

Agnieszka Starczewska

Politechnika Koszalińska

ZNACZENIE *DUE DILIGENCE* DLA PROCESÓW FUZJI I PRZEJĘĆ

1. Wstęp

Nieustanne zmiany zachodzące na globalnym rynku powodują, że przedsiębiorstwa wciąż muszą poszukiwać nowych rozwiązań, które zapewnią rozwój i umożliwią skuteczne konkutowanie na arenie międzynarodowej. Jedną z metod mogą być niewątpliwie fuzje i przejęcia. Przesłanki ich występowania są różnorodne i zależą od specyfiki danej gospodarki oraz motywów podmiotów, które są uczestnikami tych procesów.

Zjawisko fuzji i przejęć odgrywa istotną rolę we współczesnej gospodarce i wciąż się nasila, pomimo iż odsetek nieudanych transakcji tego typu oscyluje między 50 a 80% [Bellou 2008, s. 778]. Należałoby rozważyć, czy analiza *due diligence* mogłaby być przydatnym instrumentem do osiągnięcia sukcesu i zmniejszenia ryzyka niepowodzenia podczas przeprowadzenia transakcji fuzji i przejęć. Zamierzeniem artykułu jest przedstawienie istoty *due diligence* oraz określenie jej znaczenia dla procesów fuzji i przejęć. Dla osiągnięcia postawionego celu posłużono się metodą porównań oraz prezentacją, analizą i oceną zastosowania przedmiotowego badania w procesach fuzji i przejęć.

2. Znaczenie fuzji i przejęć w dobie globalizacji gospodarki

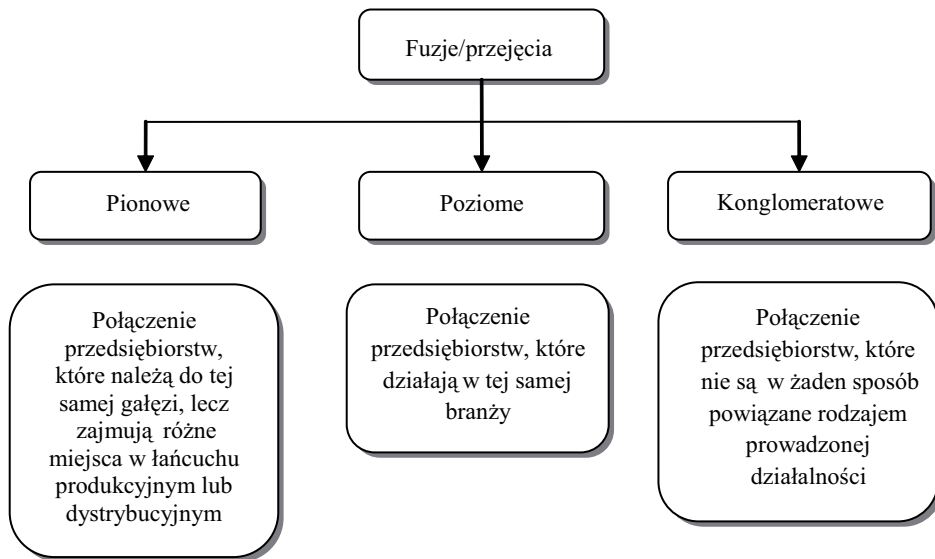
Procesy fuzji i przejęć przeprowadzane są na szeroką skalę na całym świecie. W latach 90. XX wieku popularność przedmiotowej strategii wzrastała w niewiarygodnie szybkim tempie. W samym tylko 1997 r. wartość przeprowadzonych fuzji była większa aniżeli łączna ich wartość w latach 80. Całkowita wartość transakcji przeprowadzonych w latach 1998-2000 wyniosła ok. 4 tryliony dolarów i stanowiła więcej niż całkowita wartość transakcji w ciągu poprzednich 30 lat [Shimizu i in. 2004, s. 308]. W roku 2004 globalne transakcje fuzji i przejęć były warte 1,95 trylionów dolarów i wzrosły w porównaniu z rokiem 2003 o 41% [Richey i in. 2008,

s. 394]. W 2007 roku w Polsce wartość przejętych polskich spółek wyniosła 38,3 mld zł i według szacunków M&A PricewaterhouseCoopers wzrosła w stosunku do roku 2006 o 27%, przy czym wśród kupujących przeważał kapitał zagraniczny [Błaszczak, Adamczyk 2008, s. B1].

