

## Czynniki sukcesu fuzji i przejęć horyzontalnych na przykładzie globalnych agencji informacyjnych

Joanna Adamska-Mieruszewska, Magdalena Markiewicz\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest wskazanie najważniejszych czynników sukcesu i sposobów jego pomiaru w transakcjach fuzji i przejęć. W celu weryfikacji założeń teoretycznych ocenie poddano wybrane, znaczące fuzje dokonane w sektorze globalnych dostawców inteligentnej informacji. Wybór sektora został podyktowany cechującą go innowacyjnością oraz znaczącą konsolidacją. Zastosowano metodę analizy studium przypadku na przykładzie fuzji firm Thomson i Reuters, uznawanej za flagową w sektorze.

*Metodologia* – Analiza obejmuje okres od trzech lat przed dokonaniem fuzji do siedmiu lat po jej zakończeniu. Zastosowanie tak długiego horyzontu badania pozwoliło w sposób kompleksowy zbadać czynniki wpływające na sukces fuzji, przy jednoczesnym zminimalizowaniu wpływu uwarunkowań zewnętrznych, w tym, w szczególności, kryzysu finansowego w latach 2007–2009. Dane do przeprowadzenia badania pozyskano z programu Thomson Reuters Eikon udostępnianego na podstawie umowy pomiędzy firmą Thomson Reuters a Uniwersytetem Gdańskim, a także z raportów finansowych spółek z sektora.

*Wynik* – Połączenie spółek Thomson i Reuters zaowocowało powstaniem międzynarodowej korporacji znajdującej się wśród dwóch podmiotów walczących o dominujący udział w rynku. Pomimo iż realizacja fuzji przypadła na kryzysowy rok 2008, wydaje się, że połączenie nie tylko okazało się sukcesem to przyczyniło się do zminimalizowania konsekwencji kryzysu dla spółki.

*Oryginalność/wartość* – W literaturze relatywnie rzadko analizie podlegają długoterminowe efekty fuzji oraz przejęć, które pozwalają w długim horyzoncie ocenić konsekwencje połączenia. Do analizy wybrano rzadko opisywany, innowacyjny i z uwagi na strukturę ciekawy sektor dostawców informacji finansowej.

**Słowa kluczowe:** fuzja, przejęcie, efekty fuzji, dostawcy informacji finansowych, analiza finansowa

### Wprowadzenie

Transakcje fuzji i przejęć (*mergers and acquisitions*, M&A) stanowią jeden z najważniejszych sposobów zewnętrznego wzrostu przedsiębiorstwa. Są one traktowane jako ważna alternatywa strategii rozwojowej przedsiębiorstw, szansa na poprawę ich rentowności, wzrost skali działania czy zwiększenie zasięgu prowadzonej działalności. Często jednak ich przeprowadzenie jest obciążone znacznym ryzykiem niepowodzenia, a kwestia osiągnięcia sukcesu nie jest jednoznaczna. Badania dotyczące 60 wielkoskalowych amerykańskich fuzji i przejęć wskazały, że nie ma dowodów, iż transakcje te prowadziły do poprawy kosztowej efektywności wewnętrznej oraz zwiększenia korzyści skali lub zakresu. Mimo że zdiagnozowano wystąpienie korzyści wynikających z redukcji dublujących się funkcji, na

---

\* mgr Joanna Adamska-Mieruszewska, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny Uniwersytet Gdański, e-mail: ekojam@ug.edu.pl; dr Magdalena Markiewicz, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny Uniwersytet Gdański, e-mail: m.markiewicz@ug.edu.pl.

skutek połączenia funkcji administracyjnych oraz współdzielenia zasobów, korzyści te były czasem niwelowane przez różnice kulturowe lub motywy menedżerskie (Heffernan 2007, s. 656). Celem niniejszego artykułu jest zobrazowanie sposobu pomiaru długookresowych efektów fuzji i przejęć, pozwalających na zbudowanie pełnego obrazu skutków transakcji. Do analizy wybrano sektor globalnych dostawców informacji, charakteryzujący się innowacyjnością, znaczną liczbą transakcji fuzji oraz przejęć, a jednocześnie dużym stopniem koncentracji.

W celu weryfikacji teoretycznych założeń dokonano analizy studium przypadku spółki Thomson Reuters, powstałej przez połączenie Thomson Corporation oraz Reuters Group. Była to jedna z największych transakcji M&A w sektorze, warto też podkreślić, że została zakończona w roku 2008, czyli w roku kryzysowym. Z uwagi na powyższe, szczególnie istotne i zasadne wydaje się przeanalizowanie długoterminowych efektów tej fuzji i weryfikacja następującej tezy: *przeprowadzenie połączenia w czasie kryzysu sprawiło, iż dzięki uzyskaniu synergii udało się zminimalizować jego skutki dla przedsiębiorstwa.*

