

Artur Podczaski

Due diligence – kluczowy etap w procesach fuzji i przejęć

Streszczenie: Celem artykułu jest krytyczna dyskusja o istniejących definicjach procesu *due diligence* oraz wskazanie różnic pomiędzy nimi na tle aktualnych praktyk rynkowych. Na podstawie dostępnych publikacji oraz doświadczeniach autora z praktyki, przeprowadzono analizę metod używanych w realizacji tychże procesów. Wskazano, że dotychczasowy zakres stosowania procesów *due diligence* należy poszerzyć o coraz bardziej popularne w działalności przedsiębiorstw procesy outsourcingowe, które również wymagają dokładnej analizy przejmowanego obsza-

ru biznesowego (w przypadku tzw. BPO – Business Process Outsourcing). Niniejsza publikacja powstała na bazie wieloletnich doświadczeń zdobytych przez autora w pracy przy realizacji projektów fuzji i przejęć. W drugiej części zostały zaprezentowane sugestie autora związane z prowadzeniem projektów *due diligence*, ze szczególnym uwzględnieniem struktury organizacyjnej, analizy ryzyka i raportu podsumowującego badanie. W opinii autora, ich wdrożenie ma szansę przelożyć się na poprawienie współczynnika udanych fuzji i przejęć.

Słowa kluczowe: *due diligence*, proces outsourcingowy, analiza ryzyka, fuzje i przejęcia

Due diligence – key step in merger and acquisition processes

Summary: The aim of the article is to critically discuss the existing definitions of the due diligence process and to indicate the differences between them considering the current market practices. Based on available publications and the author's practical experience, the methods used during these processes have been analysed. It is shown that the existing scope of application of due diligence processes should be extended to include outsourcing processes, becoming increasingly popular in the business operation, which also require a thorough analysis

of the acquired business area (in the case of the so-called BPO – business process outsourcing). This publication is based on many years of experience gained by the author while working on the implementation of projects leading to mergers and acquisitions. The second part presents the author's suggestions related to conducting due diligence projects, with particular emphasis on the organizational structure, risk analysis and report summarizing this study. The author is of the opinion that their implementation can improve the rate of successful mergers and acquisitions.

Key words: due diligence, outsourcing process, risk analysis, mergers and acquisitions

JEL: L20, M16, M21

Dynamicznie zmieniająca się sytuacja na rynku kapitałowym, w wyraźny sposób narusza harmonijny rozwój wielu przedsiębiorstw. Kluczowym, ale też modnym słowem stał się kryzys, który w ocenie wielu analityków rynku dobrze jest opisany w koncepcji *globalnie naruszonej równowagi*, opisanej przez L. Thurowa (Thurow, 1999).

Przekraczanie poziomu długów, które firmy są w stanie spłacić sprawia, że na rynku pozostają spółki „za duże, aby upaść”. To z kolei przekłada się na funkcjonowanie innych przedsiębiorstw, które nie zawsze reagują w odpowiednim czasie i z odpowiednią intensywnością. W efekcie takich zaniedbań często dochodzi do bankructw przedsiębiorstw lub – w korzystniejszym wariantcie – do ich przejęcia przez inne podmioty (Mączyńska, Adamska, 2013). Jednocześnie, na rynku widoczna jest obecność graczy dysponujących nadwyżkami finansowymi, których strategię zakładają wzrost poprzez akwizycję innych podmiotów na rynku – to jeden z naturalnych kierunków rozwoju przedsiębiorstwa.

Wiele czynników ma wpływ na powodzenie transakcji w długim okresie, w tym tak specyficznej, jaką jest przejęcie firmy. Deklarowana jakość produktu, nawet jeśli jest to bankrutująca firma, ale powiązana z akceptowalną ceną, jest już z reguły wystarczającym argumentem do finalizowania transakcji przez kupującego. Jednak będzie ona zawsze obciążona ryzykiem. W szeregu dużych transakcji (najczęściej dotyczących nabywania całych przedsiębiorstw) lub outsourcingu procesów biznesowych mamy do czynienia z badaniem *due diligence*, którego głównym zadaniem jest zmniejszenie ryzyka, w tym ryzyka transakcyjnego. Tematem rozważań w artykule są szczegóły każdego z etapów *due diligence*, rodzaje i odmiany podprocesów oraz analiza ro-

dzajów ryzyka w każdym z obszarów. Omówione różnice pomiędzy istniejącymi w literaturze przedmiotu definicjami *due diligence*, autor konfrontuje z praktyką biznesową.

Badania *due diligence* są kluczowym elementem całościowego procesu fuzji i przejęć. Jakkolwiek można pominąć takie podejście, to jednak może to spowodować długofalowe negatywne skutki, jak na przykład konieczność dodatkowych kosztów (np. związanych z integracją pomiędzy połączonymi firmami), które nie były zaplanowane w budżecie nabywcy. Użycie odpowiednich metod operacyjnych omówionych w artykule, pozwala ograniczyć do minimum związane z tym ryzyko.

Proces *due diligence*

Wiele opracowań na temat *due diligence* zawiera odwołanie do rzymskiej zasady *caveat emptor* (niech strzeże się kupujący). Jest to pierwszy historyczny zapis, który zwalniał sprzedającego z obowiązku informowania o wszystkich cechach sprzedawanego przedmiotu, a jednocześnie regulował konieczność odpowiadania szczerze na wszelkie pytania i wątpliwości kupującego.

