

KAROLINA ŁOPACIŃSKA<sup>1</sup>  
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## FUZJE I PRZEJĘCIA PRZEDSIĘBIORSTW CHIŃSKICH NA RYNKU EUROPEJSKIM W KONTEKŚCIE BUDOWANIA ICH POZYCJI KONKURENCYJNEJ

### Streszczenie

Wśród czynników pobudzających wzrost efektywności oraz konkurencyjności chińskich przedsiębiorstw na szczególne podkreślenie zasługują porozumienia typu fuzje i przejęcia, których rosnące tempo oraz skala są wyrazem powiększającej się międzynarodowej konkurencyjności tych przedsiębiorstw. Fuzje i przejęcia stały się dla wielu firm szybką drogą nie tylko do maksymalizacji zysku, ale i do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa. Dzięki realizowanym porozumieniom tego typu wzmacnia się potencjał przedsiębiorstw zarówno w wymiarze technologicznym, finansowym, rzeczowym, jak i infrastruktury firmy, co w efekcie zwiększa wartość rynkową przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest przeanalizowanie wybranych przypadków fuzji oraz przejęć zawartych przez przedsiębiorstwa chińskie na rynku europejskim.

**Słowa kluczowe:** fuzje, przejęcia, ekspansja, przedsiębiorstwa, wartość przedsiębiorstwa, pozycja konkurencyjna

### Wprowadzenie

Zagraniczna ekspansja chińskich przedsiębiorstw stała się zjawiskiem o znaczeniu światowym, przyczyniając się do sukcesu firm chińskich na rynku globalnym. Chiny nabrały obecnie takiej wszechstronności, która pozwala im na działalność w różnych środowiskach na całym świecie. Rosnące tempo oraz skala fuzji i przejęć, a także międzyregionalnych porozumień typu joint ventures z udziałem chińskich przedsiębiorstw są wyrazem zwiększania międzynarodowej konkurencyjności tych przedsiębiorstw. Obecnie chińskie fuzje, oparte niegdyś

---

<sup>1</sup> lopacinska.karolina@gmail.com.

na finansowych korzyściach, zmieniły się w fuzje koncentrujące się na korzyściach strategicznych. Międzynarodowe trendy wskazują na to, że głównym motywem zawierania porozumień tego typu nie jest już jedynie osiągnięcie wyższych zysków, ale budowanie strategicznej pozycji na rynku wobec konkurentów, opartej na integracji branżowej i ekspansji na nowe rynki. Świadczy o tym wzrost liczby zawiązywanych fuzji, postrzeganie fuzji przez silne przedsiębiorstwa jako drogi ich rozwoju, jak również tendencje do internacjonalizacji porozumień tego typu<sup>2</sup>. Dzięki realizowanym fuzjom i przejęciom wzmacnia się potencjał przedsiębiorstw zarówno w wymiarze technologicznym, finansowym, rzeczowym, jak i infrastruktury firmy, co w efekcie zwiększa wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest przedstawienie wybranych przypadków fuzji oraz przejęć zawartych przez przedsiębiorstwa chińskie na rynku europejskim i dokonanie oceny efektów tych porozumień w kontekście ich wpływu na kształtowanie pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw chińskich. Pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw rozpatrywana będzie zarówno pod kątem efektów ekonomicznych, wyrażonych przez takie wskaźniki, jak wartość finansowa przedsiębiorstwa, wielkość osiągniętych obrotów, rentowność przedsiębiorstwa, jak i rynkowych rozpatrywanych przez pryzmat zajmowanej przez firmę pozycji na rynku, poziomu konkurencyjności oferty oraz kreowanego przez korporację wizerunku.

Z danych z raportów przygotowanych m.in. przez Mergermarket, Reuters i Heritage Foundation wynika, że w ciągu ostatniej dekady chińskie firmy zainwestowały ponad 870 mld USD na całym świecie. Wartość inwestycji chińskich w Europie wyniosła w 2014 roku 7,2 mld USD i była 1,3 razy wyższa w pierwszym kwartale 2014 niż w całym 2013 roku (5,5 mld USD), osiągając najwyższą wartość kwartalną od 2011 roku. Fuzje i przejęcia chińskich przedsiębiorstw stanowiły zaś 11,6% wszystkich zrealizowanych fuzji i przejęć w Europie i 15% wszystkich takich inwestycji na świecie. Według raportu Thomson Reuters z 2013 roku Chiny zostały uznane za lidera pod względem dokonywanych fuzji i przejęć, a także znajdują się także w pierwszej dziesiątce krajów pod względem liczby dokonywanych fuzji międzykulturowych.

Przedsiębiorstwa chińskie inwestowały najwięcej w ciągu ostatniej dekady w takich sektorach, jak: energetyczny, nieruchomości, finansowy, transport, metale, rolnictwo i technologie. Wartość inwestycji w tych sektorach w latach 2005–2014 wyniosła: 395,9 mld w sektorze energetycznym, 134,7 mld w sektorze transportowym, 124,5 mld w przemyśle metalurgicznym, 85,5 mld w sektorze

---

<sup>2</sup> X. Zhou, X. Zhang, *Strategic analysis of synergistic effect on M&A of Volvo car corporation by Geely Automobile*, „Scientific Research”, 2011, Vol. 3, No. 1, s. 5–15.

nieruchomości, 40,7 mld w rolnictwie oraz 27,4 mld, wykorzystanych na rozwój technologiczny. Wartość porozumień chińskich przedsiębiorstw o charakterze fuzji i przejęć uzyskała z kolei w 2013 roku rekordowy poziom, osiągając 261,9 mld USD. Najwięcej inwestowano w sektor energetyczny, w którym zlokalizowano niemal 18% wszystkich inwestycji zrealizowanych przez chińskie przedsiębiorstwa.

Przedmiotem analizy podjętej w artykule są wybrane przypadki fuzji oraz przejęć zawarte przez przedsiębiorstwa chińskie na rynku europejskim, m.in. fuzja Geely Automobile z Volvo w sektorze transportowym, przejęcie Borsodchem przez Wanhua w przemyśle chemicznym oraz wykupienie Emerald Energy przez Sinochem Corp i porozumienie między China Investment Corp a Gas de France Suez w sektorze energetycznym.