## 1. Czynniki wpływające na sukces i porażkę połączenia

Podstawowym celem łączących się podmiotów jest zwiększenie konkurencyjności oraz efektywności finansowej i organizacyjnej, co ma zapewniać optymalne warunki rozwoju na silnym, konkurencyjnym i podlegającym procesom konsolidacji rynku. Trudno jest jednoznacznie określić, które czynniki sprawiają, że jedne transakcje połączeniowe kończą się sukcesem, a inne nie. Ocena sukcesu lub niepowodzenia połączenia może być też inaczej postrzegana przez różne grupy interesów (Lewandowski 2001, s. 117)<sup>1</sup>. Fuzje i przejęcia związane są ze złożonymi decyzjami inwestycyjnymi i finansowymi dotyczącymi wielu dziedzin, m.in. zarządzania strategicznego, prawa, bankowości, rachunkowości, zarządzania kadrami, czy zarządzania wartością (Frąckowiak 2001, s. 8). Jedno z kryteriów klasyfikacji fuzji i przejęć dotyczy branży podmiotów uczestniczących w transakcji. W ten sposób charakteryzuje się fuzje i przejęcia horyzontalne (poziome), wertykalne (pionowe) i dywersyfikacyjne (The New Palgrave 1987, s. 452). Omawiana w artykule transakcja miała charakter horyzontalny, a ponadto określana była jako transakcja przyjazna. W przypadku fuzji horyzontalnej łączą się przedsiębiorstwa z tej samej lub zbliżonej branży produkcji lub usług, czego przykładem może być integracja dwóch dostawców usług informacyjnych. Efektem fuzji horyzontalnej jest zmniejszenie liczby uczestników danego segmentu rynku oraz wzrost koncentracji. Efekty synergiczne związane z tą formą fuzji dotyczą redukcji kosztów dublujących się działów w obrębie łączonych podmiotów (zarządzania, marketingu, kadr, czy rachunkowości). Ułatwia to osiągnięcie wyższej efektywności działania

<sup>1</sup> Wynika to z asymetrii pozycji interesariuszy, takich jak: klienci, zarząd, pracownicy, administracja państwowa i samorządowa, społeczeństwo, co powoduje pewien konflikt interesów.

połączonych podmiotów. Fuzje horyzontalne umożliwiają ponadto poszerzenie zakresu wykonywanych operacji, zwiększenie liczby klientów oraz ekspansję na nowe rynki.

Na sukces fuzji i przejęć składa się wiele czynników, od planowania, jeszcze przed transakcją, do integracji po transakcji. Wśród nich wymienia się przede wszystkim opracowanie strategicznego programu przejęcia jeszcze przed jego dokonaniem, optymalny wybór partnera transakcji i jego dokładną analizę, właściwą ocenę oczekiwanych synergii, efektywną realizację połączenia i ustalenie właściwej ceny transakcji (Lewandowski 2001, s. 232; Eiteman, Stonehill, Moffett 2007, s. 618–621). Równie ważną jak strategia i analiza finansowa, jest postawa nabywcy i czynnik ludzki oraz umiejętne zaplanowanie i przeprowadzenie integracji.

Proces połączeniowy powinien być skrupulatnie zaplanowany, co obejmuje wybór odpowiedniego partnera transakcji. Połączenie ma najczęściej charakter strategiczny, stąd też dokonywana jest zwykle analiza rynków geograficznych, jak też kandydatów mogących wzmocnić potencjał danego podmiotu. Połączenia podmiotów z różnych krajów są wielowymiarowe z uwagi na odmiennosc otoczenia takich podmiotów. Czynniki o charakterze politycznym, gospodarczym, organizacyjnym i kulturowym, jak też w sferze podatków, prawa i rachunkowości mogą stanowić bariery w osiągnięciu pozytywnych efektów transakcji (Sudarsanam 1998, s. 269). Do istotnych kwestii decydujących o sukcesie połączenia należy pełna, wczesna i w odpowiedni sposób przekazana informacja na jego temat. W literaturze spotyka się rozbieżne zdania co do tego, kto powinien ją przekazywać. Wydaje się, że najodpowiedniejszy sposób postępowania obejmuje informowanie menedżerów oraz akcjonariuszy przez zarząd, pracowników przez menedżerów, a opinię publiczną przez specjalistów ds. *public relations*. Ogromne znaczenie ma kompletny przekaz informacji na temat perspektyw podmiotu konsolidującego się z inną organizacją. Obawy wywołane procesem połączeniowym mogą bowiem doprowadzić do demotywacji pracowników, zwłaszcza w podmiocie przejmowanym. Skutkiem tego może być odejście najlepszych pracowników i menedżerów, którzy poszukują alternatywnego zatrudnienia lub przyjmą ofertę pracy ze strony konkurencji (Liaw 2006, s. 104–105).

