portfela grupy kapitałowej bądź będzie wymagała wysokich inwestycji, by utrzymać swoją pozycję na rynku. Sprzedaż może być także efektem „odchudzania” organizacji. Polega ono na tym, że firma skupia się na kluczowych dla siebie biznesach natomiast wszelkie pozostałe formy działalności przekazuje na zewnątrz w ramach outsourcingu. Motywem, który często towarzyszy sprzedaży mniejszych firm silnym partnerom jest brak przywództwa lub potencjalne trudności, którym firma może nie podołać w wysoce konkurencyjnym otoczeniu. Do takiej sytuacji dochodzi często w rodzinnych firmach, kiedy odchodzi ich założyciel.

Dla motywów administracyjnych charakterystyczne jest to, że są czynnikami zewnętrznymi, które mają wpływ na firmę. Ta grupa motywów jest związana najczęściej z decyzjami organów antymonopolowych lub Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumenta. Typowym przykładem transakcji dokonanej z przesłanek administracyjnych jest sprzedaż części majątku nabytej firmy, jako warunek zgody organu antymonopolowego na transakcje fuzji lub przejęcia.

Motywy menedżerskie procesów dezinwestycji, podobnie jak po stronie nabywcy, wynikają z osobistych korzyści, jakie dostrzegają w transakcji menedżerowie. Wydzielenie nowej spółki pociąga za sobą nie tylko tworzenie nowych stanowisk kierowniczych, ale daje również większy zakres niezależności kadrze menedżerskiej. Należy dodać, że pewne motywy kierownictwa mogą działać na szkodę spółki. Przykładem jest nabycie nowo wydzielonej spółki przez menedżerów po dużo niższej cenie niż wartość faktyczna.

ROZDZIAŁ 2. ANALIZA OPLACALNOŚCI FUZJI I PRZEJĘĆ

2.1. Kryterium opłacalności nabycia

Nabycie przedsiębiorstwa jest jedną z wielu możliwości zainwestowania kapitału przez jednostkę gospodarczą. Może stanowić alternatywę dla innych inwestycji jak zakup aktywów czy wprowadzenie na rynek nowego produktu. Analiza opłacalności fuzji i przejęć przebiega więc w sposób podobny do oceny innych form inwestycji i powinna opierać się na zaprezentowanym poniżej modelu wyjściowym²⁸:

$$NPV = \text{Korzyści} - \text{Koszty}$$

Koszty stanowią cenę, jaka została zapłacona za nabycie. Na cenę nabycia składa się wartość rynkowa nabywanego przedsiębiorstwa oraz premia. Kupujący decyduje się na zapłacenie premii, ponieważ oczekuje, że w przyszłości będzie osiągał spore korzyści z transakcji. Co więcej, jeśli chętnych do kupna danej spółki jest wielu, atrakcyjna premia ma zachęcić do tego, aby zawrzeć transakcję z konkretnym kupującym. Łączne korzyści z fuzji i przejęć można zdefiniować jako sumę przyrostu wartości przedsiębiorstw po ich połączeniu oraz wartości nabytego przedsiębiorstwa. Aby oszacować wartość inwestycji oraz stwierdzić czy jest opłacalna należy także wziąć pod uwagę oczekiwaną przez inwestora minimalną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału. Jest to tzw. koszt kapitału bądź koszt utraconych możliwości. Odzwierciedla on ryzyko związane z zainwestowaniem kapitału w konkretne przedsięwzięcie oraz koszt alternatywnego wykorzystania kapitału w innych przedsięwzięciach²⁹.

Korzyści, jakie akcjonariusze(udziałowcy) przedsiębiorstwa nabywającego mogą osiągnąć w wyniku fuzji zależą od dwóch czynników. Pierwszym z nich jest relacja między wartością przedsiębiorstwa nabywającego przed zakupem oraz wartością przedsiębiorstwa po transakcji. Drugim czynnikiem jest cena, jaka zostanie zapłacona za kupno spółki-celu. Jeżeli koszty zakupu(uwzględniające cenę oraz inne koszty transakcyjne) będą niższe niż suma wartości rynkowej zakupionego przedsiębiorstwa oraz przyrostu wartości połączonych spółek, to fuzja będzie opłacalna dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa nabywającego. Można zobrazować tę zależność następującą formułą³⁰:

$$V_{A+B} = V_A + V_B + \Delta V,$$

²⁸ W. Frąckowiak op. cit., s.286.

²⁹ Koszt kapitału, <http://www.teoria-inwestowania.pl/index.php/koszt-kapitalu>, [17.09.2011].

³⁰ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 196.

gdzie:

A - przedsiębiorstwo nabywające

B - przedsiębiorstwo nabywane

V_A - wartość rynkowa przedsiębiorstwa A

V_B - wartość rynkowa przedsiębiorstwa B

ΔV - przyrost łącznej wartości firmy A i B po ich połączeniu wynikający z korzyści ekonomicznej, innymi słowy jest to wartość rynkowa synergii

V_{A+B} - wartość rynkowa połączonych przedsiębiorstw

Z powyższego równania wynika, że jeżeli $\Delta V > 0$, to wartość połączonych przedsiębiorstw jest większa niż suma wartości tych jednostek, gdyby działały oddzielnie. Wówczas przeprowadzenie transakcji jest uzasadnione ekonomicznie. Jeżeli natomiast $\Delta V < 0$, to wartość przedsiębiorstw po połączeniu jest mniejsza niż przed połączeniem, a więc fuzja czy przejęcie staje się nieopłacalne i transakcja nie powinna być zrealizowana.

Innym ciekawym ujęciem analizy opłacalności fuzji i przejęć, jakie można spotkać w literaturze jest model, który bierze pod uwagę dodatkowe koszty powstające po zawarciu transakcji i mające wpływ na to, jak kształtuje się opłacalność fuzji³¹:

$$\text{korzyści} = \text{efekty synergiczne} - \text{ premia} - \text{koszty uczenia się} - \text{koszty zakłóceń} - \text{koszty transakcyjne}$$

Koszty uczenia się i koszty zakłóceń są niezwykle istotne w ocenie opłacalności nabycia, choć trudno je oszacować. Koszty uczenia się są związane z błędami, jakie popełniają menedżerowie przy wchodzeniu na nowe rynku oraz zwiększają się wraz z większą nieznajomością przejmowanej firmy. Mogą się kształtować na poziomie od 10% do 50% wartości przejmowanej firmy. Z kolei koszty zakłóceń wiążą się z tym, że kierownictwo jest zaangażowane w proces przejęcia, a zaniedbana zostaje działalność podstawowa przedsiębiorstwa. Wówczas straty mogą sięgać 10-30% wartości generowanej przez działalność podstawową.

Proces oceny wartości inwestycji jest trudny i w głównej mierze opiera się na prognozach wartości zmiennych. Stanowi jednak podstawę podejmowania decyzji o zawarciu

³¹ Rankine D., Howson P., *Przejęcia: strategie i procedury*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 12.

transakcji, a następnie negocjowania ceny nabycia i decydowania o wysokości premii, jaką nabywca jest w stanie zapłacić, aby transakcja była dla niego opłacalna. Do najważniejszych elementów tego procesu należy wycena wartości inwestycyjnej obu firm przed połączeniem oraz wartości spółki powstałej po transakcji, a także ocena wartości efektów synergii, jakie mogą wystąpić po połączeniu. Ważne jest również zmierzenie efektów fuzji po zawarciu transakcji, aby sprawdzić czy zakładane przez firmę, możliwe do uzyskania korzyści zostały osiągnięte. Te najważniejsze aspekty oceny opłacalności fuzji i przejęć zostały poruszone w dalszej części niniejszego opracowania.

2.2. Metody wyceny nabywanego przedsiębiorstwa

Wycena przedsiębiorstwa w ramach fuzji i przejęć dostarcza analiz i ocen, które przynoszą sporo korzyści zarówno kupującemu jak też sprzedającemu. Przede wszystkim urzeczywistniają wartość przedsiębiorstwa, które ma stanowić przedmiot kupna i sprzedaży. Poza tym dostarcza argumentów dla uzasadnienia oferowanej ceny i wyznacza pewien akceptowalny obszar negocjacyjny poprzez ustalenie dolnego i górnego pułapu ceny. Zestawienie korzyści dla sprzedającego i kupującego przedstawia poniższa tabela³²:

Tabela 2.1. Korzyści z wyceny przedsiębiorstwa w ramach fuzji i przejęć dla nabywcy i sprzedawcy.

Wycena pomaga sprzedającemu	Wycena pomaga kupującemu
1. Określić przedział, w którym na podstawie bieżących i oczekiwanych warunków rynkowych znajdzie się obecna wartość przedsiębiorstwa. 2. Upewnić się, że poszczególne składowe nie przyczyniają się do zmniejszenia wartości całości przedsiębiorstwa. 3. Określić cenę sprzedaży. 4. Podjąć decyzję o ewentualnej sprzedaży, utrzymaniu, ofercie publicznej lub likwidacji części albo całości przedsiębiorstwa. 5. Wzmocnić argumentację cenową w trakcie negocjacji dotyczących ewentualnej sprzedaży.	1. Określić przedział, w którym na podstawie bieżących i oczekiwanych warunków rynkowych znajduje się obecna wartość przedsiębiorstwa kandydata do nabycia. 2. Upewnić się, czy cena oferowana za nabycie przedsiębiorstwa nie jest zbyt wysoka. 3. Określić dostępne i optymalne metody finansowania transakcji w związku z oczekiwaną ceną zakupu i prognozą przepływów pieniężnych. 4. Rozważyć wpływ wariantowych scenariuszy rozwoju na opłacalność transakcji. 5. Wzmocnić argumentację cenową w trakcie negocjacji dotyczących

³² W. Frąckowiak, op. cit., s. 289.

	ewentualnego nabycia. 6. Ugruntować wiedzę o branży i pozycji konkurencyjnej nabywanego przedsiębiorstwa. 7. Uwzględnić implikacje podatkowe transakcji.
--	---

Źródło: W. Frąckowiak, op. cit., s. 289.

Przed rozpoczęciem procesu wyceny należy podjąć decyzję, co do właściwych metod oceny wartości nabywanego podmiotu. W przypadku fuzji i przejęć wybór ten jest ściśle powiązany ze specyfiką transakcji. Zależy bowiem od tego, jakimi motywami kieruje się przedsiębiorstwo dążące do wzrostu zewnętrznego. Konkretnie motywy wiążą się z pewnymi oczekiwaniami co do korzyści, jakie ma przynieść transakcja. Metoda wyceny powinna być tak dobrana, aby mogła odzwierciedlać te korzyści lub oczekiwane wyniki. Dlatego każde przedsiębiorstwo powinno dokładnie określić i scharakteryzować motywy dotyczące planowanego nabycia. Główne motywy fuzji i przejęć można uporządkować wg 3 zbiorów³³:

- wykorzystanie okazji rynkowych
- przejęcie kontroli bez planu integracji obu jednostek gospodarczych
- nabycie jako element strategii rozwojowej przedsiębiorstwa nabywającego

Do wykorzystania okazji rynkowej dochodzi wówczas, kiedy przedsiębiorstwo ma szansę nabyć inną spółkę za cenę niższą niż jego wartość likwidacyjna. Wartość likwidacyjna jest to suma środków finansowych, jakie można uzyskać w wyniku sprzedaży poszczególnych aktywów danej spółki. Należy ją wówczas wycenić za pomocą metody likwidacyjnej.

W drugim przypadku, inwestorzy kupują dane przedsiębiorstwo i przejmują nad nim kontrolę do czasu, kiedy zwiększy się znacznie jego wartość, a następnie z zyskiem je odsprzedają. Najczęściej zakupione spółki są nieefektywnie zarządzane i wymagają restrukturyzacji, a inwestorzy podejmują takie działania, które mają na celu znaczne zwiększenie jego wartości, aby potem zrealizować zysk ze sprzedaży firmy za znacznie wyższą kwotę. Najbardziej adekwatne jest w tym przypadku zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych lub metody porównań rynkowych, gdzie porównania należy dokonać z firmami uzyskującymi wyniki podobne do tych, których w przyszłości oczekuje od spółki inwestor.

Fuzje i przejęcia mogą być również elementem realizowanej przez przedsiębiorstwo strategii wzrostu. Taki podmiot dąży wówczas do umocnienia swojej pozycji konkurencyjnej

³³ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 165.

na rynku, osiągnięcia korzyści skali i korzyści synergii oraz transferu *know-how*. W tym przypadku do wyceny nabywanej spółki należy wykorzystać metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych bądź metodę ekonomicznej wartości dodanej.

Wymienione do tej pory metody wyceny to tylko niewielka część zbioru różnorodnych metod stosowanych do wyceny przedsiębiorstw na potrzeby transakcji fuzji i przejęć. Ogólnie można je pogrupować w następujący sposób³⁴:

- metody majątkowe, które opierają się na założeniu, że wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa jest wyznaczona przez wartość jego majątku
- metody dochodowe, oparte o prognozę i aktualizację możliwych do wygenerowania przez przedsiębiorstwo dochodów, uważane za najdoskonalsze sposoby wyceny przedsiębiorstwa
- metody porównawcze, polegające na znalezieniu przedsiębiorstw podobnych pod względem wartości rynkowej i porównaniu ich do badanej jednostki
- metody mieszane, które wykorzystują elementy wyceny majątkowej i dochodowej; metoda ta opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa jest powiązana z jego majątkiem i możliwościami generowania dochodów przez ten majątek

W niniejszym opracowaniu zostanie zawarta krótka charakterystyka tych metod wyceny, które najczęściej pojawiają się w literaturze poświęconej omówieniu opłacalności fuzji i przejęć wraz z omówieniem ich zastosowania w procesach nabycia.

Jedną z najbardziej podstawowych metod wykorzystywanych w analizach fuzji i przejęć przedsiębiorstw jest należąca do grupy metod dochodowych- metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, czyli metoda DCF(ang. *discounted cash flow*). Opiera się ona na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową przyszłych dochodów, czyli wolnych strumieni pieniężnych(FCF- *free cash flows*), generowanych przez to przedsiębiorstwo na rzecz inwestorów, którzy zaangażowali w nie swój kapitał. Są to zarówno właściciele kapitału własnego przedsiębiorstwa, jak również właściciele długu. Stopa dyskontowa jest tożsama z oczekiwanym przez inwestorów poziomem zwrotu z inwestycji i równa się średniemu ważonemu kosztowi kapitału(WACC). Uwzględnia on koszt kapitału własnego i koszt kapitału obcego w proporcjach odpowiadających strukturze finansowania przedsiębiorstwa.

³⁴ A. Wyczarska, N. Tu-van, Metody wyceny przedsiębiorstw,
www.e-finance.com/san/metody_wyceny_przedsiębiorstw.ppt, [17.09.2011].

Natomiast określenie „wolne strumienie pieniężne” oznacza takie, które po pokryciu wszystkich wydatków operacyjnych i inwestycyjnych są dostępne dla inwestorów. Sporządzenie tej wyceny wymaga zbudowania modelu finansowego, który pozwoli opracować prognozę oczekiwanych dochodów w długim okresie, zdyskontowanych odpowiednią stopą, przy uwzględnieniu wartości pieniądza w czasie i poziomu ryzyka uzyskania tych przychodów. Prognoza składa się z dwóch części: prognozy szczegółowej, opracowywanej na kilka kolejnych lat oraz z tzw. wartości końcowej, która odzwierciedla wartość dochodów przedsiębiorstwa po okresie, który obejmuje prognoza szczegółowa. Prognozy wolnych przepływów gotówki nie uwzględniają wszystkich składników majątku, które tworzą wartość przedsiębiorstwa. Do takich należą gotówka oraz aktywa niezwiązane z działalnością operacyjną. Dlatego ich wartość dodaje się do sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Sporządzenie wyceny tą metodą jest niezwykle skomplikowane, ponieważ uwzględnia wszystkie istotne zmienne ekonomiczne i dlatego wymaga dobrego poznania przedsiębiorstwa- jego słabych i mocnych stron oraz szans i zagrożeń. Z drugiej strony, głębsze poznanie przedsiębiorstwa pozwala na lepsze oszacowanie potencjalnych korzyści z nabycia. Kolejną zaletą tej metody jest fakt, że wyraża korzyści z nabycia w jednostkach pieniężnych. Często bowiem uzasadnia się fuzje korzyściami, które trudno zmierzyć jak np. wzrost siły rynkowej przedsiębiorstwa. Metoda DCF pozwala natomiast dokładnie obliczyć o ile wzrosną dodatkowe wolne przepływy pieniężne po nabyciu. O ile metoda DCF jest podstawową metodą wyceny, to nie należy rezygnować z wyceny innymi metodami, które można uznać za pomocnicze. Jeżeli wyniki porównań będą się znacznie różniły to należy dociekać czemu tak się dzieje, a następnie przyjąć odpowiednie wagi do określenia ostatecznej wartości przedsiębiorstwa.

Metoda skorygowanej wartości bieżącej(APV) również należy do grupy metod dochodowych i jest przekształceniem metody DCF. Wycena według tej techniki opiera się na założeniu, że na wartość przedsiębiorstwa wpływają 3 elementy³⁵. Są to: wartość przyszłych dochodów z działalności operacyjnej, wpływ struktury kapitałowej oraz wartość możliwości, jakie dają posiadane przez przedsiębiorstwo opcje rzeczywiste. Każdy z tych składników jest wyceniany osobno i w inny sposób, a następnie dodaje się uzyskane wyniki, aby otrzymać wartość całego przedsiębiorstwa. Wartość przyszłych dochodów z działalności operacyjnej jest szacowana w bardzo podobny sposób jak w metodzie DCF. Jedyna różnica polega na

³⁵ M. Michalski, Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich, WIG PRESS, Warszawa 2001, s. 34, cyt. za: W. Frąckowiak, op. cit., s. 332.

tym, że stopa jaką dyskontuje się przepływy gotówki nie uwzględnia kosztu kapitału obcego i jest równa kosztowi kapitału własnego, który szacuje się tak jak w metodzie DCF. Natomiast wpływ struktury kapitałowej przedsiębiorstwa na jego wartość uwzględnia osobny składnik wyceny. Wycena tego składnika opiera się na twierdzeniach modelu MM, zgodnie z którymi choć wzrost udziału długu w strukturze finansowania powoduje wzrost ryzyka finansowego i w efekcie wzrost kosztu kapitału własnego, to zaistnienie efektu tarczy podatkowej na odsetkach od długu prowadzi w rzeczywistości do obniżenia wartości WACC i wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Ostatnim składnikiem wyceny są opcje rzeczywiste, czyli dodatkowe możliwości, jakie powstają po podjęciu decyzji inwestycyjnej. W przypadku fuzji i przejęć taką możliwością może być wejście na nowe rynki lub rozszerzenie działalności. Opcje są trudne do wyceny, ponieważ charakteryzują się dużą niepewnością i elastycznością. Metoda APV jest równie przydatna w analizach fuzji i przejęć jak metoda DCF mimo, że to ta druga jest powszechniejsza w wykorzystaniu. Atutem metody APV jest uwzględnienie wyceny opcji rzeczywistych. Poza tym, chociaż obie metody inaczej traktują stopę dyskontową oraz kwestię struktury finansowania, procedury ich stosowania są identyczne.

Metody porównawcze mają w wycenie na potrzeby fuzji i przejęć charakter pomocniczy. Wycena wartości przedsiębiorstwa następuje poprzez porównanie do cen podobnych przedsiębiorstw na rynku, biorących udział w transakcjach kupna-sprzedaży. Jedną z metod porównawczych jest metoda mnożnikowa. Algorytm wyceny w tej metodzie wygląda następująco³⁶:

$$W_p = P_e * M_r,$$

gdzie:

W_p - wartość wycenianego przedsiębiorstwa

P_e - odpowiedni parametr ekonomiczny

M_r - odpowiedni mnożnik rynkowy

Parametr ekonomiczny P_e odzwierciedla daną cechę wycenianego przedsiębiorstwa, np. zysk netto za ostatni rok obrotowy. Z kolei mnożnik rynkowy informuje ile wynosi cena tego parametru na rynku dla podobnej spółki działającej na rynku. Dla spółek giełdowych może to być wskaźnik cena/zysk na 1 akcję. Uwidacznia się więc główna różnica między metodą mnożnikową, a metodą DCF. Pierwsza z nich odnosi się do zmiennych z przeszłości,

³⁶ W. Frąckowiak, op. cit., s. 349.

które były akceptowane na rynku przez sprzedawców i nabywców. Druga natomiast opiera się na prognozowaniu dochodów generowanych w przyszłości.

Metoda porównań rynkowych wydaje się być prosta i przekonująca. W rzeczywistości bardzo trudno znaleźć na rynku spółkę, która jest podobna do wycenianego przedsiębiorstwa. Zawsze będą występować choćby niewielkie różnice, które mogą mieć istotny wpływ na wycenę. Wynik uzyskany dzięki wycenie tą metodą informuje nas, jaka byłaby cena spółki na giełdzie papierów wartościowych. Jest więc miernikiem wartości, jaką to przedsiębiorstwo ma dla właścicieli. Nie uwzględnia natomiast elementów, które są istotne z punktu widzenia nabywającego, ponieważ budują wartość dodaną połączonych przedsiębiorstw. Są to korzyści synergiczne i korzyści skali, czy też wzmocnienie pozycji konkurencyjnej spółki na rynku. Z tego względu należy traktować tę metodę wyceny jako pomocniczą.

Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstwa opierają się na zupełnie innej filozofii niż metody dochodowe. Jak zostało już wspomniane, ich istota wynika z założenia, iż wartość przedsiębiorstwa jest wyznaczana przez wartość jego majątku, czyli sumy wszystkich aktywów pomniejszonych o zobowiązania długo- i krótkoterminowe. Zaletą metod majątkowych jest prostota. Natomiast główną wadą jest fakt, iż nie uwzględniają one stopnia wykorzystania majątku oraz czynników niematerialnych, które w dużej mierze kształtują wartość współczesnych firm: reputacji, pozycji rynkowej, unikalnych kompetencji menedżerów, zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych. Do głównych metod majątkowych należą: metoda księgowa, metoda skorygowanych aktywów netto, metoda odtworzeniowa i metoda likwidacyjna.

Metoda księgowa, inaczej metoda bilansowej wyceny aktywów netto opiera się na danych z bilansu przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa to wartość kapitału własnego, jaka wynika z bilansu. Najczęściej wartość księgowa nie odzwierciedla wartości rynkowej podmiotu. Po pierwsze, wartość księgowa zależy w dużej mierze od stosowanych metod rachunkowości. Po drugie, nie uwzględnia wielu wartościowych cech przedsiębiorstwa, a tym bardziej jego potencjału do generowania dochodu. W rezultacie wartość rynkowa spółki może być dużo wyższa od wartości księgowej. Może też wystąpić sytuacja odwrotna, kiedy wartość księgowa przewyższa zdolność firmy do generowania dochodu. Różnice między ceną rynkową i księgową spółek notowanych na giełdzie można sprawdzić analizując wskaźnik cena/wartość giełdowa. Podsumowując, wycena metodą księgową ma jedynie charakter informacyjny. Może być wykorzystywana do wyceny podmiotów, których wartość rynkowa

w dużej mierze zależy posiadanego majątku. Tak jest w przypadku instytucji finansowych i posiadanych przez nie instrumentów finansowych. Metoda ta jest natomiast nieprzydatna w analizach przedsiębiorstw usługowych, wysoce innowacyjnych czy takich, które intensywnie się rozwijają³⁷.

Metoda skorygowanych aktywów netto jest udoskonaleniem metody wyceny aktywów netto. Polega na tym, że wartość przedsiębiorstwa ustala się poprzez wycenę wartości aktywów netto i skorygowanie wartości niektórych aktywów i pasywów. To działanie przedstawia poniższy algorytm³⁸:

$$WP = (A + K_A) - (P_O + K_{P_O}),$$

gdzie:

WP- wartość przedsiębiorstwa

A- wartość księgowa aktywów ogółem

K_A- korekta wartości księgowej aktywów

P_O- kapitał obcy długo- i krótkoterminowy

K_{P_O}- korekta wartości księgowej kapitałów obcych

Dzięki wprowadzeniu korekt do wyceny, metoda ta staje się bardziej przydatna w analizach procesów fuzji i przejęć niż metoda księgowa. Po pierwsze, wynika to z faktu, że konieczność przeprowadzenia korekt wymusza dokładne zapoznanie się z bilansem nabywanego przedsiębiorstwa i szczegółowego przeanalizowania najważniejszych składników aktywów i pasywów. Dzięki temu można poznać ich specyfikę i sposób wyceny, ale również wykryć pewne nieprawidłowości, które są ukrywane i nie zostały ujawnione w bilansie. Po drugie, metoda skorygowanych aktywów netto zastosowana razem z metodą DCF i metodą porównań rynkowych może stanowić cenne uzupełnienie wiedzy o przedsiębiorstwie. Wykorzystanie kilku metod jednocześnie pozwala na porównanie wyników wyceny, a w przypadku dużych różnic ustalić, co jest przyczyną takiego stanu. Dzięki temu zwiększa się wiarygodność przygotowania wyceny wartości podmiotu.