### **Rodzaje efektów fuzji oraz przejęć**

Podjęciem porozumienia typu fuzje i przejęcia firmy szukają sposobu pobudzenia swojego rozwoju oraz poprawy osiąganych wyników, ale przede wszystkim poszukują odpowiednio silnego bodźca do wypracowania rozwoju w długim okresie. Wymienione formy integracji stanowią istotną podstawę formułowania strategii rozwojowej firmy. Nawiązanie relacji dwóch lub więcej partnerów automatycznie zwiększa ich dostęp do zasobów, umożliwia partnerom korzystanie z większego kapitału rzeczowego i intelektualnego firmy<sup>3</sup>. Udział wszystkich partnerów w procesie podejmowania decyzji wpływa także na możliwość wspólnego rozwiązywania problemów, przy jednoczesnym rozłożeniu ryzyka. Decyzje są wówczas bardziej przemyślane i racjonalne. Ponadto w razie wystąpienia strat wszyscy partnerzy dzielą je między siebie, minimalizując tym samym ryzyko. Skłania to partnerów do podejmowania śmiałych i ciekawych przedsięwzięć, przyczyniając się tym samym do dynamizowania ich działalności i pobudzania kreatywności.

Z tego względu fuzje i przejęcia stały się dla wielu firm szybką drogą do maksymalizacji zysku oraz zwiększenia wartości przedsiębiorstwa. Firmy decydują się na nawiązanie fuzji i przejęć właśnie w nadziei na uzyskanie zysków współmiernych do ponoszonego ryzyka. Główne efekty fuzji i przejęć można podzielić na trzy grupy: efekty techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe oraz ekonomiczne. Decyzja o podjęciu porozumienia typu fuzje i przejęcia wy-

---

<sup>3</sup> K. Janik, *Managing cross-cultural mergers – the role of management style. Case Air France – 2 KLM*, „European Tourism Management” 2003/2004, s. 17–20.

wołuje przede wszystkim określone efekty rynkowe oraz marketingowe. Zarówno fuzja, jak i przejęcie jest formą ekspansji na nowe rynki, a tym samym rozszerzenia dotychczasowych rynków zbytu wskutek obejścia barier celnych i administracyjnych ustalanych przez kraj partnera. Ta forma porozumień umożliwia pozyskanie tańszych źródeł zaopatrzenia przez uzyskanie dostępu do nowych rynków, tym samym zwiększając siłę przetargową przedsiębiorstwa wobec klientów i dostawców.

Biorąc pod uwagę efekty techniczno-operacyjne, uwaga skupia się na dążeniach przedsiębiorstwa do podwyższenia efektywności funkcjonowania obu stron porozumienia oraz osiągnięcia efektów synergii i związanych z nimi efektów skali. Wynikają one z podejmowania m.in. takich działań, jak:

- wspólne tworzenie i wzajemną wymianę technologii, w wyniku prowadzenia działalności na większym obszarze,
- bardziej skuteczne zarządzanie finansami oraz racjonalne wykorzystywanie aktywów, na skutek restrukturyzacji wewnątrzstrukturalnej firmy,
- pozyskanie skutecznych menedżerów,
- zmniejszenie ponoszonego ryzyka przez jego dywersyfikację.
- długoterminowa współpraca oparta na wzajemnym zaufaniu.

Z kolei efekty ekonomiczne, wyrażone głównie przez wyniki finansowe, zamieszczane w corocznych raportach z działalności wybranych firm. są związane przede wszystkim z zrealizowanym poziomem produkcji i osiąganymi przychodami ze sprzedaży. W konsekwencji przekłada się to na wielkość posiadanego kapitału oraz aktywów, a także redukcję ponoszonych kosztów, a co za tym idzie możliwość wykorzystania nadwyżek finansowych i poprawę ogólnej sytuacji finansowej firm z kapitałem chińskim<sup>4</sup>. Do oceny efektywności fuzji dokonuje się pomiaru opartego w głównej mierze na ocenie sprawności zarządzania, dynamiki sprzedaży oraz wzrostu stopy zysku. Takie wskaźniki, jak wielkość sprzedaży, wielkość osiągniętych zysków, jakość aktywów i wartość rynkowa składają się na całkowitą wartość przedsiębiorstwa. Aby jednak określić faktyczną wartość przedsiębiorstwa po fuzji, należy także dodać wszystkie dodatkowe przychody, związane ze zwiększeniem dotychczasowych przepływów kapitału oraz zmniejszeniem dotychczas ponoszonych kosztów na skutek wystąpienia efektu synergii po odjęciu kosztów niezbędnych do osiągnięcia danych efektów<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998; M. Hamrol, J. Tarczyński, *Wpływ fuzji i przejęć na wartość rynkową przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 132.

### **Wpływ fuzji na pozycję przedsiębiorstw na rynku europejskim oraz osiągnięte wyniki**

Zgodnie z raportem przygotowanym przez zespół ING Corporate Finance Asia, Chiny utrzymują silny trend podejmowanych fuzji oraz przejęć w Europie. Dowodem na to są wyniki osiągnięte przez chińskich inwestorów w pierwszej połowie 2014 roku. W tym okresie chińskie przedsiębiorstwa zawarły aż 43 porozumienia w formie fuzji oraz przejęć o łącznej wartości równej 13,8 mld USD, wykazując imponujący wzrost z 27 umów o łącznej wartości 5 mld USD zawartych w tym samym okresie w 2013 roku.

Należy podkreślić, że rośnie znaczenie sektora przemysłowego, który w pierwszej połowie 2014 roku stanowił aż 29% całkowitej wartości zawartych fuzji oraz przejęć. Zaraz po nim chińscy przedsiębiorcy najczęściej inwestowali w rolnictwo, sektor finansowy oraz sektor usług, wykazując tym rosnącą potrzebę modernizacji technologicznej<sup>5</sup>. Inwestycje chińskich przedsiębiorstw w postaci fuzji i przejęć oddziałują na strukturę rynków, na których są realizowane, oraz wpływają na pozycję przedsiębiorstw objętych tego typu porozumieniami. O zmianie pozycji można wnioskować na podstawie procentowego udziału w rynku, wartości rynkowej firmy, wartości osiąganych przez nią przychodów, popularności marki i wizerunku.