Badania przyczyn sukcesów i niepowodzeń fuzji i przejęć bazują na ocenie danych analitycznych związanych z kosztami finansowania, uzyskaniem określonej stopy zwrotu z inwestycji, jak również rentowności podmiotów po połączeniu. Na podstawie analizy danych statystycznych trudno jest ocenić wymiar jakościowy transakcji i temu służą badania ankietowe przeprowadzane przede wszystkim wśród menedżerów. Ankiety, mimo ograniczeń związanych z ich subiektywnością czy niewielką próbą badawczą, pozwalają na zgłębienie procesu transakcyjno-decyzyjnego. Badania ankietowe menedżerów opierają się na odpowiedziach zarówno strony przejmującej, jak i przejmowanej, a więc obejmują spektrum dyskontowanych oczekiwań wobec połączenia. W badaniach przeprowadzonych przez Coopers and Lybrand w 1992 roku (badanych było 100 największych firm brytyjskich, które dokonały 50 dużych transakcji o łącznej wartości około 13 mld GBP na przełomie lat 80. i 90.) aż 54% transakcji uznanych było za nieudane, co było zbieżne z badaniami

opublikowanymi w latach 1973 i 1988 w *Business International* (odpowiednio 49% i 48–56% nieudanych transakcji) (Sudarsanam 1998, s. 234–235). W badaniu Hunta z 1987 roku transakcję za sukces uznało 55% respondentów z firm przejmujących i przejmowanych, a za porażkę 25%. Rzetelna analiza strategiczna okazuje się być niewystarczająca dla zapewnienia sukcesu przedsięwzięcia. Ważnym elementem dla pomyślności całego procesu jest ciągłość między pracą zespołu negocjującego i wdrażającego przejęcie, a zwłaszcza niezależność ich działań, ale jednocześnie możliwość modyfikacji planu zgodnie z realiami i strategicznym celem.

Niska znajomość metodologii przeprowadzania fuzji i przejęć wśród menedżerów przedsiębiorstw powoduje, iż często postępują oni w sposób intuicyjny, a sprawy techniczne pozostawiają ekspertom zewnętrznym: głównie bankowcom i prawnikom, co w efekcie daje wysoki odsetek transakcji nieudanych. Tymczasem procesy połączeń, nawet jeśli przeprowadzane są przy udziale zewnętrznych doradców, mogą być monitorowane przez doświadczone w tym zakresie zespoły wewnętrzne. W przypadku częstego dokonywania fuzji i przejęć, możliwe jest utrzymywanie specjalnego zespołu odpowiedzialnego za integrację wielu połączeń. Takie rozwiązanie jest stosowane np. w GE Capital (w Polsce GE Money) i choć jest ono relatywnie rzadko spotykane w innych instytucjach finansowych ze względu na wysoki koszt, to dzięki niemu korporacja ta jest w stanie przeprowadzić transakcję połączeniową w stosunkowo szybkim czasie, wykorzystując indywidualne wieloletnie doświadczenie (Ashkenas, Demonaco, Francis 2006, s. 154–178). Thomson i Reuters również posiadały już doświadczenie w zakresie dokonywania konsolidacji (na polskim rynku należy zwłaszcza wymienić przejęcie Ecowin przez Reuters w 2005 r.).

Podsumowując, do najważniejszych czynników sukcesu (lub porażki) transakcji połączeniowej należy zaliczyć takie kwestie, jak: jasne zdefiniowanie celu przejęcia, rzetelnie wykonaną analizę strategiczną, wczesną i kompetentną informacją na temat połączenia i jego konsekwencji dla pracowników, dobra współpracę zarządów wdrażających przejęcie, opracowanie szczegółowego planu integracji wraz z harmonogramem, sprawną integrację systemu operacyjnego obsługującego klientów. Można ocenić, że wszystkie te czynniki były spełnione w przypadku połączenia Thomson i Reuters.

## **2. Metody pomiaru sukcesu w transakcjach fuzji i przejęć**

Kluczowe dla obiektywnej oceny efektów transakcji fuzji i przejęć jest zastosowanie właściwych metod ich pomiaru. W literaturze przedmiotu najczęściej wskazuje się na trzy profile badawcze, oceniające wpływ, jakie fuzje wywierają na tworzenie wartości przedsiębiorstwa (Melnarowicz, Melnarowicz 2010; Perepeczo 2010; Antikainen 2008):

- analizę zdarzenia i kursów giełdowych spółki,
- analizę finansowo-ekonomiczną,
- analizę strategiczną.

Analiza zdarzenia to jedna z najczęściej stosowanych metod oceny efektów fuzji i przejęć. Została zaproponowana przez E.F. Fama, Fisher i in. (1969) i polega na badaniu dodatkowych stóp zwrotu dla inwestorów w wyniku ogłoszenia informacji, a następnie przeprowadzenia transakcji takich jak fuzje lub przejęcia. Metoda zdarzenia umożliwia pomiar dodatkowego dochodu, jaki osiągają akcjonariusze na skutek ogłoszenia informacji, która może wpłynąć na wartość spółki. Polega ona na obliczeniu oczekiwanych stóp zwrotu z akcji, jakie zostałyby odnotowane na rynku, gdyby nie wystąpiło zdarzenie, a następnie porównanie ich do rzeczywistych stóp zwrotu. Jest to zatem miara reakcji otoczenia na informację o planowanym połączeniu przedsiębiorstw. Metodę zdarzenia najczęściej stosuje się w krótkim horyzoncie czasowym – do 60 dni przed i po ogłoszeniu transakcji (Melnarowicz, Melnarowicz 2013), chociaż można wskazać badania (Czerwonka 2010), w których wykorzystuje się opisywaną metodę także do badań średnio- i długookresowych<sup>2</sup>. Analiza zdarzenia nie odzwierciedla jednak długoterminowych efektów transakcji.