Wymiar omawianego zjawiska przyczynił się do wyodrębnienia w strukturze rynku finansowego segmentu zwanego rynkiem kontroli korporacyjnej, gdzie dokonywane są procesy fuzji i przejęć (szerzej: [Nita 2006, s. 46]).

Rozważania należy rozpocząć od dokonania rozróżnienia między pojęciami „fuzja” oraz „przejęcie”. Fuzja to połączenie dwóch lub więcej przedsiębiorstw jako wynik dobrowolnej decyzji wszystkich stron. Natomiast przejęcie jest to nabycie przez jeden podmiot udziałów w innej jednostce na takim poziomie, że przejmuje on nad nią kontrolę [Bodie, Merton 2003, s. 604]. Nie zawsze proces ten uzyskuje aprobatę kadry menedżerskiej przedsiębiorstwa przejmowanego.

Podstawową klasyfikację fuzji i przejęć zaprezentowano na rys. 1. Przykładem fuzji poziomej, czyli połączenia dotychczasowych konkurentów, jest przeprowadzona w 2007 r. fuzja części banku BPH z bankiem PeKaO SA. Przejęcia/fuzje konglomeratowe stosowane są najczęściej w celu rozszerzenia dotychczasowej działalności o nowe, jak dotąd nieoferowane produkty czy usługi. Przykładem jest przejęcie w 2007 r. spółki Broker FM SA, działającej na rynku radiowym, przez Bauer Media Invest GmbH, spółkę zajmującą się działalnością wydawniczą.

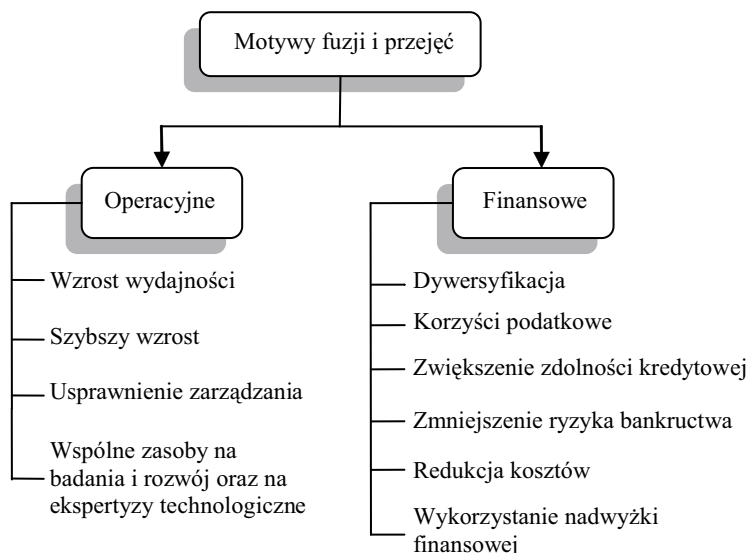


Rys. 1. Podstawowe rodzaje fuzji i przejęć

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Malara 2004, s. 34-35; Begg, Fischer, Dornbusch 2000, s. 495-496].

Przyczyny decyzji podejmowanych odnośnie do przejęć i fuzji są różnorodne. Analizując kryzys azjatycki w sektorze bankowym w latach 1997-1998, zauważa się, iż łączenie banków krajowych było jednym z zastosowanych rozwiązań owego kryzysu. Zakładano wówczas, iż połączenie zredukuje ryzyko ich upadłości (szerzej: [Shih 2003, s. 31-49]).

Rosnąca konkurencja na globalnym rynku oraz ciągle zmiany powodują, iż przedsiębiorstwom coraz trudniej jest osiągnąć stabilną i konkurencyjną pozycję. Często połączenie jest jedynym możliwym sposobem przetrwania jednostki na rynku. Inną przesłanką może być chęć rozwoju oraz poszerzenie kręgu odbiorców. W literaturze przedmiotu wymieniane są najczęściej dwie główne grupy motywów dokonywania procesów fuzji i przejęć: operacyjne oraz finansowe (rys. 2).



Rys. 2. Główne grupy motywów fuzji i przejęć

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Yagil 1996, s. 182].