W metodzie odtworzeniowej wartość przedsiębiorstwa wycenia się jako wartość nakładów finansowych, jakie należałoby ponieść, aby na nowo odbudować przedsiębiorstwo o takim samym potencjale wartości. Sposób obliczania przedstawia wzór³⁹:

³⁷ W. Frąckowiak, op. cit., s. 361.

³⁸ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 187.

³⁹ Ibidem, s. 189.

$$WOP = W_A + \Delta C - U_M + K_O,$$

gdzie:

WOP- wartość odtworzeniowa przedsiębiorstwa

W_A - wartość księgowa aktywów ogółem

ΔC - różnica między wartością nakładów, jakie trzeba ponieść na stworzenie od nowa potencjału materialnego, a wartością księgową aktywów

U_M - wartość umorzenia aktywów, która wyraża stopień zużycia technicznego

K_O - kapitał organizacyjny

Ta metoda ma jednak swoje wady. Po pierwsze, bardzo trudno jest oszacować takie elementy jak reputacja firmy, koszt pozyskania klientów czy czas potrzebny na odbudowanie pozycji rynkowej. Za pomocą tej metody można jedynie oszacować koszt potencjału materialnego. Drugim problemem jest sposób pomiaru kosztu odtworzenia. Ze względu na sposób pomiaru wyróżniamy wycenę szczegółową oraz wycenę wskaźnikową. Każda z nich jest jednak obarczona pewnymi wadami. Wycena szczegółowa opiera się na precyzyjnym oszacowaniu wartości odtworzeniowej każdego aktywa z osobna, a następnie skorygowaniu wyniku o dotychczasowe zużycie. Ta metoda jest bardzo pracochłonna. Wycena wskaźnikowa wykorzystuje do szacowania kosztów odtworzeniowych indeksy wzrostu cen. Jest to stosunkowo prosty, ale mniej dokładny sposób. W rezultacie zastosowanie do wyceny metody odtworzeniowej pozwala odpowiedzieć na pytanie, jakie nakłady należy ponieść, aby prowadzić dany rodzaj działalności na określona skalę. Nie odpowiada natomiast na pytanie, czy poniesienie tych nakładów jest uzasadnione ekonomicznie. W kontekście fuzji i przejęć taki zakres informacji będzie przydatny dla przedsiębiorców, którzy podejmują decyzję czy warto zakupić przedsiębiorstwo czy lepiej zbudować je samemu od podstaw. Dlatego też ta metoda ma jedynie charakter informacyjny i pomocniczy.

Metoda likwidacyjna pozwala oszacować wartość przedsiębiorstwa na podstawie tego, jakie wpływy netto z likwidacji firmy osiągnęliby właściciele w momencie sporządzania wyceny. Wartość przedsiębiorstwa oblicza się wówczas wg następującego wzoru⁴⁰:

$$W_{LP} = W_{LA} - Z - K_L,$$

gdzie:

W_{LP} - wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa

⁴⁰ W. Frąckowiak, op. cit., s. 366-367.

W_{LA} - wartość likwidacyjna aktywów

Z- zobowiązania pieniężne do spłaty

K_L - koszty likwidacji

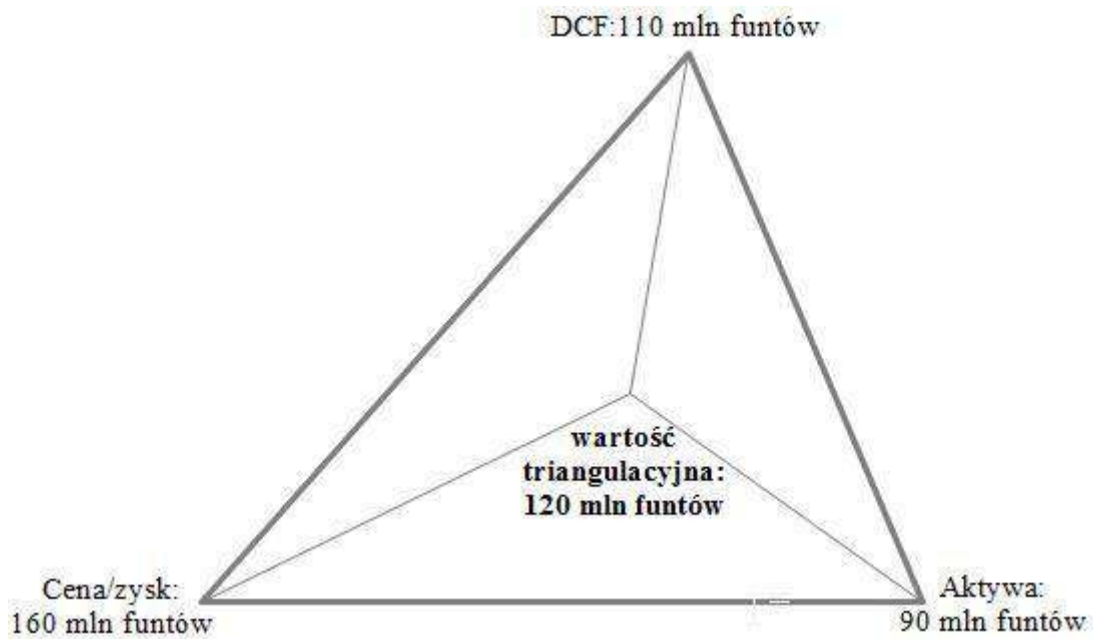
Wartość likwidacyjna aktywów to suma środków finansowych, jakie można otrzymać z tytułu sprzedaży składników majątku. Ich wartość jest ustalana na podstawie cen sprzedaży innym podmiotom gospodarczym na rynku. Tworzą one razem wpływy brutto z tytułu likwidacji. Otrzymany wynik należy następnie pomniejszyć o dwie istotne pozycje. Pierwszą z nich są wszelkie zobowiązania Z, jakie przedsiębiorstwo musi uregulować wobec kredytodawców, pożyczkodawców, pracowników, kontrahentów czy budżetu państwa. Druga pozycja wiąże się z kosztami likwidacji K_L . Będą to opłaty sądowe i notarialne, odszkodowania, rekompensaty i odprawy pracownicze, oraz wynagrodzenia ekspertów przeprowadzających proces likwidacji.

Wycena przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną ma najczęściej miejsce w przypadku kiedy motywem transakcji jest wykorzystanie okazji rynkowej. Niesie ona ze sobą informacje istotne zarówno dla nabywcy jak i sprzedawcy. Potencjalny nabywca powinien znać wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa. Zdarza się bowiem tak, iż koszty zobowiązań i likwidacji okażą się wyższe od wartości likwidacyjnej aktywów, wobec czego wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa będzie ujemna. Jeśli okaże się, że działalność nabytego przedsiębiorstwa nie będzie uzasadniona ekonomicznie, to nabywca poniesie ogromną stratę. Wycena metodą likwidacyjną odzwierciedla poziom ryzyka, jakie weźmie na siebie nabywający. Cennym źródłem informacji jest także dla sprzedawcy. Jeśli okaże się, że wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa jest wyższa niż jego cena, to bardziej opłacalne będzie odsprzedanie poszczególnych składników majątku. Ponadto, znajomość wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa, które z różnych względów chce nadal działać na rynku, pozwala właścicielom tego przedsiębiorstwa na takie ustalenie jego ceny, która uniemożliwi innym spółkom dokonanie przejęcia, a następnie zlikwidowania nabytego podmiotu z zyskiem dla siebie.

Wycena i dokładna analiza kandydata do nabycia jest obarczona sporym prawdopodobieństwem błędów. Na ich skutek wartość wycenionej spółki może się różnić z wartością rzeczywistą. Aby ograniczyć to ryzyko, bardzo ważne jest, aby nie opierać się wyłącznie na jednej metodzie wyceny, ale zastosować co najmniej trzy⁴¹. Pozwala to na tzw. triangulację wartości, co przedstawia rysunek 2.1. Wówczas można porównać wyniki i na

⁴¹ D. Rankine, P. Howson, op. cit., s. 139.

podstawie ich średniej arytmetycznej lub ważonej określić wartość podmiotu, która będzie bliska cenie rynkowej.



Rysunek 2.1. Triangulacja wartości przy zastosowaniu trzech metod wyceny (Źródło: D. Rankine, P. Howson, op. cit., s. 139).

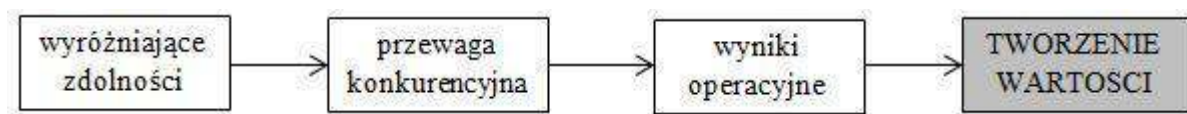
Istotne jest również to, aby nie pominąć w wycenie ważnych zmiennych, które mają wpływ na wycenianą wartość. Należy między innymi pamiętać o uwzględnieniu kosztów transakcyjnych związanych z procesem nabycia, np. kosztów doradców, prawników i innych ekspertów. Mimo, że do wyceny używa się standardowych narzędzi analitycznych, trzeba zachować pewną dozę krytycyzmu. Każda bowiem transakcja ma swoje specyficzne cechy. Niezastosowanie tych zasad ostrożności może się wiązać z następującymi konsekwencjami: niedoszacowaniem poziomu ryzyka, niedoszacowaniem nakładów inwestycyjnych potrzebnych na rozwój firmy po nabyciu, wyższymi kosztami, jakie pociąga za sobą wydłużony czas restrukturyzacji lub niemożność zredukowania wydatków do poziomu zakładanego przed nabyciem. To wszystko bardzo często prowadzi do sytuacji, w których rzeczywiste efekty fuzji są dużo niższe od tych, które planowano przed dokonaniem transakcji.

2.3. Efekt synergii

Na występowanie efektów synergii jako pierwszy zwrócił uwagę już Arystoteles, opisując je słowami: „Całość to więcej niż suma części”. Synergia czy synergizm oznacza współdziałanie i jest rozumiana jako kooperacja czynników, która umożliwia większą

skuteczność niż suma ich oddzielnych działań⁴². Szczególnie podkreśla się wzrost efektywności połączonych działań. Termin „synergia” po raz pierwszy została zastosowany w naukach o zarządzaniu przez H.I. Ansoffa⁴³. Efekt synergii zobrazował zapisując go w postaci równania: $2+2=5$. W naukach ekonomicznych efekt synergii można rozpatrywać z perspektywy współdziałania ze sobą przedsiębiorstw, tego jak zorganizowane są funkcje wewnątrz przedsiębiorstwa oraz w odniesieniu do efektywnego wykorzystania zasobów majątkowych tego przedsiębiorstwa.

Celem niniejszego opracowania jest omówienie efektu synergii, jaki może wystąpić w kontekście współdziałania ze sobą przedsiębiorstw. To właśnie w przypadku fuzji i przejęć, a także aliansów strategicznych możliwości uzyskania synergizmu są największe. Odnoszą się one do korzyści, jakie pojawiają się na skutek połączenia się przedsiębiorstw, a które nie są dostępne dla tych przedsiębiorstw, jeśli działają niezależnie. Te korzyści wynikają z możliwości połączenia i lepszego wykorzystania zasobów i funkcji realizowanych przez oba przedsiębiorstwa, co pozwala na wzrost potencjału produkcyjnego, poprawę pozycji na rynku czy redukcję kosztów. Efekt synergii pojawia się wówczas, gdy wyniki działalności połączonych przedsiębiorstw przewyższają ten wynik, który mogłyby osiągnąć działając osobno. Podkreślenia wymaga fakt, że aby wystąpił efekt synergii nie wystarczy jedynie uzyskać zasoby i zdolności, ale trzeba dążyć do ich lepszego wykorzystania, które w efekcie doprowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Tylko wówczas transakcje fuzji i przejęć mają sens ekonomiczny. To, w jaki sposób następuje kreowanie wartości w procesach nabyć przedsiębiorstw prezentuje rysunek 2.2.



Rysunek 2.2. Kreowanie wartości w transakcjach M&A poprzez wyróżniające zdolności (Źródło: P.C. Haspeslagh, D.B. Jemison, *Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal*, The Free Press, New York 1991, cyt. za: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 179).

Synergia prowadzi zatem do uzyskania pozytywnej wartości netto akwizycji (*net acquisition value- NAV*)⁴⁴:

$$NAV = V_{AB} - [V_A + V_B] - P - E,$$

⁴² W. Kopaliński, *Słownik wyrazów obcych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 1063.

⁴³ H. I. Ansoff, *Corporate Strategy*, McGraw Hill, New York 1965, cyt. za: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 48.

⁴⁴ M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 176.

gdzie:

V_{AB} – wartość przedsiębiorstw po połączeniu

V_A – szacowana wartość przedsiębiorstwa przejmującego

V_B – wartość rynkowa przedsiębiorstwa przejmowanego

P - premia

E – koszty procesu nabycia

Aby można było uznać transakcję za udaną, efekty synergiczne muszą być wyższe niż zapłacona premia (różnica między rynkową wartością przedsiębiorstwa, a ceną zapłaconą przez nabywcę) oraz poniesione koszty transakcyjne. Jeżeli zapłacona premia wynosiła 20%, a wartość przedsiębiorstw po transakcji wynosi 140% ich wartości przed połączeniem, to uzyskano korzyści w wysokości 20%. Jeżeli weźmiemy pod uwagę wysokość nakładów, które stanowiły aż 120% wartości przejmowanej firmy, to okazuje się, iż 20-procentowy zwrot na inwestycji jest niewielki w stosunku do poniesionych kosztów. Jeśli jednak osiągniemy korzyści na poziomie 100% lub więcej, to nawet przy premii równej 50% transakcja przyniesie sporo korzyści inwestorowi.

Bardzo istotne z perspektywy opłacalności fuzji i przejęć jest właściwe oszacowanie możliwych do uzyskania efektów synergicznych. Analiza potencjału synergicznego jest ważnym elementem analizy strategicznej dokonywanej na etapie wyszukiwania i selekcjonowania firm-kandydatów do nabycia. Każde przedsiębiorstwo, które planuje transakcję nabycia powinno najpierw przeprowadzić dokładne analizy, które mają na celu zidentyfikowanie możliwych do osiągnięcia efektów synergii, które stałyby się źródłem tworzenia wartości połączonych podmiotów. Im wyższy efekt synergii, tym wyższa będzie wartość firmy. W zależności od rodzaju transakcji, występują różne rodzaje efektów synergii. Do najważniejszych należą synergie finansowe, które odnoszą się do możliwości zmniejszenia kosztu kapitału połączonych przedsiębiorstw oraz synergie operacyjne związane z poprawą efektywności, głównie na skutek obniżenia kosztów dzięki osiągnięciu ekonomii skali. Rodzaje efektów synergii dla poziomych i pionowych połączeń przedsiębiorstw zostały dokładnie usystematyzowane w tabeli 2.2.

Tabela 2.2. Rodzaje synergii na przykładzie pionowych i poziomych fuzji i przejęć.

Typ synergii	Fuzja pozioma	Fuzja pionowa
Efektywność techniczna i ekonomiczna	- Korzyści skali: - ekonomika produkcji - amortyzacja nakładów na B+R, reklamę itd.	- Oszczędności na kosztach transakcyjnych: - oszczędności techniczne - oszczędności na kontraktach
Siła rynkowa	- Wzrost siły negocjacyjnej - Renta monopolowa (ograniczenie zdolności wytwórczych) - ochrona poziomu rentowności (obrona przed wojną cenową)	- Wzrost kontroli nad wartością dodawaną do produkcji - dyskryminacyjna polityka cenowa - pozbawienie niezintegrowanych konkurentów dostępu do sieci dystrybucji lub źródeł zaopatrzenia - tworzenie silnych barier wejścia
Synergia finansowa	- dostęp do niewykorzystanych zasileń kapitałowych - dostęp do kapitału na lepszych warunkach	- dostęp do niewykorzystanych zasileń kapitałowych - równoważenie przepływów pieniężnych - poszerzanie portfela (redukcja ryzyka)
Czynniki skłaniające do rozwoju zewnętrznego	- dojrzałość sektora - polityka rozwoju zewnętrznego stosowana przez agresywnych konkurentów („wyścig oligopolistyczny”) - zakup marek prestiżowych lub powszechnie znanych	- trudności z rozwijaniem nowych kompetencji - renta z tytułu pozycji odbiorcy lub dostawcy - bariery wejścia (technologiczne, prawne) - dojrzałość sektora poprzedniego lub następnego

Źródło: Strategor, Zarządzanie firmą : strategie, struktury, decyzje, tożsamość, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 223.

Określenie potencjalnych efektów synergii oraz czasu i metod ich osiągnięcia podlega odrębnej procedurze. Ma ona formę oceny eksperckiej o charakterze jakościowym i powinna określać następujące elementy⁴⁵:

- rodzaj możliwych efektów synergii
- siłę ich oddziaływania
- warunki ich efektywnego oddziaływania

W trakcie kalkulacji efektów synergicznych nie należy również zapominać o tym, iż część z nich będzie wymagała poniesienia dodatkowych nakładów, np. zakupu nowych maszyn. Należy także określić wysokość bieżących kosztów, jakie będą ponoszone w związku z osiąganiem danych korzyści. To wszystko należy uwzględnić w kalkulacji.

⁴⁵ W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1998, s. 151.

Rzetelna wycena wartości korzyści synergicznych jest bardzo pomocna w określeniu na ile i w jakich warunkach dana transakcja nabycia będzie opłacalna. Z drugiej strony jest niezwykle problematyczna i obarczona dużym prawdopodobieństwem błędu. Wynika to z faktu, iż jest oparta głównie na prognozach i założeniach. Jeśli nie będą spełnione określone warunki, jakie założyliśmy, to nie będzie możliwe uzyskanie oszacowanych wcześniej korzyści z synergii. Sprawy nie ułatwiają te przejmowane firmy, które stosują taktykę obronną i nie ujawniają o sobie wszystkich informacji. Boją się bowiem, że w razie gdyby transakcja nie doszła do skutku, konkurencja uzyska cenną wiedzę o ich funkcjonowaniu. To niestety utrudnia szacowanie efektów synergii. Co więcej, efekt synergii w przypadku fuzji i przejęć ma charakter bardzo subiektywny. Zależy od tego, jakie możliwości i szanse kreuje połączenie potencjałów przedsiębiorstw nabywcy i sprzedającego oraz od specyfiki podmiotów. Dany nabywca może posiadać zasoby, które w połączeniu z zasobami firmy nabywanej mogą przynieść jego firmie znacznie większe korzyści niż w przypadku pozostałych potencjalnych nabywców. W takiej sytuacji należy pamiętać o ważnej zasadzie. Wartość korzyści synergicznych, jakie może osiągnąć nabywca powinna być wyższa niż wartość korzyści, które mogliby uzyskać inni oferenci. Skoro nabywca płaci cenę, którą udało mi się przebić innym oferentów, to powinien uważać, aby nie zapłacić więcej od tych, którzy mogliby osiągnąć większe korzyści. Jeśli bowiem nabywca jest w stanie osiągnąć korzyści rzędu 30%, a inny oferent może uzyskać 50%, to oznacza, iż przy takim samym poziomie opłacalności transakcji ten drugi jest w stanie zapłacić cenę wyższą o 20%. Ważne, aby inwestor określił maksymalną dla siebie cenę, jaką jest w stanie oferować przy danym poziomie korzyści synergicznych. Transakcja ma sens tylko wtedy, gdy gwarantuje korzyści dla inwestora oraz zapewnia zwrot z inwestycji na określonym poziomie.

Wg analiz przeprowadzonych przez KPMG aż 80% transakcji M&A na świecie kończy się niepowodzeniem⁴⁶. Wiele firm dotyka paradoks zwany „przekleństwem zwycięzcy”. Firma, która wydaje się być zwycięzcą procesu akwizycyjnego, po chwili okazuje się przegranym. Jedną z przyczyn tego stanu może być przeplacenie ceny za nabywany podmiot, co dotyczy około 10-35% typowych akwizycji. W badaniu, w którym wzięto pod uwagę 4200 transakcji M&A z ostatniego ćwierćwiecza zaobserwowano, że średnia wysokość premii wynosiła 38%. Wysoka cena podyktowana wysoką premią skutkuje tym, że firmom dużo trudniej jest odrobić koszty transakcji. Co więcej, z badań McKinseya

⁴⁶ Z. Grzegorzewski, Strategie fuzji i przejęć, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2008, nr 5, s. 32-39.

wynika, że często uzyskany efekt synergii jest dużo niższy od zaplanowanego. Dzieje się tak z różnych powodów. Menedżerowie przeszacowują wartość korzyści synergicznych, np. ekonomię zakresu i skali. Sam proces integracji może zostać źle przygotowany i przeprowadzony, a to skutkuje pojawieniem się wielu problemów i uniemożliwia osiągnięcie efektów synergii przez dwa połączone w całość podmioty gospodarcze.

2.4. Efektywność fuzji i przejęć w świetle badań empirycznych

Ocena opłacalności fuzji czy przejęcia innej firmy na etapie przygotowawczym służy zidentyfikowaniu potencjalnie możliwych do uzyskania korzyści oraz określeniu czy transakcja przyniesie zysk, jego szacunkową wielkość oraz warunki, jakie muszą zostać spełnione, aby można było zrealizować transakcję. To jednak nie wszystko. Istotna jest również weryfikacja przyjętych wcześniej założeń opartych na prognozach. Weryfikacji dokonuje się po przeprowadzeniu transakcji, kiedy znamy wyniki działalności połączonych przedsiębiorstw. Służy temu ocena efektywności fuzji i przejęć. Poniżej zostały omówione główne podejścia w ocenie efektywności procesów M&A. W ramach poszczególnych podejść zaprezentowano stosowane rodzaje mierników oraz wyniki przeprowadzonych w oparciu o te mierniki badań nad rezultatami łączenia się przedsiębiorstw.

W ocenie procesów M&A wychodzi się z założenia, że transakcje fuzji i przejęć należy traktować jako przedsięwzięcia inwestycyjne. Nadrzędnym ich celem jest realizacja ponadprzeciętnych zysków powstałych po nabyciu w wyniku wzrostu wartości połączonych przedsiębiorstw. Na początku tego rozdziału zostało omówione główne kryterium, jakie musi być spełnione, aby transakcja przyniosła zysk. Warunek ten prezentuje poniższe równanie⁴⁷:

$$NPV = \text{korzyści} - \text{koszty} \geq 0,$$

gdzie porównuje się obecną wartość netto oczekiwanych przepływów z działalności przejmowanej firmy(korzyści) z ceną, jaką należy zapłacić za akcje tego podmiotu lub jego majątek(koszt). Pojawia się jednak pytanie jak mierzyć rzeczywisty wpływ transakcji na zwiększenie wartości przedsiębiorstwa i tym samym majątku akcjonariuszy oraz jak duże korzyści może przynieść firmie proces nabycia innego przedsiębiorstwa.

⁴⁷ P. J. Szczepankowski, op. cit., s. 196.

W literaturze podmiotu można się spotkać z dwoma odmiennymi podejściami do oceny rezultatów procesów M&A. Pierwsze z tych podejść ocenia efektywność połączeń na podstawie analizy zdarzeń (*event study*). Polega to na obliczeniu tzw. nadzwyczajnego zwrotu AR (*abnormal return*) określanego w literaturze również jako dodatkowa stopa zwrotu. Miara ma odzwierciedlać reakcję rynku kapitałowego na zdarzenie, jakim jest informacja o połączeniu przedsiębiorstw. Aby ją uzyskać porównuje się dochody akcjonariuszy przedsiębiorstwa przejmowanego i przejmującego z okresu przejścia do stóp zwrotu z okresu, w którym skutki połączenia nie były odczuwalne. Okres, w którym występowało zdarzenie nazywany jest „okresem zdarzenia” lub „oknem zdarzenia”. Miarę AR oblicza się w następujący sposób⁴⁸:

$$AR = R - E(R),$$

gdzie:

R – rzeczywista stopa zwrotu osiągnięta w okresie zdarzenia

E(R) - stopa zwrotu oczekiwana w przypadku, gdyby nie doszło do połączenia przedsiębiorstw

O ile pomiar R jest dość łatwy, o tyle oszacowanie E(R) jest już dużo bardziej skomplikowane. Wymaga bowiem wykorzystania danych z pewnego okresu czasu przed wystąpieniem zdarzenia w celu ustalenia obiektywnej stopy odniesienia. Choć, jak widać, jest to przejrzysta metoda to jednak nie odzwierciedla rzeczywistych efektów fuzji i przejęć w dłuższym okresie czasu.

Metodą nadzwyczajnej stopy zwrotu posługiwano się w wielu badaniach dotyczących efektywności fuzji i przejęć. W swoich badaniach wykorzystali ją m. in.⁴⁹. Jensen i Ruback (1983), Magenheimer i Mueller (1988), Agrawal, Jaffe i Mandelker (1992), Mitchell i Stafford (2000), a w Polsce Kamiński i Lewandowski (1998). Badania dotyczyły tego, jak kształtuje się nadzwyczajna stopa zwrotu oraz jak rozkładają się korzyści z połączenia przedsiębiorstw pomiędzy akcjonariuszy obu podmiotów. W latach 1962-1974 poddano analizie około 200 połączeń⁵⁰. Analizowano kursy akcji podmiotów biorących udział w transakcji w okresie 120 dni. W połowie tego okresu dochodziło do publicznego ogłoszenia informacji o nabyciu. Wyniki badań pokazały, że prawie cały zysk z połączenia liczony zwrotem akcji/udziałów

⁴⁸ S. Sudarsanam, Fuzje i przejęcia, WIG-Press, Warszawa 1988, s. 219.