Bardziej uniwersalna wydaje się metoda oceny efektów fuzji *ex post* oparta o analizę kursów giełdowych. Przede wszystkim umożliwia ona przeprowadzenie długookresowego badania transakcji kilka lat, od dwóch do nawet siedmiu, po jej zakończeniu. Dzięki temu można dobrze zobrazować faktyczny wpływ fuzji na wartość spółki. Metoda ta może być traktowana jako wymierna miara wzrostu bogactwa akcjonariuszy (Kaplan, Mitchell, Wruck 2010).

Wśród metod oceny efektów fuzji należy także wskazać analizę ekonomiczno-finansową. Metody te sprowadzają się do rozwinięcia analizy sprawozdań finansowych i wykorzystanie analizy wskaźnikowej, między innymi wskaźników zyskowności, płynności, finansowej, zdolności do obsługi zadłużenia, pozycji na rynku kapitałowym (Bednarski 2005). Jej celem jest ustalenie, czy w wyniku połączenia spółek udało się wypracować dodatkowy wynik finansowy w postaci wyższych przychodów, sprzedaży lub ograniczenia kosztów. Pozwala ona zweryfikować założenia, czy transakcja doprowadziła do zwiększenia wartości spółki w wyniku wdrożonych zmian w prowadzonej działalności operacyjnej oraz finansowej. Jest to także sposób na zweryfikowanie założeń o zakładanych korzyściach skali poprzez analizę kosztów. Metoda umożliwia długookresowe porównanie wskaźników zarówno w ramach analizowanej firmy, wszystkich przedsiębiorstw uczestniczących w transakcji fuzji czy przejęcia, jak i pomiędzy przedsiębiorstwami w ramach sektora. Badaniu mogą podlegać wskaźniki aktywności, zadłużenia, płynności, rentowności i poziomu kosztów (Antikainen 2008). Analiza ekonomiczno-finansowa ma charakter uniwersalny, może być stosowana do spółek giełdowych i prywatnych, pozwala także ocenić faktyczny wpływ fuzji na dane finansowej spółki, wokół których często koncentrują się najważniejsze cele połączenia. Z drugiej strony w literaturze wskazuje się na trudności w porównaniu wskaźników przed i po fuzji, z uwagi na występujące różnice w stosowanych zasadach

---

<sup>2</sup> L. Czerwonka (2010) przeprowadził badanie nadzwyczajnych stóp zwrotu z akcji 45 polskich spółek giełdowych uczestniczących w transakcjach fuzji i przejęć w latach 2002–2005.

sprawozdawczości (Maćkowiak 2012), dodatkowo zaś nie bez znaczenia pozostaje ewentualny wpływ inflacji lub deflacji, co utrudnia porównywalność danych (Perepeczo 2010).

Trzecią i ostatnią grupą metod oceny efektów fuzji i przejęć jest analiza strategiczna, której celem jest ocena pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa po zakończonej transakcji. Najczęściej obejmuje ona analizę studium przypadku, zweryfikowanie założonej listy celów oraz ocenę skutków. Analiza strategiczna może obejmować wywiady bezpośrednie lub badanie ankietowe z kadrą zarządzającą przedsiębiorstwami uczestniczącymi w transakcji. Miary sukcesu obejmują również kwestie integracji organizacyjnej i kulturowej. W celu weryfikacji powodzenia fuzji lub przejęcia stosuje się zatem badania ankietowe percepcji i satysfakcji pracowników, badania oceny wdrażania zmian przez odbiorców, dostawców lub klientów, jak również bieżący monitoring absencji czy opóźnień, które przekładają się bezpośrednio na osiąganie wyników finansowych przez spółkę (Carleton, Lineberry 2004, s. 118).

### **3. Fuzje i przejęcia w sektorze globalnych agencji informacyjnych na przykładzie połączenia firm Thomson i Reuters: analiza *ex post* – studium przypadku**

#### **3.1. Sektor globalnych agencji informacyjnych**

Sektor dostawców inteligentnej informacji jest sektorem mocno skonsolidowanym. Ponad 50% rynku jest kontrolowane przez dwie firmy: Bloomberg oraz Thomson, pozostała część należy do mniejszych agencji informacyjnych, wśród których można wyróżnić Interactive Data, FactSet Research Systems, SIX Telekurs, czy S&P. Łączne przychody spółek z badanego sektora przekroczyły w 2015 roku 7 mld USD (IBIS World 2016). Wśród dwóch największych spółek, firma Thomson Reuters jest spółką giełdową, notowaną na giełdzie papierów wartościowych w Toronto (TMX) oraz w Nowym Jorku (NYSE). Do 2009 roku była także notowana na giełdzie w Londynie oraz na Nasdaq (w wyniku połączenia z Reuters Group).