W bliższych nam czasach można odnaleźć informacje z lat 30. ub. wieku, kiedy to Kongres Stanów Zjednoczonych opublikował *Securities Act of 1933*, który zabezpieczał interesy brokerów przed nieuzasadnionymi oskarżeniami o nieprawidłowe udostępnianie informacji potencjalnym inwestorom, chociaż termin ten nie jest zdefiniowany w bezpośrednim odwołaniu. Określenie *due diligence* najczęściej występuje w kontekście procedur związanych z zakupem dużych jednostek biznesowych, czyli w procesach fuzji i przejęć (Mergers and Acquisitions – M&A), gdzie pełni funkcję pogłębionej analizy, na podstawie której nabywca może dokonać rzetelnej oceny kondycji przedsiębiorstwa.

We współczesnej historii gospodarczej wyróżnia się cztery główne tzw. fale fuzji (Frackowiak, 1998):

- pierwsza fala, lata 1887-1904, rewolucja przemysłowa,
- druga fala, lata 1916-1929, integracja wertykalna, oligopole,
- trzecia fala, lata 1965-1969, tworzenie się i dywersyfikacja konglomeratów,
- czwarta fala, lata 1984-1989, fuzje, duża liczba strategicznych transakcji.

B. Rozwadowska dodaje jeszcze kolejne dwie (Rozwadowska, 2012):

- piąta fala, lata 1993-2001, globalna integracja horyzontalna,
- szósta fala, lata 2002-2008, konsolidacja branż.

Obecnie, w ocenie autora, mamy do czynienia z kolejną, cały czas rosnącą falą fuzji i przejęć, która rozpoczęła się w 2009 roku, ale od 2016 roku lekko wyhamowała. W kontekście wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, a zwłaszcza powiązań gospodarki brytyjskiej z gospodarkami państw członkowskich UE, można domniemywać, że sytuacja ekonomiczna Europy będzie zmieniała się jeszcze bardziej dynamicznie. Prawdopodobnie scenariusz będzie następujący: w krótkim okresie wiele podmiotów wstrzyma swoje decyzje, natomiast za 2-3 lata liczba transakcji wzrośnie skokowo. Scenariusz ten nie uwzględnia pandemii koronawirusa, której wpływ na gospodarkę światową jest trudny dziś do oszacowania.

Rynek fuzji i przejęć w latach 2010-2018

Z punktu widzenia ogólnej liczby i wartości transakcji fuzji oraz przejęć, początek obecnej dekady rozpoczął się delikatnym odbiciem od poziomu z 2009 roku. W latach 2010-2013 obserwowany trend nawet wskazywał na niewielkie zmniejszenie liczby zawieranych transakcji. Gwałtowne ożywienie nastąpiło w

latach 2014-2015 (Farell, 2015), gdy liczba transakcji wzrosła o ponad 20 proc. w stosunku do 2013 r. Jeszcze bardziej imponujący wynik po stronie wartości został zanotowany w 2015 r., kiedy to nastąpił wzrost z poziomu 2,5 do 4,7 biliona USD. Według IMAA (a także „Wall Street Journal”), w tym okresie zostało zawartych ponad 44 tys. transakcji (Farell, 2015), co było o 2,7 proc. więcej niż w poprzednim roku. Konkurencyjna agencja Bloomberg szacowała wyniki na trochę niższym poziomie, tj. 3,8 biliona USD (Baigorri, 2016). Jednak zdaniem wielu analityków, rok 2015 był – z tego punktu widzenia – najlepszym w historii tego rynku, bijąc nawet wyniki z 2007 r., czyli sprzed kryzysu finansowego.

Dyskusje dotyczące Brexitu oraz decyzja wyborców w referendum w Wielkiej Brytanii 23 czerwca 2016 r., a także wybory prezydenckie w USA w listopadzie 2016 r., wyraźnie zmieniły sytuację na rynku. Dodatkowo, potencjalni nabywcy zaczęli uwzględniać wysokie prawdopodobieństwo dalszego pogorszenia sytuacji. Wartość transakcji w latach 2016-2018 była niższa o około 20 proc., spadła do poziomu poniżej 4 bilionów USD – widoczne to było głównie w obszarze największych transakcji, tj. przekraczających 10 mld USD. Liczba tego typu transakcji spadła na świecie o ponad 50 proc. (Kengelbach i in., 2018). W Wielkiej Brytanii rynek fuzji i przejęć zanotował spadek do poziomu z roku 2007 (Nabila, Ruth i Hammond, 2019). Analitycy zakładają, że do czasu wyjaśnienia sytuacji rynkowych, spowolnienie na rynku transakcji fuzji i przejęć utrzyma się.

Do największych transakcji w ciągu ostatnich miesięcy z pewnością należy zaliczyć przejęcia firm w sektorze farmaceutycznym. Największą transakcją przejęcia w historii branży był zakup przez Bristol-Myers Squibb firmy Celgene Corporation w styczniu 2019 roku, za niewyobraźną

kwotę 79 mld USD. Drugą transakcją o olbrzymiej wartości – również w sektorze farmaceutycznym – było kupno Shire przez Takeda Pharmaceutical, za 79,8 mld USD w styczniu 2019.

Nie wszystkie transakcje dochodzą do skutku, tym samym można założyć, że tylko w 2018 r. doszło do ponad 100 000 prób zawarcia transakcji fuzji i przejęć, z których przytłaczająca większość była wspierana przez proces *due diligence*. To znowu daje uzasadnioną podstawę do hipotezy, iż proces ten jest w pełni dookreślony, ustandaryzowany i znany wszystkim podmiotom występującym na rynku. Z drugiej jednak strony, liczba przedsiębiorstw notowanych na światowych rynkach finansowych przekracza 50 tys., przy czym całkowita liczba firm na świecie mieści się w przedziale 120-300 milionów (EconStats, 2019). Uwzględnienie tego faktu tłumaczy dość szeroką interpretację procesów *due diligence*.