Rozważając motywy omawianego zjawiska, należy zwrócić uwagę na efekt synergii, który jest najczęściej wymienianym uzasadnieniem dokonywania transakcji fuzji i przejęć [Hopkins 1999, s. 212]. Wyróżnia się synergię finansową oraz operacyjną [Malara 2004, s. 36]. W zakresie synergii finansowej znajdują się korzyści podatkowe, a dokładniej możliwość redukcji obciążenia podatkiem dochodowym (szerzej: [Bodie, Merton 2003, s. 605; Szczepankowski 2000, s. 195]). Kolejny zakładany efekt synergii dotyczy wartości przedsiębiorstwa. Oznacza on, że połączenie dwóch przedsiębiorstw będzie korzystne wówczas, jeżeli wartość nowo powstałego podmiotu będzie wyższa aniżeli suma wartości indywidualnej każdego z przedsię-

biorstw przed przejęciem (szerzej: [Bąk, Sierpińska 2006, s. 117-133; Jonek-Kowalska 2007, s. 117-132]).

3. Istota oraz etapy procesu *due diligence*

Założeniem *due diligence* jest obiektywna, rzetelna i niezależna ocena badanego podmiotu – jego stabilności finansowej, mocnych i słabych stron, pozycji konkurencyjnej oraz strategicznej na rynku [Angwin 2001, s. 35]. Geneza przedmiotowej analizy wywodzi się z amerykańskiego prawa rynków kapitałowych oraz prawa ochrony podmiotów dokonujących alokacji kapitału. Z tego punktu widzenia *due diligence* oznacza szczegółowe badanie prospektów w związku z emisją nowych akcji, tak aby uchronić potencjalnych nabywców przed nieodpowiednim ulokowaniem kapitału [Szewczyk 2006, s. 233].

Due diligence można określić jako proces gruntownej analizy przedsiębiorstwa, którego celem jest sporządzenie kompleksowej informacji odnośnie do badanego podmiotu [Knap 2003, s. 39]. Uwzględniając podmiot zlecający wykonanie badania, wyróżnić można następujące formy przedmiotowej analizy: *buyer's due diligence* i *vendor's due diligence* [Kuhlwein 2006, s. 65]. Pierwsza z wyżej wymienionych dotyczy sytuacji, kiedy to zainteresowany potencjalny nabywca zgłasza zapotrzebowanie na przeprowadzenie badania. Natomiast druga forma występuje wówczas, gdy sprzedawca zleca wykonanie analizy, aby oszacować wartość sprzedawanego podmiotu oraz jego słabe i mocne strony.

Obszar koncentracji oraz szczegółowość analizy *due diligence* uzależnione są od potrzeb podmiotu zlecającego wykonanie przedmiotowego badania. Podstawowa ocena *due diligence* obejmuje zazwyczaj aspekty techniczne i finansowe badanego przedsięwzięcia. Jednakże coraz większego znaczenia nabiera analiza kwestii niefinansowych i niematerialnych [Reichardt 2006, s. 193]. Etapy procesu *due diligence* oraz zakres analiz zaprezentowano w tab. 1.

Jednym z istotnych aspektów badawczych jest szeroko pojęta sytuacja rynkowa przedsiębiorstwa. Na szczególną uwagę w tym zakresie zasługuje lojalność klientów wobec przedsiębiorstwa oraz świadomość marki. Ten etap obejmuje ponadto analizę segmentu rynku, na którym działa przedsiębiorstwo, głównych trendów, jakie cechują ten segment, oraz przewidywanych tendencji w przyszłości [Harvey, Lusch 1995, s. 12]. Pozwoli to oszacować skalę prowadzonej działalności oraz możliwości dalszego rozwoju.

Badanie *due diligence* obejmuje również aspekty prawne związane z przedsiębiorstwem. W tym zakresie analizowane są przede wszystkim zawarte umowy, aktualne postępowania sądowe, przestrzeganie tajemnic handlowych oraz ogólne otoczenie prawne charakteryzujące obszar, na którym działa przedsiębiorstwo [Szewczyk 2006, s. 235].

Istotnym etapem *due diligence* jest analiza sytuacji finansowej i majątkowej przedsiębiorstwa. Do jej przeprowadzenia stosowane jest wiele wskaźników finan-

sowych. Uzyskane wyniki pozwalają ocenić dotychczasową sytuację w zakresie płynności finansowej, szeroko pojętej rentowności przedsiębiorstwa, poziomu zadłużenia oraz zdolności do jego obsługi, sprawności działania w zakresie wykorzystania posiadanych zasobów, możliwa jest również ocena wartości rynkowej akcji oraz kapitału (szerzej: [Sierpińska, Jachna 2007, s. 81-111]).