⁴⁹ B. Kaźmierska-Józwiak, EVA jako miara oceny fuzji i przejęć przedsiębiorstw, „Przegląd Organizacji” 2006, nr 5, s. 38.

⁵⁰ W. Frąckowiak, Fuzje..., Warszawa 1998, s. 244.

uzyskiwali akcjonariusze przedsiębiorstwa nabywanego. W przypadku przejęć kształtował się on na poziomie 30%, natomiast w przypadku fuzji- około 20%. Stopa zwrotu dla akcjonariuszy firmy nabywającej wynosiła niewiele, bo średnio około 4%. Główną przyczyną takiego stanu jest nierównomierny rozkład ryzyka pomiędzy akcjonariuszy podmiotu nabywanego i nabywającego. Akcjonariusze/udziałowcy firmy nabywanej uzyskują korzyści natychmiast, w postaci premii wypłacanej w momencie sprzedaży akcji/udziałów. Z kolei akcjonariusze/udziałowcy firmy-nabywcy mogą uzyskać korzyści z połączenia dopiero w dłuższym okresie, co jest obarczone sporym ryzykiem. O takim rozkładzie korzyści mogą też decydować dodatkowe elementy, np. możliwość przełączenia za nabywaną firmę, kiedy próbuje się przebić propozycje innych oferentów, spadek płynności kupującego, który dokonuje płatności gotówką, a w przypadku finansowania zewnętrznego- zwiększenie poziomu ryzyka finansowego.

Drugie podejście do oceny efektywności procesów M&A opiera się na danych księgowych przedsiębiorstw biorących udział w transakcji. Podejście to korzysta z wielu różnorodnych mierników: przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej, uzyskane obroty, zysk netto oraz wskaźniki rentowności. Literatura podmiotu szeroko omawia rezultaty badań opartych na tych miernikach. Przeprowadzili je m. in.⁵¹ Meeks (1977), Mueller i inni (1980), Ravenscraft i Scherer (1987), Ravenscraft, Cosh i inni (1990), Healy, Palepu i Ruback (1992), a w Polsce Rutkowski (2000). Oprócz tego powstało wiele wskaźników opracowanych przez grupy doradcze: ekonomiczna wartość dodana EVA i rynkowa wartość dodana MVA(grupa Stern Steward), wartość dodana dla akcjonariuszy SVA(grupa PricewaterhouseCoopers), wartość dodana dla akcjonariuszy „narażona na ryzyko” SVAR(Rappaport i Sirover), wartość bieżąca przepływów pieniężnych(grupa LEK/Alcar) oraz zysk ekonomiczny(firma McKinsey).

EVA- koncepcja opracowana przez amerykańską grupę konsultingową Stern Stewart- może okazać się przydatna zarówno na etapie oceny opłacalności *ex ante*, jak też na etapie oceny efektywności *ex post* transakcji. EVA jest definiowana jako różnica między zyskiem operacyjnym firmy po opodatkowaniu(NOPAT), a sumą kosztu własnego i kosztu długoterminowego zaangażowanego w firmie(WACC*IC). EVA pozwala oszacować o ile wzrośnie majątek akcjonariuszy powyżej poziomu określonego przez wymaganą przez właścicieli stopę zwrotu. Jest więc miernikiem, który ocenia efektywność fuzji i przejęć pod kontem tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Przyjmując EVA za miernik efektywności fuzji

⁵¹ R. Kaźmierska- Jóźwiak, op. cit., s. 38.

i przejęć należy porównać przyrost EVA, jaki nastąpi po transakcji. Ten przyrost, który odzwierciedla pojawiający się efekt synergii można wówczas obliczyć w następujący sposób⁵²:

$$S = EVA_{AB} - (EVA_A + EVA_B),$$

gdzie:

EVA_{AB} – ekonomiczna wartość dodana tworzona przez połączone podmioty

EVA_A , EVA_B – ekonomiczna wartość dodana tworzona przez przedsiębiorstwo A i przedsiębiorstwo B

Efektywność fuzji i przejęć badano również i z wykorzystaniem EVA. Ciekawe wydają się badania, które przeprowadził K. C. Yook z uniwersytetu w Nebrasce. Przebadał on 75 największych transakcji amerykańskich z okresu 1989-1993. Porównywał jak kształtowała się EVA przedsiębiorstw przed akwizycją(5lat) i po akwizycji(5 lat) w relacji do średniej sektora, z którego pochodziły podmioty. Wyniki badań wskazywały na to, że EVA połączonych spółek znacznie się pogorszyła w pierwszych latach po transakcji. K. C. Yook uzasadnia ten stan pogarszaniem się wyników sektora, z którego pochodzą spółki. To z kolei potwierdzałoby fakt, że w sektorach, które odznaczają się słabszymi wynikami wzrasta aktywność akwizycyjna.

Kolejnym miernikiem, który opiera się na danych księgowych są przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Badania nad efektywnością fuzji i przejęć w oparciu o ten miernik po raz pierwszy przeprowadził w Stanach Zjednoczonych Healy i inni(1992) dla próby 50 amerykańskich firm. Podobną metodą posłużył się Manson, który przebadał 38 brytyjskich firm, które zawarły transakcje w latach 1985-1987. Rezultaty badań wskazywały na znaczną poprawę rentowności aktywów połączonych spółek na tle swoich branż, co prowadziło do wzrostu generowanych przepływów. Jednocześnie były one dodatnio skorelowane z nadzwyczajnymi stopami zwrotu dla akcjonariuszy w momencie ogłoszenia informacji o fuzji. Oznacza to, że rynek kapitałowy reaguje właściwie, oczekując wzrostu wartości przyszłych przepływów pieniężnych.

Firma doradcza McKinsey przeprowadziła badania nad efektywnością fuzji i przejęć przyjmując, że nabycie kończy się sukcesem, jeśli stopa zwrotu zainwestowanego kapitału przewyższyła koszt kapitału własnego zaangażowanego w transakcję. Wyniki analiz, jakich

⁵² R. Kaźmierska-Józwiak, op. cit., s. 39.

dokonano na próbie 116 spółek w transakcjach dokonanych w latach 1972-1983 przedstawia tabela 2.3.

Tabela 2.3. Sukcesy i niepowodzenia fuzji i przejęć w zależności od wielkości nabywanej spółki i branżowego podobieństwa do nabywcy.

	branża pokrewna		branża obca	
	mała firma	duża firma	mała firma	duża firma
sukces	45%	27%	38%	14%
niepowodzenie	55%	73%	62%	86%

Źródło: W. Frąckowiak, Fuzje..., Warszawa 1998, op.cit., s. 243, cyt. za. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company-John Wiley & Sons, New York 1990, s. 320.

Na podstawie wyników badań można wysnuć wnioski, że efektywność nabycia jest wyższa, jeśli wartość rynkowa spółki nabywanej stanowi mniejszy odsetek wartości rynkowej spółki kupującej oraz jeśli działalność nabywcy i sprzedawcy dotyczy podobnego lub tego samego sektora.

Innymi miernikami do oceny procesów fuzji i przejęć posługiwał się w swoich badaniach K. Gugler. Analizował on jak zmienia się zysk i obrót podmiotu powstałego w wyniku połączenia przedsiębiorstw. W tym celu zbadał 1250 transakcji, jakie miały miejsce w różnych sektorach gospodarki w latach 1981-1998. Na podstawie uzyskanych rezultatów połączeń wszystkie analizowane przedsiębiorstwa zostały podzielone na 4 grupy. Pierwszą grupę stanowiły przedsiębiorstwa, które odniosły sukces. W ich przypadku zwiększyły się zarówno zyski jak i wielkość obrotów w stosunku do grupy przedsiębiorstw, które nie brały udziału w procesach fuzji i przejęć. Kolejną grupę stanowiły spółki, które zwiększyły swoje zyski, ale jednocześnie zanotowały spadek obrotów(28%). III grupę stanowiły te firmy, których procesy konsolidacyjne zakończyły się niepowodzeniem, ponieważ spadły zarówno zyski jak i obroty(29%). Ostatnia grupa przedsiębiorstw zanotowała wzrost obrotów przy jednoczesnym spadku poziomu zysków(14%). Gugler zwraca też uwagę, że wyniki badań w dużej mierze zależą od tego, w jakim sektorze analizuje się transakcje. Dużo częściej sukcesem kończą się fuzje i przejęcia w sektorze usługowym niż produkcyjnym.

Wszystkie omówione wyniki badań nad efektywnością fuzji i przejęć różnią się znacznie rezultatami. To wskazuje na fakt, iż trudno jest jednoznacznie ocenić wpływ fuzji i przejęć na kreowanie dodatkowej wartości połączonych przedsiębiorstw. Podstawowym problemem jest trudność porównywania wyników, co wynika z wielości i różnorodności

stosowanych miar. Co więcej, dokładność niektórych miar budzi niejednokrotnie wątpliwości. W przypadku podejścia opartego na danych księgowych problemem są różne sposoby ich rozliczania, co wpływa na wyniki oceny efektywności transakcji. Kolejnym czynnikiem utrudniającym ocenę efektywności procesów M&A jest okres czasu, w którym powinna być przeprowadzana analiza. Copeland, Koller i Murrin proponowali, aby był to okres nie dłuższy niż 3 lata od zakończenia fuzji. Nie powinien to być natomiast okres, w którym nadal trwa konsolidacja podmiotów, ponieważ ponoszą one wówczas dodatkowe koszty, a te mogą rzutować na ocenę rezultatów transakcji. Co więcej, na ocenę efektywności mogą mieć wpływ takie czynniki jak: sektor gospodarki, w którym działa przedsiębiorstwo, podobieństwo branżowe podmiotów oraz rodzaj połączenia- poziome (częściej zakończone sukcesem) i konglomeratowe.

ROZDZIAŁ 3. PROCESY M&A NA RYNKU FMCG

3.1. Rozwój fuzji i przejęć w Polsce i na świecie

Fuzje i przejęcia nie są zjawiskiem nowym, a ich historia sięga przełomu XIX i XX wieku. Należą obecnie do najbardziej znaczących i powszechnych procesów w skali światowej, które zwłaszcza w ostatnich latach wiąże się ze zjawiskiem globalizacji. W ciągu długiej historii rozwoju procesów M&A zmieniała się intensywność ich występowania w gospodarce. Stąd wniosek, że mają one charakter zjawisk cyklicznych. Okresy, w których przedsiębiorcy byli szczególnie aktywni w rozwijaniu swoich firm poprzez przejmowanie kontroli nad innymi podmiotami nazywa się „falami fuzji” (ang. *merger waves*). Do tej pory w historii gospodarczej świata miało miejsce sześć fal fuzji⁵³. Każda z nich ma własną specyfikę.

Tabela 3.1. Historia narastania procesów konsolidacyjnych i specyfika poszczególnych "fal fuzji".

FALA	OKRES	CHARAKTERYSTYKA
Fala I	1895-1904	fuzje poziome, monopolistyczne, ukształtowanie struktury przemysłu USA
Fala II	1920-1929	fuzje oligopolistyczne, powstanie modelu wielkich korporacji w ramach danej gałęzi przemysłu
Fala III	1955-1970	„gorączka konglomeratów”, duża ilość połączeń o mniejszej wartości, strategia dywersyfikacji działalności przedsiębiorstw
Fala IV	lata 80. XX w.	w porównaniu do III fali mniej transakcji, ale znacznie większy przepływ kapitałów, wykorzystanie na dużą skalę finansowania zewnętrznego: LBO i <i>junk bonds</i>
Fala V	1993-2000	mniejsza liczba transakcji o ogromnym wolumenie, powstanie firm globalnych, fuzje finansowane akcjami, koncentracja przedsiębiorstw na najbardziej dochodowych obszarach swojej działalności
Fala VI	2003- ?	

Źródło: opracowanie własne.

Występowanie pierwszych trzech fal było najbardziej widoczne w Stanach Zjednoczonych. Dopiero fale IV i V wyraźnie objęły gospodarki innych krajów: Australii,

⁵³ W. Frąckowiak, Fuzje..., Warszawa 2009, op. cit., s. 58.

Kanady, Japonii, Korei Południowej czy też krajów Unii Europejskiej⁵⁴. Obecnie procesy konsolidacyjne występują we wszystkich krajach wysokorozwiniętych i rozwijających się. Złudzeń nie pozostawia jednak nadal trwająca w tym obszarze dominacja Stanów Zjednoczonych- zarówno jeśli chodzi o ilość transakcji, jak również ich wartość. Wynika to z kilku czynników, do których zaliczyć możemy bardzo dobrze rozwinięty i sprawny rynek kapitałowy oraz rozmiary i dynamika gospodarki amerykańskiej.

Pierwsze nasilenie działań konsolidacyjnych w USA miało miejsce pod koniec XIX wieku. Gospodarka amerykańska powoli odchodziła od modelu wolnej konkurencji w kierunku coraz większej koncentracji kapitału i produkcji. To zapoczątkowało I falę fuzji. Przeważały zdecydowanie połączenia pionowe, a uczestniczące w nich przedsiębiorstwa charakteryzowały się chęcią zdobycia pozycji monopolistycznej. Do najważniejszych przedsiębiorstw przemysłowych, które powstały w tamtym okresie, a które znane są również dobrze dzisiaj należą: US Steel Corporation, American Tobacco Company, Standard Oil of New Jersey(od 1971- Exxon), Du Pont de Noemours i Aluminium Corporation of America(Alcoa). I fala fuzji była niezwykle istotna, ponieważ w jej wyniku doszło do konsolidacji branż przemysłu naftowego, stalowego czy tytoniowego. O ile wcześniej poszczególne sektory były rozdrobnione, tak po I fali fuzji każdy z nich był zdominowany przez jedno lub kilka dużych podmiotów. Doprowadziło to w konsekwencji do ukształtowania struktury przemysłu amerykańskiego. I fala zakończyła się około 1904 roku. Procesy konsolidacyjne zostały zahamowane na skutek wydanych przez Sąd Najwyższy USA regulacji prawnych, które zakazywały tworzenia monopolu poprzez fuzje i przejęcia.

II fala fuzji miała miejsce w latach 1920-1929. I wojna światowa stanowiła bezpośredni impuls do konsolidacji przedsiębiorstw, które dążyły do koncentracji kapitału w poszczególnych przemysłach. Dodatkowo procesy te były napędzane przez dobrą koniunkturę na rynku. W przeciwieństwie do I fali, działania podczas II fali określano mianem fuzji oligopolistycznych. Zamiast monopolistycznych przedsiębiorstw działających w poszczególnych gałęziach przemysłu, powstał model kilku wielkich korporacji (tzw. „wielkie trójki, czwórki”), które skupiały większość produkcji w poszczególnych branżach i sektorach gospodarki. Przykładam gigantów, które powstały w tamtym okresie są: General Motors, John Deere, United Carbide Corporation czy firma Middle West Utilities, która kontroluje branżę użyteczności publicznej w 39 stanach w USA. II fala fuzji zakończyła się wraz z krachem na giełdzie w 1929 roku i zapoczątkowanym przez niego kryzysem gospodarczym.

⁵⁴ W. Frąckowiak, Fuzje..., Warszawa 1998, op. cit., s. 41.

III fala fuzji i przejęć rozpoczęła się w II połowie lat pięćdziesiątych. Procesy konsolidacyjne stopniowo przybierały na sile, aby w połowie lat sześćdziesiątych przybrać charakter prawdziwej eksplozji fuzji i akwizycji. Okres III fali charakteryzował się ogromną ilością połączeń(ok. 12 tys.)⁵⁵ oraz powstawaniem wielu konglomeratów. Stąd nazwano go „gorączką konglomeratów” lub „erą konglomeratów”. Tworzenie konglomeratów miało na celu dywersyfikację ryzyka operacyjnego. Doskonałym przykładem tego okresu jest firma Gulf & Western, która w latach 1965-1970 przejęła 80 innych podmiotów. W tym samym czasie prężnie rozwijał się rynek kapitałowy. Stąd większość fuzji była finansowana w drodze emisji nowych akcji i konwersji na akcje firmy przejmowanej. III fala fuzji zakończyła się wraz z krachem finansowym w 1970 roku oraz skutkowała wprowadzeniem restrykcyjnych zasad księgowych.

IV fala fuzji przyszła z początkiem lat 80. XX wieku, po tym jak światowa gospodarka powróciła na ścieżkę wzrostu po kryzysie, który zakończył poprzednią falę. Tym razem miała ona charakter bardziej kompleksowy i objęła swym zasięgiem niemal wszystkie kraje rozwinięte. Najwyraźniej zarysowała się jednak w gospodarce amerykańskiej. Podobnie jak podczas III fali dominowały połączenia konglomeratowe(aż 80% wszystkich transakcji tego okresu). Inne było jednak podłoże połączeń, gdyż wynikały one z decyzji strategicznych przedsiębiorstw. Faza ta charakteryzowała się ogromną różnorodnością działań konsolidacyjnych. Wiele przejęć miało charakter wrogi. Na masową skalę zaczęto korzystać z finansowania zewnętrznego, czego przykładem mogło być częste przejmowanie przedsiębiorstw w oparciu o dźwignię finansową(LBO). Na wzmocnienie procesów konsolidacyjnych w tym okresie miało wpływ występowanie wielu czynników mikro- i makroekonomicznych⁵⁶:

- wahania kursu dolara w stosunku do walut europejskich i waluty japońskiej- aprecjacja dolara w I połowie lat 80. i następujące po niej osłabienie waluty amerykańskiej w II połowie dekady sprawiło, że przedsiębiorstwa amerykańskie były relatywnie tańsze dla zagranicznych inwestorów
- łatwy dostęp do źródeł finansowania fuzji i przejęć- przyczynił się do tego boom na rynku obligacji o wysokim ryzyku, tzw. obligacji śmieciowych(z ang. *junk bonds*)

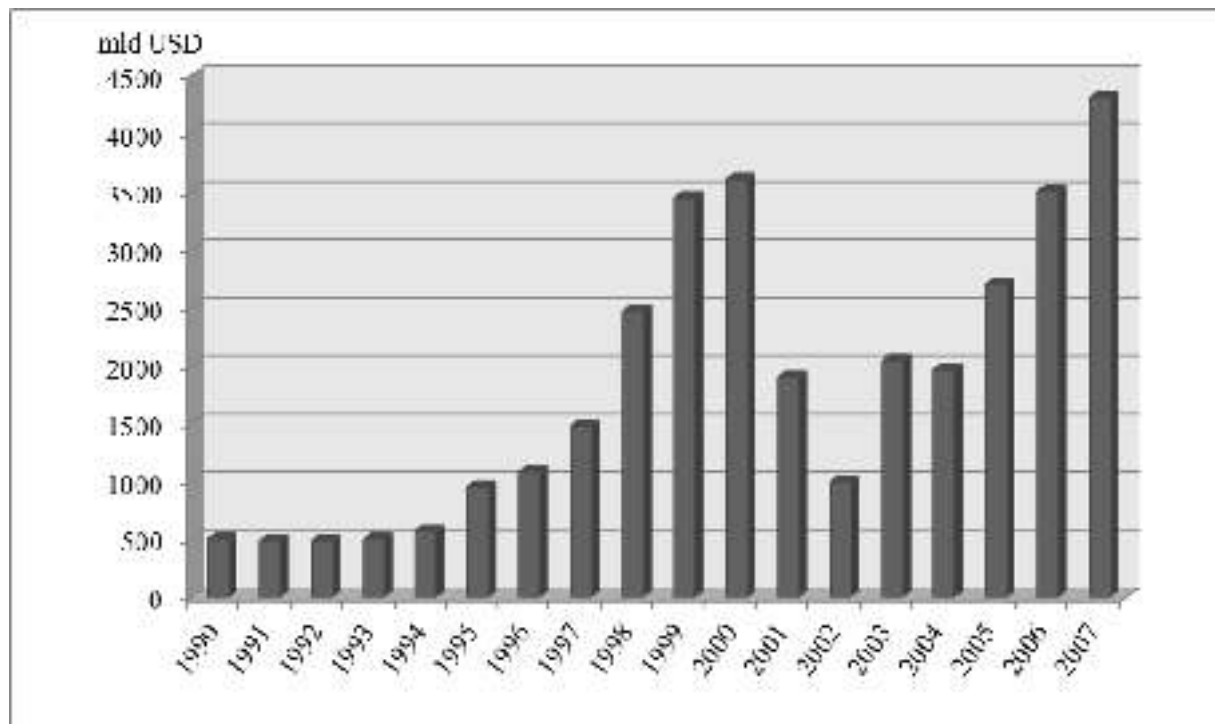
⁵⁵ Przyczyny łączenia się spółek, <http://www.eprawnicy.pl/opinie-ekspertow/przyczyny-laczenia-sie-spolek-/menu-id-192.html>, [data odczytu: 10.10.2011].

⁵⁶ E. Brigham, Podstawy zarządzania finansami, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, t.3, s. 209.

- postępująca globalizacja biznesu, która prowadziła do tworzenia międzynarodowych przedsiębiorstw i osiągania korzyści skali
- dobra koniunktura gospodarcza- łatwość pozyskania kapitału obcego na finansowanie inwestycji i szybki zwrot nakładów
- przychylna fuzjom i przejęciom administracja państwowa prezydentów: R. Regana i G. Busha, która głosiła pogląd, że „wielkie niekoniecznie jest złe”

IV fuzja nie charakteryzowała się tak dużą ilością transakcji, jaka miała miejsce podczas III fali, ale zdecydowanie przewyższała wszystkie poprzednie okresy nasilenia fuzji pod względem wartości przeprowadzonych połączeń. Najbardziej spektakularną operacją tego okresu było połączenie RJR Nabisco z KOHLBERG KRAVIS ROBERTS o wartości 24,5 mld dolarów. Na początku lat 90. IV fala uległa jednak zahamowaniu. Wiązało się to z załamaniem rynku obligacji śmieciowych, bankructwem wielkiego banku inwestycyjnego Drexel Burnham Lambert, a w efekcie krytyką finansowania fuzji za pomocą tych narzędzi. Kraje uprzemysłowione weszły w kolejną recesję gospodarczą.

Fala V była pod względem wolumenu niewątpliwie największą spośród wszystkich fal, jakie przetoczyły się wcześniej przez gospodarkę światową. Różne źródła podają odmienne daty umownego rozpoczęcia fali V: 1993, 1994 lub 1995. Bezsporny jest jednak fakt, że to właśnie w tych latach stopniowo rosła liczba transakcji nabycia na świecie (wykres 3.1), wskazując na fakt ponownego nasilenia się procesów konsolidacyjnych po zakończeniu światowej recesji, która miała miejsce na początku lat 90.



Wykres 3.1. Wartość fuzji i przejęć na świecie w latach 1990-2007 (Źródło: Agnieszka Sopińska, Sposób rozwoju przedsiębiorstwa, Katedra Zarządzania w Gospodarcę SGH, www.e-sgh.pl/niezbednik/plik.php?id=27244517&pid=1445).

Fala V miała charakter globalny i objęła gospodarki wszystkich krajów wysoko rozwiniętych. Była stymulowana głównie przez tendencje globalizacyjne na całym świecie, znaczny postęp technologiczny oraz rozwój globalnej koniunktury. Sektorami, które przodowały pod względem liczby i wielkości zawieranych transakcji były: przemysł farmaceutyczny, spożywczy, budowlany, medialny, telekomunikacyjny, zbrojeniowy, lotniczy, bankowość i ubezpieczenia. Wzrosła dynamika tych procesów w całej Europie. Liczba transakcji w porównaniu z poprzednimi falami była mniejsza, ale ich wolumen znacząco wzrósł. Wartość wszystkich transakcji rosła z roku na roku, osiągając wg Thomas Financial Securities Data rekordowy poziom 1882 miliardów dolarów w I półroczu 2000 roku, z czego wartość europejskich fuzji oszacowano na 441 miliardów dolarów⁵⁷. Dochodziło do megafuzji, których wartość przekraczała grubo ponad 10 mld dolarów. Największe z nich groziły nawet zmonopolizowaniem niektórych rynków. Taka sytuacja była następstwem rozwijającego się od połowy lat 90. trendu do konsolidacji i tworzenia globalnych firm. Fuzje były postrzegane jako jeden ze sposobów ekspansji rynkowej i ekonomiczna konieczność. Zaczęto je traktować w kategoriach decyzji strategicznych, które pozwolą uzyskać szybką przewagę konkurencyjną na rynku. Firmy koncentrowały się na

⁵⁷ M. Lewandowski, Fuzje i przejęcia w Polsce: na tle tendencji światowych, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 16.

najbardziej dochodowym obszarze działalności, wyprzedając jednocześnie mniej atrakcyjne aktywa. Stąd też wiele fuzji dokonywało się w obrębie tej samej lub podobnej branży:

- bankowość: BIG Bank i Bank Gdański
- przemysł samochodowy: Chrysler i Daimler Benz
- przemysł lotniczy: Boeing i McDonnell Douglas
- mass media: Walt Disney Co. i ABC Capital Cities
- przemysł farmaceutyczny: Sandoz i Ciba-Geigy

Można zauważyć w tym postępowaniu antagonizm w stosunku do strategii dywersyfikacji stosowanej przez przedsiębiorstwa konsolidujące się w trakcie IV fali. Charakterystyczne dla fali V było także odstępianie od agresywnych form finansowania transakcji (obligacje śmieciowe, LBO). Coraz częściej jako środek zapłaty stosowano akcje. Mniejsza była także liczba przejęć wrogich. Te różnice nie uchroniły jednak V fali od podobieństwa, jakie łączy wszystkie pozostałe fale- wszystkie zostały zdławione przez kryzys na rynku globalnym, również fala V.