Różne definicje *due diligence*

W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele opracowań dotyczących procesów *due diligence*. Kierunki studiów związane z fuzjami i przejęciami są jednymi z najbardziej popularnych na uczelniach ekonomicznych, a na rynku pojawiło się wielu specjalistów (najczęściej pracujących w wielkich firmach konsultingowych), którzy również dzielą się swoją wiedzą w branżowych periodykach. Należy zauważyć, że wartości pojedynczych transakcji liczone są często w milionach złotych. Staje się to jedną z przyczyn, dla których powstają organizacje skupiające osoby pracujące w branży. Efekty ich prac są zamieszczane w wielu publikacjach, wśród których kluczowe znaczenie ma przekrojowe kompendium opracowane od kilkunastu lat w kalifornijskim Colleague of Business Administration, pod kierownictwem Donalda M. DePamphilisa (DePamphilis, 2010).

Badanie *due diligence* to proces występujący w kilku typowych sytuacjach, które wymagają rzetelnej oceny stanu przedsiębiorstwa. Z tego powodu stają się niezmiernie istotnym etapem transakcji. Ich pominięcie może skutkować szeregiem negatywnych czynników m.in.:

- przeszacowaną wartością transakcji,
- błędną oceną ewentualnych synergii (zakładanych na etapie połączenia firm),
- błędną oceną czasu wymaganego do operacyjnego połączenia firm.

Jest to o tyle istotne, że większość procesów fuzji i przejęć nie kończy się sukcesem w długim okresie. W ocenie autora, wynik ten jest często konsekwencją właśnie zbyt małej dokładności podczas badań *due diligence*.

Oprócz fuzji i przejęć, badania *due diligence* znajdują zastosowanie w następujących sytuacjach (Demetriades, 2016):

- inwestycja typu *venture capital*,
- wprowadzenie przedsiębiorstwa do obrotu publicznego (obowiązkowa aktywność wynikająca z zapisu ustawy),
- prywatyzacja (obowiązkowa aktywność wynikająca z zapisu ustawy),
- weryfikacji potencjalnego klienta pod kątem podejrzenia „prania pieniędzy”.

W ocenie autora, konieczne jest uzupełnienie powyższej listy (Bielawska, 2009) o jeszcze jedną pozycję – procesy outsourcingowe. W przypadku BPO (BPO – Business Process Outsourcing) *due diligence* zajmuje się dokładną analizą przejmowanego obszaru biznesowego. Podobnie jak i w innych transakcjach, całościowy przegląd wydzielanej części przedsiębiorstwa powinien być kluczowym elementem poprzedzającym podpisanie umowy outsourcingowej.

Czym jest dokładnie *due diligence*? W najbardziej podstawowym ujęciu przez

due diligence rozumie się proces gruntownego, ale dyskretnego (Lichniak, 2009) zbadania przedsiębiorstwa, które ma zostać przejęte. Ma to być ostatni etap fazy przygotowawczej, po której następują już tylko precyzyjne negocjacje ustalające warunki połączenia (Herdan, 2008). Bardziej rozwinięta definicja określa *due diligence* jako drogę do osiągnięcia tego celu – mówi o analizie służącej weryfikacji realności realizacji zakładanych celów nabywcy i ustalenia jego ostatecznej wyceny jako podstawy do negocjacji (Frąckowiak, 1998). W. Frąckowiak, podobnie jak R. Recardo (2014) oraz A. Sherman (2005), definiuje obszary, w których powinna być przeprowadzona analiza skupiająca się na zakresach rynkowym, prawnym i organizacyjnym.

Jeszcze inny charakter ma definicja przedstawiona przez D. Rankine (2008), który opisuje proces *due diligence* jako aktywność ukierunkowaną na:

- weryfikację przejmowanej firmy,
- potwierdzenie wartości firmy,
- uzupełnienie luk w planie integracji nabywcy (szeroko opisane również przez DePamphilisa (2010)).

Jednocześnie, ta dość ogólna definicja zakłada analizę nie tylko pozytywnych scenariuszy, ale również poszukiwanie „trupów w szafie”, czyli próbę odnalezienia zagrożeń transakcyjnych i potransakcyjnych (np. związanych z integracją obu podmiotów). Wyróżnia się w niej trzy podstawowe obszary analizy *due diligence* (Rankine, 2008):

- handlową (*Commercial Due Diligence* – CDD) skupiającą się na rynku, klientach i wynikach,
- finansową (*Financial Due Diligence* – FDD) odpowiadającą za systemy, wyceny i podatki,
- prawną (analizującą kontrakty, aktywa, gwarancję i zabezpieczenia oraz umowy kupna/sprzedaży).

Ten, w ocenie autora, dość ogólny podział nie oddaje wszystkich niuansów procesu *due diligence*. Jakkolwiek D. Rankine zamieszcza wygodną klauzulę, iż nie należy skupiać się na wszystkich szczegółach, a jedynie na *czynnikach, które mogą pozytywnie lub negatywnie wpływać na przyszłe wyniki firmy*, to takie podejście zakłada, iż kupujący z góry wie, gdzie są problemy w kupowanej firmie. W rzeczywistości taka sytuacja zdarza się niezmiernie rzadko.

Część specjalistów sprowadza proces *due diligence* do samego audytu finansowego, co z założenia jest błędne. Na przykład W. Fołtyn (2005) zwraca uwagę na znaczenie interpretacji wyników finansowych, a nie tylko weryfikację wartości liczbowych, czy przedstawione są prawidłowe lub czy standardy rachunkowe są prawidłowo wykorzystywane (Fołtyn, 2005). Podobne podejście prezentowane jest też przez innych autorów (Korpus, 2014; Tissen, Sneidera, 2014). Mimo to, w literaturze omawiającej procesy *due diligence* można znaleźć niepoprawne tłumaczenia *due diligence* finansowego jako audytu finansowego (Hooke, 1998). W uzupełnieniu należy wspomnieć o sugestiach J. Perry’ego, aby raporty finansowe traktować dość ostrożnie z racji częstego przekłamywania istotnych danych (Perry, Herd, 2004).