Tabela 1. Etapy procesu *due diligence*

Rodzaj analizy	Czynniki
Makroekonomiczna	konkurencja
	trendy na rynku
	otoczenie ekonomiczne – szanse i zagrożenia
Prawna/środowiskowa	umowy
	tajemnice handlowe
	prawa własności/patenty
	postępowania sądowe
	wpływ działalności przedsiębiorstwa na środowisko
Marketingowa	pozycja konkurencyjna na rynku
	rynek zbytu
	popyt
	lojalność klientów
	świadomość marki
Produkcyjna	strategie marketingowe w przedsiębiorstwie
	wyposażenie
	technologia
	personel produkcyjny
	jakość i styl zarządzania
Zarządzania/kapitału ludzkiego	struktura organizacyjna
	system szkoleniowy
	kultura organizacyjna
	lojalność personelu
Systemu informacyjnego	technologia (m.in. sprzęt komputerowy)
	jakość systemu informacyjnego
Finansowa	aktywa
	pasywa
	przepływy pieniężne
	wynagrodzenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Harvey, Lusch 1995, s. 7, 10-17].

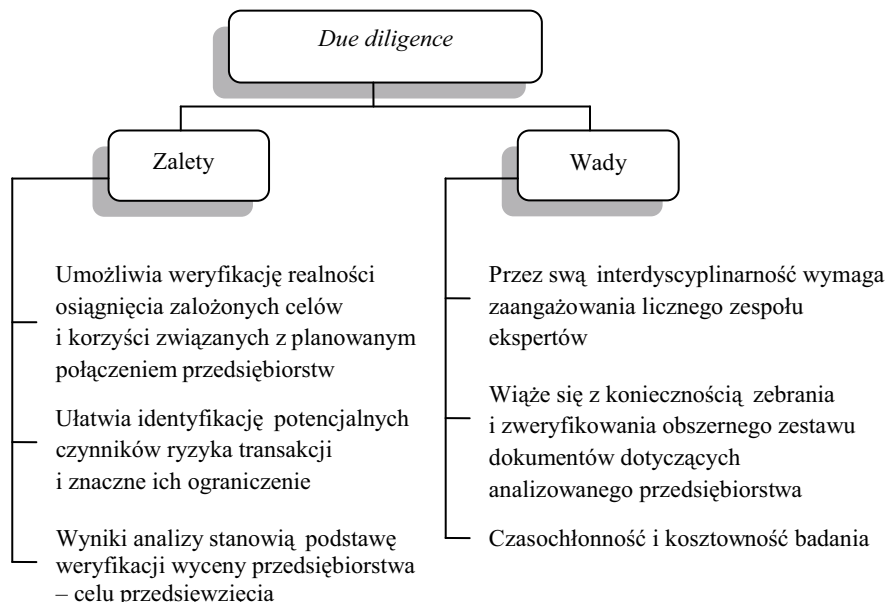
Badanie aspektów organizacyjnych przedsiębiorstwa obejmuje m.in. analizę zarządzania zasobami ludzkimi, kluczowego czynnika decydującego o sukcesie przedsiębiorstwa. W tym obszarze *due diligence* skupia się przede wszystkim na kwalifikacjach personelu oraz metodach ich podwyższania (system szkoleniowy), lojalności pracowników wobec pracodawcy oraz jakości zarządzania. Ponadto ana-

lizowana jest kultura organizacyjna w przedsiębiorstwie oraz panujące w nim zwyczaje. Na podstawie wyników *due diligence* można wyeliminować słabe ogniwa organizacji i odpowiednio usprawnić system zarządzania.

Kompleksowy i rzetelny proces *due diligence* wiąże się z zaangażowaniem sztabu ekspertów specjalizujących się w różnorodnych dziedzinach. Począwszy od analityków finansowych, przez prawników, księgowych, specjalistów z dziedziny marketingu oraz ochrony środowiska, technologów i rzeszy innych specjalistów, w zależności od stopnia szczegółowości oraz zakresu planowanej analizy. Jest to czynnik decydujący o kosztowności i czasochłonności tego procesu.