Śledząc dane na wykresie 3.1 można zauważyć, że rynek fuzji i przejęć ożywił się na nowo w 2003 roku, a ożywienie trwało do czasu ostatniego kryzysu gospodarczego. Niekiedy okres ten nazywany jest VI falą fuzji. Charakterystyczne dla niej było to, że procesy konsolidacyjne dotyczyły przedsiębiorstw z tej samej lub podobnej branży. Najbardziej aktywną gałęzią gospodarki był sektor finansowy, którego dotyczyło 35% wszystkich transakcji. Liczba i wartość transakcji stopniowo rosły aż do roku 2007, kiedy to ich wolumen osiągnął rekordową w historii fuzji i przejęć wysokość. To właśnie w okresie fali V i fali VI doszło do największych transakcji tego typu w dziejach światowej gospodarki (tabela 3.2) Na skutek globalnego kryzysu gospodarczego w 2008 roku liczby te znowu zaczęły maleć. Dotknięte skutkami kryzysu przedsiębiorstwa zaprzestały ekspansji zewnętrznej, skupiając się bardziej na rozwiązywaniu swoich problemów wewnętrznych.

Najnowsze dane wskazują na to, że po okresie przestoju w 2008 i 2009 roku nastąpił powrót na ścieżkę wzrostu. W 2010 doszło do ponownego ożywienia w dziedzinie fuzji i przejęć. Wg agencji Bloomberg, wartość ogłoszonych w 2010 roku transakcji wynosiła 2,1 bln dolarów, co oznaczało wzrost o 18,4% w stosunku do roku poprzedniego. Pod koniec 2010 roku przewidywano, że w roku następnym tendencja wzrostowa nasili się jeszcze bardziej. Dane za I kwartał 2011 roku zdają się to potwierdzać. Według najnowszego raportu M&A Index kancelarii Allen & Overy wzrost wartości globalnych fuzji i przejęć publicznych wynosił 60% a liczba fuzji (dziewięć transakcji wartych 41 mld USD) w porównaniu do

analogicznego okresu w 2010 r zwiększyła się trzykrotnie⁵⁸. Na razie trudno jednak wskazać charakterystyczne cechy transakcji zawieranych w post-kryzysowym okresie.

Tabela 3.2. 10 największych transakcji fuzji i przejęć na świecie.

NABYWCA	SPRZEDAWCA	WARTOŚĆ TRANSAKCJI	ROK	BRANŻA
Vodafone AirTouch	Mannesmann	\$202.8B	2000	telekomunikacja
America Online	Time Warner	\$181.6B	2001	telekomunikacja
Shareholders	Phillip Morris Intl.	\$113.0B	2008	branża FMCG
RFS Holdings	ABR-AMRO Holdings	\$98.2B	2007	branża finansowa
AT&T Inc	BellSouth Corp.	\$89.4B	2006	telekomunikacja
Pfizer Inc.	Warner-Lambert Co.	\$88.8B	2000	branża farmaceutyczna
Exxon Corp.	Mobil Corp.	\$85.1B	1999	branża energetyczna
Royal Dutch Petrol.	Shell Trans. & Trade	\$80.3B	2005	branża energetyczna
GlaxoWellcome	SmithKline Beecham	\$78.7B	2001	branża farmaceutyczna

Źródło: The Largest Mergers and Acquisitions in History, http://www.visualeconomics.com/the-largest-mergers-and-acquisitions-in-history_2010-03-10/, [data odczytu: 18.10.2011].

W Polsce rozwój fuzji i przejęć jest ściśle powiązany z transformacją gospodarczą rozpoczętą w latach 1989-1990. Wprawdzie już przed 1990 rokiem polskie przedsiębiorstwa były przedmiotem połączeń i podziałów. Jednak w warunkach gospodarki planowanej procesy te były efektem decyzji administracyjnych, a nie decyzji przedsiębiorstw, wynikających z rachunku ekonomicznego. Dopiero przemiana ustrojowa stworzyła warunki do rozwoju rynku kontroli w Polsce.

Polski rynek kontroli znacznie różnił się od rozwiniętych rynków innych krajów pod następującymi względami⁵⁹:

- specyficzni uczestnicy rynku kontroli
- związek fuzji i przejęć z procesami prywatyzacji
- aktywność inwestorów zagranicznych na polskim rynku kontroli
- przebieg i struktura transakcji
- ewoluujący model rynku kontroli

⁵⁸ A. Baranowska-Skimina, Globalne fuzje i przejęcia w I kw. 2011, <http://www.egospodarka.pl/66192,Globalne-fuzje-i-przejecia-w-I-kw-2011,1,39,1.html>, [data odczytu: 13.10.2011].

⁵⁹ M. Lewandowski, op. cit., s. 21.

Specyfika fuzji i przejęć na polskim rynku była w dużej mierze powiązana z procesem prywatyzacji. Typowe dla rynków kapitałowych fuzje i przejęcia występowały w latach 90. bardzo rzadko. Taka sytuacja wynikała z faktu, iż w tym okresie praktycznie wszystkie przedsiębiorstwa były własnością państwa, a prywatny biznes dopiero się tworzył. Dlatego wejście na polski rynek kontroli wiązało się z tym, że potencjalny inwestor musiał kupić przejmowane przedsiębiorstwo od skarbu państwa. Jeśli zdefiniujemy nabycie jako przejęcie własności i kontroli nad danym podmiotem to do transakcji nabycia w Polsce można zaliczyć właśnie tego typu transakcje prywatyzacyjne. Najbardziej zbliżona w swej istocie do typowej transakcji przejęcia była prywatyzacja kapitałowa charakteryzująca się tym, że prywatyzowane przedsiębiorstwo zyskiwało inwestora strategicznego. Mimo podobieństw, transakcje fuzji i przejęć w Polsce miały swoje charakterystyczne cechy⁶⁰:

- transakcji dokonywano poza publicznym rynkiem kapitałowym
- banki inwestycyjne miały niewielki udział w procesach fuzji i przejęć
- stosowano proste metody finansowania transakcji
- znaczny udział na rynku kontroli miały prywatyzacje i inwestycje zagraniczne
- do kosztów nabycia należały obok kosztu nabycia akcji również zobowiązania inwestycyjne i socjalne
- nabycia ściśle wiązały się z głęboką restrukturyzacją przejmowanego podmiotu

Do najistotniejszych grup kupujących w Polsce należały byłe centrale handlu zagranicznego(m.in. Elektrim, Mostostal Export, Animex, Rolimpex), inwestorzy zagraniczni, inwestorzy fundusze(venture capital, private equity), inwestorzy finansowi(fundusze powiernicze, banki) oraz fundusze inwestycyjne.

Pierwsza prywatyzacja przez sprzedaż pakietu większościowego akcji inwestorowi strategicznemu miała miejsce w lutym 1991. Wówczas to amerykańska firma Beloit Corporation kupiła za 7 mln dolarów 80% akcji Jeleniogórskiej Fabryki Maszyn Papierniczych FAMP SA⁶¹. Wkrótce, w listopadzie 1991 roku doszło do pierwszej transakcji typu MBO(wykupu przedsiębiorstwa przez jego kierownictwo), gdy menedżerowie spółki Krakbud kupili od MPW 80% udziałów swojej firmy. W 1993 doszło do pierwszej transakcji w sektorze bankowym- Kredyt Bank S.A. przejął Bank Ziemski S.A. Rok później fuzje spółek akcyjnych poza obrotem akcyjnym zapoczątkowały dwie spółki: Technimex S.A. z Wrocławia oraz Koma S.A. z Katowic. Wreszcie, w 1995 roku amerykański koncern

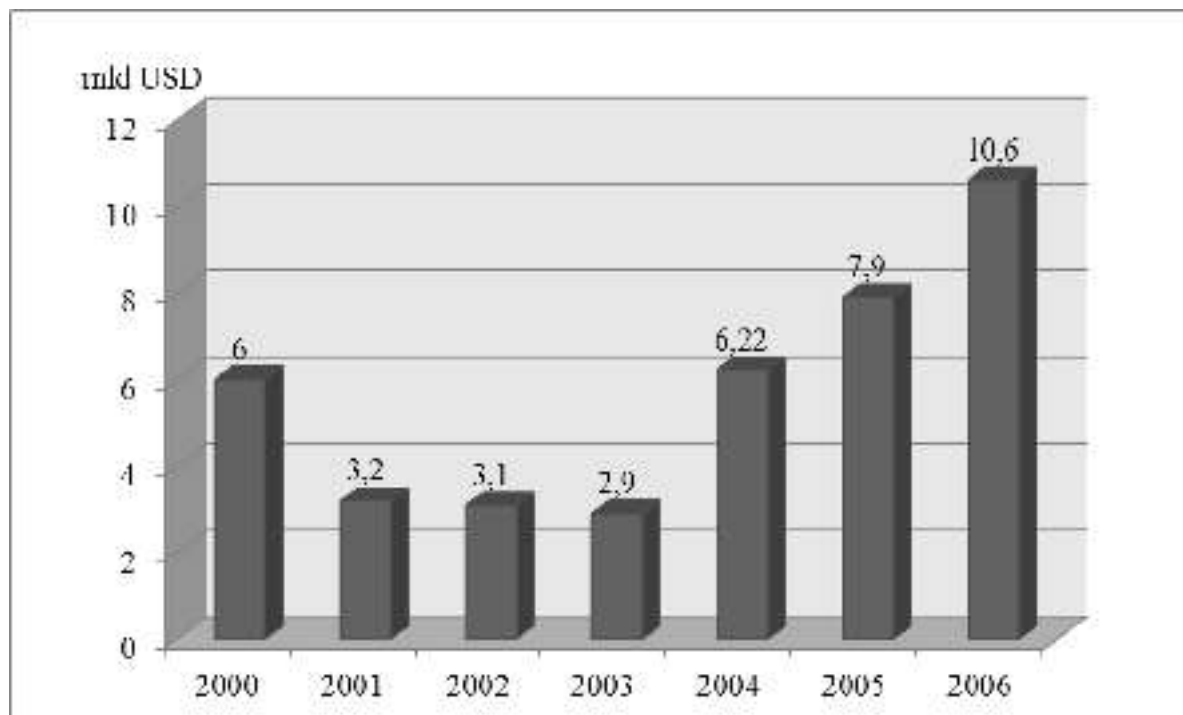
⁶⁰ W. Frąckowiak, Fuzje..., Warszawa 1998, s. 51.

⁶¹ M. Lewandowski, op. cit., s. 26.

Rubbermaid dokonał pierwszego w Polsce przejęcia spółki notowanej na giełdzie kupując Domplast S.A.

Wraz z początkiem milenium rynek fuzji i przejęć w Polsce zaczął się dynamicznie rozwijać, a ewolucja tych procesów zaczęła zmierzać ku upodobnieniu go do rynków kontroli w krajach wysoko rozwiniętych. Zmianom ulegała także struktura polskiego rynku kontroli. Miejsce procesów prywatyzacyjnych zaczęły zajmować transakcje między spółkami prywatnymi i sprywatyzowanymi. Dynamikę rozwoju procesów konsolidacji w Polsce po roku 2000 przedstawia wykres 3.2. Rok 2000 zakończył okres dynamicznego rozwoju procesów M&A na skutek globalnego załamania gospodarczego. Spadek trwał do 2004 roku i wiązał się z szeregiem dodatkowych czynników, które wydłużyły okres stagnacji: wstrzymaniem procesu prywatyzacji oraz brakiem reform finansów publicznych, co sprawiło, że dla inwestorów inne kraje stały się bardziej atrakcyjne niż Polska. W 2004 roku, po wejściu Polski do UE, nastąpił widoczny zwrot na polskim rynku fuzji i przejęć. Wartość dokonywanych nabyć zwiększyła się prawie dwukrotnie przy relatywnie niewielkim wzroście liczby transakcji. Kupującymi były przede wszystkim firmy krajowe, a wartość fuzji i przejęć krajowych była dwukrotnie wyższa niż w przypadku nabyć zagranicznych. Wyraźnie wzrosła też liczba transakcji dokonanych przez polskie firmy zagranicą. To wskazywało na fakt, że coraz częściej w walce o nowe rynki zbytu dla swoich produktów polskie przedsiębiorstwa decydowały się na rozszerzenie działalności na rynkach zagranicznych. W roku 2005 wzrost aktywności na rynku M&A nadal się utrzymywał, ale był dużo wolniejszy, co mogło o większej dojrzałości rynku. Ujawniono 322 transakcje w stosunku do 239 w roku poprzednim, o łącznej wartości 7,86 mld USD. Najbardziej aktywny był sektor wytwórczy(74 transakcje), sektor usług (37), spożywczy(32), finansowy(29) oraz IT(28). Rok 2006 przyniósł kolejny wzrost-zarówno jeśli chodzi o wartość transakcji(10,9 mld USD), jak też ich liczbę(398). Bardzo znacznie wzrósł udział inwestorów zagranicznych, natomiast inwestorzy krajowi byli mniej aktywni niż w poprzednim roku. Odnotowano wówczas aż 18 megatransakcji o wartości przekraczającej 100 mln USD każda. Również kolejne lata: 2007, 2008 i 2009 przynosiły coraz większą liczbę zawieranych transakcji, choć ich wartość utrzymywała się na takim samym poziomie. Należy zauważyć, że mimo kryzysu na rynkach finansowych rok 2009 był bardzo stabilny w porównaniu do roku 2008. Liczba transakcji wzrosła o 1,5%, przy czym ich wartość obniżyła się o około 0,8% w stosunku do roku 2008⁶².

⁶² Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch, KPMG Corporate Finance, DealWatch, s. 6,



Wykres 3.2. Wartość M&A w Polsce po 2000 roku (Źródło: J. Piszewski, Fuzje i przejęcia w Polsce, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2008, nr 2, s. 35-39).

Ponowne widoczne nasilenie procesów konsolidacyjnych nastąpiło w 2010 roku, kiedy zawarto transakcje o łącznej wartości 21 mld euro w porównaniu do 9,6 mld w roku 2009⁶³. Raport DealWatch i KPMG przewiduje, że rok 2011 przyniesie kolejny wzrost w obszarze fuzji i przejęć, zarówno pod względem ich liczby jak też wartości.

Obecnie polski rynek M&A wykazuje wiele cech typowych dla rozwiniętych rynków kontroli, ale ma też swoje cechy specyficzne. Podobieństwa są widoczne na płaszczyźnie sektorowej. Największa liczba transakcji jest zawierana w sektorze usług, co odpowiada trendom globalnym. Co więcej, obecność zagranicznych inwestorów świadczy o tym, że polski rynek M&A jest dobrze zintegrowany z globalnym rynkiem kapitałowym. Natomiast to co specyficzne dla procesów konsolidacyjnych w Polsce to duży udział Skarbu Państwa w transakcjach oraz fakt, że polskie przedsiębiorstwa występują najczęściej po stronie sprzedających. Krótka historia polskiego rynku kapitałowego oraz mała liczba dużych

<http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>, [data odczytu: 10.10.2011].

⁶³ Rekordowy rok fuzji w Polsce- wartość transakcji wzrosła do 21mld euro,

http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/477812,rekordowy_rok_fuzji_w_polsce_wartosc_transakcji_wzrosla_do_21_mld_euro.html, [data odczytu: 15.10.2011].

przedsiębiorstw o silnej pozycji międzynarodowej sprawiają, że rynek M&A w Polsce jest słabiej rozwinięty niż w krajach Europy Zachodniej czy w USA⁶⁴.

3.2. Charakterystyka rynku FMCG

Jednym z najbardziej prężnie rozwijających się obszarów gospodarki światowej jest branża FMCG (skrót od ang. *Fast Moving Consumer Goods*) nazywana też alternatywnie branżą CPG (skrót od ang. *Consumer Packaged Goods*)⁶⁵. Jest to sektor gospodarki, który obejmuje dobra szybkozbywalne, towary pierwszej potrzeby, które służą do codziennego użytku. Do grupy tej należy bardzo szeroka gama produktów: artykuły spożywcze, napoje, alkohole, wyroby tytoniowe, kosmetyki i artykuły higieny osobistej, środki chemiczne na potrzeby gospodarstw domowych, leki sprzedawane bez recepty bądź produkty papiernicze. Można przyjąć, że większość produktów dostępnych w super- i hipermarketach to produkty FMCG. Ponieważ klienci kupują je bardzo często, nawet codziennie, trzeba je też bardzo często dostarczać do sklepów. Stąd ich inna nazwa- towary szybko rotujące. W marketingu klasyfikuje się je wg „kategorii produktów”. „Kategoria” jest definiowana jak grupa produktów, które zaspokajają te same potrzeby i mają zbieżne cechy.

Charakterystycznymi cechami towarów FMCG są ich niskie ceny jednostkowe oraz fakt, iż są kupowane w masowych ilościach. Mimo, że marże są niskie to sprzedaż na masową skalę pozwala na pomnażanie zysków. Co więcej, klienci codziennie robiąc zakupy i mając do wyboru kilkadziesiąt rodzajów poszczególnych produktów, nie zastanawiają się nad swoim wyborem i nie kierują racjonalnymi przesłankami. Rzadko deklarują przywiązanie do konkretnej marki. Firmy w branży FMCG muszą ze sobą ostro rywalizować, walczyć o dobrą ekspozycję swoich towarów w sklepie, nieustannie oferować swoim klientom nowości i podążać za trendami. Stąd też rynek FMCG uważa się za trudny. To nasycenie oraz zaostrzająca się konkurencja powodują, że posiadanie precyzyjnych i bieżących informacji ma kluczowe znaczenie dla powodzenia marki, producenta czy sieci dystrybucyjnej. Dzięki analizom bieżących trendów, kalkulacji marży oraz śledzeniu kosztów operacyjnych w różnych przekrojach możliwe jest szybkie reagowanie na zmiany, dostosowanie się do zmiennego otoczenia i wyprzedzanie potrzeb klientów.

⁶⁴ Fuzje i przejęcia, Portal Inwestycje, http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/fuzje_i_przejecia;48626;0.html, [data odczytu: 09.10.2011].

⁶⁵ Consumer Packaged Goods, Inwestopedia, <http://www.investopedia.com/terms/c/cpg.asp#axzz1awFTAek8>, [data odczytu: 16.10.2011].

Producenci na rynku FMCG konkurują ze sobą na różnych płaszczyznach i stosują różne strategie. Część z nich stawia na bardzo wysoką jakość oferowanych produktów opartych o coraz nowsze receptury i technologie. Przykładem mogą być producenci kosmetyków, którzy powołują się w reklamach na wyniki badań prowadzonych przez niezależne instytuty. Inną strategią jest konkurowanie za pomocą ceny. Stosują ją między innymi sieci detaliczne, oferując produkty sygnowane jako tzw. *private labels*. Mają one spory udział w rynku. O sporej konkurencji na rynku i jego potencjale świadczy też fakt, że produkty FMCG znajdują się w tej grupie dóbr, na których reklamę wydaje się na świecie najwięcej.

Choć rynek FMCG postrzega się jako trudny, to jest o co walczyć. W USA wartość branży szacuje się na 2 tryliony dolarów. Szczególnie intensywnie rozwija się on w Indiach. Na początku 2010 roku rynek FMCG był czwartym sektorem gospodarki hinduskiej, a jego wartość osiągnęła 13,1 bilionów dolarów. Oczekiwano ponadto, że do końca 2010 roku liczba ta powiększy się o 60%. W Nowej Zelandii FMCG jest największym sektorem gospodarki, który odpowiada za wytworzenie 5% PKB⁶⁶. W Polsce wartość rynku FMCG szacuje się na 67 mld złotych. 70% tej kwoty przypada na produkty spożywcze: alkohole, produkty mleczarskie, napoje, słodycze i leki OTC. Pozostałe 30% to wartość branży tytoniowej, chemicznej i kosmetycznej. Wśród kategorii produktowych najwięcej warty jest rynek alkoholi: piwa i wódki- niemal 15,5 mld złotych⁶⁷. Łącznie produkty spożywcze i chemiczno-kosmetyczne sprzedaje się w Polsce w 139 000 sklepach. Duża skala rynku FMCG powoduje, że panuje na nim ogromna konkurencja. Do największych graczy na rynku FMCG należą międzynarodowe koncerny takie jak: Procter & Gamble, Masterfoods, Unilever, Grupa Żywiec, Philip Morris, Nestle, Coca-Cola, PepsiCo, Mars, Reckitt Benckiser i wiele innych. Kluczowymi uczestnikami rynku FMCG są również wielkie sieci detaliczne, które mocno ze sobą rywalizują. Rezultatem jest poszukiwanie coraz tańszych dostawców, upraszczanie procedur oraz nacisk na zwiększenie efektywności działania.

W ciągu ostatnich lat rynek FMCG w Polsce znacznie się zmienił. Zniknęły osiedlowe stragany i samochody, w których sprzedawano towary. Obok małych osiedlowych sklepów pojawiały się wielkie supermarkety, które sprzedają tanie towary pod własną marką. Swoje fabryki w Polsce uruchomiły wielkie koncerny. Szybki rozwój FMCG można było zauważyć na półkach sklepowych, gdzie klienci mieli przed sobą coraz większy wybór. Nasycenie

⁶⁶ FMCG Industry, portal EconomyWatch, <http://www.economywatch.com/world-industries/fmcg.html>, [data odczytu: 16.10.2011].

⁶⁷ A. Mitura, Branża FMCG: Opóźniona ale bez kompleksów, „CIO. Magazyn Dyrektorów IT” 2006, nr 4, s. 24.

rynku sprawiło, że możliwości zarówno starych jak i nowych graczy stały się znacznie ograniczone i musieli oni poszukiwać wyrafinowanych sposobów budowania swojej pozycji konkurencyjnej. Po okresie szybkiego wzrostu, kiedy co roku powstało około 33-38 nowych supermarketów, branża nieco wyhamowała, co przejawiało się spadkiem tej liczby. Mniej swoich sklepów otwierały również sieci dyskontowe. Jeszcze w latach 2002-2003 otwierano 100 nowych sklepów, podczas gdy w 2004 roku było to już tylko 80 sklepów⁶⁸. Wg specjalistów obserwujących zmiany zachodzące w sektorze dóbr szybkozbywalnych rynek ten przeszedł transformację i z etapu budowania wkroczył w etap rozwoju.

Charakterystyczną cechą branży FMCG są postępujące procesy konsolidacyjne, którym ulegają podmioty w niej działające. Dotyczy to nie tylko producentów, ale również sieci detalicznych. Przejawem tego zjawiska jest coraz większa liczba fuzji i przejęć w sektorze FMCG. Wzrasta także ich udział w całości zawieranych na świecie transakcji pod względem wartościowym. Co więcej, w najbliższych latach spodziewane jest nasilenie tych procesów.

3.3. Procesy M&A wśród producentów branży FMCG

Jedną z cech charakterystycznych etapu rozwoju, w jakim znajduje się obecnie branża FMCG jest postępująca konsolidacja branży. Dotyczy to producentów dóbr szybkozbywalnych, na których skupia się niniejsze opracowanie, ale równie szeroko obejmuje także pozostałe podmioty w łańcuchu dostaw: hurtowników oraz detalistów. Nasilenie tendencji konsolidacyjnych widoczne jest w skali globalnej, jak również na rynku krajowym. Strategię rozwoju przez połączenia stosują w branży FMCG zarówno firmy międzynarodowe, jak też przedsiębiorstwa działające w Polsce. Warto przyrzeć się przyczynom obecnie trwającej konsolidacji w sektorze, prognozą na najbliższe lata oraz specyfice transakcji o zasięgu globalnym i krajowym.

Przyczyny konsolidacji w branży FMCG mają ścisły związek z tym, na jakim etapie rozwoju znajduje się rynek dóbr szybkozbywalnych. W krajach rozwiniętych, gdzie jest on już w pełni ukształtowany i dojrzały procesy łączenia się przedsiębiorstw wynikają z nasycenia rynku, ogromnej konkurencji oraz ograniczonych możliwości graczy. Dlatego też podmioty rynkowe upatrują szansę na szybki rozwój w nabywaniu kolejnych, już istniejących

⁶⁸ Ibidem, s. 24.

na rynku firm. Co więcej w trudnych warunkach konkurencyjnych, nabycia pozwalają na uzyskanie przewagi dzięki efektowi skali oraz optymalizacji kosztów. Specjalistyczne prognozy przeprowadzone dla branży FMCG w skali globalnej przewidują, że nadal będzie podlegała zjawisku konsolidacji i umiędzynarodowienia. W efekcie rynek światowy zostanie opanowany przez 10 koncernów, które będą reprezentować około 30 marek.