Z uwagi na ograniczony dostęp do danych dla spółek nienotowanych na giełdzie, do analizy wybrano spółkę Thomson Reuters oraz, dla zachowania kompleksowego i porównawczego charakteru opracowania, wybrane, konkurencyjne spółki giełdowe o niższym udziale w rynku.

#### **3.2. Informacje o łączących się podmiotach, motywy i cele połączenia**

Spółka Thomson Reuters powstała w 2008 roku w wyniku przejęcia przez kanadyjską agencję informacyjną Thomson brytyjskiej spółki Reuters Group (tab. 1). Oba podmioty były dostawcami danych finansowych dla około 160 podmiotów giełdowych na całym świecie. Thomson nabył spółkę Reuters za kwotę 17 639,97 mln USD.

**Tabela 1**

Informacje o spółkach uczestniczących w transakcji

	The Thomson Corporation	Reuters Group
Informacje ogólne	jedna z największych agencji informacyjnych na świecie, dostawca akademickich rozwiązań w segmencie; wiodący dostawca elektronicznych danych finansowych, prawnych oraz z zakresu medycyny, nauki i technologii oraz księgowości i podatków (ThomsonOne, Data Stream Advance, Global Topic)	międzynarodowa agencja informacyjna działająca w sektorze mediów i informacji finansowej, ok. 10% zysków uzyskiwała ze sprzedaży informacji do prasy i telewizji, a ok. 90% z obsługi klientów finansowych (w 2008 r. był to serwis zintegrowany Reuters 3000 Xtra, Reuters Knowledge, Equities 2000, Dealing 2000–2, Business Briefing)
Wielkość zatrudnienia	ok. 32 000 osób w 37 krajach	ok. 16 800 osób w 94 krajach
Sektor	finansowy, opieki zdrowotnej, prawny, naukowy oraz podatkowo-księgowy	media i finanse
Mocne strony	tworzenie szerokich baz danych stanowiących ogromną wartość w specjalistycznych kręgach	bezzstronność przekazywanych informacji, duża liczba klientów, elastyczność, rozpoznawalność marki
Rok założenia	1934 (od 1989 jako korporacja)	1851

Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Reuters Eikon, program udostępniany na podstawie umowy o współpracy pomiędzy Uniwersytetem Gdańskim a Thomson Reuters (15.04.2016).

Podmiotami doradzającymi w zakresie finansów były: po stronie Thomson – Bank of Montreal, FBC Capital Markets, TD Securities, Bear Sterns i Perella Weinberg, a po stronie Reuters – Morgan Stanley, UBS Investment Bank, Citigroup, Blackstone oraz JP Morgan Cazenove. Ponadto po obu stronach występował szereg doradców prawnych, a due diligence wykonał dla Reutersa Deloitte and Touche LLP.

Motywy dokonania tego połączenia należy zaklasyfikować jako ofensywne, ukierunkowane na połączenie możliwości technologicznych i uzyskanie korzyści skali, zaś biorąc pod uwagę podniesienie stopnia komplementarności zasobów, kompetencji i geograficznych obszarów działania należy uwypuklić motywy techniczne, operacyjne i inwestycyjne (Szczepankowski 2000, s. 111–124). Wśród najważniejszych celów transakcji można wskazać:

- zwiększenie udziału w rynku dostawców danych finansowych do 34%,
- osiągnięcie pozycji umożliwiającej bezpośrednie konkurowanie ze spółką Bloomberg, w zakresie sprzedaży danych finansowych i narzędzi analitycznych,
- pozostawienie w posiadaniu założycieli spółki – rodziny Thomson – około 53% udziałów połączonego przedsiębiorstwa Thomson Reuters,
- osiągnięcie efektu synergii poprzez uzyskanie 1,2 mld USD oszczędności do końca 2011 roku<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> W 2007 r. szacowano, że ok. 500 mln USD stanowić będą oczekiwane oszczędności z tytułu korzystania ze wspólnych baz danych i sieci komunikacyjnych – w 2008 r. wysokość oszczędności szacowano już na poziomie 750 mln USD.

Ponadto obie strony wskazywały na to, że konsumenci będą odnosić korzyści wynikające z możliwości użytkowania szerszych profesjonalnych baz danych finansowych, wzrośnie baza kapitałowa, co umożliwi przejście do wyłącznie elektronicznego dostarczania danych. Planowano też *dual listing* na giełdach w Toronto i Nowym Jorku, co miało umożliwić inwestorom szerszy dostęp do posiadania akcji spółki po połączeniu.

**Tabela 2**

Fuzje i przejęcia spółki Thomson do 2008 r. i Thomson Reuters w latach 2008–2016

Rok ogłoszenia planowanego połączenia	Liczba fuzji i przejęć	Wartość* transakcji (w mln USD)
2006	19	324,74
2007	42	26 696,83
2008	18	500,00
2009	29	4938,41
2010	26	12,78
2011	39	16,90
2012	32	2468,70
2013	29	5645,70
2014	4	144,00
2015	4	10,00
2016	3	–

\* Wartość transakcji obliczana przez odjęcie wartości zobowiązań przejętych w ramach transakcji od wartości transakcji i dodanie dług netto spółki przejmowanej.