Inne podejście do audytu prezentuje M. Kleinrok, która (w przypadku przejęć bankrutujących firm) zakłada szersze spojrzenie na *due diligence*, definiując dodatkowo obszar operacyjny (*Operational Due Diligence*) (Mączyńska, Adamska, 2013), który uzupełnia handlowe *due diligence* (*Commercial Due Diligence*) o dokładniejszą analizę operacyjnych, codziennych aktywności.

Pełniejsze przedstawienie procesu *due diligence* można odnaleźć w publikacji B. Rozwadowskiej. Podstawowa definicja jest dość skromna, skupia się na *due diligence* jako procesie sprawdzenia firmy

przejmowanej, jednak kładzie też nacisk na odejście od weryfikacji jedynie wyników finansowych przedstawionych w raportach rocznych, jednocześnie nakładając obowiązek przeanalizowania możliwie wszystkich obszarów firmy (Rozwadowska, 2012). Autorka ma tu na myśli zarówno obszar prawny, finansowy, handlowy, ale też dopasowanie strategiczne firm (integracja), operacyjny (know-how), obszar zasobów ludzkich i finalnie kultury organizacyjnej. Tak przekrojowe podejście znacznie zwiększa szanse uniknięcia ryzyka nieudanego przejścia, których na rynku jest coraz więcej. Według badań KPMG, nieudanych przejść jest około 83 proc. (Heffernan, 2012).

W ocenie wielu specjalistów, pominięcie obszaru kultury organizacyjnej było jedną z głównych przyczyn nieudanych fuzji, np. Daimlera i Chryslera w 1998 r. (Ruesink, 2015; Morisson, Kinley, Ficery, 2008) czy Sprint i Nextel w 2005 r. (Dumont, 2019), a także wielu, wielu innych firm (Lichniak, 2009). Taka sytuacja jest szczególnie istotna w przypadku transakcji między firmami z różnych kontynentów (DePamphilis, 2010; Jun, 2009). Nacisk na analizę kultury organizacyjnej jest też podkreślany przez O. Lemieux, z wyszczególnieniem podobszarów administracyjnych czy codziennych zachowań personelu (Lemieux, Banks, 2007).

Najpełniejsza definicja przedstawiona jest przez M. Panfila, gdyż w pełni odzwierciedla najlepsze praktyki rynkowe. W jego ocenie, *due diligence* oznacza *po głębioną analizę (badanie, weryfikację), za pomocą której potencjalny nabywca udziałów/lakcji spółki (celu przejścia) może dokonać jej oceny. Weryfikacja ta ma charakter pisemnego dokumentu, który prezentuje rzeczywistą wartość spółki oraz zwraca uwagę na istniejące i potencjalne rodzaje ryzyka, które mogą wystąpić po jej przejściu* (Korpus, 2014). Jak z tego wynika, położony

jest duży nacisk na przygotowanie raportu zawierającego analizę ryzyka, który ma zostać przedłożony stronie kupującej. Co istotne, M. Panfil wskazuje na istotną wartość dodaną procesu *due diligence* dla obu stron (zarówno kupującego jak i sprzedającego) oraz podkreśla krytyczność procesu w ujęciu przyszłej oceny, potencjalnej integracji obu przedsiębiorstw. Równie dokładnie omówione jest szerokie spektrum rodzajów *due diligence*. W zależności od rodzaju branży i jej specyfiki, sugeruje stworzenie kilku równoległych obszarów zajmujących się odpowiednio ujęciem: finansowym, prawnym, podatkowym, ubezpieczeniowym, biznesowym (rynkowym), zasobów ludzkich, kulturowym, środowiskowym oraz technologiczno-technicznym, a także IT. Równie szerokie podejście – zakładające konieczność analizy wielu obszarów – przedstawione jest przez A. Helina (i współautorów) w kilku publikacjach (Helin, Zorde, 1998; Helin, Zorde, Bernaziuk, Kowalski, 2014; Morisson, Kinley, Ficery, 2008).

Zdaniem autora, takie podejście jest znacznie lepsze, gdyż wskazuje na konieczność objęcia badaniem również obszaru technologicznego, co w przypadku firm produkcyjnych zawiera nie tylko typowo techniczny know-how, ale także ocenę istniejących procedur, czy choćby fizycznej kondycji linii montażowych. Nie jest pomijany też sektor IT przedsiębiorstwa, który od wielu, wielu lat jest czynnikiem wspierającym działanie kluczowych obszarów firmy. Inni autorzy traktują te obszary jedynie jako nieobowiązkowe uzupełnienie podstawowych filarów *due diligence* (Bielawska, 2009). Ponadto O. Lemieux i J. Banks zwracają uwagę na konieczność analizy R&D przedsiębiorstwa (Lemieux, Banks, 2007) pod kątem liczby patentów lub nowych rozwiązań, co pozwoli ocenić szansę na dynamiczny rozwój firmy, ewentualnie wpływ na integrację obu podmiotów.