W Polsce branża FMCG wciąż jest stosunkowo młoda i znajduje się obecnie w fazie rozwoju. Pojawiają się w niej coraz więksi gracze, ale nadal charakteryzuje się sporym rozdrobnieniem. Coraz większa konkurencja na rynku będzie zmuszać właścicieli mniejszych podmiotów do tego, by sprzedawali swoje biznesy innym, silniejszym podmiotom. Za dynamikę procesów konsolidacyjnych w przemyśle dóbr konsumpcyjnych odpowiadają czynniki, które istotnie kształtowały tę branżę przez kilka ostatnich lat: rozwój handlu wielkopowierzchniowego, rosnące koszty operacyjne spółek, uwzględniając koszty siły roboczej, energii i paliw oraz wysoka zmienność cen surowców. Tylko w 2010 roku zrealizowano 40 transakcji, a coraz więcej z nich przekracza wartość 1 mld złotych⁶⁹. Już w tej chwili, jak szacuje The Nielsen Company, ponad 60 % rynku w Polsce należy do pięciu największych producentów oraz dystrybutorów. Z tego schematu wyłamują się jedynie producenci i dystrybutorzy wina oraz produktów nabiałowych, wyłączając mleko. Natomiast największa koncentracja produkcji dotyczy piwa(89%), wyrobów czekoladowych(77%), wódki(75%) oraz kawy(75%)⁷⁰.

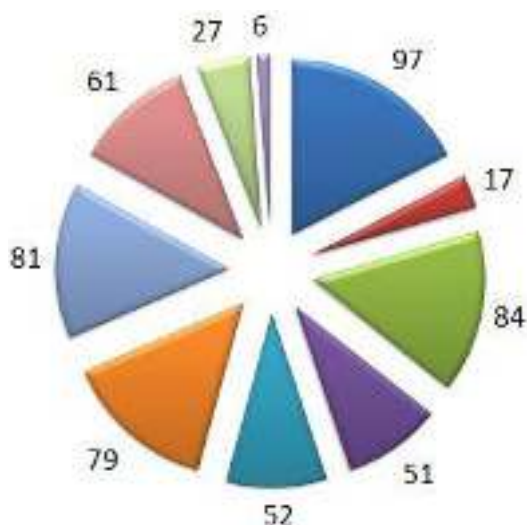
Na fakt, że firmy coraz częściej wybierają drogę rozwoju poprzez konsolidację ma istotny wpływ specyfika branży FMCG, która charakteryzuje się względną stabilnością i mniejszą wrażliwością na koniunkturę. Ma to szczególne znaczenie w okresie kryzysu gospodarczego. Można bowiem zrezygnować z kupowania dóbr luksusowych, ale klienci nadal będą kupować żywność, kosmetyki czy chemię gospodarczą. Zmienia się jedynie sposób wydawania pieniędzy. Na popularności zyskują bowiem marki własne detalistów. Potwierdzają to dane sprzedażowe z okresu ostatniego kryzysu finansowego. Z tego względu branża FMCG jest pozytywnie postrzegana przez inwestorów.

Postępujące procesy konsolidacyjne w branży FMCG znajdują odzwierciedlenie w statystykach dotyczących całego rynku M&A z podziałem na poszczególne branże. Przez ostatnie kilka lat udział transakcji w sektorze FMCG -zarówno liczbowy jak też wartościowy- stopniowo się zwiększał. Kompleksowa analiza tego zjawiska dla Polski została

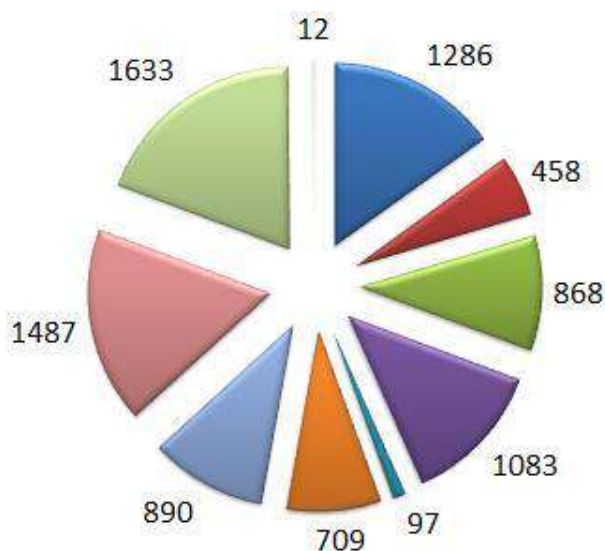
⁶⁹ Drewnowska Beata, Wieczerek-Krusińska Aneta, Branżę spożywczą czeka kolejna fala konsolidacji, <http://www.parkiet.com/artukul/1092357.html?print=tak>, [data odczytu: 5.11.2011].

⁷⁰ A. Mitura, op. cit., s. 26.

zaprezentowana w raporcie przygotowanym przez KSMG Polska oraz serwis DealWatch(wykresy 3.3 oraz 3.4).



Wykres 3.3. Liczba transakcji ogłoszonych w Polsce w 2009 roku w podziale na sektory gospodarki (Źródło: Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch, <http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>, [data odczytu: 18.10.2011]).



Wykres 3.4. Wartość transakcji (w mln euro) ogłoszonych w Polsce w 2009 roku w podziale na sektory gospodarki (Źródło: Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch, <http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>, [data odczytu: 18.10.2011]).

- Informatyka, media, komunikacja, rozrywka
- Transport, spedycja, logistyka
- Budownictwo, nieruchomości
- Bankowość, ubezpieczenia, inwestycje, leasing
- Usługi specjalistyczne, edukacja, administracja
- Handel, dystrybucja
- Produkcja przemysłowa
- Dobra konsumpcyjne
- Energetyka, paliwa, surowce mineralne
- Opieka zdrowotna

Spory udział przemysłu dóbr konsumpcyjnych w ogólnej liczbie i wartości fuzji i przejęć zdają się również potwierdzić wyniki raportu przygotowanego przez firmę PwC. Badanie było poświęcone trendom na rynku M&A dla całej Europy Środkowo-Wschodniej w 2006 roku. Do 4 najaktywniejszych należały kolejno sektory: wytwórczy, finansowy FMCG i energetyczny. Liczba fuzji i przejęć w sektorze spożywczym zwiększyła się o 47% w stosunku do roku poprzedniego⁷¹. Wzrost ten dotyczył w jednakowym stopniu wszystkich krajów w badanym regionie.

Najnowsze prognozy dotyczące rozwoju trendu konsolidacyjnego w branży FMCG w Polsce i na świecie zgodnie przewidują wzrost liczby transakcji. Nie wyklucza się, że to właśnie sektor dóbr szybkozbywalnych uzyska w perspektyw najbliższych kilku lat swoisty „monopol” na transakcje M&A w porównaniu do pozostałych branż. Analitycy zgodnie twierdzą, że w najbliższym czasie rynek czeka kolejna fala nabyć. Proces ten został przyspieszony przez spowolnienie gospodarcze, które było efektem kryzysu finansowego. Trend wzrostowy dotyczy również rynku w Polsce, gdzie głównymi uczestnikami procesów fuzji i przejęć będą wg przewidywań przetwórcy ryb i mięsa oraz producenci słodczy.

Ostatnie dziesięciolecie było okresem szczególnie intensywnego rozwoju branży FMCG. W odniesieniu do historii rozwoju procesów M&A na świecie był to okres piątej oraz szóstej fali fuzji. Następstwem rozwoju były postępujące wśród podmiotów tego sektora procesy konsolidacyjne oraz coraz większa koncentracja kapitału, które prowadziły do zawierania spektakularnych pod względem wartości transakcjami. Największe w skali globalnej fuzje i przejęcia określa się mianem megafuzji oraz megaprzejęć. Rezultatem ich powstania są potężne międzynarodowe koncerny, które działają globalnie, a ich marki są

⁷¹ T. Gordziejewicz, Ryzyko i rekordy, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2007, nr 10, s. 45-49.

znane konsumentom w niemal wszystkich krajach świata. Dlatego transakcje zawierane przez największych producentów branży FMCG na świecie mają ogromny wpływ nie tylko na kształt sektora w ujęciu globalnym, ale kształtują również krajowe rynki dóbr szybkozbywalnych. To oznacza, że skutki procesów konsolidacyjnych są odczuwane przez wszystkich, którzy dokonują zakupów, choć większość konsumentów nie jest świadoma tych zmian. Największe nabycia w branży FMCG przedstawia tabela nr 3.3. Uwzględniona w tabeli zmiana kursu nabywcy pokazuje, jak w krótkiej i długiej perspektywie czasowej zmieniała się wartość giełdowa połączonych podmiotów.

Tabela 3.3. Najbardziej spektakularne transakcje M&A w branży spożywczej przeprowadzone w latach 2005-2010.

PODMIOT PRZEJMOWANY	PODMIOT PRZEJMUJĄCY	WARTOŚĆ TRANSAKCJI I ROK JEJ ZAWARCIA	ZMIANA KURSU NABYWCY	
			5 LAT	1 ROK
Gillette (USA)	Procter & Gamble (USA)	57,2 mld USD (2005)	+18,6	+24,1
Anheuser-Bush (USA)	Inbev (Belgia)	61,0 mld USD (2008)	+74,0	+106,3
Wrigley MW Jr (USA)	Mars (USA)	23 mld USD (2008)	**	**
Cadbury (UK)	Kraft Foods (USA)	19,5 mld USD (2010)	-13,5	+18,8

Źródło: W. Sz. Kowalski, Inwest Consulting SA, Wielkie konsolidacje...dopiero w następnej dekadzie, <http://www.inwestconsulting.pl/download/pdf/ic-komentarz-22-02-2010.pdf>, [data odczytu: 19.10.2011].

*od 19 lutego 2010 r. wstecz; **Mars Inc. nie jest notowany na rynku papierów wartościowych

Aby uświadomić sobie znaczenie tych procesów dla całej branży w skali globalnej wystarczy porównać je z największymi transakcjami, jakie miały miejsce na polskim rynku w ostatnich latach, czy to z udziałem podmiotów krajowych, czy też inwestorów zagranicznych. Wyraźnie da się zauważyć, że polski rynek M&A jest stosunkowo mały, a wielkość transakcji znacznie mniejsza w porównaniu do transakcji globalnych.

Tabela 3.4. Największe transakcje M&A w branży FMCG w Polsce przeprowadzone w latach 2009-2011.

PODMIOT PRZEJMOWANY	PODMIOT PRZEJMUJĄCY	WARTOŚĆ TRANSAKCJI I ROK JEJ ZAWARCIA
Kamis (Polska)	McCormics (USA)	830 mln PLN (2011)
Kompania Piwowarska (Polska)	SAB Miller (RPA)	797,1 mln EUR (2009)
Cadbury Wedel	Lotte Group (Japonia)	750-850 mln PLN (2010)
Agros Nova	IK Investment Partners	750-1000 mln PLN (2010)

Źródło: opracowanie własne.

W dobie globalizacji największe transakcje mają charakter międzynarodowy i skutkują tworzeniem ogromnych transgranicznych koncernów. Charakteryzują się one znacznie większymi jednostkowymi wartościami niż przedsięwzięcia krajowe. Co więcej ich praktyczna realizacja również jest dużo bardziej złożona. Są to bardzo ryzykowne decyzje inwestycyjne, ale mogące jednocześnie przynieść ogromne stopy zwrotu. Jeżeli skonfrontujemy to z faktem, że 80% fuzji i przejęć nie osiąga założonych celów i nie prowadzi do tworzenia dodatkowej wartości, to należy stwierdzić, że megafuzje, które kończą się powodzeniem muszą być prawdziwym majstersztykiem.

Jednym z najlepszych przykładów potężnej fuzji w branży FMCG, która zakończyła się sukcesem i często jest przytaczana jako wzór dla innych przedsiębiorstw jest nabycie firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble w 2005 roku. Ta ryzykowna, ale zakończona ogromnym sukcesem decyzja doprowadziła do utworzenia największego na świecie koncernu działającego w branży dóbr szybkozbywalnych, obecnego w ponad 180 krajach świata. Fuzję Procter & Gamble oraz Gillette można zaliczyć do najlepszych praktyk w zakresie procesów M&A w branży FMCG. Dokładnej analizie tego procesu został poświęcony kolejny rozdział niniejszej pracy.

ROZDZIAŁ 4. ANALIZA TRANSAKCJI NABYCIA FIRMY GILLETTE PRZEZ KONCERN PROCTER & GAMBLE

4.1. Założenia metodologiczne

Niniejsze opracowanie jest oparte na konkretnym przedmiocie badań. Pojęcie przedmiotu badań jest określane i definiowane w literaturze na różne sposoby. Wg Tadeusza Pilcha „przedmiot badań to obiektywnie istniejące, poddające się pomiarowi zjawisko możliwe do zbadania na gruncie metodologii”⁷². A. W. Maszke podaje trochę szerszą definicję. Przedmiot badań określa jako wszelkie obiekty, rzeczy, zjawiska i procesy, którym one podlegają i w odniesieniu do których formułuje się pytania badawcze⁷³.

Przedmiotem badań tejże pracy jest transakcja nabycia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble. Wg Pilcha jednym z podstawowych kryteriów wyboru przedmiotu badań jest emocjonalne zainteresowanie tematem, które podnosi efektywność badań i zwiększa dociekliwość badacza. Autor niniejszej pracy przy wyborze przedmiotu swoich badań kierował się zainteresowaniem problematyką branży FMCG i doświadczeniem zawodowym zdobytym w tym sektorze.

Określenie przedmiotu badań umożliwia w dalszej kolejności wyodrębnienie celu badań. Wg Władysława Zaczyńskiego cel badania to „określenie efektu końcowego badań, uszczegółowienie tego, co zamierza się osiągnąć”⁷⁴. Jest to więc pożądaný, przewidywalny stan rzeczy, jaki badacz chce uzyskać po przeprowadzeniu badań i opracowaniu wniosków.

Celem niniejszego opracowania jest poznanie przesłanek, korzyści oraz skutków największej w historii transakcji nabycia w branży FMCG- przejęcia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble. Aby w pełni zrozumieć znaczenie i złożoność tego wydarzenia opracowanie skupia się nie tylko na analizie samej transakcji i jej uczestnikach, ale szeroko omawia także kontekst rynkowy.

Kolejnym etapem jest sformułowanie problemów badawczych, wokół których będzie poruszał się autor tego opracowania. Józef Pieter definiuje problem badawczy jako „swoiste pytanie określające jakość i rozmiar pewnej niewiedzy, to jest pewnego braku w

⁷² T. Pilch, Zasady badań pedagogicznych, Wydawnictwo ŻAK, Warszawa, 1995, s. 56.

⁷³ A. W. Maszke, Metodologiczne podstawy badań pedagogicznych, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2004, s. 44.

⁷⁴ W. P. Zaczyński, Praca badawcza nauczyciela, Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne, Warszawa 1995, s. 46.

dotychczasowej wiedzy oraz cel i granice danej pracy naukowej”⁷⁵. Zabieg sformułowania problemu badawczego polega na rozbiciu tematu, na pytania-problemy, na które badacz będzie szukał odpowiedzi w drodze badań naukowych.

Ogólny problem badawczy, który został postawiony w niniejszej pracy brzmi: Jakie były przesłanki, korzyści oraz skutki nabycia firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble?

Sformułowano także następujące szczegółowe problemy badawcze:

- 6) Jakie były motywy przejęcia Gillette przez Procter & Gamble?
- 7) Jakie zjawiska w branży FMCG przemawiały za podjęciem decyzji o połączeniu?
- 8) Czy przejęcie było uzasadnione ekonomicznie i doprowadziło do wzrostu wartości przedsiębiorstwa?
- 9) Jakie korzyści synergii wynikały z połączenia obu podmiotów?
- 10) Jakie skutki dla sektora i konkurentów wywołała transakcja nabycia Gillette przez P&G?

Prowadzone badania naukowe mają charakter badań jakościowych. Badania jakościowe to dziedzina wiedzy, która wywodzi się z pogranicza nauk humanistycznych, przyrodniczych oraz społecznych. Ma charakter wielopragmatyczny, czyli wielokierunkowy. Jej początki mają związek z tzw. nurtem jakościowym, który pojawił się na przełomie XIX i XX wieku i był odpowiedzią na metodologiczne ograniczenia badań ilościowych. Badania jakościowe i ilościowe stoją w opozycji do siebie. Najbardziej uchwytne różnice tkwią w rodzaju surowych danych, jakie badacz gromadzi. W badaniach ilościowych dane mają postać liczb, a ich sens wynika z narzędzia, które zastosowano w pomiarze. W badaniu jakościowym dane mają postać tekstu. Większy akcent kładzie się na procesy i znaczenia, które nie są poddawane ścisłym pomiarom w kategoriach ilości, np. wielkości, wysokości czy częstości. Stąd bierze się różnica w metodach analizy. Zbiory liczb można analizować metodami statystycznymi, natomiast zbiory tekstów wymagają innych zabiegów. Badania jakościowe mają na celu odkrycie sensu, interpretacji, czynnika subiektywnego. Ich istotą jest wyjaśnienie powiązań przyczynowo - skutkowych oraz pomoc w zrozumieniu interesujących badacza zjawisk. Charakteryzują się całościowym podejściem nastawionym na indukcyjny opis kontekstu, w jakim tkwi jednostka czy zjawisko w celu zrozumienia badanej sytuacji. Otrzymane wyniki badań są prezentowane poprzez konstruowanie kategorii pojęciowych na podstawie zgromadzonych danych.

⁷⁵ J. Pieter, *Ogólna metodologia pracy naukowej*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1969, s. 67.

Badania przeprowadzone na potrzeby niniejszej pracy polegały na zgromadzeniu materiału badawczego, jego przestudiowaniu, analizie i na tej podstawie wyciągnięciu wniosków. Materiał badawczy stanowiła literatura przedmiotu, artykuły prasowe, studia przypadków poświęcone badanym obiektom, raporty roczne oraz innego rodzaju dokumentacja udostępniona przez firmy na ich stronach internetowych.

4.2. Historia oraz charakterystyka porównawcza Gillette oraz P&G

Procter & Gamble jest międzynarodowym koncernem z ponad 170-letnią historią. Przez ten okres cały czas stopniowo się rozwijał, aby obecnie być największym przedsiębiorstwem na świecie produkującym dobra szybkozbywalne. Dzisiaj firma posiada ponad 300 globalnych marek (23 z nich to tzw. miliardowe marki, ponieważ przynoszą sprzedaż na poziomie przekraczającym 1 mld dolarów rocznie) w 3 segmentach: uroda, zdrowie i gospodarstwo domowe. Działa w 180 krajach i zatrudnia łącznie 138 tysięcy osób. W Polsce P&G obchodziło 20-lecie swojej obecności w czerwcu 2011 roku⁷⁶.

Początek historii koncernu sięga 1837 roku, kiedy producent świec-William Procter i jego szwagier, wytwórca mydła- James Gamble założyli mają firmę produkcyjną w Cincinnati (Ohio)⁷⁷. Kapitał początkowy wynosił 7000 dolarów, a pierwszymi produktami nowego przedsiębiorstwa były świece woskowe i mydło. 20 lat później stało się ono jednym z największych przedsiębiorstw w Cincinnati, a sprzedaż sięgała 1 mln dolarów. W 1879 roku syn założyciela- James Norris Gamble wprowadził na rynek pierwsze rodzime białe mydło, które ze względu na swój kolor otrzymało nazwę Ivory (kość słoniowa). Swoje produkty, zwłaszcza mydło, firma zaczęła reklamować w latach 30. XX wieku w trakcie nadawania popularnego serialu radiowego. Od tej pory seriale radiowe, a później także telewizyjne zaczęto nazywać operami mydlanymi (z ang. *soap opera*). W latach 40. i 50. XX wieku firma zaczęła rozwijać się poprzez proces nabywania kolejnych firm: Spic and Span (1945), Duncan Hines (1956), Chairman Paper Mills (1957), Clorox (1957), Folgers Coffee (1963). W ten sposób P&G uzupełniła swoją ofertę o produkty żywnościowe, wyroby papiernicze oraz poszerzyło gamę produktów gospodarstwa domowego. Kolejnym krokiem na drodze rozwoju było wyjście poza rynek amerykański i budowanie swojej pozycji na rynku globalnym. W 1954 roku P&G otworzyła swoją pierwszą placówkę w Europie w Marsylii, a w 1973 roku

⁷⁶ Strona internetowa Procter & Gamble Polska, http://www.pg.com/pl_PL/company.shtml, [data odczytu: 12.11.2011].

⁷⁷ A Company History: 1837-Today, globalna strona internetowa Procter & Gamble, http://www.pg.com/translations/history_pdf/english_history.pdf, [data odczytu: 12.11.2011].

zaczęła produkcję i sprzedaż swoich produktów w Japonii. W latach 80. i 90. XX wieku firma dołączyła do grona największych graczy na rynku międzynarodowym, a jej głównymi i najtrudniejszymi konkurentami były Kimberley-Clark oraz Colgate. Ogromny rozwój w tym okresie wynikał z kilku faktów. Po pierwsze, firma rozpoczęła produkcję w Chinach. Po drugie, weszła w nowy segment jakim była ochrona zdrowia poprzez nabycie w 1985 roku firmy Richardson-Vicks, która produkowała leki bez recepty. Stała się również największą firmą kosmetyczną w Stanach Zjednoczonych po tym, gdy nabyła takie znane marki jak Noxell(1989) oraz Max Factor(1991). Na początku lat 90. koncern wszedł na rynki Czechosłowacji, Rosji, Węgier i Polski. Za wzrostem firmy szły jednocześnie zwiększone nakłady na badania i rozwój. W tym okresie P&G otworzyła swoje centra badawcze w USA, Japonii, Europie oraz w Ameryce Łacińskiej. Nie bez powodu jest określana mianem jednej z najbardziej innowacyjnych firm na świecie. To właśnie jej zawdzięczamy dzisiejsze powiedzenie „2 w 1” po tym, jak opracowała nowy rodzaj produktu do pielęgnacji włosów: szampon i odżywkę w jednym. W 1961 roku P&G wprowadziła na rynek pierwsze pieluszki jednorazowego użytku Pampers, które zastąpiły tradycyjne pieluchy tetrowe. Od tego czasu nazwy Pampers zaczęto używać jako odpowiednik jednorazowej pieluszki. Firma opracowała też pierwszą pastę do zębów z dodatkiem fluoru, która znacznie skuteczniej zwalczała próchnicę niż inne dotychczasowe pasty. W roku 1997 roczne nakłady na badania i rozwój wynosiły 1 mld dolarów.

Początek XXI wieku i okres kryzysu finansowego były dla firmy dużym wyzwaniem. Ogromny spadek zysków pociągnął za sobą spadek cen akcji- jeden z największych w historii P&G. W tym okresie ogłoszono globalny plan restrukturyzacji pod nazwą „Organizacja 2005”, a szefem firmy została A.G. Lafley. Określono najważniejsze priorytety firmy, na których realizacji miała się skupić: rozwój wiodących marek i utrzymanie ich liderek pozycji wśród produktów konkurencji oraz intensywny wzrost firmy na rynkach rozwijających się. W rezultacie, w ciągu 5-ciu kolejnych lat P&G zwiększyła swoje przychody o 40% , podwoiło zyski, a liczba miliardowych marek zwiększyła się z 12 do 22.

Na koniec 2004 roku, miesiąc przed przejęciem firmy Gillette, Procter & Gamble była silnym koncernem z przychodami na poziomie 51.4 mld dolarów oraz zyskami rzędu 6.48 mld dolarów. Zatrudniała 110 tysięcy pracowników i miała w swoim portfolio ponad 300 marek produktów w 3 segmentach. Najważniejsze dane dotyczące firmy przed nabyciem Gillette zawierają tabele: 4.1 oraz 4.2 .

Tabela 4.1. Wybrane pozycje ze sprawozdań finansowych firmy P&G z okresu 2000-2004.

POZYCJE (w mln dolarów, oprócz dywidendy)	2000	2001	2002	2003	2004
sprzedaż netto	39, 951	39,244	40,238	43,377	51,407
zysk operacyjny	5,954	4,736	6,678	7,853	9,827
zysk netto	3,542	2,922	4,352	5,186	6,481
marża operacyjna ⁷⁸	8.9%	7.4%	10.8%	12.00%	12.6%
dywidenda na 1 akcję	0.64	0.70	0.76	0.82	0.93
wydatki na R&D	1,899	1,769	1,601	1,665	1,802
wydatki na reklamę	3,793	3,612	3,773	4,373	5,504
aktywa	34,366	34,387	40,776	3,706	57,048

Źródło: P&G Annual Report 2004.

Tabela 4.2. Segmenty rynkowe, rodzaje produktów oraz marki firmy P&G- rok 2004.