### **Przejęcie marki Volvo przez Geely Automobile – cele, wyniki**

W marcu 2010 roku doszło do fuzji, w wyniku której chińska firma Geely Automobile nabyła za 1,8 mld USD szwedzką markę Volvo od grupy Ford. Była to największa zagraniczna transakcja dokonana przez tę chińską firmę. Na podstawie umowy o transferze technologii Geely ma obecnie pełny dostęp do technologii Volvo, której wykorzystanie na chińskim rynku pozwoli na realizację jego strategicznych celów. Z użyciem technologii Volvo Geely planuje stworzyć nową markę Gelly Automobile dla chińskiego masowego odbiorcy.

Relacje między tymi dwiema firmami są określane jako partnerskie. Nie ma między nimi rywalizacji, bo są zorientowane na inne rynki docelowe. Geely sprzedaje auta z przeznaczeniem dla masowego odbiorcy, natomiast Volvo celuje w rynek produktów luksusowych. Współpraca technologiczna Gelly i Volvo kształtuje się więc do tej pory stosunkowo dobrze. W roku 2013 osiągnięto istotny postęp, który pozwolił Grupie na dalszą optymalizację wykorzystanych

---

<sup>5</sup> *Sino-Europe Outbound M&A Review 1H 2014*, Semi Annual Newsletter, ING, September 2014, [https://www.ingcb.com/media/972804/sino-europe-ma-newsletter\\_1h2014.pdf](https://www.ingcb.com/media/972804/sino-europe-ma-newsletter_1h2014.pdf) (5.01.2015).

zasobów, jak i przyspieszenie implementacji strategii platformy oraz standaryzacji i wspólną modernizację rozwoju produktów. Dzięki temu Grupa uzyskała silną i unikalną przewagę nad konkurentami. Co więcej zmiana w postawach konsumentów, którzy w ostatnim czasie stają się coraz bardziej wymagający, w kontekście oczekiwanej od pojazdów wydajności, wpływu na środowisko, efektywności zużycia energii oraz bezpieczeństwa, niewątpliwie wpływa korzystnie i daje wiele możliwości na przyszłość w rozwoju oferowanych przez Grupę produktów. Obserwując dotychczasową współpracę firm można powiedzieć, że dzięki osiąganym efektom synergii Geely ma poważne podstawy realizacji swego długookresowego celu, jakim jest osiągnięcie pozycji wiodącego międzynarodowego producenta samochodów. Jak do tej pory Geely podwyższa jakość swoich pojazdów i tym samym wzmacnia swoją konkurencyjność na rynku.

W 2011 roku Geely Automobile odnotowało lepszy niż się spodziewano 13% wzrost zysku netto roku, a następnie 19% w roku 2012 i 31% w roku 2013, wykazując stały wzrost firmy. Liczba sprzedanych pojazdów, równa 549 468 była wyższa o 14% w porównaniu z rokiem 2012, z czego 22% (118 871 szt.) firma sprzedała na rynkach zagranicznych, wykazując 17% wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim. Na skutek systematycznej poprawy asortymentu oferowanych przez firmę produktów wyniki finansowe za rok 2013 przeszły jej wszelkie oczekiwania, wzrosły bowiem o 17% osiągając 28,7 mld RMB (tab. 1).

Tabela 1

Wyniki finansowe fuzji Geely Automobile i Volvo dla firmy chińskiej

Geely Automobile Holdings Limited					
	2013	2012	2011	2010	2009
Obroty (RMB'000)	28 707 571	24 627 913	20 964 931	20 099 388	14 069 225
Zysk przed opodatkowaniem	3 304 182	2 529 077	2 183 208	1 900 323	1 550 460
Zysk za dany rok (RMB'000)	2 680 248	2 049 786	1 715 849	1 549 711	1 319 028
Roczna wielkość sprzedaży (liczba)	549 468	483 483	424 611	415 843	326 710

Źródło: opracowano na podstawie Geely Automobile Holdings Limited, Annual Reports, [www.geelyauto.com.hk/en/financial\\_statements.html](http://www.geelyauto.com.hk/en/financial_statements.html) (12.04.2015).

Warto podkreślić, że firma zdołała osiągnąć tak spektakularne wyniki mimo wzrostu wydatków na badania i rozwój związanych z procesami restrukturyzacyjnymi podjętymi w firmie, które przyczyniły się do widocznej poprawy asortymentu oferowanych produktów w 2013 roku<sup>6</sup>.

Postępująca w 2013 roku transformacja Volvo z kolei zaowocowała uruchomieniem największej w historii firmy linii produktów odnawialnych, tj. jednostek napędowych typu Drive-E, co znalazło odzwierciedlenie zarówno w 4% wzroście dochodów netto z 272,6 mld SEK w roku 2013 do 282,9 mld SEK w 2014 roku oraz w poziomie przychodów operacyjnych, które wzrosły z 7,9 mld SEK w 2013 do 8,4 mld SEK w 2014 roku. 1,919 mln SEK w porównaniu z 66 tys. SEK w roku 2012, jak równy 960 tys. SEK. Wynik ten był istotnym krokiem do osiągnięcia przez firmę zrównoważonego poziomu rentowności. Dzięki odpowiedniemu rozwojowi sprzedaży oraz optymalizacji kosztów Volvo zdołało nadrobić odnotowaną w pierwszej połowie 2013 roku stratę i przekształcić ją w całoroczny zysk. Sprzedaż detaliczna firmy w tym roku, głównie napędzana wzrostem osiągniętym w Chinach była zbliżona do liczby pojazdów sprzedanej w 2012 roku. Ponadto Volvo Car Group umocniło swoją długoterminową strukturę finansowania przez nawiązywanie umów kredytowych z partnerami i instytucjami finansowymi.