Operacyjne prowadzenie procesu *due diligence*

Magazyn „Fortune”, 3 września 2001 r. (Fortune, 2001) opublikował charakterystyczny cytat: *The art of doing due diligence is being lost. Buyers aren't analyzing the operations and books of prospective acquisitions with nearly enough vigor.* Można go przetłumaczyć następująco: *Umiejętność prowadzenia badań due diligence została utracona. Kupujący nie analizują już działań operacyjnych ani danych finansowych związanych z przejęciem z należytą dokładnością.*

W ocenie autora, nie chodzi tu jedynie o dokładność wkładaną w prowadzenie projektu *due diligence*. Tak jak każdy inny projekt, powinien on być prowadzony według pewnych zasad czy rynkowych standardów. Z drugiej strony, przejęcie firmy czy wejście jej na giełdę, czy nawet *outsourcing* konkretnego obszaru biznesowego, nie zdarzają się często. Oznacza to, że nawet firmy mające wpisane w swoją strategię przejmowanie innych podmiotów, nie zawsze utrzymują stały zespół fuzji i przejęć. Tym samym, lokalnie posiadane kompetencje dotyczące zasad prowadzenia *due diligence* nie zawsze są silną stroną nabywcy (Rankine, Howson, 2008). Aby uniknąć ryzyka, coraz powszechniejszą praktyką (skopiowaną z zachodniej Europy i USA) jest wynajmowanie firm konsultingowych, specjalizujących się w tego typu procesach. W Polsce, wiele tego typu transakcji wykorzystuje wsparcie firm z tzw. Wielkiej Czwórki (Deloitte, E&Y, KPMG czy PwC). Alternatywnie, *due diligence* może być prowadzone przez bank inwestycyjny, który działa jako koordynator. Oba te rozwiązania mają szereg zalet, do których należy m.in. większa otwartość kupowanego podmiotu na współpracę z zewnętrzną firmą, niż z potencjalnym rynkowym konkurentem. Z racji potencjalnego olbrzymiego wpływu, kluczowymi graczami w zespołach *due diligence* zawsze będą

prawnicy i księgowi (Sudarsanam, 1998), choć nie powinno umniejszać się też roli pozostałych ekspertów. Naturalnie, wybór odpowiedniego partnera wymaga upewnienia się, że eksperci będą wiarygodni i niezależni (Mączyńska, 1999). Proces *due diligence* może być też prowadzony przez drugą stronę, tj. sprzedającego, który zatrudnia firmę zewnętrzną do zbadania własnej firmy – taka sytuacja to *Vendor Due Diligence* (Korpus, 2014; Helin, Zorde, Bernaziuk, Kowalski, 2014) w odróżnieniu od „zwykłego” *Buyer Due Diligence*. W Polsce takie sytuacje nie są powszechne, ale w ostatnich latach miały miejsce w przypadku Polkomtel S.A. czy TP Emitel S.A.

Niezależnie od rodzaju partnera prowadzącego *due diligence* (czy to VDD – Vendor Due Diligence, czy to BDD – Buyer Due Diligence), najlepsze rynkowe standardy zakładają stworzenie porozumienia odnośnie *due diligence* jeszcze na etapie listu intencyjnego (Helin, Zorde, 1998). Powinno ono zawierać m.in.: cel *due diligence*, regulamin, obszary, opis dokumentacji, członków zespołów, szczegóły odnośnie pomieszczenia z danymi (*data room*), harmonogram spotkań, wzór raportu oraz osoby kontaktowe. Lista ta – sporządzona jeszcze w ubiegłym wieku – zakłada, iż strony będą korzystać z papierowej dokumentacji, udostępnionej w konkretnie określonym pomieszczeniu, na jakiś określony czas.

Od wielu lat formuła ta realizowana jest w inny sposób – zamiast fizycznego pomieszczenia wykorzystuje się wirtualne zasoby dyskowe, tzw. *virtual data room* (Mączyńska, Adamska, 2008; Sherman, 2005), który umożliwia wielu osobom jednocześnie dostęp do danych przedstawionych przez sprzedającego. Nota bene – wiele firm dostrzegło potencjał w tej niszy rynkowej, oferując dedykowane oprogramowanie wspierające proces (np. polski Fordata czy LTC lub światowi potentaci,

jak iDeals czy Brainloop). Firmy konsultingowe często korzystają ze swojego własnego, dedykowanego oprogramowania. W ocenie autora, rozwiązania *virtual data room* – mimo szeregu zalet – niosą jednak ryzyko przypadkowego ujawnienia poufnych danych i to mimo obowiązujących NDA (Non-Disclosure Agreement) z racji łatwości ich kopiowania.

Harmonogram

Czas trwania *due diligence* nie jest i nie może być jednakowo ustalony dla wszystkich transakcji. Jest on pewnego rodzaju konsekwencją wielu zewnętrznych czynników, takich jak niechęć ze strony sprzedającego do udostępnienia danych czy szybsze tempo transakcji (bankructwa) lub sztywny harmonogram całego procesu (*outsourcing*), jednak typowe ramy czasowe projektu mieszczą się w 2-6 tygodniach.

Typowy harmonogram (ustalany i potwierdzany) przez kierowników *due diligence* obu stron zakłada kilka podstawowych faz:

1. Wstępne przygotowania

- określenie osób zaangażowanych po obu stronach,
- określenie planu działań *due diligence*,
- metodyka udostępnienia danych.

2. Przygotowanie (i przekazanie)

check-listy obejmującej obszary, które firma przejmująca chciałaby zbadać, w tym listę dokumentów do zaprezentowania w *data room*.

3. Kick-off meeting

- przedstawienie osób reprezentujących każdy z potoków,
- przedstawienie kluczowych celów w każdym z potoków.

4. Analiza danych udostępnionych w *data room* (*virtual data room*).

5. Sesja spotkań/wywiadów z odpowiednimi reprezentantami obszarów (potoków) DD w zakresie informacji niedostępnych w *data room*.

6. Przygotowanie i prezentacja ra-

portu (zatwierdzonego przez członków zespołów z obu firm).

Powyższa lista została opracowana w oparciu o międzynarodowe doświadczenie autora w procesach *due diligence*, aczkolwiek – zgodnie z poprzednimi rozdziałami – każdy kierownik *due diligence* korzysta z własnych doświadczeń i może modyfikować szczegóły listy. Co więcej, dokładny sposób prowadzenia DD jest w dużym stopniu tajemnicą handlową obu stron transakcji.