SEGMENT	PRODUKTY	NAJWAŻNIEJSZE MARKI
Uroda	dezodoranty, perfumy, kosmetyki i farby do włosów, kosmetyki do twarzy i ciała, podpaski i tampony	Always, Tampax, Olay, Pantene, Head & Shoulders, Secret, Hugo Boss, Max Factor, Old Spice, Clairol Herbal Essences, Giorgio, Laura Biagiotti, Cover Girl, Safeguard, Wella
Gospodarstwo domowe	wybielacze i detergenty, środki czystości, proszki, kawa, przekąski	Tide, Ariel, Lenor, Ace Laundry, Bounce, Dawn, Fairy, Bonux, Mr. Clean, Dreft, Ace Bleach, VizirCascade, Cheer, Gain, Folgers, Pringles, Sunny Delight, Millstone, Punica, Torengos
Zdrowie	pasty i szczotki do zębów, płyny do higieny jamy ustnej, leki bez recepty, pampersy, ręczniki papierowe, środki antykoncepcyjne, chusteczki	Crest, Blend-a-Med, Pampers, Whisper, Orkid, Charmin, Bounty, Puffs, Tempo, Codi Feminine Care, Eukanuba, Actonel, Vicks NyQuil, Vicks/Wick, PUR, ThermaCare, VicksDayQuil, Vicks Sinex

Źródło: P&G Annual Report 2004.

⁷⁸ Marża operacyjna jest ilorazem zysku operacyjnego EBIT i przychodów ogółem. Wynik mówi, ile dana spółka generuje nadwyżki finansowej z każdej jednostki przychodów przed opłaceniem kosztów długu i podatków.

Zanim amerykańska The Gillette Company z siedzibą w Bostonie została nabyta przez Procter & Gamble w 2005 roku, firma ta była światowym liderem w produkcji maszynek, ostrzy i kosmetyków do golenia zarówno dla mężczyzn jak i dla kobiet. Gillette jest rozpoznawana na świecie głównie jako marka maszynek do golenia. Ich sprzedaż odpowiadała za połowę przychodów firmy. Firma posiadała jednak znacznie więcej znanych i cenionych marek takich jak: Paper Mate, Parker, Waterman (profesjonalne artykuły piśmiennicze), Liquid Paper (korektory), Oral-B (szczoteczki i środki do higieny jamy ustnej) oraz baterie (Duracell). The Gillette Company posiadała 31 centrów produkcyjnych ulokowanych w 14 krajach, a swoje produkty sprzedawała do ponad 200 krajów.

Historie Gillette oraz Procter & Gamble są do siebie bardzo podobne. The Gillette Safety Razor Company została założona w 1901 roku w Bostonie (Massachusetts) przez amerykańskiego sprzedawcę, wynalazcę i pisarza Kinga C. Gillette oraz inżyniera Williama Nickersona z Instytutu Technologii w Massachusetts (USA). King Gillette już niejednokrotnie wcześniej zastanawiał się, czym można by zastąpić ciężkie i niebezpieczne brzytwy, których używali wówczas mężczyźni. Wpadł na pomysł stworzenia taniej maszynki do golenia jednorazowego użytku, która posiadałaby rączkę oraz podwójne, cienkie ostrza. Eksperci z obszaru metalurgii stwierdzili jednak, że technicznie nie jest to możliwe. W prace nad stworzeniem takiej maszynki włączył się William Nickerson. Oboje pracowali 6 lat nad stworzeniem maszyny, która będzie w stanie wyprodukować cienkie ostrza o bardzo ostrych krawędziach. Próby zakończyły się sukcesem, a swój produkt opatentowali w 1904 roku. Firma rozpoczęła sprzedaż swoich produktów w 1903 roku. Sprzedano wówczas 51 maszynek do golenia oraz 168 wymiennych ostrzy. Wyroby zdobywały jednak coraz większą popularność i w kolejnym roku sprzedaż wzrosła już do 90,884 maszynek oraz 123,648 ostrzy. W trakcie II wojny światowej rząd amerykański złożył u firmy potężne zamówienie na potrzeby swojego wojska.

Firma rozwijała się bardzo szybko poprzez otwieranie w kolejnych pięciu latach placówek w Londynie, Paryżu, Berlinie, Hamburgu i Montrealu. W latach 50. XX wieku przyjęła nową nazwę, która jest znana współcześnie - The Gillette Company. W tym okresie firma zaczęła dywersyfikować swoją działalność przez kolejne nabycia: Toni Company (1948), Paper Mate Company (1955). W pierwszej połowie lat 60. sprzedaż jej wiodących przyrządów do golenia znacznie spadła na skutek wprowadzenia nowości produktowych przez konkurentów na rynku krajowym. Co więcej, na rynku amerykańskim swoje produkty zaczęła sprzedawać angielska Wilkinson Sword Company. To zagrożenie

uświadomiło szefowi Gillette, że firma nie powinna opierać się głównie na sprzedaży maszynek i ostrzy do golenia, ale powinna dalej dywersyfikować swoją działalność. Efektem były kolejne przejęcia, z których najbardziej istotnym było nabycie firmy Braun. W 1989 roku firma Warren Buffeta- Berkshire Hathaway nabyła 11% akcji Gillette po tym, jak Gillette zdołała obronić się przed czterema próbami przejąć- trzema ze strony firmy Revlon oraz jednego ze strony firmy inwestycyjnej Coniston Partners. W 1996 roku Gillette nabyła kolejną cenną markę, jaką były baterie Duracell. To na co firma stawiała przede wszystkim to budowanie silnych marek poprzez oferowanie klientom innowacyjnych rozwiązań, które zapewnią mu pozycję lidera w swoich segmentach. W 1998 roku wprowadziła na rynek słynną maszynkę z trzema ostrzami- Mach3. Mimo sukcesu na rynku amerykańskim, sprzedaż i zyski pochodzące z zagranicy spadły do tego stopnia, że firma musiała zamknąć część swoich fabryk oraz zredukować zatrudnienie o 8%. W 2001 roku na czele firmy stanął James M. Kilts, który sprawił, że firma ponownie wróciła na ścieżkę sukcesu. Pod koniec 2003 roku (na ponad rok przed przejęciem firmy przez koncern P&G) sprzedaż Gillette osiągnęła poziom 9,25 mld dolarów, w tym 2 mld dolarów zysku. Firma działała w pięciu segmentach produktowych (tabela 4.3) oraz posiadała pięć miliardowych marek.

Tabela 4.3. Segmenty rynkowe, rodzaje produktów oraz marki firmy Gillette- rok 2003

SEGMENT	PRODUKTY	NAJWAŻNIEJSZE MARKI
maszynki do golenia	maszynki do golenia	M3Power, Mach 3 Turbo, Mach 3, Sensor Excel, Atra, TracII, Sensor3, Custom Plus, Good News, Gillette for Women Venus, Sensor for Women, Sensor Excel for Women, Agility, Daisy, Venus Divine, Passion Pink Venus
higiena osobista	kosmetyki do twarzy	Gillette Series, Right Guard, Soft & Dri, Dry Idea, Gillette Complete Skin Care, Satin Care, PowerStripe
higiena jamy ustnej	szczoteczki do zębów, płyny do płukania, paski wybielające	szczoteczki: Oral-B: Exceed, Vision, Classic, Oral-B CrossAction Vitalizer, Oral-B ProfessionalCare 7000, Oral-B CrossAction Power, Oral-B AdvancePower 400, Oral-B Hummingbird Flosser
Duracell	baterie, latarki	Duracell CopperTop, Duracell Ultra baterie alkaliczne, Duracell Primitives, Duracell

		baterie do słuchawek usznych, latarki Duracell
Braun	urządzenia elektryczne gospodarstwa domowego	Flex XP2, Braun Activator, Silk-Epil Soft Perfection, Thermoscan

Źródło: Gillette Annual Report 2003.

Tabela 4.4. Wybrane pozycje ze sprawozdań finansowych firmy Gillette z okresu 2000-2004.

POZYCJE (w mln dolarów, oprócz dywidendy)	2000	2001	2002	2003	2004
sprzedaż netto	8,310	8,084	8,453	9,252	10,477
zysk operacyjny	1,512	1,498	1,809	2,003	2,465
zysk netto	392	910	1,261	1,385	1,691
dywidenda na 1 akcję	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
wydatki na reklamę	*	576	647	827	1,200
wydatki na R&D	*	187	185	201	209
aktywa	10,246	9,961	9,833	10,041	10,731

Źródło: Gillette Annual Report 2004, Gillette Annual Report 2003.

*brak danych

W styczniu 2005 roku Procter & Gamble ogłosiła zamiar nabycia firmy Gillette. Największa transakcja nie tylko w historii obu kilkusetletnich koncernów, ale także w historii branży FMCG została sfinalizowana 1 października tego samego roku. Ostatnim dniem obecności firmy na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych NYSE (z ang. *New York Stock Exchange*) był 30 września. Początkowo firma została wcielona do większego koncernu jako oddzielna dywizja pod nazwą „Global Gillette”. W 2007 roku została całkowicie włączona w struktury P&G poprzez rozdzielenie poszczególnych marek do odpowiednich segmentów produktowych koncernu⁷⁹.

⁷⁹ The Gillette Company, serwis FundingUniverse, <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/The-Gillette-Company-Company-History.html>, [data odczytu: 12.11.2011].

4.3. Zmiany w branży jako stymulator konsolidacji producentów FMCG

W trakcie, gdy oba koncerny intensywnie się rozwijały i dążyły do uzyskania pozycji międzynarodowych liderów w swoich kategoriach produktowych zmieniało się także otoczenie, w jakim działały. W trakcie kilkudziesięciu ostatnich lat w branży FMCG doszło do istotnych zmian, które nie pozostały bez znaczenia dla największych producentów. Widocznym tego efektem był rozwój trendu konsolidacyjnego, jakiemu podlegali producenci dóbr szybkozbywalnych. Zmiany w otoczeniu miały także wpływ na decyzję Procter & Gamble oraz Gillette o połączeniu obu firm. W tym podrozdziale autor pracy krótko zanalizuje nowe zjawiska w branży FMCG, które przyczyniły się do konsolidacji jej producentów.

Wraz z pojawianiem się na rynku nowych produktów takich jak jednorazowe pieluszki pampers czy produkty mrożone, branża dóbr szybkozbywalnych na świecie rozwijała się w latach 1950-1990 bardzo intensywnie. Wpływał na to wzrost populacji (zwłaszcza na skutek boomu po II wojnie światowej) oraz rosnący poziom życia społeczeństw. Na początku XXI wieku na skutek wzrostu konkurencyjności na rynku i jego nasycenia, producenci działający w tym coraz trudniejszym sektorze musieli zmierzyć się z wieloma nowymi wyzwaniami. Należały do nich: malejąca dynamika wzrostu sprzedaży, duże koszty wejścia na rynek nowych podmiotów, pojawienie się tanich marek własnych wprowadzonych przez sieci dyskontowe i supermarkety, coraz trudniejsze negocjacje cenowe z ogromnymi sieciami detalicznymi oraz rosnące i bardziej zróżnicowane wymagania klientów.

Jednym ze zjawisk, które stanowiło wyzwanie dla producentów dóbr były rosnące w siłę wielkie sieci detaliczne. Szybko się one rozwinęły poprzez silną ekspansję rynkową oraz liczne nabycia. Konsolidacja sektora sprzedaży detalicznej przekładała się na rosnące rozmiary detalistów, a tym samym dawała im coraz silniejszą pozycję względem dostawców produktów. Przykładem może być Wal-Mart, sieć detaliczna ze Stanów Zjednoczonych, a w tej chwili największy detalista na świecie. W latach 2000-2004 Wal-Mart otworzył 484 nowe sklepy w USA, co łącznie dawało sumę 3013 placówek na tamtejszym rynku. W rezultacie, w tamtym okresie Wal-Mart miał 8% udziałów na amerykańskim rynku sprzedaży detalicznej⁸⁰. Poprzez ekspansję zagraniczną umacniał swoją pozycję także w innych częściach świata. Rozwój sieci Wal-Mart zmusił pozostałych detalistów-konkurentów do konsolidacji. W ten

⁸⁰ R. Chaturvedi, P. Sinha, IBS Center for Management Research, The P&G-Gillette Merger: A Dream Deal?, <http://www.icmrindia.org/free%20resources/articles/Gillette%20merger1.htm>, [data odczytu: 23.08.2011].

sposób doszło do połączenia sieci Kmart i Sears Roebuck, co skutkowało powstaniem trzeciej największej sieci detalicznej w Stanach. Rosnący w siłę detaliści mieli nie tylko przewagę w negocjowaniu cen z producentami i dostawcami, ale dyktowali także warunki dostawy i terminy płatności.

Na rynku FMCG konkurowali nie tylko rosnący w siłę detaliści, ale także najwięksi producenci w branży. Wśród nich głównymi graczami były takie firmy jak: Procter & Gamble, Colgate-Palmolive, L'Oreal, Kimberly Clark, Masco, Gillette, Revlon, Henkel, Reckitt-Benckiser i Bic. Sektor spożywczy zdominowały produkty takich koncernów jak Nestle, Unilever, Pepsico, Conagra Foods i Sara Lee. W kategorii produktów służących ochronie zdrowia wiodącą pozycję zajmował Johnson & Johnson. Większość tych firm rozwijała się poprzez nabywanie innych, mniejszych przedsiębiorstw. Wysoki poziom konkurencyjności wymagał od producentów coraz większych nakładów na reklamę i promocję, a z drugiej strony obniżania cen produktów, co skutkowało wojnami cenowymi.

Zjawiskiem, które zaniepokoiło wszystkich producentów markowych produktów było pojawienie się na rynku marek własnych produkowanych przez sieci detaliczne. O ile wcześniej sieci detaliczne sprzedawały marki wielkich producentów dóbr szybkozbywalnych, później stały się ich konkurentami oferując klientom produkty o znacznie niższych cenach. Produkty sprzedawane pod marką własną stały się bardziej opłacalne zarówno dla detalistów, jak też dla klientów. Sieci detaliczne uzyskiwały na nich znacznie większe marże sięgające od 5% do 10%. Również klienci coraz częściej zastępowali produkty markowe ich tańszymi odpowiednikami oferowanymi przez sieci detaliczne. Według badań przeprowadzonych przez firmy konsultingowe coraz mniej klientów było gotowych zapłacić za produkt więcej tylko dlatego, że był oznaczony marką znanego producenta. Cytowane badania pokazały, że ich liczba zmalała z 84% w 1997 roku do 72% w 2003 roku. Co więcej, do 2009 roku oczekiwano spadku do poziomu 66%⁸¹. W związku z tym dla producentów znanych marek istotne stało się, aby uczynić swoje produkty równie atrakcyjnymi. Coraz większy nacisk kładziono na innowacyjność produktu wierząc, że klient zapłaci wyższą cenę za produkt, który w pełni będzie go satysfakcjonował.

Na fakt, że branża FMCG stawała się coraz trudniejszym i konkurencyjnym sektorem wpływał także intensywny rozwój mediów oraz nowoczesnych technologii, do których miała dostęp coraz większa liczba klientów. Pojawiało się coraz więcej kanałów telewizyjnych. Coraz prężniej rozwijał się Internet oraz telefonia komórkowa. Dla producentów oznaczało to

⁸¹ Ibidem.

rosnącą liczbę kanałów, za pomocą których trzeba było dotrzeć do klienta ze swoim produktem. To pociągało za sobą zwiększone wydatki na reklamę i marketing oraz konieczność dostosowywania strategii reklamowych do nowych technologii.

Działanie wszystkich wymienionych czynników jak również nowe zjawiska kształtujące branżę FMCG uczyniły ją niezwykle trudnym i konkurencyjnym rynkiem dla producentów dóbr szybko rotujących. Jedną ze skutecznych strategii uzyskania przewagi nad innymi konkurentami na nasyconym już rynku był wzrost poprzez fuzje i nabycia innych firm. Rok 2004, tuż przed przejęciem firmy Gillette przez P&G, dodatkowo sprzyjał podejmowaniu takich decyzji z powodu finansowego. Po kilku latach od poprzedniego kryzysu gospodarka ponownie wkroczyła w fazę rozkwitu, a przedsiębiorstwa dysponowały znacznymi rezerwami gotówki, które mogły przeznaczyć na finansowanie transakcji nabycia.

4.4. Motywy transakcji

W rezultacie decyzji o przejęciu Gillette przez Procter & Gamble doszło do powstania największego przedsiębiorstwa produkującego dobra szybkozbywalne na świecie. Tak ogromne przedsięwzięcie inwestycyjne musiało posiadać uzasadnienie ekonomiczne, które przekonało akcjonariuszy obu koncernów do podjęcia racjonalnej decyzji o połączeniu. Owe przesłanki decyzji wynikają bezpośrednio z analizy potencjalnych korzyści, realności ich uzyskania i potencjalnych zagrożeń, a także z przyjętej przez przedsiębiorstwo strategii wzrostu mającej służyć maksymalizacji jego wartości. To właśnie one stanowią motywy zawarcia transakcji. W tej części pracy autor podejmie próbę określenia motywów przejęcia, jakie towarzyszyły uczestnikom transakcji: nabywcy-Procter & Gamble oraz sprzedawcy-Gillette.

Analiza sytuacji w branży FMCG w 2004 roku sugeruje, że część motywów decyzji o transakcji miała swoje źródło w otoczeniu zewnętrznym przedsiębiorstw. Wynikało to między innymi z ogromnej konkurencji pomiędzy producentami dóbr szybkozbywalnych oraz sporego nasycenia rynku. W takich warunkach strategia wzrostu organicznego nie daje rezultatów, które pozwoliłyby wyprzedzić konkurentów. Jest to jednak możliwe poprzez przejęcie innej firmy na rynku. Przejęcie Gillette miało uczynić Procter & Gamble największym koncernem w swojej branży. To oznaczało przewagę nie tylko nad głównym rywalem i wówczas największą firmą na rynku FMCG- Unileverem, ale także nad pozostałymi konkurentami: Colgate-Palmolive, Kimberly-Clark czy Reckitt Benckiser. Podobnym motywem kierowała się Gillette. Firma działała w wysoce konkurencyjnych

sektorach pod względem technologii, innowacyjności produktu, ceny, reklamy i częstości wprowadzanych nowości. Mimo, że pozostawała liderem w segmencie akcesoriów do golenia musiała konkurować z koncernami o znacznie większych rozmiarach. Należały do nich przede wszystkim Energizer Holdings Inc. ze swoimi liniami produktów pod marką Schick oraz Wilkinson Sword, a także firma Societe BIC S.A. z produktami sprzedawanymi pod marką BIC⁸². Połączenie z silnym koncernem, jakim był Procter & Gamble, uchroniłoby Gillette przed wyniszczającą walką z konkurentami. Połączenie sił miało ponadto zapewnić, że nadal zachowają one swoją wiodącą pozycję na rynku, podobnie jak wiele marek P&G, ale przy mniejszym wysiłku i ponoszonych kosztach.

Istotnym jest, aby zrozumieć dlaczego Gillette zdecydowała się na tę transakcję mimo, że wcześniej firma wykazywała się awersją do podobnych propozycji. Jak już wspomniano wcześniej, Gillette była w latach 80. obiektem wielokrotnych prób przejęć ze strony Coniston Partners oraz Revlon Inc. W 1999 również Procter & Gamble po raz pierwszy zwróciła się do Gillette z propozycją przejęcia, ale firma ją odrzuciła. Dlatego, kiedy w 2004 roku dyrektor generalny Gillette James Kilts wystąpił z propozycją wznowienia rozmów, analitycy rynku byli tym bardzo zaskoczeni. Swoją decyzję uzasadniał wielokrotnie w wypowiedziach do mediów. Kilts uważał, że nastąpił okres nasilającej się konsolidacji branży FMCG. Główni konkurencji dążyli do dywersyfikacji poprzez przejęcia kolejnych firm. W ten sposób chcieli rozłożyć ryzyko działania na wysoce konkurencyjnym rynku na kilka, różnych segmentów. W takich warunkach jedyną skuteczną strategią było połączenie z inną, silną firmą zanim zrobią to konkurenci. P&G wydawała się atrakcyjnym partnerem, z którym można było stworzyć silne przedsiębiorstwo o zasięgu globalnym na niespotykaną dotąd skalę w branży FMCG.

Kolejnym czynnikiem, który przemawiał na rzecz konsolidacji obu firm było stworzenie przeciwwagi dla rosnących w siłę sieci detalicznych. Wówczas oba podmioty miały się stać równorzędnymi partnerami. W Stanach Zjednoczonych był to przede wszystkim Wal-Mart. Procter & Gamble już wcześniej- jako jeden z największych producentów- mógł liczyć na lepsze warunki współpracy z hipermarketami. Dodatkowe 10 mld dolarów sprzedaży, które miał generować po połączeniu z Gillette miało się jednak stać dodatkowym argumentem w negocjowaniu warunków związanych z ceną, dostawą, terminem płatności, a przede wszystkim z wielkością powierzchni, jaką miały zajmować wyroby

⁸² R. Chaturvedi, S. Dutta, The Procter & Gamble- Gillette Merger, IBS Center for Management Research 2005, str. 13.

producenta na półkach sklepowych. Sceptyczne komentarze podkreślały tymczasem, że siła P&G była już odzwierciedlona w dotychczasowych warunkach umowy z detalistami i dalszy wzrost nie przyniesie oczekiwanych korzyści.

Jednym z najważniejszych motywów przejęcia dokonanego przez Procter & Gamble było wzmocnienie portfolio swoich produktów o bardzo silne i rozpoznawalne marki, jakie posiadała Gillette. W efekcie skonsolidowane przedsiębiorstwo posiadałoby ponad 200 marek, w tym 21 miliardowych marek- 16 z nich posiadała P&G, natomiast 5 kolejnych miało wnieść do portfela producent maszynek do golenia. Przejęcie Gillette oznaczało, że P&G, która do tej pory w segmencie pielęgnacji i urody specjalizowała się głównie w produktach dla kobiet zdywersyfikuje swój portfel poprzez dodanie do niego produktów dla mężczyzn. Połączenie z Gillette pozwalało na stworzenie pewnego balansu i kompletnej oferty produktów pielęgnacyjnych dla obu płci. Zwłaszcza, że poprzednie przejęcia takich P&G dokonała względem firm Clairol oraz Wella jeszcze bardziej zwiększyły nierównowagę poprzez nabycie kolejnych marek w segmencie produktów do pielęgnacji włosów dla kobiet. Dodatkowym atutem połączenia portfolio obu firm był fakt, że wiele produktów i akcesoriów mogło stanowić dla siebie produkty komplementarne, np. szczoteczki Oral-B od Gillette oraz pasty do zębów Blend-a-Med produkowane przez P&G. Na koniec należy również dodać, że taka modyfikacja portfela produktowego Procter & Gamble umożliwiłaby koncernowi przesunięcie się ku segmentowi urody, w którym marże i zyski są znacznie wyższe niż w innych segmentach, w jakich działała firma.

Połączenie obu firm miało im zapewnić nie tylko dostęp do nowych produktów, ale również dostęp do nowych rynków i szybszą ekspansję na rynkach wschodzących. Był to szczególnie istotny motyw, jeśli weźmie się pod uwagę, że producenci na rynku FMCG zmagali się ze słabą dynamiką wzrostu sprzedaży przez kilka ostatnich lat wstecz. W 2004 roku P&G posiadała 106 fabryk w 41 krajach. Wejście w posiadanie kolejnych 31 fabryk Gillette osadzonych w 14 krajach mogło przyczynić się do pełniejszej penetracji nowych rynków. J. P. Morgan szacował, że aż 20% przychodów połączonych firm, czyli około 17-18 miliardów dolarów będzie pochodziło z rynków krajów rozwijających się⁸³. Co więcej, każda z firm była silna na innych rynkach. Gillette miała mocną pozycję w Indiach i Brazylii, natomiast P&G była mocno obecna w Japonii i Chinach. To stwarzało ogromne możliwości

⁸³ Boy Meets Girl: Gillette and P&G Hook up Their Brands, serwis internetowy Uniwersytetu Wharton w Pensylwanii: Knowledge@Wharton, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1135>, [data odczytu: 14.11.2011].

dla przyspieszenia i bardziej efektywnego przeprowadzenia ekspansji przedsiębiorstw po ich konsolidacji.

Istotny motywu przejęcia, który był szczególnie podkreślany przez analityków stanowiły korzyści finansowe wynikające z połączenia obu firm. Wielkość możliwych do uzyskania synergii finansowych oraz obszary, w których wystąpią były przedmiotem żywej dyskusji ekspertów w mediach. Firma oszacowała, że prawdopodobne koszty synergii będą wynosić około 1 miliarda dolarów i zostaną rozłożone na 3 lata. Później spodziewała się jednak sporych oszczędności, głównie w dystrybucji i marketingu oraz w zatrudnieniu. Za powiększeniem koncernu miało iść zwiększenie jego siły przetargowej w negocjowaniu kontraktów z agencjami reklamowymi. P&G już przed transakcją była największym reklamodawcą na świecie, co pociągało za sobą ogromne wydatki na marketing. Po przejęciu Gillette, pod dachem największego producenta FMCG miało się znaleźć jeszcze więcej wartościowych marek. To miało przekonać agencje do tego, aby zgodzić się na obniżenie swoich cen. Oszczędności spodziewano się również w rezultacie planowanych zwolnień. Miały one dotknąć około 4% pracowników obu firm po połączeniu (w skali globalnej) i w efekcie doprowadzić do zlikwidowania 6000 stanowisk. Łączna suma oszczędności wynikających z konsolidacji szacowano na około 14 miliardów dolarów⁸⁴. To nie było oczywiście jedyne źródło korzyści finansowych. W perspektywie długookresowej firma spodziewała się lepszych wyników finansowych i szybszego wzrostu. Odzwierciedleniem tych oczekiwań było podniesienie prognozowanej rocznej stopy wzrostu przychodów z 4-6% do 5-7%, co miało uwzględnić korzyści finansowe płynące z transakcji⁸⁵.