Jak do tej pory ekspansja przemysłowa Volvo Car Group na rynku chińskim przebiega zgodnie z przyjętym planem. Firma nawiązała dwa porozumienia typu joint venture w Zhangjiakou i Daqing oraz założyła zakład w Chengdu, który rozpoczął pracę w listopadzie 2013 roku. Należy podkreślić, że prawdziwy punkt zwrotny w rozwoju firmy Volvo stanowiło przejęcie przez nią 45% chińskiej firmy Dongfeng, oferującej ciężkie lub średnio ciężkie samochody dostawcze. Ten strategiczny sojusz świadczy bowiem o zasadniczej zmianie w postrzeganiu potencjału firmy na chińskim rynku samochodów ciężarowych, który, co wymaga zaznaczenia, jest największy na świecie<sup>7</sup>.

W roku 2015 Geely i Volvo planują rozpocząć sprzedaż wspólnie opracowanych bezpiecznych i niezawodnych pojazdów. Geely liczy, że pozwoli jej to dodatkowo wzmocnić reputację, dzięki osiągnięciu w kraju najwyższej pozycji eksportera samochodów osobowych. Volvo zaś, chcąc podwoić osiąganą wielkość

---

<sup>6</sup> Geely Automobile Holdings Limited, Annual Reports, [www.geelyauto.com.hk/en/financial\\_statements.html](http://www.geelyauto.com.hk/en/financial_statements.html) (12.04.2015).

<sup>7</sup> Volvo Group Global, Annual Report 2014, [http://www.volvogroup.com/group/global/en-gb/investors/reports/annual\\_reports/Pages/annual\\_reports.aspx](http://www.volvogroup.com/group/global/en-gb/investors/reports/annual_reports/Pages/annual_reports.aspx) (16.01.2015); *Geely Sweden AB*. Annual Report 2013, [www.volvocars.com/SiteCollectionDocuments/TopNavigation/Corporate/Financials/VOLVO\\_CARS\\_13\\_Eng.pdf](http://www.volvocars.com/SiteCollectionDocuments/TopNavigation/Corporate/Financials/VOLVO_CARS_13_Eng.pdf) (16.01.2015).

sprzedaży do 800 000 pojazdów w 2020 roku, rozpoczęła jazdy próbne w swojej pierwszej fabryce w Chinach. Kluczową platformą dla ułatwienia współpracy obu firm stał się niezależny ośrodek badawczo-rozwojowy otwarty w 2013 roku w Gothenburgu w Szwecji, o nazwie CEVT (China – Euro Vehicle Technology)<sup>8</sup>. Obecnie ośrodek zatrudnia 200 wyspecjalizowanych inżynierów, którzy mają na celu opracowanie nowej, modułowej architektury i zestawu komponentów dla samochodów segmentu C, uwzględniając przy tym zarówno potrzeby Volvo Car, jak i Grupy Geely. Komponenty te nie tylko dostarczą światowej klasy technologii, ale pozwolą również na osiągnięcie znacznego obniżenia kosztów rozwoju, testowania i zaopatrzenia, prowadząc w konsekwencji do generowania istotnych korzyści skali. Będzie to korzystne nie tylko dla Volvo, ale pozwoli też Geely konkurować na rynku motoryzacyjnym. W rezultacie przełoży się to na zyski powstałej korporacji.

#### **Fuzja Emerald Energy PLC i Sinochem Corp – analiza wyników**

Kolejny przykład fuzji i przejęć z udziałem kapitału chińskiego dotyczy sektora energetycznego. W październiku 2009 roku nastąpiło przejęcie firmy energetycznej Emerald Energy PLC przez wiodącego sprzedawcę produktów chemicznych Sinochem Corp. Firma ta wykupiła notowaną na Londyńskiej Giełdzie firmę wydobywczą ropy naftowej i gazu za 532 mln GBP, tj. 750 pensów za akcję, czyli o 11,1% więcej od cen akcji w momencie zamknięcia. Umowa zawarta między stronami miała chińskiej firmie umożliwić m.in. zoptymalizowanie struktury rezerw ropy naftowej i gazu, ponadto ułatwić strategiczne rozmieszczenie wydobycia ich zasobów w Ameryce Południowej (Kolumbii) i na Bliskim Wschodzie (Syrii), a w efekcie stworzyć solidny fundament przyszłego rozwoju firmy na tych obszarach<sup>9</sup>. Mimo niedużych rozmiarów owego przejęcia, jego głównym celem było pobudzenie działalności wydobywczej Sinochem. Aktywa firmy Emerald mają duży potencjał wzrostu, a wprowadzenie firmy Emerald do grupy Sinochem przyczyniło się do wzmocnienia jej pozycji zarówno na Bliskim Wschodzie, jak i w Ameryce Południowej. Ponadto jest to bardzo ważny krok

---

<sup>8</sup> *Geely will offer vehicles jointly developed with Volvo in 2015*, <http://europe.autonews.com/article/20130822/ANE/308229970/geely-will-offer-vehicles-jointly-developed-with-volvo-in-2015>; *Geely will unveil compact car developed with Volvo at Geneva show*, <http://europe.autonews.com/article/20150616/ANE/150619905/geely-will-unveil-compact-car-developed-with-volvo-at-geneva-show>; *With Volvo's help, Geely goes upscale*, <http://europe.autonews.com/article/20150327/BLOG15/150329873/with-volvos-help-geely-goes-upscale> (1.02.2015).

<sup>9</sup> *Emerald Energy PLC*, <http://english.sinochem.com/g858/s1655/t4345.aspx>; *Sinochem agrees \$878 million buy of Emerald Energy*, [www.reuters.com/article/2009/08/12/us-sinochem-emerald-idUSTRE57B1SF20090812](http://www.reuters.com/article/2009/08/12/us-sinochem-emerald-idUSTRE57B1SF20090812) (1.03.2014).



w realizowanej przez chińską firmę energetyczną strategii budowania pozycji o zasięgu globalnym<sup>10</sup>.