Kluczową aktywnością w procesach DD są spotkania z przedstawicielami strony nabywanej – doświadczony specjalista potrafi osiągnąć kilka celów w czasie takich wywiadów:

- zweryfikować przyjęte wcześniej założenia,
- ocenić trudności w realizacji integracji,
- znaleźć potencjalne ryzyka.

Jak łatwo się domyślić, czas nie jest tu sojusznikiem kupującego, a raczej wspiera stronę sprzedającego, który może próbować ukryć pewne informacje. Najbardziej przerysowaną sytuacją – z którą mierzył się autor – to przeprowadzenie wywiadów DD w oknie czasowym ograniczonym do dwóch dni roboczych (w sytuacji, gdy dane w *data room* odpowiadały maksymalnie 30 proc. żądanych informacji), co w oczywisty sposób utrudniało wydobycie niezbędnych informacji. Istotne jest odpowiednie umiejscowienie wywiadów w czasie. Zasadne jest zastosowanie pewnego odstępu czasowego po analizie danych z *data room*. J. Sinkin podkreśla tu niekorzystny wpływ na przejmowaną organizację wynikający z inwazyjności wywiadów (Sinkin, Putney, 2014).

Inną kwestią, związaną silnie z harmonogramem *due diligence*, jest czas od momentu jego zakończenia do finalizacji transakcji. W ocenie autora, ryzyko związane z tym obszarem jest często margina-

lizowane, choć przekłada się na co najmniej kilka sytuacji:

- rozproszenie zespołu projektowego (przydzielenie go do innych zadań),
- zdezaktualizowanie danych operacyjnych przejmowanego podmiotu,
- zdezaktualizowanie rozwiązań integracyjnych, np. z racji wdrożenia jakiegoś nowego rozwiązania technicznego.

Struktura organizacji *due diligence*

Zgodnie z przedstawioną wcześniej koncepcją, aktywności w ramach *due diligence* są prowadzone równoległe przez kilka zespołów (potoków) analizujących różne obszary działania. Typowa struktura jest przedstawiona poniżej – istotne jest lustrzane odbicie obu zespołów po stronie sprzedającego i kupującego. Każdy z zespołów odpowiada za inny obszar: wyróżnia się zespoły weryfikujące prawną sytuację sprzedającego, zespoły analizujące wyniki finansowe, kwestie podatkowe, zespoły dokonujące analizy zasobów ludzkich, kultury organizacyjnej, systemów IT wykorzystywanych przed przedsiębiorstwo. Są również potoki odpowiedzialne za ocenę kontraktów podpisanych przez przedsiębiorstwo, a także finalnie zespół

zajmujący się oceną operacyjną, uwzględniającą np. efektywność pracowników.

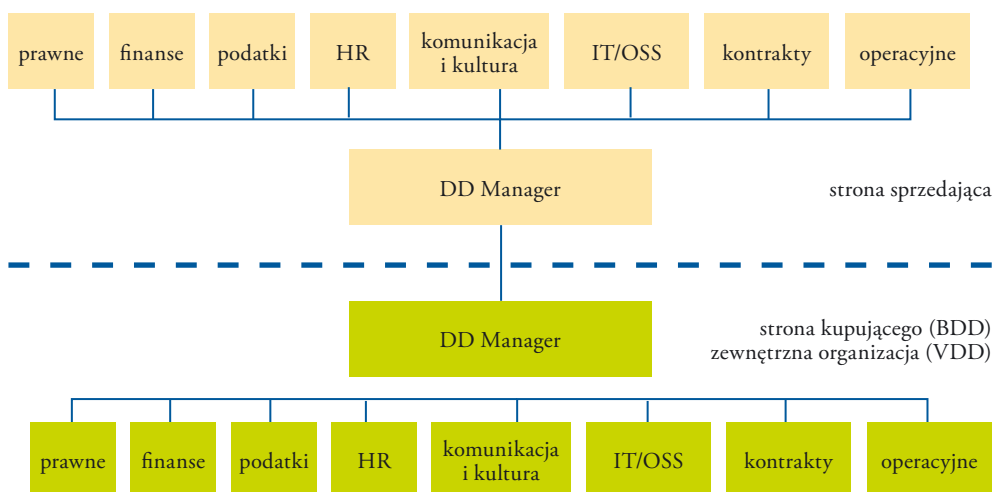
Naturalnie, liczba potoków i związana z nim liczba osób włączonych w projekt jest w każdym procesie inna, co wynika z przyjętego rozwiązania przez Kierownika *due diligence*. Do jego obowiązków należy też prowadzenie regularnych, wewnętrznych spotkań pomiędzy różnymi potokami *due diligence*. W ocenie autora, tego typu mechanizm jest najlepszym sposobem na wykrycie ryzyk lub eliminację założeń wykrytych przez inne potoki (bardzo często dochodzi do sytuacji, w której przedstawiciele np. zespołu finansowego ujawniają pewne operacyjne trudności w ramach zespołów operacyjnych, do których ci drudzy – niezapytani – sami z siebie się nie przyznają).

Inną sugestią jest utrzymywanie stałego składu zespołu *due diligence* w kolejnych projektach – powtarzalność procesów takiej organizacji będzie dodatkową wartością dodaną dla podmiotów, które mają wpisane w swoją strategię przejmowanie kolejnych przedsiębiorstw (Morison, Kinley, Ficery, 2008).

Analiza ryzyka

Analiza uzyskanych danych w każdym z potoków *due diligence* skutkuje

Rysunek 1 Przykładowa struktura lustrzanych organizacji projektowych odpowiedzialnych za *due diligence*



Źródło: opracowanie własne.