Źródło: jak w tabeli 1.

Fuzje i przejęcia wpisują się w strategię rozwoju spółki Thomson Corporation oraz Thomson Reuters. W latach 2006–2016 spółka zrealizowała 245 transakcji, większość poza Stanami Zjednoczonymi (tab. 2) (Thomson Reuters 2009). Przejęcie agencji Reuters przez korporację Thomson miało doprowadzić do uzyskania łącznego udziału w rynku po połączeniu w wysokości 34% oraz obrotów na poziomie 11 mld USD, z czego 60% miało pochodzić z rynku informacji finansowych, a 40% z dostarczania danych z zakresu prawa, medycyny, nauki, technologii, jak również usług z obszaru księgowości i podatków.

Informacje o planowanym przejęciu zostały upublicznione 7 maja 2007 roku, gdy Thomson ogłosił złożenie propozycji spółce Reuters. Umowa została podpisana 15 maja 2007 roku, przejęcie tego samego dnia połączenie zostało zaakceptowane przez Reuters Founders Share<sup>4</sup>. 19 lutego 2008 roku na dokonanie transakcji wyraziła zgodę Komisja Europejska, a 26 marca 2008 roku uchwałę podjęli akcjonariusze Thomsona, natomiast do faktycznego połączenia doszło 17 kwietnia 2008 roku. Fuzja była największą tego typu transakcją przeprowadzoną do tej pory przez spółkę Thomson Reuters. Po dokonaniu fuzji Thomson kontrolował ok. 76% akcji Thomson Reuters, natomiast akcjonariusze Reutersa

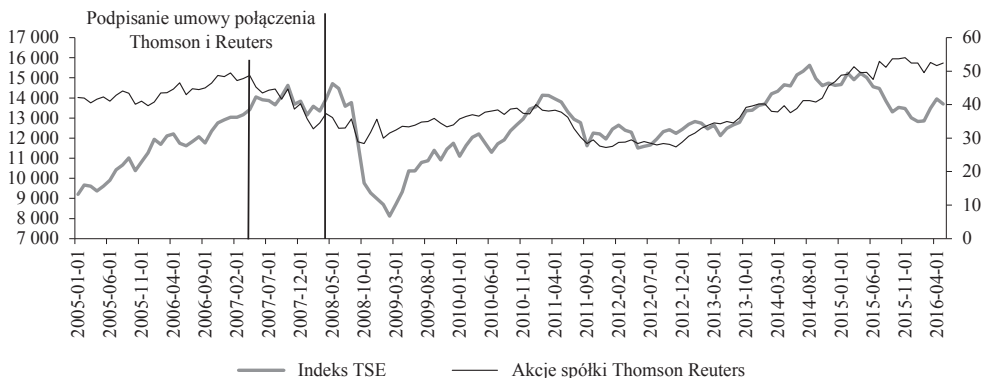
<sup>4</sup> Podmiot posiadający złote akcje spółki, zasiadał w nim 15 powierników, mających za zadanie przestrzegać jej niezależności.



ok. 24%. Na stanowisku dyrektora naczelnego stanął dotychczasowy szef Reutersa, Tom Glocer, kierujący firmą od 2001 roku, a przewodniczącym rady nadzorczej został David Thomson. Część Thomsona odpowiedzialna za dostarczanie informacji finansowych została połączona z Reutersem, tworząc Market Division, a pozostałe części zostały włączone do Professional Division.

### 3.3. Pomiar i ocena efektów fuzji

Do oceny efektów fuzji Thomson i Reuters zastosowano następujące metody: analizę kursów akcji spółki Thomson na dwa lata przed połączeniem i Thomson Reuters siedem lat po nim, analizę ekonomiczno-finansową z wykorzystaniem wskaźników finansowych oraz elementy analizy strategicznej. W 2016 roku spółka Thomson Reuters była notowana na giełdzie w Toronto oraz w Nowym Jorku. Bezpośrednio po połączeniu była notowana podwójnie, także na giełdzie w Londynie oraz na Nasdaq. Analiza kursów akcji spółki została przeprowadzona w oparciu o notowania spółki na giełdzie TMX (rys. 1).

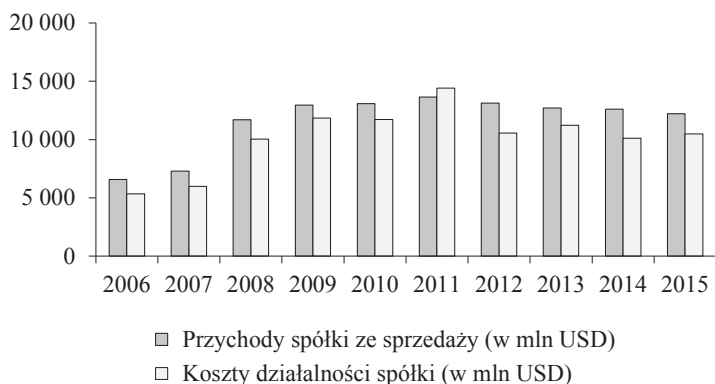


**Rysunek 1.** Kursy akcji spółki Thomson do 2008 r. i Thomson Reuters od 2008 (prawa oś) oraz indeksu TSE w Toronto (lewa oś) w CAD w latach 2005–2016

Źródło: jak w tabeli 1 (19.04.2016).