Analizując postępy Sinochem Group przez lata, nietrudno zauważyć, że rok 2013 miał kluczowe znaczenie z punktu strategicznej transformacji firmy. Wówczas bowiem uzyskała ona zwiększony dostęp do zasobów ropy naftowej, gazu oraz rezerw odnawialnych, ale co więcej – zwiększyła swe możliwości wydobywcze, co utorowało jej drogę dla długoterminowego, zrównoważonego rozwoju w przyszłości. Ponadto firma nie tylko osiągnęła, ale i utrzymała stabilność w stosunku do jej wyników operacyjnych i oferowanej jakości, a wszystko przy przychodach ze sprzedaży równych 466,9 mld RMB i zysku przed opodatkowaniem równego 10.87 mld RMB. Należy podkreślić, że zysk firmy utrzymywał się wówczas powyżej poziomu 10 mld juanów niezmiennie przez 3 lata (tab. 2).

Tabela 2

Wyniki finansowe przejęcia Emerald Energy przez Sinochem Corp dla firmy chińskiej

Sinochem Corp					
	2013	2012	2011	2010	2009
Całkowite przychody operacyjne (RMB 0000)	46 690 479,68	45 315 859,76	45 895 329,18	33 532 679,83	24 178 816,19
Przychody operacyjne	937 197,04	987 773,80	1 281 584,29	897 035,33	564 324,62
Całkowity zysk	1 087 191,91	1 067 060,91	1 341 467,17	907 589,12	634 689,27

Źródło: opracowanie na podstawie Sinochem, Annual Reports, <http://english.sinochem.com/g779.aspx> (10.05.15).

Ponadto produkcja ropy naftowej i gazu wyniosła w 2013 roku 25,13 mln baryłek (ekwiwalentu ropy naftowej), wykazując 8% wzrost w stosunku do roku poprzedniego. Działając zgodnie z wyznawaną filozofią *creating value, pursuing excellence*, Sinochem przyspiesza tempo transformacji swoich kluczowych segmentów biznesu, w tym segmentu energetycznego i wydobywczego, podwyższając w ten sposób nie tylko ich wartość korporacyjną, ale również intensyfikując swoją obecność w branżach pokrewnych. Firma koncentruje swą uwagę na dwóch strategicznych obszarach wydobycia, czyli na Bliskim Wschodzie i terenie obu Ameryk, gdzie zakontraktowanych zostało 34 bloków ropy i gazu w takich

<sup>10</sup> *Sinochem Corporation Offer for Emerald Energy PLC*, [www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a83HhLEXbrVU](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a83HhLEXbrVU); *Emerald Energy PLC EEN Court Sanction of the Scheme*, [www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ajsXb4NUMGxA](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ajsXb4NUMGxA) (1.03.2014).

państwach, jak Stany Zjednoczone, Kolumbia, Brazylia, Syria, Zjednoczone Emiraty Arabskie oraz na obszarze chińskiego Bohai Bay.

Nabycie przez Sinochem 40% udziałów w rezerwach złóż gazu i ropy naftowej uzyskiwanych z łupków w Wolfcamp, amerykańskiej firmy Pioneer Natural miało przełomowe znaczenie dla rozszerzenia działalności firmy w Ameryce Północnej. Z kolei współpraca z kolumbijskim państwowym koncernem naftowym pozwoliła Sinochem Group na działalność wydobywczą w trzech blokach wzdłuż rzeki Caguan w Kolumbii. Należy także podkreślić, że Brazylijska Narodowa Agencja Paliwowa uznała firmę jako operatora najwyższej klasy, czyli klasy A, dzięki czemu Sinochem ma możliwość prowadzenia w Brazylii prac na lądzie oraz obszarze płytkich wód i głębin morskich. Ponadto w tym samym czasie firma uzyskała kwalifikacje pozwalające jej na wydobycie gazu na terenie Chin, tworząc tym samym podstawy rozwoju w przyszłości krajowej działalności.

Warto zaznaczyć, że zakres działalności Sinochem rozszerzył się w ostatnich latach z działalności głównie wydobywczej o profil badawczy. Obecnie firma odgrywa ważną rolę w modernizacji przemysłu oraz w sektorze wydobycia i rozwoju, powoli stając się niezależną firmą naftową.

### **Fuzja między China Investment Corp a Gas de France Suez (GDF) – cele i wyniki**

Analizując dążenia chińskiego kapitału do dominacji na różnych rynkach, warto wskazać na kolejny przypadek przejęcia w sektorze energetycznym. Dotyczy to porozumienia zawartego w roku 2011 między największym w Chinach, i piątym na świecie funduszem walutowym China Investment Corp. (CIC), a Gas de France Suez (GDF), będącym największym na świecie producentem i dystrybutorem energii elektrycznej, gazu ziemnego oraz energii odnawialnej, a przy tym również największym nabywcą gazu i importerem skroplonego gazu ziemnego w Europie.

Pod koniec października 2011 roku firmy CIC oraz GDF Suez Gerard Me-stallet podpisały umowę, na podstawie której CIC nabyło 30% udziałów z wydobycia i produkcji firmy GDF Suez za sumę 2,491 mln euro, a także 10% udziałów z upłynnienia obiektów GDF Suez Atlantic, znajdujących się w Trynidadzie i Tabago, o wartości 672 mln euro. Firma Gas de France Suez dodatkowo zobowiązała się zaopatrzyć China National Offshore Oil Corporation (CNOOC), czyli największego chińskiego off-shore producenta ropy, w statki umożliwiające przechowywanie i regazyfikację skroplonego gazu ziemnego. Ostatecznie umowa została sfinalizowana z końcem 2011 roku.