Za konsolidacją Procter & Gamble oraz Gillette przemawiały nie tylko konkretne spodziewane korzyści, ale także dodatkowe czynniki, które zwiększały szanse powodzenia transakcji i uzyskania większych synergii właśnie przez połączenie tych dwóch konkretnych firm. Obie miały bowiem bardzo wiele wspólnego. Po pierwsze, Procter & Gamble oraz Gillette są koncernami z ponad stuletnią historią, która jest do siebie bardzo podobna. Amerykańskie firmy powstały jako małe prywatne przedsiębiorstwa, które następnie intensywnie się rozwijały poprzez kolejne przejęcia, aby w końcu stać się niekwestionowanymi liderami na skalę globalną w swoich segmentach produktowych. Po drugie, łączy je bardzo podobna strategia działania na rynku. Obie firmy dążyły do tego, aby

⁸⁴ Isidore Ch., P&G to buy Gillette for \$57B, serwis CNNMoney, http://money.cnn.com/2005/01/28/news/fortune500/pg_gillette/, [data odczytu: 14.11].

⁸⁵ Ibidem.

stać się liderami sprzedaży i innowacji w tych kategoriach produktów, w których zdecydowały się konkurować na rynku. W efekcie zarówno producent pampersów jak i producent maszynek do golenia posiadali w swoich portfelach marki, z których każda przynosiła im co roku ponad 1 miliard przychodu. Szczególną wagę przywiązywały do satysfakcji klienta. Stąd też duży nacisk kładziono na innowację produktową oraz częste wprowadzanie nowości na rynek. Na badania i rozwój wydawały co najmniej dwa razy więcej niż wynosiły przeciętne wydatki przedsiębiorstw w branży FMCG. Na tym zbudowały swoją globalną reputację. W obszarze badań nad rozwojem produktów obie firmy mogły połączyć posiadane doświadczenia, wymienić się technologią i uzyskać dodatkowe synergie.

P&G wielokrotnie podkreślała, że motywem dokonywanych nabyć nie jest wzrost sam w sobie. Zresztą transakcje o takim podłożu nigdy nie kończą się powodzeniem. Koncern przez ostatnie kilkanaście lat skupiał się tylko na tych firmach, które działały w podobnym obszarze i miały podobną strategię działania. Potwierdzały to wcześniejsze przejęcia takich firm jak wspomniane już Clairol czy Wella. Gillette pod tym względem była idealnym kandydatem do przejęcia. Transakcję określano w mediach jako „idealne małżeństwo” (z ang. „*perfect marriage*”).

Po trzecie, obie firmy łączyła współpraca na różnych płaszczyznach. Mimo, że obie były liderami branży FMCG i obie oferowały produkty w podobnych segmentach rynkowych, tak naprawdę nigdy bezpośrednio ze sobą nie konkurowały. Głównie z tego powodu, że Gillette oferowała swoje wyroby głównie mężczyznom, a P&G- kobietom. Firmy wielokrotnie brały udział w podobnych inicjatywach. Były liderami we wprowadzaniu nowoczesnego systemu RFID⁸⁶ w dystrybucji i logistyce, służącego określeniu tego, jak zmieniał się poziom produktów w czasie i w danym miejscu. Co więcej, brały też udział w badaniach nad opracowaniem tej technologii w Instytucie Technologii w Massachusetts, a następnie przedstawiciele obu firm zaprezentowali wyniki pracy na międzynarodowej konferencji⁸⁷. To tylko jeden z przykładów wspólnych działań podjętych przez obie firmy. Niejednokrotnie podkreślano, że poziom współpracy koncernów działających w tej samej branży rzadko bywał tak wysoki jak w przypadku Procter & Gamble oraz Gillette.

⁸⁶ RFID(z ang. *Radio-frequency identification*)- technologia, która umożliwia kontrolę przepływu towarów w oparciu o fale radiowe. Odczyt i zapis danych odbywa się zdalnie, w czasie rzeczywistym, co przyspiesza i automatyzuje wszystkie procesy. Zaletami systemu są m. in.: przyspieszenie wszystkich procesów logistycznych, automatyzacja i zwiększenie efektywności pracy oraz zabezpieczenie przed fałszerstwami.

⁸⁷ Boy Meets Girl: Gillette and P&G Hook up Their Brands, op. cit.

4.5. Oplacalność nabycia i efekty synergiczne

Oplacalność transakcji nabycia mierzy się podobnie jak w przypadku każdej innej inwestycji. Należy zestawić poniesione koszty oraz uzyskane korzyści wg poniższego wzoru:

$$NPV = \text{korzyści} - \text{koszty}$$

O ile koszty łatwiej oszacować i należą do nich m.in. zapłacona cena, premia oraz koszty synergii, o tyle dużo trudniej jest wycenić efekty synergiczne, ponieważ nie ma się wszystkich danych bądź też nie wszystko da się ująć w postaci liczb. Warren Buffet, szef Berkshire Hathaway, największego akcjonariusza Gillette nazwał transakcję przejęcia Gillette przez Procter & Gamble „transakcją marzeń” (z ang. „*a dream deal*”). Jak pokazuje analiza motywów przejęcia, oba koncerny spodziewały się ogromnych korzyści. Lafley, dyrektor generalny P&G stwierdził, że połączenie firm otworzy przed nimi możliwości, jakie nie byłyby dostępne gdyby zdecydowały się na niezależną działalność. Dodał, że w branży FMCG liczy się skala działania. Im większy producent, tym większe szanse na zwiększenie marży oraz inwestycji w rozwój produktów. W tym podrozdziale autor na podstawie dostępnych źródeł zweryfikuje słuszność przyjętych motywów transakcji oraz podejmie próbę określenia, jakie efekty synergiczne z perspektywy 3 lat po transakcji przyniosła decyzja o konsolidacji obu firm.

Jednym z najbardziej istotnych obszarów, w jakim P&G oraz Gillette oczekiwały synergii była płaszczyzna finansowa. Procter & Gamble zapłaciła za nabytą firmę 57 miliardów dolarów. Formalnie transakcja została w pełni sfinansowana za pomocą wymiany akcji. Nabywca zaoferował za 1 akcję sprzedawcy 0,975 własnej akcji wycenianej na zamknięciu piątkowej sesji, 27 stycznia 25 roku na 54,15 dolarów⁸⁸. Tego dnia papiery Gillette wzrosły na giełdzie o 15,5% do 51,5 dolarów, natomiast akcje P&G spadły o 2,1%. Po zamknięciu notowań rynek wyceniał P&G na 140 mld USD, natomiast kapitalizacja Gillette, wzrosła do 45,5 mld USD. W ramach transakcji P&G postanowiła wykupić własne akcje za kwotę od 18 do 22 miliardów dolarów w okresie 12 do 18 miesięcy. Aby zrealizować ten plan P&G musiała zaciągnąć kredyt od instytucji finansowej. W rzeczywistości transakcja finansowana była w 60% akcjami, natomiast pozostałe 40% pokryła gotówka z zaciągniętego na wykup akcji kredytu. Z tego wynika, że sprzedawca zapłacił dodatkową premię w wysokości 18% za zakup Gillette. Wielu analityków rynku uważało, że jest to drogi zakup. Cena miała odzwierciedlać potencjał Gillette oraz fakt, że w segmentach, w których oferował

⁸⁸ P. Kubisiak, Procter & Gamble przejmie Gillette za 57 mld USD i zwolni 6 tys. osób, serwis Puls Biznesu, <http://www.pb.pl/1418073,32451,procter-gamble-przejmie-gillette-za-54-mld-usd-i-zwolni-6-tys.-osob>, [data odczytu: 16.11.2011].

swoje produkty był niekwestionowanym liderem. W efekcie P&G nie tylko zrealizowała swój cel i osiągnęła wyniki, które już w trzecim roku od transakcji uczyniły ją zyskową, ale miała duże lepsze wyniki niż przewidywano.

Aby przeanalizować wpływ transakcji na wyniki firm dokonano porównania pomiędzy wynikami finansowymi, jakie uzyskały niezależnie od siebie w ostatnim roku przed transakcją (dla danych uwzględniających dłuższy okres czasu należy odnieść się do tabel 4.3 i 4.4), a wynikami, które osiągnęły w okresie 3 lat po transakcji operując jako jeden skonsolidowany podmiot.

Tabela 4.5. Porównanie wybranych pozycji ze sprawozdań finansowych P&G oraz Gillette za rok 2004.

(w mln USD, oprócz dywidendy i pracowników)	P&G	GILLETTE
sprzedaż netto	51,407	10,477
zysk operacyjny	9,827	2,465
zysk netto	6,481	1,691
dywidenda na 1 akcję	0.93	0.65

Źródło: P&G Annual Report 2004, Gillette Annual Report 2004.

Tabela 4.6. Wybrane dane ze sprawozdań finansowych P&G z okresu 2005-2008 po przejęciu Gillette w 2005 roku.

(w mln USD, oprócz dywidendy i pracowników)	2005	2006	2007	2008
sprzedaż netto	55,292	66,724	74,832	81,748
zysk operacyjny	10,026	12,916	15,003	16,637
zysk netto	6,923	8,684	10,340	12,075
dywidenda na 1 akcję	1.03	1.15	1.28	1.45
marża operacyjna	12%	12.7%	13.4%	14.4%

Źródło: P&G Annual Report 2009.

Jak pokazują wybrane dane ze sprawozdań finansowych firma Procter & Gamble osiągała z roku na rok coraz wyższe przychody, a za tym szedł również wzrost zysku operacyjnego i zysku netto. Stopniowo rósł także zysk akcjonariuszy. Koncern realizował również plan dotyczący podnoszenia wysokości marży, która do 2015 roku ma wynosić około 25%. Choć w pierwszym roku po transakcji wszystkie wyniki połączonej firmy były niższe niż suma wyników uzyskiwanych przez firmy przed transakcją, to jednak efekty synergiczne

wyraźnie pojawiły się w latach kolejnych. W 2007 roku uzyskane wyniki znacznie przewyższyły przewidywane dla tych pozycji wartości.

Dodatkowe korzyści finansowe wiązały się z oszczędnościami, jakie zamknęły się na poziomie od 14 do 16 miliardów dolarów. Jednym z obszarów, w którym uzyskano oszczędności była likwidacja dublujących się stanowisk. Dotyczyło to przede wszystkim pozycji menedżerskich. Zwolnienia, zgodnie ze wstępnymi szacunkami dotyczyły około 6% pracowników obu firm po połączeniu i w podobnym stopniu dotknęły wszystkie kraje w których działała P&G. Choć problem różnic kulturowych nie istniał jako, że oba koncerny pochodziły ze Stanów Zjednoczonych i miały charakter korporacji międzynarodowych, to jednak wielokrotnie wskazywano na czynnik ludzki jako główne kryterium tej powodzenia transakcji. Od tego, czy P&G zdoła utrzymać najbardziej utalentowanych pracowników obu firm i zapewni im jak najlepsze i równe warunki pracy oraz odpowiednio zmotywuje zależał sukces integracji ogromnych przedsiębiorstw.

Ogromnym źródłem synergii oraz nowych możliwości był wzbogacony o nowe marki portfel produktów skonsolidowanej firmy. Komentarze analityków niejednokrotnie odnosiły się do stwierdzenia, że P&G nabyła coś znacznie bardziej cennego niż firmę Gillette, a mianowicie jej marki warte miliardy dolarów. Dzięki połączeniu powstało unikalne portfolio produktów. P&G wniosła do niego marki produktów dla kobiet: Olay, Always, Tampax, Cover Girl i MaxFactor. Z kolei Gillette dodała najlepsze na świecie maszynki i akcesoria do golenia dla mężczyzn spod swojej najcenniejszej marki oraz produkty Brauna. Dzięki temu P&G pojawiła się w kategoriach produktów, w których wcześniej nigdy nie była obecna. Co więcej, wzmocniła swoją obecność w segmentach urody, higieny osobistej i ochrony zdrowia, gdzie zyski i przychody były znacznie większe niż w segmencie produktów przeznaczonych dla gospodarstwa domowego. Portfolio połączonej firmy składało się z ponad 200 marek, spośród których 21 przynosiło roczne przychody na poziomie powyżej 1 miliarda dolarów.

Tabela 4.7. 21 marek o przychodach powyżej 1 mld dolarów rocznie w portfolio P&G(16 marek) po przejęciu firmy Gillette(5 marek).

PROCTER & GAMBLE	GILLETTE
Actonel, Always, Ariel, Downy, Tide, Bounty, Charmin, Crest, Folgers, Head & Shoulders, Pantene, Wella, Iams, Olay, Pampers, Pringles	Mach3, Gillette, Oral-B, Duracell, Braun

Źródło: opracowanie własne.

Wzbogacenie portfolio oprócz wartości płynącej z nabycia wartościowych marek stworzyło też unikalne możliwości rozwoju produktów. Przede wszystkim, firmy skorzystały na połączeniu obszarów R&D oraz wymianie posiadanych technologii i doświadczeń w zakresie prac nad innowacyjnością produktów. Obie firmy były w tym zakresie liderami w swoich segmentach. To mogło potencjalnie doprowadzić do stworzenia wielu nowych produktów. Mocną stroną P&G, jaką koncern mógł wykorzystać po nabyciu Gillette, była jego zdolność do transferu tej samej technologii z jednej marki do drugiej. Oznaczało to, że P&G z powodzeniem mogła posłużyć się technologią wykorzystywaną przy tworzeniu produktów pielęgnacyjnych Olay i użyć jej do tego, aby ulepszyć linię produktów Gillette. Kolejnym atutem wzbogaconego portfolio, który mogła wykorzystać połączona firma była komplementarność produktów. W praktyce oznaczało to, że niektóre produkty P&G mogły być reklamowane jednocześnie z kompatybilnymi produktami Gillette, ponieważ wzajemnie się uzupełniały(tabela 4.8).

Tabela 4.8. Komplementarne produkty P&G oraz Gillette, które można wspólnie promować.

PROCTER & GAMBLE	GILLETTE
elektryczna szczoteczka do zębów marki Crest	baterie Duracell
kremy i żele do golenia marki Noxzema	maszynki do golenia Mach3Turbo
kawy marki Folgers oraz Millstone	ekspresy do kawy marki Braun
pasta do zębów marki Crest	szczoteczki do zębów marki Oral-B

Źródło: opracowanie własne.

W portfolio produktów P&G pojawiały się nie tylko nowe kategorie produktów. Wiele marek Gillette należało do tych samych kategorii, co konkurencyjne produkty P&G. Połączone firmy wykorzystały ten fakt na swoją korzyść. P&G słynęła z tego, że doskonale potrafiła pozycjonować kilka różnych marek produktów należących do tej samej kategorii produktowej. Wśród sprzedawanych przez nią detergentów znajdowały się: Tide, Gain, Dreft, Ivory Snow, Cheer i Downy. Każdy z nich był pozycjonowany w zupełnie inny sposób.

Różniły się też cenami. Dzięki temu wszystkie te produkty mogły odnieść sukces w tym samym segmencie rynkowym bez efektu kanibalizmu. Po dodaniu do portfela podobnych produktów firmy Gillette menedżerowie skonsolidowanych firm mogli w jeszcze lepszy i bardziej przejrzysty sposób podzielić rynek i inaczej pozycjonować każdy produkt, aby nie stanowiły one dla siebie bezpośredniej konkurencji⁸⁹.

Kolejną korzyścią jaka wynikała z połączenia obu firm było uzyskanie dostępu do nowych rynków. To pozwalało skonsolidowanemu podmiotowi na szybszą ekspansję międzynarodową. Co równie ważne, zarówno P&G jak też Gillette jeszcze przed połączeniem skupiały się głównie na rynkach krajów rozwijających się, jako że to właśnie na tych rynkach dostrzegały duży potencjał do dalszego wzrostu, utrudnionego na nasyconych rynkach krajów rozwiniętych. Gillette, która miała spore udziały sprzedaży w Indiach oraz Brazylii umożliwiłby P&G szybsze wejście na ten rynek oraz zbudowanie na nim mocnej pozycji. Tymczasem P&G mogła zapewnić lepszą dystrybucję produktów Gillette w skali globalnej, ze szczególnym naciskiem na rozwój w tych krajach, w których miał słabą pozycję, m.in. w Japonii i w Chinach. Dzięki połączeniu P&G oraz Gillette zyskały możliwość szybszej i bardziej skutecznej ekspansji na nowe obszary, uzupełniając wzajemnie swoją wiedzę wyniesioną z działania na różnych rynkach.

Tabela 4.9. Porównanie udziałów sprzedaży Procter & Gamble oraz Gillette w poszczególnych rejonach świata w 2003 roku.

PROCTER & GAMBLE		GILLETTE	
Ameryka Północna	50	Ameryka Północna	40
Europa Zachodnia	24	Europa Zachodnia	33
Azja Północnowschodnia	5	Azja Południowa	10
Kraje rozwijające się	21	Afryka/Bliski Wschód/Europa Zach.	10
		Ameryka Łacińska	7

Źródło: Procter & Gamble Buys Gillette, serwis Forrester Research,
http://www.forrester.com/rb/Research/procter_%26_gamble_buys_gillette/q/id/36326/t/2,
[data odczytu: 9.11.2011].

4.6. Wpływ transakcji na kształt branży FMCG

Przejęcie Gillette było największą operacją kapitałową w liczącej ponad 170 lat historii Procter & Gamble. Miała on ogromny wpływ nie tylko na kształt i sposób działania

⁸⁹ Boy Meets Girl: Gillette and P&G Hook up Their Brands, op. cit.

koncernu. Transakcja posiadała istotne znaczenie dla zmian w całej branży FMCG oraz sytuacji innych podmiotów działających w sektorze ze szczególnym uwzględnieniem głównych konkurentów oraz detalistów. Powstał bowiem największy koncern na świecie produkujący dobra szybkozbywalne codzienne wybierane przez 4 miliony klientów. W tym podrozdziale autor zanalizuje, jaki wpływ na rynek FMCG oraz jego uczestników miało przejęcie Gillette.

Nabycie producenta kosmetyków dla mężczyzn oznaczało, że P&G powiększy swoje przychody o co najmniej 10 miliardów dolarów. Branża FMCG to obszar, w którym liczy się ekonomia skali. Za wzrostem rozmiarów koncernu szło umocnienie jego pozycji względem pozostałych podmiotów na rynku, z którymi P&G współpracowała lub konkurowała. W odniesieniu do dużych sieci detalicznych oznaczało to negocjowanie kontraktów na bardziej atrakcyjnych dla koncernu warunkach. Siła koncernu przekładała się też bezpośrednio na powierzchnię, jaką jego produkty miały zajmować na półkach sklepowych. Co więcej, P&G zyskała przewagę w ustalaniu warunków kontraktów z agencjami reklamowymi. Transakcja nie pozostała bez wpływu na mniejszych detalistów, właścicieli sklepów czy też lokalnych producentów dóbr powszechnego użytku. Skutków transakcji nie odczuwali natomiast klienci, ponieważ ceny, które widzieli na półkach sklepowych, nie uległy zmianie.

Grupą, dla której transakcja oznaczała sporo zmian na rynku byli główni producenci dóbr szybkozbywalnych na świecie i bezpośredni konkurenci Procter & Gamble. P&G wyprzedziła dotychczasowego lidera na rynku- brytyjsko-holenderski koncern Unilever. Wzmocniła też pozycję konkurencyjną względem innych producentów: Colgate-Palmolive, Reckitt Benckiser, Henkel, L'Oreal i Nestle. Zmiana układu sił na rynku wymagała od nich dostosowania swojej strategii do nowej sytuacji lub jej zmiany. To dawało P&G przewagę na rynku, z której mogła czerpać korzyści, do póki pozostali rywale nie opracują nowej taktyki działania. Z drugiej strony, sami konkurenci mogli liczyć na to, że odniosą korzyści z tej transakcji. Przejęcie Gillette było największym tego typu nabyciem w historii P&G oraz na rynku FMCG. Wiązało się zatem z ogromnym ryzykiem. Sam proces integracji dwóch ogromnych podmiotów mógł zająć co najmniej kilka lat. Zwłaszcza, że P&G wciąż jeszcze zmagala się z problemami integracji z nabytą wcześniej Wellą, która była dużo mniejszym podmiotem. Konkurenci mogli więc liczyć na to, iż kadra menedżerska P&G oraz Gillette skupi się na kwestiach integracyjnych, a to odciągnie ich uwagę od tego, co dzieje się na rynku. Ten okres pozostali producenci mogliby wykorzystać na wzmocnienie swojej pozycji poprzez wprowadzenie nowych produktów oraz zacieśnienie współpracy z podmiotami w

obrębie swoich łańcuchów dostawy. W rzeczywistości jednak konkurenci P&G nie byli wówczas na tyle silni, by wykorzystać tę szansę, ale musieli się skupić na rozwiązaniu problemów wewnętrznych.

Unilever, główny rywal P&G i producent takich marek jak Calvin Klein, Hellmann's czy Dove, z powodu niskiej sprzedaży, wojny cenowej i nieustannie zmieniających się trendów na rynku osiągał wyniki na znacznie niższym poziomie niż prognozował. Spadła sprzedaż jego flagowych produktów: herbaty Lipton oraz lodów Ben and Jerry's Ice Cream. Wprawdzie z początkiem roku 2005 ogłosił, że wzrost sprzedaży w ostatnim kwartale 2004 wynosił 6%, ale dotychczasowa taktyka nadal nie dawała znaczących rezultatów w walce z silnymi konkurentami i słabym popytem⁹⁰. Niezadowolenie inwestorów zmusiło koncern do zmiany swojej strategii na lata 2005-2010. Unilever zamierzał skupić się na swoich najbardziej zyskownych markach i mocno je promować. Te produkty, które nie przynosiły przychodów zamierzał sprzedać. Musiał też opracować nową strategię działania w kategorii kosmetyków dla mężczyzn, gdzie po przejściu Gillette pojawiła się P&G oraz w kategorii proszków do prania, gdzie marki obu koncernów toczyły zaciętą walkę o udziały w rynku.

Colgate-Palmolive osiągał znacznie niższe wyniki niż w poprzednich latach. Ogłosił, że jego zyski za ostatni kwartał 2004 roku spadły o 23%. Wprawdzie sprzedaż koncernu zaliczyła największy wzrost od ostatnich 8 lat, to jednak zysk netto w ostatnim kwartale spadł o blisko 24% w porównaniu z kwartałem analogicznym ubiegłego roku⁹¹. Colgate-Palmolive był zmuszony zwolnić ponad 4000 pracowników i zamknąć 1/3 swoich fabryk. Firma zamierzała zwiększyć wydatki na swoje flagowe marki i bronić ich udziału w rynku. Były to pasta Colgate, której rywalem była pasta Crest od P&G oraz dezodorant Speed Stick, który walczył o rynkowe udziały z dezodorantem Right Guard od Gillette. Pojawiły się również spekulacje, że Colgate-Palmolive będzie chciało przejąć koncern Reckitt Benckiser, by umocnić swoją pozycję na rynku. Jednak sam potencjalny zainteresowany zdementował te doniesienia, przyznając, że firma najpierw musi rozwiązać swoje wewnętrzne problemy i nie będzie się angażować w przejęcia ani fuzje.

Kolejnymi firmami, które mogły zostać dotknięte przez przejście Gillette były Henkel oraz L'Oreal. Henkel, niemiecki producent proszku Persil już w 2003 nabył amerykańskie przedsiębiorstwo Dial Corp., aby uchronić się przed wpływem wielkich konkurentów i uniezależnić się od fluktuacji sprzedaży na rynku krajowym. Tymczasem L'Oreal już wcześniej zostało osłabione przez poprzednie nabycia P&G. Kiedy firma z Cincinnati nabyła

⁹⁰ N. R. Chaturvedi, S. Dutta, op. cit., str. 11.

⁹¹ Ibidem, str. 11.

Clairol w maju 2001 roku akcje L'Oreal spadły o 41%⁹². Nabycie Gillette również negatywnie wpłynęło na sytuację producenta kosmetyków.

Analitycy twierdzili, że Nestle- koncern ze Szwajcarii nie musiał obawiać się wpływu negatywnych skutków przejęcia Gillette, jako że działał głównie w sektorze spożywczym. Firma była również na tyle duża(drugi co do wielkości producent w branży FMCG po P&G), że nie zamierzała na razie rosnać w drodze kolejnych nabyć.

Transakcja przejęcia Gillette przez Procter & Gamble nie pozostała bez znaczenia dla całego sektora dóbr szybkozbywalnych oraz zmian w nim zachodzących. Wielu ekspertów uważało, że była ona wyraźnym znakiem nadchodzącego trendu konsolidacyjnego w całej branży. Sama też mogła go zapoczątkować. Tym bardziej, że połączenie dwóch światowych liderów wywierało na konkurentach presję, by szukali okazji do nabyć i w ten sposób umocnili swoją pozycję względem nowego giganta. Przewidywania analityków wyraźnie mówiły, że sektor FMCG czeka dalsza konsolidacja, a źródłem zainteresowania inwestorów będą te marki, które posiadają największy udział w rynku.

⁹² Ibidem, str. 11.