Bezpośrednio przed podpisaniem umowy przejęcia 14 maja 2007 roku kurs zamknięcia akcji spółki Thomson wyniósł 46,36 CAD, 15 maja zaczął rosnąć, osiągając 18 maja poziom 47,95 CAD. Po oficjalnym połączeniu spółek, 18 kwietnia 2008 roku kurs akcji zaczął rosnąć z poziomu 35,150 do 38,58 w dniu 25 kwietnia tegoż roku. Od momentu zakończenia transakcji do końca kwietnia 2016 roku wartość spółki dla akcjonariuszy na TSE wzrosła o ponad 27%, mniej niż indeks TSE, ale – jak wynika z rysunku 2 – bezpośrednio po fuzji w roku 2008 i 2009 kurs akcji spółki zachował się znacznie bardziej stabilnie w porównaniu do indeksu TSE, którego wartość zmniejszyła się o prawie 40% od lutego 2008 do stycznia 2009 roku.

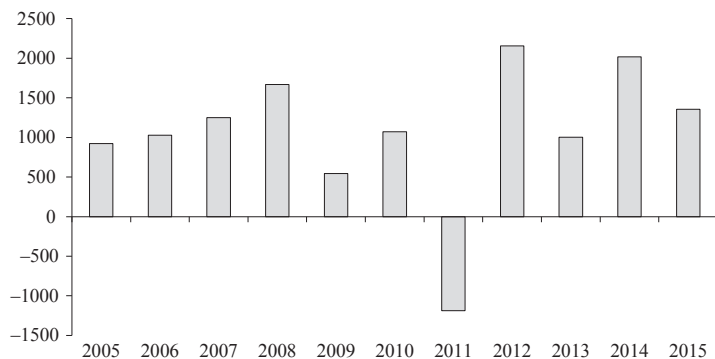
Wartość przychodów spółki Thomson w 2007 roku wyniosła 7296 mln USD, natomiast grupy Reuters 5186 mln USD (Reuters Group 2007), co łącznie daje 12 482 mln USD. Faktyczne przychody połączonej spółki Thomson Reuters w kryzysowym roku 2008 wyniosły 11 707 mln USD, a w pierwszym pełnym roku po zakończonej fuzji 12 945 mln USD, zwiększając się kolejno w roku 2010 i 2011 do 13650 mln USD (rys. 2).



**Rysunek 2.** Wartość przychodów ze sprzedaży i kosztów działalności spółki Thomson i Thomson Reuters w latach 2006–2015

Źródło: jak w tabeli 1 (19.04.2016).

W tym samym okresie łączna wartość kosztów dla połączonych spółek wyniosła 10 687 mln USD (4688 mln dla grupy Reuters oraz 5999 mln USD dla Thomson Corporation), w 2008 roku wartość kosztów połączonych spółek wyniosła 10 039 mln USD (rys. 2). Na koniec 2009 roku w wyniku połączenia z firmą Reuters, spółka Thomson Reuters osiągnęła łączne oszczędności w wysokości 1,1 mld USD, przy planowanych 1,2 mld do końca



**Rysunek 3.** Zysk netto (EBIT) spółki Thomson i Thomson Reuters w latach 2005–2015

Źródło: jak w tabeli 1 (20.04.2016).

2011 roku. Rok później, w 2010, szacowane prognozowane oszczędności osiągnęły poziom 1,4 mln USD. Podniesiono też cel na rok 2011 do 1,6 mln USD, czyli o 100 mln USD więcej niż zakładano w 2008 roku (Thomson Reuters 2008, 2009, 2010, 2011). Zysk netto spółki Thomson Reuters zwiększył się w roku przejścia o około 34% w porównaniu do roku 2007 dla spółki Thomson (rys. 3).

Rok 2009 był pierwszym pełnym rokiem działalności firmy Thomson Reuters. Pomimo trudnych warunków ekonomicznych i kryzysu finansowego, spółka zakończyła rok z dodatnim EBIT przekraczającym 500 mln USD. Kontynuowała także zaplanowane inwestycje w kluczowe projekty, zwiększając długoterminową wartość spółki dla akcjonariuszy. Na niższy zysk wpływ miały także ponoszone koszty związane z łączeniem spółek. W dziesięcioletnim okresie działalności tylko raz, już po migracji, w 2011 roku, spółka odnotowała stratę.

## Uwagi końcowe

W wyniku fuzji z grupą Reuters, połączona spółka Thomson Reuters zajęła czołowe miejsce w sektorze, konkurując bezpośrednio o udział w rynku z firmą Bloomberg. Co istotne, w ocenie analityków, przejęcie miało miejsce w złym okresie z punktu widzenia koniunktury dla firm dostarczających informacje rynkom finansowym (m.in. ABN Amro, Goldman Sachs), co skutkowało negatywnymi ocenami perspektyw inwestycyjnych Thomson Reuters. Jednak, mimo trudnej sytuacji rynkowej, firma miała zapewniony pewny i stabilny zysk dzięki dostarczaniu danych dla kręgów specjalistycznych.