Głównym celem partnerstwa GDF z China Investment Corp. było wykorzystanie gwałtownie wzrastającego popytu w Azji na skroplony gaz ziemny oraz nawiązanie w wyniku planowanej ekspansji ścisłych kontaktów z tamtejszym przemysłem energetycznym<sup>11</sup>. Porozumienie między firmami zmieniło układ sił konkurencyjnych na rynku, czyli wzmocniło pozycję CIC, a dla GDF było okazją do osiągnięcia dużych zysków, wzmacniając stabilność finansową firmy i oferując jej nowe perspektywy rozwoju biznesu na całym świecie<sup>12</sup>. Analizując wyniki finansowe przedstawiane w corocznych raportach z działalności China Investment Corp., widoczna jest istotna poprawa, a następnie stały wzrost osiągniętych przez firmę dochodów z inwestycji, które z 48,589 mln USD, osiągniętych w 2011 roku, zwiększyły się aż do 83,052 mln USD w roku 2012, a następnie do 92,500 mln USD w 2013 roku. Podobny trend wzrostowy widoczny jest także w wypadku przychodów netto firmy równych 86,901 mln USD w roku 2013, po wzroście z 77,690 mln USD w roku 2012 i 48,422 mln USD w 2011 roku (tab. 3).

Tabela 3

Wyniki finansowe porozumienia między CIC oraz GDF Suez dla firmy chińskiej (w USD)

China Investment Corporation			
	2014	2012	2011
Całkowite przychody z inwestycji	92 500	83 465	48 589
Przychody operacyjne	91 258	82 377	47 409
Zysk netto	89 901	77 690	48 422

Źródło: opracowano na podstawie China Investment Corporation, Annual Reports, [www.china-inv.cn/wps/portal/!ut/p/a1/jZHJDoJAEES\\_xQ8w0w6rxxEUBhmNwQXnQogRmESWGOLBrxeIVxr61smrVHUXkSQmsko\\_Kk9bVVfpq9-lmRzAhJUTQQCC7YDZsBVHLeD7q9UB91GAejpF9bbx1zse83UrBADdpsDdje9aawHAzXl6GBkGiJ6yk4Hn74FZ\\_ggw8b9gAJD8nQF9C0fkRDZpWyxVldUkLurymTwqciMSvTDSceGBoaACwCqYyYhbcO1ukKS\\_dxN8wi7jibPEDYjf2vQ!!/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/](http://www.china-inv.cn/wps/portal/!ut/p/a1/jZHJDoJAEES_xQ8w0w6rxxEUBhmNwQXnQogRmESWGOLBrxeIVxr61smrVHUXkSQmsko_Kk9bVVfpq9-lmRzAhJUTQQCC7YDZsBVHLeD7q9UB91GAejpF9bbx1zse83UrBADdpsDdje9aawHAzXl6GBkGiJ6yk4Hn74FZ_ggw8b9gAJD8nQF9C0fkRDZpWyxVldUkLurymTwqciMSvTDSceGBoaACwCqYyYhbcO1ukKS_dxN8wi7jibPEDYjf2vQ!!/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/) (5.06.15).

### Przejęcie Borsod Chem Zrt przez Wanhua Industrial Group w kontekście osiągniętych wyników

Dobrym przykładem zmian na rynku międzynarodowym w wyniku ekspansji chińskiego kapitału było przejęcie 100% udziałów węgierskiego producenta izocyjanianów Borsod Chem Zrt przez największego producenta izocyjanianów

<sup>11</sup> M. Maitre, M. Protard, *GDF Suez and CIC hold talks over cooperation*, [www.china-daily.com.cn/cndy/2011-08/11/content\\_13089584.htm](http://www.china-daily.com.cn/cndy/2011-08/11/content_13089584.htm); *CIC buys stake in GDF Suez*, [www.china-daily.com.cn/bizchina/2011-11/01/content\\_14016063.htm](http://www.china-daily.com.cn/bizchina/2011-11/01/content_14016063.htm); *CIC in talks over stake in GDF Suez arm*, [www.ft.com/cms/s/0/f1f3607e-c1ba-11e0-acb3-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq](http://www.ft.com/cms/s/0/f1f3607e-c1ba-11e0-acb3-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq); *GDF unveils €2.3bn partnership with CIC*, [www.ft.com/cms/s/0/03c008e4-c327-11e0-9109-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq](http://www.ft.com/cms/s/0/03c008e4-c327-11e0-9109-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq) (18.02.2014).

<sup>12</sup> *Press releases*, [www.gdfsuez.com/en/journalists/press-releases/](http://www.gdfsuez.com/en/journalists/press-releases/) (18.02.2014).

w regionie Azji i Pacyfiku – Wanhua Industrial Group (Wanhua), do którego doszło w roku 2011. Chiński potentat wykupił wszystkie akcje jej dotychczasowych właścicieli większościowych, tj. Funduszy Permira i Vienna Capital Partners (VCP), co było efektem restrukturyzacji finansowej węgierskiej firmy w 2010 roku. Wanhua wsparła Borsod Chem funduszami w wysokości 140 mln euro, które firma wykorzystwała do budowy nowej elektrowni TDI-2 oraz wytwórni kwasu azotowego. Całkowite przejęcie Borsod Chem przez chińskiego inwestora, wspieranego przez federację z Bank of China na czele, umożliwiło dalszy rozwój węgierskiej firmy w długim okresie, zapobiegając w efekcie masowym zwolnieniom

Przedsięwzięcie nie tylko uratowało Borsod Chem od upadku, ale przede wszystkim doprowadziło do przemiany dwóch firm regionalnych w korporację globalną i osiągnięcie pozycji trzeciego największego producenta izocyjanianów na świecie. W efekcie dokonania przejęcia, Wanhua stała się nowoczesną firmą, dysponującą wydajną technologią, sprawnymi liniami produkcyjnymi oraz oddanym zespołem pracowników, których udało się utrzymać w firmie. Sukces firmy znajduje wyraz również w osiągniętych przez nią wynikach finansowych, a w szczególności wielkości całkowitych dochodów, które sukcesywnie wzrastały od 2011 roku, z 13 662 mln RMB, aż do 22 088 mln RMB w 2014 roku (tab. 4)<sup>13</sup>.

Tabela 4

Wyniki finansowe przejęcia Borsod Chem Zrt przez Wanhua Industrial Group dla firmy chińskiej (w RMB)

Wanhua Industrial Group				
	2014	2013	2012	2011
Całkowite przychody (RMB'000)	22 088,4	20 238,0	15 942,1	13 662,3
Przychody operacyjne	4 602,1	4 519,1	3 896,3	2 879,6

Źródło: opracowano na podstawie *Wanhua Chemical Group Co-A (600309:Shanghai Stock Exchange)*, [www.bloomberg.com/research/stocks/financials/financials.asp?ticker=600309:CH](http://www.bloomberg.com/research/stocks/financials/financials.asp?ticker=600309:CH) (05.06.15).