Tablica 1 Najczęściej odkrywane rodzaje ryzyka w badaniach *due diligence*

potok DD	najczęściej diagnozowane rodzaje ryzyka
Prawny	<ul style="list-style-type: none"> • ukryte spory prawne i/lub pozwy sądowe • brak praw do części majątku • złamanie prawa
Finansowy	<ul style="list-style-type: none"> • nieregularne lub niespójne wyniki finansowe (w stosunku do publikowanych publicznie) • niekompletne wyniki finansowe • brak poszanowania standardów rachunkowości
Podatkowy	<ul style="list-style-type: none"> • nieopłacenie podatków w ustawowym czasie • wyniesienie części obciążeń finansowych do rajów podatkowych
Zasobów ludzkich	<ul style="list-style-type: none"> • nieprzestrzeganie Kodeksu pracy • nieprzestrzeganie przepisów BHP • krótkoterminowe lub tzw. „śmieciowe” umowy • niski poziom kwalifikacji, kompetencji i doświadczenia pracowników w stosunku do oczekiwań nabywcy
Kulturowy i Komunikacyjny	<ul style="list-style-type: none"> • brak zdefiniowanej kultury organizacyjnej • niespójna formuła komunikacji zewnętrznej/wewnętrznej • odległa kultura organizacji przejmowanej od kupującej • niechęć do zmian
IT	<ul style="list-style-type: none"> • brak wsparcia technicznego wykorzystywanych rozwiązań IT • rozwiązań <i>shareware/freeware</i> dla kluczowych systemów • przestarzałe rozwiązania
Kontrakt	<ul style="list-style-type: none"> • umowy niezabezpieczające interesy firmy • wykorzystywanie umów po terminie ich ważności • umowy nieoddające charakteru współpracy
Operacyjny	<ul style="list-style-type: none"> • nieaktualne procedury • brak właściwego zarządzania personelem • przestarzałe linie produkcyjne • majątek w słabym stanie technicznym • niedopasowane systemy informatyczne

Źródło: opracowanie własne.

uszczegółowieniem odpowiednich rodzajów ryzyka. Najczęściej spotykane zostały przedstawione w tablicy 1.

Lista ta oczywiście dotyczy najczęściej spotykanych rodzajów ryzyka. M. Tissen wskazuje dodatkowo obszary ryzyka politycznego czy ryzyka naruszenia własności intelektualnej (Tissen, Sneidere, 2014).

Raport

Każdy z procesów *due diligence* powinien zakończyć się przygotowaniem (i zaprezentowaniem) raportu *due diligence*. Raport może być przygotowany w jednej z dwóch formuł:

- obszerny i kompletny raport, tzw. *Due Diligence Memorandum*,
- krótki, przeznaczony dla zarządu, tzw. *Executive Summary* (streszczenie menedżerskie).

Oba raporty muszą zawierać kluczowe informacje pozyskane w czasie procesu, potencjalne zagrożenia i odkryte ryzyka

(utrudniające m.in. przyszłą integrację) wraz z prawdopodobieństwem ich wystąpienia. Raport może także zawierać sposoby mitygacji tychże ryzyk.

W ocenie autora, istotne jest dopilnowanie, aby raport ten został podpisany przez stronę sprzedającą, co zapewni w przyszłości szansę na tzw. *Post-Contractual Due Diligence (P-C DD)*. Mechanizm ten służy zabezpieczeniu interesów kupującego w sytuacji, gdyby jakieś informacje podane w trakcie procesu *due diligence* okazały się celowo zafalszowane przez sprzedającego. Badanie P-C DD wykonywane jest z reguły w ciągu pierwszych 3-6 miesięcy po sfinalizowaniu transakcji. Według własnych doświadczeń autora, samo zasygnalizowanie (we wstępnej fazie), że raport powinien być podpisany przez obie strony, zmienia nastawienie sprzedającego do ewentualnego „podkolorowania” danych udostępnianych w *data room* lub w trakcie wywiadów. Osiągnięty

efekt daje szansę na zmniejszenie ryzyka przeszacowania planu integracyjnego (synergii), a tym samym przełoży się na powodzenie transakcji fuzji (przejęcia).

Podsumowanie

Organizacja projektowa *due diligence* oparta o strukturę potoków (ang. *stream*) (uzupełniających się wzajemnie) ma jeden cel: przekrojową analizę przejmowanej firmy (obszaru biznesowego) będącą kluczowym wkładem do dalszych negocjacji. Badanie *due diligence* powinno wskazać niebezpieczne obszary związane z przyszłą integracją, ale także płaszczyzn, na których możliwe jest uzyskanie większych – niż wstępnie zakładane – zysków. Umiejętne prowadzenie projektu *due diligence* wymaga dużego doświadczenia, ale przede wszystkim szeregu umiejętności miękkich, które są przydatne m.in. w trakcie wywiadów z kluczowymi pracownikami przejmowanej firmy. Przedstawione sugestie operacyjne, w ocenie autora, wyraż-

nie wspierają osiągnięcie założonego celu. Jednocześnie należy podkreślić, że standaryzacja tego obszaru wymaga dalszych prac – nadal przytłaczająca część fuzji i przejęć nie kończy się zakładanym sukcesem. Badania KPMG dają niepokojący obraz sytuacji, w której ponad 80 proc. projektów fuzji i przejęć nie przynosi summarycznie wzrostu wartości połączonych podmiotów. Z pewnością, jedną z kluczowych przyczyn jest niedoszacowanie ryzyka integracyjnego. Natomiast pominięcie całościowe analiz *due diligence* daje niemal 100 proc. gwarancję poniesienia niezaplanowanych wydatków związanych z integracją obu podmiotów.