Pomimo kryzysu udało się osiągnąć zakładane efekty połączenia, między innymi spółka Thomson Reuters, szybciej niż zakładano, uzyskała dodatkowe oszczędności przekraczające 1,2 mln USD. Pomimo trwającego na rynkach finansowych kryzysu, w 2009 roku spółka odnotowała zysk, a przychody były wyższe niż przed połączeniem.

Długoterminowa, od 5 do 7 lat po zakończeniu, analiza efektów transakcji fuzji i przejęć pozwala w sposób kompleksowy spojrzeć na konsekwencje połączenia dla spółki, jej wartości i akcjonariuszy. Równoczesne zastosowanie wszystkich metod analizy kursów akcji, wskaźników ekonomicznych oraz uzupełniająco analizy strategicznej, w tym, w szczególności, porównawczej ze spółkami w sektorze, pozwala na kompleksową ocenę efektów dużych i wyróżniających się transakcji M&A.

## Literatura

- Antikainen K. (2008). *Evaluation of success of mergers and acquisitions-case Finnish forest companies*. SSRN 498247.
- Ashkenas R.N., Demonaco L.J., Francis S.C. (2006). Jak GE Capital integruje przejęte firmy? W: *Fuzje i przejęcia*. Harvard Business Review. Gliwice: OnePress-Helion.
- Bednarski W. (2005). *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*. Warszawa: Difin.
- Carleton J.R., Lineberry C.S. (2004). *Achieving post-merger success*. Pfeiffer. San Francisco: AWiley Imprint.

- Czerwonka L. (2010). Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących. *Przegląd Organizacji*, 10.
- Eiteman D., Stonehill A., Moffett M. (2007). *Multinational business finance*. Boston: Pearson International.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10 (1).
- Frąckowiak W. (2009). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: PWE.
- Heffernan S. (2007). *Nowoczesna bankowość*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- IBIS World. Pobrano z: [www.ibisworld.com.pl](http://www.ibisworld.com.pl) (15.04.2016).
- Kaplan S.N., Mitchell M., Wruck K. (2000). *A clinical exploration of value creation and destruction in acquisitions, organizational design, incentives, and internal capital markets*. University of Chicago Press.
- Lewandowski M. (2001). *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*. Warszawa: WIG-Press.
- Liaw K.T. (2006). *The business of investment banking*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Maćkowiak E. (2012). Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 737.
- Melnarowicz K., Melnarowicz J. (2013). Pomiar sukcesu w transakcjach fuzji i przejęć. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, 126.
- Perepeczo A. (2010). Ocena efektów finansowych łączenia spółek. *Studia i Prace WNEiZ*, 20.
- Reuters Group (2007). Reuters Group Annual Report 2007.
- Sudarsanam S. (1998). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: WIG-Press.
- Szczepankowski P.J. (2000). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- The New Palgrave: A Dictionary of Economics* (1987). Vol. 3. London: The Macmillan Press Limited.
- Thomson Reuters (2007). Thomson Reuters Annual Report.
- Thomson Reuters (2008). Thomson Reuters Annual Report.
- Thomson Reuters (2009). Thomson Reuters Annual Report.
- Thomson Reuters (2010). Thomson Reuters Annual Report.
- Thomson Reuters (2011). Thomson Reuters Annual Report.

#### SUCCESS FACTORS OF HORIZONTAL MERGERS AND ACQUISITIONS – A CASE STUDY OF A GLOBAL NEWS AGENCIES SECTOR

**Abstract:** *Purpose* – The main aim of this article is to identify the key success factors and methods of its measurement in mergers and acquisitions.

*Design/methodology/approach* – In order to verify the theoretical assumptions, it was implemented the method of case study analysis, with particular attention to the merger of Thomson and Reuters. The analysis covers a period of three years prior to the merger to seven years after its completion. The use of long horizon of the study will allow comprehensive examination of factors influencing the success of the merger Data were obtained from Thomson Reuters Eikon program, on the basis of an agreement between the company Thomson Reuters and the University of Gdansk, as well as from the financial reports of selected companies.

*Findings* – The Thomson and Reuters merger has resulted in creating an international corporation with significant market share in the financial data provider sector. Although the merger transaction was finished in a crisis year 2008, it seems that the merger not only proved to be a success, but also contributed to minimize the consequences of the crisis for the company.

*Originality/value* – The problem of long-term effects of mergers and acquisitions is relatively rarely discussed in the literature Moreover, authors decided to selected for analysis innovative and due to the structure, interesting sector of financial information providers.

**Keywords:** merger, acquisition, mergers effects, financial data provider, financial analysis.

#### Cytowanie

- Adamska-Mieruszewska J., Markiewicz M. (2016). Czynniki sukcesu fuzji i przejęć horyzontalnych na przykładzie globalnych agencji informacyjnych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 473–484. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-41.