Funkcjonując w ramach struktury Wanhua Group, firma Borsod Chem jest odpowiedzialna za wszystkie transakcje realizowane na rynku energetycznym. Wanhua ma przychylność ze strony byłych właścicieli większościowych, czyli funduszy prowadzonych przez Permira oraz VCP, która jako partner wspiera chińskiego inwestora. Prezes Wanhua planuje powiększyć i wzmocnić przejętą firmę, aż stanie się ona nie tylko największym pracodawcą na Węgrzech, ale

<sup>13</sup> *Wanhua Chemical Group Co-A (600309:Shanghai Stock Exchange)*, [www.bloomberg.com/research/stocks/financials/financials.asp?ticker=600309:CH](http://www.bloomberg.com/research/stocks/financials/financials.asp?ticker=600309:CH) (5.06.2015).

przede wszystkim największym producentem izocyjanianów w Europie, zapewniając jej stały rozwój<sup>14</sup>.

Analizując największe pod względem wartości umowy firm chińskich na rynku europejskim warto zwrócić uwagę na inwestycję dokonaną w roku 2013 przez największe w Chinach przedsiębiorstwo energetyczne, specjalizujące się w wydobyciu ropy naftowej i gazu ziemnego. China National Petroleum Corp (CNPC), o którym tu mowa przeznaczyło bowiem wówczas 5 mld USD na zakup 8% udziałów w gigantycznym projekcie Kazachstańskiej firmy KazMunaiGas – Kashagan, największym od 30 lat odkryciu wydobycia ropy naftowej na Morzu Kaspijskim. W ten sposób wzmacniał swoją pozycję na tym terenie oraz zablokował próby uzyskania do niego dostępu przez swojego największego rywala, czyli Indie.

Najbardziej znaczącą inwestycją dokonaną z kolei w pierwszej połowie 2014 roku było przejęcie większości, bo 51% udziałów w holenderskiej firmie oferującej usługi towarowe i dostawcy rozwiązań dla światowych rynków rolnych – Nidera Handelscompagnie BV przez największego w Chinach przetwórcę i producenta artykułów spożywczych COFCO Group. Transakcja ta jest największą tego typu inwestycją zarówno dla firmy COFCO, jak i dla branży zbóż i olejów roślinnych w Chinach<sup>15</sup> i potwierdza wysiłki firmy, by stać się światowym producentem i dystrybutorem produktów rolnych, uzupełniając pełnioną dotychczas rolę państwowego dostawcy żywności dla największego na świecie konsumenta ryżu, soi i pszenicy<sup>16</sup>.

### **Podsumowanie**

Przedstawione w artykule przykłady przejęć firm europejskich przez firmy chińskie dowodzą ekspansji Chin, dążących do rozwoju i umocnienia swojej pozycji na rynku nie tylko lokalnym, ale i globalnym. Przedsięwzięcia te pokazują przede wszystkim wspólny wysiłek firm chińskich i europejskich w dążeniu do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa oraz rozwijania pomyślnej współpracy przy optymalnym wykorzystaniu wzajemnego potencjału.

Chiny i Europa, świadome znaczenia jakie ma dbałość o rozwijanie silnych relacji między nimi, skupiają swoje wysiłki na kształtowaniu i budowaniu bliższego partnerstwa. Sektory, w których przewiduje się lokalizację największej

---

<sup>14</sup> *Wanhua acquires full control of BorsodChem*, [www.borsodchem-group.com/News--media/News/Wanhua-acquires-full-control-of-BorsodChem.aspx](http://www.borsodchem-group.com/News--media/News/Wanhua-acquires-full-control-of-BorsodChem.aspx) (18.02.2014).

<sup>15</sup> *China Grant Giant Cofco planning IPO after trader acquisitions*, [www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-29/china-grain-giant-cofco-planning-ipo-after-trader-acquisitions](http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-29/china-grain-giant-cofco-planning-ipo-after-trader-acquisitions) (18.02.2014).

<sup>16</sup> Sino-Europe Outbound...

liczby inwestycji w najbliższym czasie, to przede wszystkim przemysł, nieruchomości, energetyka, w tym nowe źródła energii, jak również branże kreatywne, skoncentrowane na tworzeniu i rozwijaniu nowych technologii, wzornictwa i kultury. Uwaga Chin będzie skupiona więc głównie na rozwiniętych krajach europejskich, takich jak kraje Beneluksu oraz Europy śródziemnomorskiej, ale wciąż koncentrując się na krajach Wielkiej Trójki, tj. Niemczech, Francji i Wielkiej Brytanii. Inwestycje będą zaś rosły w miarę wzrostu świadomości chińskich przedsiębiorców co do możliwych do uzyskania korzyści