Warto podkreślić, że badania *due diligence* nigdy nie dadzą wyczerpującej odpowiedzi na wszystkie pytania ze strony potencjalnego kupującego. Natomiast, poprawnie przeprowadzona analiza, zgodna z najlepszymi rynkowymi standardami, pozwala na zwiększenie powodzenia transakcji fuzji i przejęć.

Bibliografia:

1. Baigorri M. (2015), *Was Best-Ever Year for M&A; This Year Looks Good Too*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-05/2015-was-best-ever-year-for-m-a-this-year-looks-pretty-good-too>, dostęp 04.01.2020.
2. Demetriades G. (2016), *Is the person who claims he be? Old due diligence may give the correct answer*, „Journal of Money Laundering Control”, 19 (1), p. 79-91.
3. DePamphilis D. (2010), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities – An integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions*, Los Angeles, Academic Press.
4. Dumont M. (2019), *4 Biggest Merger and Acquisition Disasters*, Updated Jun 25, 2019, <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/merger-acquisition-disasters.asp>, dostęp 10.12.2019.
5. EconStats (2019), http://www.econstats.com/wdi/wdiv_494.htm, dostęp 03.01.2020.
6. Farrell M. (2015), *2015 Becomes the Biggest M&A Year Ever*, <https://www.wsj.com/articles/2015-becomes-the-biggest-m-a-year-ever-1449187101>, dostęp 04.01.2020.
7. Fołtyń W. (2005), *Analiza Due Diligence w integracji przedsiębiorstw*, „Marketing i Rynek”, nr 1, s. 8-14.
8. Frąckowiak W. (1998), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw – praca zbiorowa*, Warszawa, Polskie Wydawnictwa Ekonomiczne.
9. Frąckowiak W. (1998), *Uczestnicy rynku kontroli oraz formy nabycia przedsiębiorstw*, w: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw – praca zbiorowa*, Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH, s. 173.
10. Heffernan M. (2012), *Why mergers fail*, 24 April 2012, <https://www.cbsnews.com/news/why-mergers-fail/>, dostęp 20.12.2019.
11. Helin A., Zorze K. (1998), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.

12. Helin A., Zorde K., Bernaziuk A., Kowalski R. (2014), *Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych*, Warszawa, C.H. Beck.
13. Herdan A. (2008), *Charakterystyka procesów łączenia się przedsiębiorstw*, w: *Fuzje, przejęcia, wybrane aspekty integracji*, Kraków, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, s. 34-35.
14. Hooke J. (1998), *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*, Warszawa, Liber.
15. Jun T. (2009), *International Standards of customer due diligence and Chinese practice*, "Journal of Money Laundering Control", 12 (4), p. 409-412.
16. Kengelbach J., Keienburg G., Schmid T., Degen D., Sievers S. (2018), *The 2018 M&A Report: Synergies Take Center Stage*, <https://www.bcg.com/publications/2018/synergies-take-center-stage-2018-m-and-a-report.aspx>, dostęp 03.01.2020.
17. Korpus J. (2014), *Przebieg procesu fuzji i przejęć. Determinanty sukcesu przebiegu transakcji w: Fuzje i przejęcia*, Korpus J. (red.), Warszawa, PWN, s. 131-134.
18. Lemieux O., Banks J. (2007), *High tech M&A – strategic valuation*, "Management Decision", p. 1415-1418.
19. Lichniak I. (2009) *Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa*, w: *Nauka o przedsiębiorstwie*, Lichniak I. (red.), Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH, s. 420.
20. Mączyńska E., Adamska A. (2013), *Upadłości, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw*, Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH.
21. Mączyńska E. (1999), *Due Diligence w ocenie wartości przedsiębiorstw*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 12.
22. Morisson N., Kinley G., Ficery K. (2008), *Merger deal breakers: when operational due diligence exposes risk*, "Journal of Business Strategy", Vol. 29, p. 23-24.
23. Nabila A., David R., Hammond E. (2018), *Dealmakers See Slower 2019 as Stocks*, "Politics Drag on M&A", 21.12.2018, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-21/dealmakers-brace-for-slower-2019-as-stocks-politics-drag-on-m-a>, (dostęp 05.01.2020).
24. Nosal D. (2009), *Due Diligence jako nowoczesny sposób oceny przedsiębiorstw*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Bielawska A. (red.), Warszawa, C. H. Beck, s. 282-292.
25. Perry J., Herd T. (2004), *Reducing M&A risks through improved due diligence*, "Strategy & leadership", Vol. 32, p. 19.
26. Rankine D., Howson P. (2008), *Przejęcia, strategie i procedury*, Warszawa, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
27. Recardo R., Toterhi T. (2014), *The secrets of Operational and Organizational Due Diligence*, "Wiley Periodicals", January/February, p. 15.
28. Rozwadowska B. (2012), *Fuzje i przejęcia – dlaczego kończą się niepowodzeniem*, Warszawa, Wydawnictwo Studio Emka.
29. Ruesink M. (2015), *Top Corporate Mergers: The Good, The Bad & The Ugly*, 09/28/2015, <https://www.rasmussen.edu/degrees/business/blog/best-and-worst-corporate-mergers/>, dostęp 15.12.2019.
30. Sherman A. (2005), *Mergers and Acquisitions from A to Z*, New York, AMACOM.
31. Sinkin J., Putney T. (2014), *Do's and don't of Due Diligence*, "Journal of Accountancy", p. 27.
32. Sudarsanam S. (1998), *Fuzje i przejęcia*, Warszawa, WIG Press.
33. Thurow L. (1999), *Przyszłość kapitalizmu: jak dzisiejsze siły kapitalizmu kształtują świat jutra*, Wrocław, Wydawnictwa Dolnośląskie.
34. Tissen M., Sneider R. (2014), *Origination of Due Diligence and scope of its application*, "Journal of Business Management", Vol. 4, p. 103-105.