4. *Due diligence* w procesach fuzji i przejęć

Podmioty decydujące się na przejęcie czy fuzję powinny zebrać dostateczne informacje odnośnie do przedsiębiorstwa – celu transakcji. Umożliwi to podjęcie racjonalnej decyzji oraz ograniczy ryzyko popełnienia błędu [Angwin 2001, s. 35-36; Knap 2003, s. 38]. M.J. Epstein [2005, s. 39-40] ujął analizę *due diligence* wśród sześciu determinant warunkujących sukces połączenia przedsiębiorstw. Najważniejsze zalety oraz wady wykorzystania badania *due diligence* w procesach fuzji i przejęć zaprezentowano na rys. 3.



Rys. 3. Zalety i wady wykorzystania *due diligence* w procesach fuzji i przejęć

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Frąckowiak 2009, s. 276 i nast.; Suszyński 2007, s. 205 i nast.].

Właściwe i rzetelne przeprowadzenie analizy *due diligence* przed podjęciem decyzji co do łączenia przedsiębiorstw ma niezwykle istotne znaczenie. W latach 80. XX wieku wiele przedsiębiorstw przekonało się, że całkowity koszt przejęcia nie był równy cenie, jaką należało zapłacić za przedsiębiorstwo. Rzeczywista wartość przeprowadzonej transakcji znacznie wzrastała po dokonaniu przejęcia, na skutek konieczności poniesienia dodatkowych kosztów związanych z rozwiązaniem problemów, które nie zostały zdiagnozowane podczas analizy *due diligence* [Harvey, Lusch 1995, s. 5-6].

Jednym z aspektów badanych podczas przeprowadzania *due diligence* jest kapitał ludzki. Szczególnego znaczenia nabiera on w przypadku transakcji międzynarodowych, kiedy to dochodzi do połączenia zróżnicowanych narodowości, kultur, zachowań i obyczajów. Należy zbadać, czy mogą one zostać efektywnie zintegrowane [Epstein 2005, s. 40]. Wśród często przytaczanych przyczyn niepowodzenia transakcji fuzji i przejęć można znaleźć zbyt duże różnice kulturowe i brak możliwości ich synergicznego połączenia. Z globalizacją rynków nie wiąże się bowiem ukształtowanie uniwersalnych, jednolitych kultur (szerzej: [Hitt, Franklin, Zhu 2006, s. 222]).

Istotną kwestią jest analiza sytuacji prawnej przedsiębiorstwa – celu transakcji. Jako przykład konsekwencji niekompletnie przeprowadzonego badania *due diligence* w omawianym zakresie posłuży przypadek amerykańskiej spółki Halliburton. W 1997 r. spółka dokonała fuzji z Dresser Industry; decyzja poprzedzona była analizą *due diligence*. Dopiero po połączeniu przedsiębiorstw okazało się, że Dresser Industry ma problemy prawne związane z azbestem. Wszelkie dane odnośnie do tej sytuacji, łącznie z dokumentacją sądową, były dostępne podczas przeprowadzania *due diligence*, jednak problem nie został wykryty. Po dokonaniu fuzji Halliburton została uwikłana w roszczenia wobec Dresser Industry. Owo niedopatrzenie kosztowało Halliburton ponad 0,5 biliona dolarów [Epstein 2005, s. 40].

Kolejnym etapem *due diligence* jest analiza finansowa, która w przypadku transakcji fuzji i przejęć przeprowadzana jest przede wszystkim w celu potwierdzenia rzetelności informacji finansowych dostarczonych przez kontrahenta. Ponadto umożliwia ona ocenę opłacalności oraz skali ryzyka związanego z zakładanym przedsięwzięciem, pozwala także wykryć ewentualne przeszkody po przeprowadzeniu transakcji oraz wskazuje możliwości ich rozwiązania [Rankine, Bomer, Stedman 2003, s. 81].

Niewłaściwie przeprowadzona analiza *due diligence* może być przyczyną niepowodzenia procesu łączenia przedsiębiorstw. Może się bowiem okazać, że nie jest realne zrealizowanie planów strategicznych, jakie zostały założone przez łączące się firmy.

5. Podsumowanie

Możliwość swobodnego przepływu kapitału między krajami sprzyja ekspansji międzynarodowej przedsiębiorstw. Jednym z jej objawów są fuzje i przejęcia. Sta-

tystyki odnośnie do przedmiotowego rynku oraz przemiany w globalnej gospodarce pozwalają przypuszczać, iż znaczenie tej formy zdobywania nowych rynków będzie wzrastało.