### Bibliografia

- China Grant Giant Cofco planning IPO after trader acquisitions*, [www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-29/china-grain-giant-cofco-planning-ipo-after-trader-acquisitions](http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-29/china-grain-giant-cofco-planning-ipo-after-trader-acquisitions).
- China Investment Corporation, Annual Reports, [www.china-inv.cn/wps/portal/!ut/p/a1/jZHJDoJAEES\\_xQ8w0w6rxxEUBhmNwQXnQogRmESWGOLBrxelVxr61smrVHUXkSQmsko\\_Kk9bVVfpq9-lmRzAhJUTQQCC7YDZsBVHLeD7q9UB91GAejpF9bbx1zse83UrBADdpsDdje9aawHAzXl6GBkGiJ6yk4Hn74FZ\\_ggw8b9gAJD8Nqf9C0fkRDZpWyxVldUkLurymTwqciMSvTDScGBoaACwCqYyYhbcO1ukKS\\_dxN8wi7jibPEDYjf2vQ!!/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/](http://www.china-inv.cn/wps/portal/!ut/p/a1/jZHJDoJAEES_xQ8w0w6rxxEUBhmNwQXnQogRmESWGOLBrxelVxr61smrVHUXkSQmsko_Kk9bVVfpq9-lmRzAhJUTQQCC7YDZsBVHLeD7q9UB91GAejpF9bbx1zse83UrBADdpsDdje9aawHAzXl6GBkGiJ6yk4Hn74FZ_ggw8b9gAJD8Nqf9C0fkRDZpWyxVldUkLurymTwqciMSvTDScGBoaACwCqYyYhbcO1ukKS_dxN8wi7jibPEDYjf2vQ!!/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/).
- CIC buys stake in GDF Suez*, [www.chinadaily.com.cn/bizchina/2011-11/01/content\\_14016063.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2011-11/01/content_14016063.htm).
- CIC in talks over stake in GDF Suez arm*, [www.ft.com/cms/s/0/f1f3607e-c1ba-11e0-acb3-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq](http://www.ft.com/cms/s/0/f1f3607e-c1ba-11e0-acb3-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq).
- Emerald Energy PLC EEN Court Sanction of the Scheme*, [www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ajsXb4NUMGxA](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ajsXb4NUMGxA).
- Emerald Energy PLC*, <http://english.sinochem.com/g858/s1655/t4345.aspx>.
- Frąckowiak W., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.
- GDF unveils €2.3bn partnership with CIC*, [www.ft.com/cms/s/0/03c008e4-c327-11e0-9109-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq](http://www.ft.com/cms/s/0/03c008e4-c327-11e0-9109-00144feabdc0.html#axzz3gp1H6YUq).
- Geely Automobile Holdings Limited, Annual Reports, [www.geelyauto.com.hk/en/financial\\_statements.html](http://www.geelyauto.com.hk/en/financial_statements.html).
- Geely Sweden AB. Annual Report 2013*, [www.volvocars.com/SiteCollectionDocuments/TopNavigation/Corporate/Financials/VOLVO\\_CARS\\_13\\_Eng.pdf](http://www.volvocars.com/SiteCollectionDocuments/TopNavigation/Corporate/Financials/VOLVO_CARS_13_Eng.pdf).
- Geely will offer vehicles jointly developed with Volvo in 2015*, <http://europe.autonews.com/article/20130822/ANE/308229970/geely-will-offer-vehicles-jointly-developed-with-volvo-in-2015>.
- Geely will unveil compact car developed with Volvo at Geneva show*, <http://europe.autonews.com/article/20150616/ANE/150619905/geely-will-unveil-compact-car-developed-with-volvo-at-geneva-show>.
- Hamrol M., Tarczyński J., *Wpływ fuzji i przejęć na wartość rynkową przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Janik K., *Managing cross-cultural mergers – the role of management style. Case Air France – 2 KLM*, „European Tourism Management” 2003/2004.

- Maitre M., Protard M., *GDF Suez and CIC hold talks over cooperation*, [www.china-daily.com.cn/cndy/2011-08/11/content\\_13089584.htm](http://www.china-daily.com.cn/cndy/2011-08/11/content_13089584.htm).
- Press releases*, [www.gdfsuez.com/en/journalists/press-releases/](http://www.gdfsuez.com/en/journalists/press-releases/).
- Sinochem agrees \$878 million buy of Emerald Energy*, [www.reuters.com/article/2009/08/12/us-sinochem-emerald-idUSTRE57B1SF20090812](http://www.reuters.com/article/2009/08/12/us-sinochem-emerald-idUSTRE57B1SF20090812).
- Sinochem Corporation Offer for Emerald Energy PLC*, [www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a83HhLEXbrVU](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a83HhLEXbrVU).
- Sinochem, Annual Reports, <http://english.sinochem.com/g779.aspx>.
- Sino-Europe Outbound M&A Review IH 2014*, Semi Annual Newsletter, ING, September 2014, [https://www.ingcb.com/media/972804/sino-europe-ma-newsletter\\_1h2014.pdf](https://www.ingcb.com/media/972804/sino-europe-ma-newsletter_1h2014.pdf).
- Volvo Group Global, Annual Report 2014, [www.volvogroup.com/group/global/en-gb/investors/reports/annual\\_reports/Pages/annual\\_reports.aspx](http://www.volvogroup.com/group/global/en-gb/investors/reports/annual_reports/Pages/annual_reports.aspx).
- Wanhua acquires full control of BorsodChem*, [www.borsodchem-group.com/News--media/News/Wanhua-acquires-full-control-of-BorsodChem.aspx](http://www.borsodchem-group.com/News--media/News/Wanhua-acquires-full-control-of-BorsodChem.aspx).
- Wanhua Chemical Group Co-A (600309:Shanghai Stock Exchange)*, [/www.bloomberg.com/research/stocks/financials/financials.asp?ticker=600309:CH](http://www.bloomberg.com/research/stocks/financials/financials.asp?ticker=600309:CH).
- With Volvo's help, Geely goes upscale*, <http://europe.autonews.com/article/20150327/BLOG15/150329873/with-volvos-help-geely-goes-upscale>.
- Zhou X., Zhang X., *Strategic analysis of synergistic effect on M&A of Volvo car corporation by Geely Automobile*, „Scientific Research” 2011, Vol. 3, No. 1.

## MERGERS AND ACQUISITIONS OF CHINESE COMPANIES ON THE EUROPEAN MARKET IN THE CONTEXT OF BUILDING THEIR COMPETITIVE POSITION

### Summary

Among the factors stimulating growth of Chinese enterprises' efficiency and competitiveness, special attention should be given to agreements such as mergers and acquisitions, whose increase in pace and scale are an expression of growing international competitiveness of these enterprises. For many companies mergers and acquisitions have become a quick way not only to maximize profit, but also to maximize the value of the company. Execution of agreements of this type enhances the potential of enterprises both in terms of technology and finances, as well as the company's infrastructure, which in turn increases the company's market value. The objective of the paper is to analyze the chosen examples of mergers and acquisitions performed by Chinese enterprises on European market.

**Keywords:** mergers, acquisitions, expansion, enterprises, company value, competitive position

*Translated by Karolina Lopacińska*