PODSUMOWANIE

Niniejsze opracowanie skupia się na zagadnieniach z obszaru procesów M&A na rynku FMCG. Stanowi dokładną analizę największej na świecie transakcji w branży dóbr szybkozbywalnych jaką było przejęcie firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble. Celem przeprowadzonych analiz było dokładne poznanie motywów transakcji, korzyści z połączenia oraz skutków, jakie miało ono dla branży FMCG. Autor rozpoczął pracę od ogólnych rozważań dotyczących strategii rozwoju przedsiębiorstwa, klasyfikacji oraz motywów fuzji i przejęć, analizy opłacalności transakcji oraz opisu procesów M&A na rynku FMCG w Polsce i na świecie. Następnie, bazując na tej wiedzy, przeszedł do części praktycznej, w której zanalizował historię badanych podmiotów, motywy i korzyści płynące z nabycia oraz sytuację w branży FMCG przed i po zawarciu transakcji.

Podstawowym celem każdego przedsiębiorstwa jest dążenie do maksymalizacji jego wartości. Cel ten może być realizowany na 2 sposoby: poprzez wzrost wewnętrzny (organiczny) lub wzrost zewnętrzny. O wyborze właściwej drogi wzrostu decydują takie czynniki jak: cechy sektora, skłonność przedsiębiorstwa do realizowania danej strategii, jego cele i faza rozwoju w jakiej się znajduje oraz dostęp do zasobów rynkowych. Nabycia innych przedsiębiorstw są najczęstszą formą realizacji strategii wzrostu zewnętrznego. Przyjmują one bardzo różne formy: fuzji(konsolidacji), inkorporacji(wcielenia) oraz różne formy przejęć(transferów kontroli). Literatura proponuje różne sposoby klasyfikacji. Są one jednak umowne ze względu na ogromną różnorodność tych procesów. Transakcje mogą być atrakcyjną inwestycją zarówno z punktu widzenia sprzedawcy jak i nabywcy, którzy kierują się różnymi motywami: rynkowymi, finansowymi, strategicznymi, marketingowymi i innymi.

Nabycie przedsiębiorstwa można rozpatrywać w kategorii inwestycji. Jest ono uzasadnione ekonomicznie tylko wówczas, gdy oczekiwane korzyści przewyższają koszty, a inwestorzy otrzymują zysk co najmniej na poziomie oczekiwanej stopy zwrotu. Do kosztów nabycia przedsiębiorstwa zalicza się m. in. cenę, premię, koszty transakcyjne, koszty uczenia się i koszty zakłóceń. Istotnym etapem szacowania kosztów jest właściwa wycena przedsiębiorstwa. Literatura zaleca stosowanie 3 różnych metod do wyceny jednego podmiotu, by uniknąć przeszacowania lub niedoszacowania jego wartości. Dużo trudniej oszacować wielkość korzyści. Wiążą się one z efektem synergii. Odnosi się on do korzyści, które występują na skutek połączenia przedsiębiorstw, a które nie wystąpiłyby gdyby nadal działały one niezależnie. Korzyści te występują na wielu płaszczyznach działania nowego

podmiotu. Aby transakcję uznać za udaną uzyskane synergie muszą przewyższać zapłaconą sprzedawcy premię. Badania empiryczne pokazują jednak, że około 80% wszystkich transakcji kończy się niepowodzeniem z bardzo różnych powodów.

Fuzje i przejęcia pojawiły się w gospodarce światowej na przełomie XIX i XX wieku. Mają charakter zjawisk cyklicznych. Okresy, w których występowały szczególnie intensywnie określa się mianem fal fuzji. W gospodarczej historii fuzji wyodrębniono ich sześć. Każda kolejna fala obejmowała coraz większą ilość krajów i charakteryzowała się transakcjami o coraz większym wolumenie. W Polsce fuzje i przejęcia pojawiły się po roku 1989, a ich historię w Polsce dzieli się na etap prywatyzacyjny i prywatny. Jednym z wiodących sektorów pod względem stopnia konsolidacji w ostatnich latach jest rynek dóbr szybkozbywalnych. Ma to związek z szybkim rozwojem branży. Nasycenie i wysoka konkurencja na rynku FMCG sprawiają, że fuzje i przejęcia są jedynym sposobem na szybki i efektywny wzrost przedsiębiorstwa. W efekcie tych procesów powstają ogromne koncerny o światowym zasięgu, co ma bezpośredni wpływ na kształt branży i podmioty w niej działające.

Przejęcie firmy Gillette przez koncern Procter & Gamble było największą tego typu transakcją w branży FMCG. W jej rezultacie doszło do powstania największego producenta dóbr szybkozbywalnych na świecie. Charakterystyka i historia obu amerykańskich firm wskazuje na to, że miały one wiele wspólnego: ponad stuletnią historię, podobną ścieżkę rozwoju, miliardowe marki w swoim portfolio, pozycje lidera na rynku globalnym w swoich kategoriach produktowych, podobną strategię działania na rynku oraz zorientowanie na innowacyjność swoich produktów i potrzeby klienta. Co więcej, dane finansowe z ostatnich lat przed nabyciem wskazują na to, że obie firmy uzyskiwały bardzo dobre wyniki finansowe i z roku na rok rosły ich zyski.

Poniżej zostały zawarte wnioski z analiz zaprezentowanych w części praktycznej pracy. Odpowiadają one na pięć postawionych we wstępie opracowania szczegółowych problemów badawczych.

Wiele zjawisk zachodzących w branży FMCG i czynników stymulowało proces konsolidacji w branży FMCG i sprzyjało decyzji firm o łączeniu się z innymi podmiotami. Autor na podstawie analiz wnioskuję, że należały do nich:

- dojrzałość sektora i mała dynamika wzrostu sprzedaży
- pojawienie się na rynku tanich marek własnych produkowanych przez sieci detaliczne, które niską ceną konkurowały z produktami markowymi

- rosnące w siłę sieci detaliczne, które dyktowały swoim mniejszym dostawcom warunki cenowe, dostawy i zapłaty
- wysoki poziom konkurencji pomiędzy największymi producentami branży FMCG
- intensywny rozwój nowych technologii i pojawienie się nowych kanałów promocji produktów
- nadwyżki finansowe, jakimi dysponowały wielkie koncerny, a które mogły przeznaczyć na inwestycje

Autor zbadał motywy transakcji po stronie nabywcy i sprzedawcy. Z analizy wynika, że jednym z motywów przejęcia po stronie P&G było wzmocnienie pozycji konkurencyjnej na rynku i osiągnięcie pozycji lidera wśród producentów branży FMCG. Aby osiągnąć ten cel P&G musiała nie tylko utrzymać swoją dotychczasową silną pozycję, ale przegonić konkurentów. Jedynym sposobem, który na to pozwalał było przejęcie innej, wartościowej firmy. Również Gillette szukała silnego partnera, by ochronić się przed wpływami silniejszej konkurencji. Nabywca liczył również na to, iż umocni swoją pozycję w stosunku do dużych sieci detalicznych, które rozrosły się w efekcie konsolidacji i miały sporą przewagę nad producentami. Motywy rynkowe odnosiły się do dostępu do nowych produktów oraz kategorii produktowych, w których P&G wcześniej nie istniała. Gillette posiadała aż 5 miliardowych marek o ogromnym potencjale na przyszłość. Nabycie otwierało wiele nowych możliwości współpracy nad nowymi produktami i udoskonaleniem istniejących. Firmy mogły też połączyć swoje działy R&D i wymienić się technologiami. Kolejny motyw rynkowy był związany z dostępem do nowych rynków. Każda z firm miała mocną pozycję w innych regionach świata, a to oznaczało szybszą i efektywniejszą ekspansję. Ważny był motyw finansowy. Oczekiwano, że źródłem korzyści finansowych będą oszczędności, korzystniejsze kontrakty z detalistami i agencjami reklamowymi, oraz szybszy wzrost przychodów i zysków w kolejnych latach. Zakładano, że transakcja stanie się opłacalna już w 3. roku po realizacji. Motywy strategiczne odnosiły się do faktu, iż P&G nabywała firmy, które doskonale pasowały do jej strategii działania i operowały w podobnym obszarze. Gillette była kandydatem, który spełniał te warunki.

Kolejnym krokiem analizy było określenie synergii, jakie uzyskano w efekcie połączenia obu firm z perspektywy 3 lat:

- zestawienia finansowe wyraźnie wskazują na szybko rosnące przychody i zyski połączonych podmiotów; z roku na rok rośnie zysk akcjonariuszy; realizowane jest

również założenie o stopniowym wzroście marży, co wskazuje na prawdopodobieństwo osiągnięcia zakładanego poziomu 25% w 2015 roku

- kwota oszczędności zamknęła się w granicach od 14 do 16 mld dolarów; źródłem oszczędności była redukcja dublujących się stanowisk oraz działań operacyjnych
- wzbogacenie portfela produktów o nowe marki; P&G posiadało łącznie 21 marek o przychodach ponad 1 mld dolarów oraz pojawiło się w nowych kategoriach produktowych;
- przesunięcie koncernu w kierunku bardziej zyskowych segmentów urody oraz ochrony zdrowia
- wymiana technologii i połączenie działów R&D skutkujące opracowaniem nowych produktów
- wspólna promocja komplementarnych produktów oraz lepsza segmentacja rynku w przypadku produktów P&G oraz Gillette pochodzących z tych samych kategorii produktowych
- szybka ekspansja na rynki, na których jedna z firm nie była wcześniej obecna lub miała słabą pozycję oraz ekspansja na rynki rozwijające się
- wzmocnienie siły przetargowej w negocjowaniu warunków umowy z detalistami oraz agencjami reklamowymi
- uzyskanie pozycji lidera i największego producenta dóbr FMCG na świecie; wyprzedzenie największego konkurenta- koncernu Unilever

Porównanie wyników finansowych koncernów przed połączeniem oraz po zawarciu transakcji wyraźnie wskazuje na ekonomiczną zasadność decyzji o przejęciu Gillette. Transakcja stała się opłacalna w 3. roku od momentu połączenia i przyniosła korzyści finansowe, które przewyższały prognozy przedtransakcyjne. Przychody i zyski firm po połączeniu rosły znacznie szybciej niż wtedy, gdyby działały one niezależnie.

Analizy przeprowadzone przez autora wskazują na to, że transakcja, która doprowadziła do powstania największego producenta dóbr szybkozbywalnych na świecie miała wpływ na branżę i podmioty w niej działające w następujący sposób:

- zmiana na pozycji lidera rynkowego w branży FMCG
- wzrost przewagi P&G względem innych podmiotów na rynku: sieci detalicznych, właścicieli sklepów, lokalnych producentów, agencji reklamowych

- konieczność zmiany strategii konkurentów, zwłaszcza w odniesieniu do kategorii produktowych, w których pojawiła się P&G
- presja na konkurentów, aby przejmowali inne firmy
- przejęcie Gillette uznane przez analityków za początek silnego trendu konsolidacyjnego w branży FMCG

Praca stanowi kompletne opracowanie głównego problemu badawczego jak również szczegółowych problemów badawczych. Analizy wskazują na to, że tak złożoną i ogromną transakcję nie wystarczy rozpatrywać w kontekście transakcji zawartej przez 2 podmioty, ale istotne jest również uwzględnienie kontekstu rynkowego. Analiza przejęcia Gillette przez Procter & Gamble z perspektywy procesów M&A na rynku FMCG pozwoliła wypracować autorowi zupełnie nowe i świeże spojrzenie na te transakcję. Na koniec warto zwrócić uwagę, że opracowanie nie odnosi się do historycznie zamkniętego okresu. Procesy konsolidacji branży dóbr szybkozbywalnych symbolicznie zasygnalizowane poprzez przejęcie Gillette trwają nadal i właśnie teraz, na początku II dekady XXI wieku nabierają większego tempa niż kiedykolwiek wcześniej.

SPIS TABEL I RYSUNKÓW

Tabela 1.1. Syntetyczne porównanie możliwych ścieżek wzrostu przedsiębiorstwa	12
Tabela 2.1. Korzyści z wyceny przedsiębiorstwa w ramach fuzji i przejęć dla nabywcy i sprzedawcy.....	30
Tabela 2.2. Rodzaje synergii na przykładzie pionowych i poziomych fuzji i przejęć.	42
Tabela 2.3. Sukcesy i niepowodzenia fuzji i przejęć w zależności od wielkości nabywanej spółki i branżowego podobieństwa do nabywcy.....	48
Tabela 3.1. Historia narastania procesów konsolidacyjnych i specyfika poszczególnych "fal fuzji".....	50
Tabela 3.2. 10 największych transakcji fuzji i przejęć na świecie.	56
Tabela 3.3. Najbardziej spektakularne transakcje M&A w branży spożywczej przeprowadzone w latach 2005-2010.....	66
Tabela 3.4. Największe transakcje M&A w branży FMCG w Polsce przeprowadzone w latach 2009-2011.....	67
Tabela 4.1. Wybrane pozycje ze sprawozdań finansowych firmy P&G z okresu 2000-2004.	72
Tabela 4.2. Segmenty rynkowe, rodzaje produktów oraz marki firmy P&G- rok 2004.	72
Tabela 4.3. Segmenty rynkowe, rodzaje produktów oraz marki firmy Gillette- rok 2003	74
Tabela 4.4. Wybrane pozycje ze sprawozdań finansowych firmy Gillette z okresu 2000-2004.	75
Tabela 4.5. Porównanie wybranych pozycji ze sprawozdań finansowych P&G oraz Gillette za rok 2004.....	84
Tabela 4.6. Wybrane dane ze sprawozdań finansowych P&G z okresu 2005-2008 po przejęciu Gillette w 2005 roku.....	84
Tabela 4.7. 21 marek o przychodach powyżej 1 mld dolarów rocznie w portfolio P&G(16 marek) po przejęciu firmy Gillette(5 marek).	86

Tabela 4.8. Komplementarne produkty P&G oraz Gillette, które można wspólnie promować.	86
--	----

Tabela 4.9. Porównanie udziałów sprzedaży Procter & Gamble oraz Gillette w poszczególnych rejonach świata w 2003 roku.	87
---	----

Rysunek 1.1. Rodzaje nabycia przedsiębiorstwa (Źródło: W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 28).	16
---	----

Rysunek 1.2. Motywy nabywcy w procesie fuzji lub przejęcia (Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 32-33.)	22
---	----

Rysunek 1.3. Motywy sprzedawcy (Źródło: W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Wrocław 2009, s. 45).	26
---	----

Rysunek 2.1. Triangulacja wartości przy zastosowaniu trzech metod wyceny (Źródło: D. Rankine, P. Howson, op. cit., s. 139).	39
--	----

Rysunek 2.2. Kreowanie wartości w transakcjach M&A poprzez wyróżniające zdolności (Źródło: P.C. Haspeslagh, D.B. Jemison, Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal, The Free Press, New York 1991, cyt. za. M. Marcinkowska, Kształtowanie wartości firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 179.).....	40
---	----

Wykres 3.1. Wartość fuzji i przejęć na świecie w latach 1990-2007 (Źródło: Agnieszka Sopińska, Sposób rozwoju przedsiębiorstwa, Katedra Zarządzania w Gospodarcę SGH, www.e-sgh.pl/niezbednik/plik.php?id=27244517&pid=1445).	54
--	----

Wykres 3.2. Wartość M&A w Polsce po 2000 roku (Źródło: J. Piszewski, Fuzje i przejęcia w Polsce, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2008, nr 2, s. 35-39).	59
---	----

Wykres 3.3. Liczba transakcji ogłoszonych w Polsce w 2009 roku w podziale na sektory gospodarki (Źródło: Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch,	
---	--

<http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>, [data odczytu: 18.10.2011])..... 64

Wykres 3.4. Wartość transakcji(w mln euro) ogłoszonych w Polsce w 2009 roku w podziale na sektory gospodarki (Źródło: Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch,

<http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>, [data odczytu: 18.10.2011])..... 64

SPIS LITERATURY

1. Aniszewska G., Strategie integracji firm w fuzjach i przejęciach, SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004.
2. Brigham E., Podstawy zarządzania finansami, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, t. 3.
3. Chaturvedi R., Dutta S., The Procter & Gamble - Gillette Merger, IBS Center for Management Research 2005.
4. Drelich K., Fuzje i przejęcia w latach 2007-2009- Polska na tle tendencji globalnych, Instytut Rozwoju Przedsiębiorstw, Kraków 2011.
5. Duraj J., Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, PWE, Warszawa 1997.
6. Fuzje i przejęcia, pr. zbior. pod red. W. Frąckowiaka, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
7. Fuzje i przejęcia, pr. zbior. pod red. W. Frąckowiaka, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1998.
8. Gordziejewicz T., Ryzyko i rekordy, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2007, nr 10, s. 45-49.
9. Grzegorzewski Z., Strategie fuzji i przejęć, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2008, nr 5, s. 32-39.
10. Herdan A., Antolak L., Połączenia przedsiębiorstw: teoria i praktyka, Wydawnictwo Księgarnia Akademicka, Kraków 2005.
11. Kaźmierska-Jóźwiak B., EVA jako miara oceny fuzji i przejęć przedsiębiorstw, „Przegląd Organizacji” 2006, nr 5, s. 38-41.
12. Kopaliński W., Słownik wyrazów obcych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.
13. Lewandowski M., Fuzje i przejęcia jako metody wzrostu przedsiębiorstw, Wydawnictwo AE, Poznań 1998.
14. Lewandowski M., Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, WIG-Press, Warszawa 2001.
15. Machała R., Przejęcia i fuzje: wpływ na wartość firm, UNIMEX Oficyna Wydawnicza, Wrocław 2006.
16. Marcinkowska M., Kształtowanie wartości firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

17. Maszke A.W., Metodologiczne podstawy badań pedagogicznych, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2004.
18. Mitura A., Branża FMCG: Opóźniona, ale bez kompleksów, „CIO. Magazyn Dyrektorów IT” 2006, nr 4, s. 22-29.
19. Penzkofer A., the Procter & Gamble Acquisition of Gillette, Wayne State University, Detroit 2006.
20. Pieter J., Ogólna metodologia pracy naukowej, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1969.
21. Pilch T., Zasady badań pedagogicznych, Wydawnictwo ŻAK, Warszawa 1995.
22. Piszewski Jacek, Fuzje i przejęcia w Polsce, „CEO. Magazyn Top Managerów” 2008, nr 2, s. 35-39.
23. Rankine D., Howson P. (tł. Pietrzak Tomasz), Przejęcia: strategie i procedury, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
24. Strategor, Zarządzanie firmą: strategie, struktury, decyzje, tożsamość, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
25. Sudarsanam S., Fuzje i przejęcia, WIG-Press, Warszawa 1988.
26. Szczepankowski P. J., Fuzje i przejęcia: techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
27. Ustawa z dnia 15 września 2000 Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037).
28. Zając Cz., Społeczne i organizacyjne problemy przejęć i fuzji przedsiębiorstw, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2005.

SPIS ADRESÓW STRON INTERNETOWYCH

1. A Company History: 1837-Today, globalna strona internetowa Procter & Gamble,
http://www.pg.com/translations/history_pdf/english_history.pdf, [data odczytu:
12.11.2011].
2. Banasik T., Ocena rezultatów fuzji i przejęć przedsiębiorstw w literaturze światowej.
Przegląd badań empirycznych,
http://www.sceno.edu.pl/print_content.php?dsid=&cms_id=1492&ctr=c&tr=&lang=pl
, [data odczytu: 29.09.2011].
3. Baranowska-Skimina A., Globalne fuzje i przejęcia w I kw. 2011,
<http://www.egospodarka.pl/66192,Globalne-fuzje-i-przejecia-w-I-kw-2011,1,39,1.html>, [data odczytu: 15.10.2011].
4. Boy Meets Girl: Gillette and P&G Hook up Their Brands, serwis internetowy
Uniwersytetu Wharton w Pensylwanii: Knowledge@Wharton,
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1135>, [data odczytu:
14.11.2011].
5. Chaturvedi N. R., Sinha P., IBS Center for Management Research, The P&G-Gillette
Merger: A Dream Deal?,
<http://www.icmrindia.org/free%20resources/articles/Gillette%20merger1.htm>, [data
odczytu: 23.08.2011].
6. Drewnowska B., Wieczerzak-Krusińska A., Branżę spożywczą czeka kolejna fala
konsolidacji, <http://www.parkiet.com/artukul/1092357.html?print=tak>, [data odczytu:
5.11.2011].
7. Ernst&Young, Alianse strategiczne- współpraca czy rywalizacja?,
[http://webapp01.ey.com.pl/EYP/WEB/eycom_download.nsf/resources/TAS_alianse%20strategiczne_2004.pdf/\\$FILE/TAS_alianse%20strategiczne_2004.pdf](http://webapp01.ey.com.pl/EYP/WEB/eycom_download.nsf/resources/TAS_alianse%20strategiczne_2004.pdf/$FILE/TAS_alianse%20strategiczne_2004.pdf), [data
odczytu: 13.09.2011].
8. Ernst&Young, Jak zwiększyć konkurencyjność firmy na rynku UE poprzez strategię
wzrostu zewnętrznego?,
[http://webapp01.ey.com.pl/EYP/WEB/eycom_download.nsf/resources/TAS_Konkurencyjnosc.pdf/\\$FILE/TAS_Konkurencyjnosc.pdf](http://webapp01.ey.com.pl/EYP/WEB/eycom_download.nsf/resources/TAS_Konkurencyjnosc.pdf/$FILE/TAS_Konkurencyjnosc.pdf), [data odczytu: 12.09.2011].

9. FMCG Industry, portal EconomyWatch, <http://www.economywatch.com/world-industries/fmcg.html>, [data odczytu: 16.10.2011].
10. Fuzje i przejęcia, Portal Inwestycje, http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/fuzje_i_przejecia;48626;0.html, [data odczytu: 09.10.2011].
11. Historia fuzji i przejęć, <http://www.conquest.pl/historia-fuzji-i-przejec/>, [data odczytu: 15.10.2011].
12. Isidore Ch., P&G to buy Gillette for \$57B, serwis CNNMoney, http://money.cnn.com/2005/01/28/news/fortune500/pg_gillette/, [data odczytu: 14.11].
13. Koszt kapitału, <http://www.teoria-inwestowania.pl/index.php/koszt-kapitalu> [17.09.2011].
14. Kowalski W. S., Inwest Consulting SA, Wielkie konsolidacje...dopiero w następnej dekadzie, <http://www.inwestconsulting.pl/download/pdf/ic-komentarz-22-02-2010.pdf>, [data odczytu: 5.10.2011].
15. Kubisiak P., Procter & Gamble przejmie Gillette za 57 mld USD i zwolni 6 tys. osób, serwis Puls Biznesu, <http://www.pb.pl/1418073,32451,procter-gamble-przejemie-gillette-za-54-mld-usd-i-zwolni-6-tys.-osob>, [data odczytu: 16.11.2011].
16. Portal wiedzy Onet.Wiem, http://portalwiedzy.onet.pl/129151,,,wzrost_organiczny_organic_growth_internal_growth,haslo.html, [data odczytu: 29.08.2011].
17. Procter & Gamble Buys Gillette, serwis Forrester Research, http://www.forrester.com/rb/Research/procter_%26_gamble_buys_gillette/q/id/36326/t/2, [data odczytu: 9.11.2011].
18. Przyczyny łączenia się spółek, <http://www.eprawnicy.pl/opinie-ekspertow/przyczyny-laczenia-sie-spolek-/menu-id-192.html>, [data odczytu: 10.10.2011].
19. Rekordowy rok fuzji w Polsce- wartość transakcji wzrosła do 21mld euro, http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/477812,rekordowy_rok_fuzji_w_polsce_wartosc_transakcji_wzrosla_do_21_mld_euro.html, [data odczytu: 15.10.2011].
20. Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch, <http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>, [data odczytu: 10.10.2011].

21. Sopińska A., Sposób rozwoju przedsiębiorstwa, Katedra Zarządzania w Gospodarce SGH, www.e-sgh.pl/niezbednik/plik.php?id=27244517&pid=1445, [data odczytu: 15.10.2011].
22. Strona internetowa Gillette, www.gillette.com, [data odczytu: 12.11.2011].
23. Strona internetowa Procter & Gamble Polska, http://www.pg.com/pl_PL/company.shtml, [data odczytu: 12.11.2011].
24. Szczepankowski P., Dlaczego warto dokonywać fuzji i przejęć, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2007, nr 11, <http://mojafirma.infor.pl/biznes-finance/53063/Dlaczego-warto-dokonywac-fuzji-i-przejec,4,Dlaczego-warto-dokonywac-fuzji-i-przejec.html>, [data odczytu: 5.09.2011].
25. The Gillette Company, serwis FundingUniverse, <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/The-Gillette-Company-Company-History.html>, [data odczytu: 12.11.2011].
26. The Largest Mergers and Acquisitions in History, http://www.visualeconomics.com/the-largest-mergers-and-acquisitions-in-history_2010-03-10/, [data odczytu: 15.10.2011].
27. Wyczarska A., Tu-van N., Metody wyceny przedsiębiorstw, www.e-finance.com/san/metody_wyceny_przedsiębiorstw.ppt, [data odczytu: 17.09.2011].
28. Zając Cz., Społeczne problemy przejęć i fuzji przedsiębiorstw, http://www.wiedzainfo.pl/wyklady/1311/spoleczne_problemy_przejec_i_fuzji_przedsiębiorstw.html, [data odczytu: 10.10.2011].