Popularność transakcji fuzji i przejęć oraz odsetek ich niepowodzeń zachęcają do poszukiwania coraz to nowych sposobów na zredukowanie ryzyka porażki oraz do oszacowywania możliwości uzyskania efektów synergii. Jedną z metod może być niewątpliwie rzetelnie wykonana analiza *due diligence*. W artykule przedstawiono jej zakres, skupiono się na obszarach badań w kontekście opisywanych przypadków w warunkach zarówno krajowych, jak i globalnych. Zaprezentowano możliwości wykorzystania *due diligence* przy podejmowaniu decyzji podczas przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć.

Literatura

- Angwin D., *Mergers and acquisitions cross European borders: national perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers*, „Journal of World Business” 2001, vol. 36, issue 1.
- Bąk R., Sierpińska M., *Metoda kwantyfikacji efektu synergii finansowej jako konsekwencji łączenia się i podziału przedsiębiorstw w modelu Z. Fluck i A.W. Lyncha*, [w:] *Problemy zarządzania finansami we współczesnych przedsiębiorstwach*, red. P. Szczepankowski, Vizja Press &IT, Warszawa 2006.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Ekonomia. Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Bellou V., *Exploring civic virtue and turnover intention during organizational changes*, „Journal of Business Research”, July 2008, vol. 61, issue 7.
- Błaszczak A., Adamczyk C., *Padł transakcyjny rekord*, „Rzeczpospolita. Ekonomia i Rynek”, 9.01.2008, nr 7.
- Bodie Z., Merton R. C., *Finanse*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
- Epstein M. J., *The determinants and evaluation of merger success*, „Business Horizons”, January-February 2005, vol. 48, issue 1.
- Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- Harvey M.G., Lusch R.L., *Expanding the nature and scope of due diligence*, „Journal of Business Venturing”, January 1995, vol. 10, issue 1.
- Hitt M.A., Franklin V., Zhu H., *Culture, institutions and international strategy*, „Journal of International Management” June 2006, vol. 12, issue 2.
- Hopkins H.D., *Cross-border mergers and acquisitions: global and regional perspectives*, „Journal of International Management”, Autumn 1999, vol. 5, issue 3.
- Jonek-Kowalska I., *Efekty synergii w działalności przedsiębiorstwa*, [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, Ł. Tomaszewicz, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1183, AE, Wrocław 2007.
- Knap E., *Przejmowanie przedsiębiorstwa przez partnera zagranicznego*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle ORGMASZ, nr 12, grudzień 2003.
- Kuhlwein N., *Changes in Due diligence Requirements*, [w:] M. Blatz, K.J. Kraus, S. Haghani, *Corporate Restructuring Finance in Times of Crisis*, Springer, Berlin 2006.

- Malara Z., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle ORGMASZ, nr 9, wrzesień 2004.
- Nita B., *Tworzenie wartości przedsiębiorstw na rynku kontroli korporacyjnej*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. P. Karpuś, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
- Rankine D., Bomer M., Stedman G., *Due Diligence. Definitive Steps to Successful Business Combinations*, Financial Times Prentice Hall/Pearson Education, London 2003.
- Reichardt C.L., *Due diligence assessment of non-financial risk: Prophylaxis for the purchaser*, „Resources Policy” 2006, vol. 31 issue 4.
- Richey R.G., Kiessling T.S., Tokman M., Dalela V., *Market growth through mergers and acquisitions: The role of the relationship marketing manager in sustaining performance*, „Industrial Marketing Management”, June 2008, vol. 37, issue 4.
- Shih M.S.H., *An investigation into the use of mergers as a solution for the Asian banking sector crisis*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2003, vol. 43, issue 1.
- Shimizu K., Hitt M.A., Vaidyanath D., Pisano V., *Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future*, „Journal of International Management” 2004, vol. 10, issue 3.
- Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Suszyński C. (red.), *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Szewczyk A., *Zakres i procedura przeprowadzania due diligence przedsiębiorstw*, [w:] *Problemy zarządzania finansami we współczesnych przedsiębiorstwach*, red. P. Szczepankowski, Vizja Press & IT, Warszawa 2006.
- Yagil J., *Mergers and macro-economic factors*, „Review of Financial Economics” 1996, vol. 5, issue 2.

THE ROLE OF DUE DILIGENCE IN THE M&A PROCESSES

Summary

The first part of the paper presents the basic information about mergers and acquisitions (M&A). It shows the nature, importance, types and motives for M&A. In the next part of the paper, the author discusses the nature and the scope of due diligence. The author concludes with indicating the importance of due diligence for M&A.